



티엘비 (356860)

기판업종 내 데이터센터 최대 수혜주

▶ Analyst 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 3772-7613

Buy (신규)

목표주가(신규): 40,000원

현재 주가(4/26)	28,450원
상승여력	▲40.6%
시가총액	2,797억원
발행주식수	9,833천주
52 주 최고가 / 최저가	32,100 / 18,250원
90 일 일평균 거래대금	156.73억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
백성현 (외 10 인)	30.6%
한국증권금융 (외 1 인)	5.2%
자사주 (외 1 인)	0.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.6	2.5	16.6	49.7
상대수익률(KOSPI)	14.0	0.2	1.4	46.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	222	171	202	224
영업이익	38	3	14	25
EBITDA	44	9	21	35
지배주주순이익	31	3	12	21
EPS	3,108	256	1,192	2,187
순차입금	-10	19	36	43
PER	6.0	119.5	23.9	13.0
PBR	1.6	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	4.0	34.6	14.7	9.3
배당수익률	1.6	0.7	0.7	0.7
ROE	31.3	2.3	10.1	16.5

주가 추이



티엘비는 데이터센터 SSD 전환의 직접적인 수혜 기업입니다. 데이터센터용 SSD 폼팩터를 솔벤더로 개발 중이며, 전체 eSSD 시장 점유율 1 위인 고객사 내 점유율도 40%입니다. 투자의견 Buy, 목표주가 40,000 원으로 커버리지를 개시합니다.

투자의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024-2025년 예상 가중평균 EPS에 Target PER 23.9배를 적용했다. 기판기업 내에서 서버향 매출 비중이 가장 높아 성장 잠재력이 가장 크다. 게다가 데이터센터 SSD 하반기 본격 독점 납품 시작, HDD -> SSD 전환에 따른 장기적인 업사이드를 고려 했을 때 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다.

2024년 매출 YoY +18.0% OPM 6.7% 전망

티엘비의 2024년 실적은 매출 2,022억 원(YoY +18.0%), 영업이익 135억 원(OPM 6.7%)을 전망한다. 실적 흐름은 상저하고가 예상되며, 가동률은 작년 68%에서 올해 70% 중반까지 상승할 것으로 생각한다. 동사의 매출 비중은 SSD 모듈이 45%, DDR5 모듈 33%, R-DIMM 13%로 구성된다. SSD는 삼성전자, DRAM은 SK하이닉스 위주로 납품되며, 2023년 고객사별 매출 비중은 삼성전자, SK하이닉스 각 40%, 마이크론 10%다.

데이터센터 SSD 전환, 그리고 서버향 모멘텀

1) 데이터센터 HDD -> SSD 전환과 2) 서버향 메모리 모듈 수요 증가에 따른 수혜가 예상된다. 동사는 데이터센터 SSD 전용 폼팩터인 EDSFF를 솔벤더로 고객사와 개발 완료했으며, 최신 NAND V9 모듈을 AI 워크로드용으로 납품을 준비 중이다. 모듈제조사 중 거의 유일하게 EDSFF를 대응 중이며, 주요 고객사인 삼성전자의 eSSD 시장 점유율을 고려하면 SSD 시장 확대에 따른 수혜가 가장 클 것으로 생각한다. 국내 모듈 제조사 중 서버향 매출 비중도 가장 높다. 서버 매출 비중은 75~80%로 서버 수요 증가에 따른 메모리(SSD, DDR5) 모듈의 전반적인 성장이 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000 원

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024-2025년 예상 가중평균 EPS에 Target PER 23.9배를 적용했다. 기판기업 내에서 서버향 매출 비중이 가장 높아 성장 잠재력이 가장 크다. 게다가 데이터센터 SSD 하반기 본격 독점 납품 시작, HDD → SSD 전환에 따른 장기적인 업사이드를 고려 했을 때 추가적인 프리미엄 부여도 가능하다.

CXL에 대한 기대감이 주가에 반영됐던 당시 멀티플에서 CXL에 대한 보수적인 접근이 필요하다고 판단해 20%를 할인했다. 기존 제품 대비 높은 ASP, 경쟁사 개발상황 등을 고려했을 때 경쟁우위 요소는 맞다. 다만 데이터센터에 본격적인 CXL 도입이 이뤄지고 수주가 가시화됐을 때 프리미엄을 반영해도 늦지 않다는 판단이다.

[표1] 티엘비 PER 밸류에이션

(단위: 원, 배)

내용	목표주가 산정	비고
EPS	1,690	2024년-2025년 예상 가중평균 EPS
Target P/E	23.9	PER 최고점 대비 20% 할인
적정주가	40,405	
목표주가	40,000	
현재주가	26,700	4월 26일 종가 기준
상승여력	40.6%	

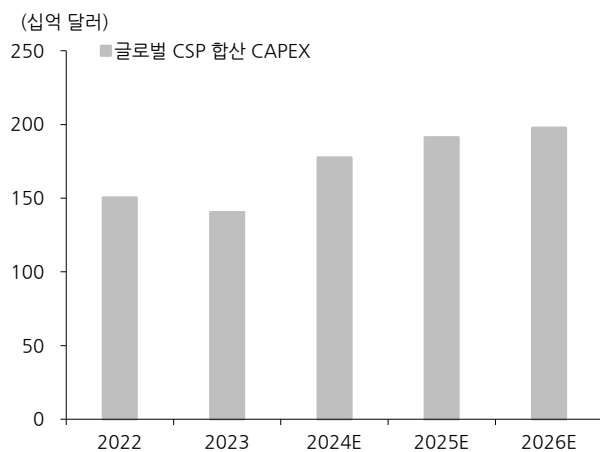
자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 투자포인트

동사의 투자포인트는 1) 데이터센터 HDD → SSD 전환과 2) 서버용 메모리 모듈 수요 증가다. AI 워크로드에서의 SSD 강점이 부각되면서 데이터센터 내 SSD 채택은 확대될 것이다. 동사는 데이터센터용 SSD 폼팩터인 E.1/E.3 제품 일부를 솔벤더로 납품 중이다. 최신 NAND V9 모듈을 AI 워크로드용으로 개발해 3개 제품은 개발완료, 1개 제품은 연내 개발을 완료할 예정이다. 모듈제조사 중 거의 유일하게 EDSFF를 대응 중이며, 주요 고객사인 삼성전자의 eSSD 시장 점유율을 고려하면 SSD 시장 확대에 따른 수혜가 가장 클 것으로 생각한다.

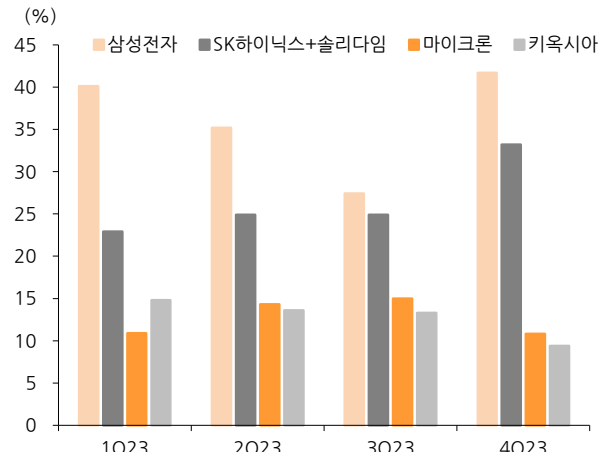
전사 서버 매출 비중이 75~80%로 서버 수요 증가에 따른 메모리(SSD, DDR5) 모듈 전반적인 성장이 예상된다. AI발 글로벌 데이터센터 수요는 장기적인 증가세를 보일 것이 분명하다. 당장 올해 주요 북미 CSP들의 합산 CAPEX는 26.6% 늘어날 전망이다. 범용 서버 수요 둔화로 2023년은 투자가 부진했지만, AI서버에 대한 본격적인 확장이 서버 전체 시장을 견인할 것으로 예상된다. 오픈AI와 MS는 Stargate 프로젝트를 추진하며 2028년까지 135조 원을 투입해 초대형 데이터센터 건립할 예정이며 AWS도 15년간 데이터센터건설에 202조 원을 투자할 예정이다. 동사의 주력 제품 SSD, DDR5 모듈 모두 신규 데이터센터 서버 구축 시 탑재되는 제품으로 기관 기업 중 서버 수요 증가에 따른 수혜가 가장 클 것으로 생각한다.

[그림1] 글로벌 CSP 합산 CAPEX 추이 및 전망



주: MS, Google, Meta, Amazon 합산 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] eSSD 시장 점유율 추이



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

>> 실적 전망

동사의 2024년 실적은 연결 매출 2,022억 원(YoY +18.0%), 영업이익 135억 원(OPM 6.7%)을 전망한다. 상저하교의 실적 흐름이 예상되며, 2분기 수주도 1분기 대비 13% 늘어난 것으로 파악된다. 전방(DRAM, NAND) 수요 회복으로 가동률은 작년 68%에서 올해 70% 후반까지 상승할 것으로 생각한다. 고부가가치 제품 비중 상승에 따라 수익성도 높아질 것이다. EDSFF 및 CXL 등 차세대제품은 높은 ASP로 기존 제품 대비 이익기여도가 높다. 특히 EDSFF 모듈에 대한 수요는 하반기부터 본격화될 것으로 예상하며, 동사의 기술적 우위를 바탕으로 높은 ASP 프리미엄 효과를 누릴 가능성이 높다.

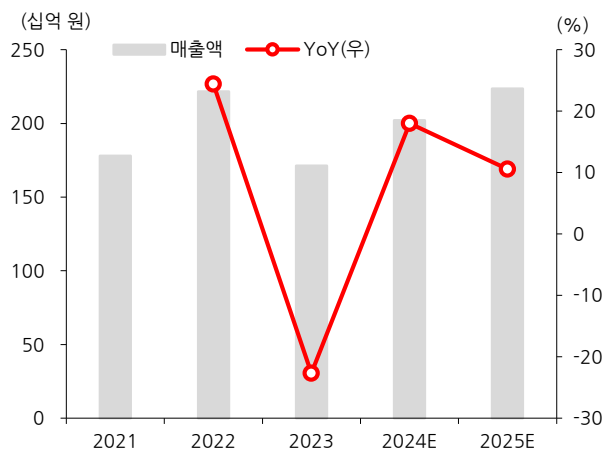
[표2] 티엘비 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출(연결)	41	42	39	48	47	48	53	55	222	171	202	224
YoY(%)	-20.0	-27.3	-30.8	-11.9	12.2	14.1	33.7	13.6	24.4	-22.7	18.0	10.6
SSD	21	18	16	22	22	23	25	26	108	78	96	107
YoY(%)	-2.8	-41.0	-45.4	-13.8	3.4	24.8	56.6	19.8	37.2	-28.0	24.1	10.9
DDR5	9.5	15.3	16.5	15.9	16.3	17.0	18.7	19.9	29.1	57.2	71.8	84.2
YoY(%)	8.3	191.0	142.3	93.7	70.7	11.0	13.0	25.6	261.7	96.8	25.6	17.2
R-DIMM	7.9	5.9	3.9	4.3	4.2	3.9	4.2	3.8	68.5	22.1	16.1	13.4
YoY(%)	-53.9	-66.1	-75.3	-76.0	-46.9	-34.8	7.0	-11.6	-2.9	-67.8	-27.1	-17.0
영업이익	2	2	-1	1	2	3	4	4	38	3	14	25
YoY(%)	-83.0	-84.9	적전	-84.5	54.7	102.8	흑전	229.9	187.5	-92.1	343.7	86.1
영업이익률(%)	3.7	3.6	-2.9	2.4	5.1	6.3	8.1	6.9	17.4	1.8	6.7	11.2
당기순이익(자배)	2	1	-1	1	2	3	4	3	31	3	12	21
YoY(%)	-76.2	-85.7	적전	-83.6	23.6	110.2	흑전	464.7	146.2	-91.8	363.5	83.5
당기순이익률(%)	4.4	2.8	-2.7	1.1	4.9	5.2	7.5	5.3	13.8	1.5	5.8	9.6

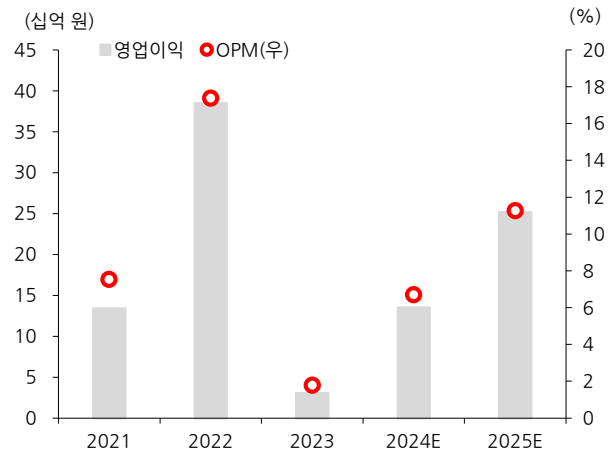
자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림3] 연간 매출 추이 및 전망



자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림4] 영업이익/OPM 추이 및 전망



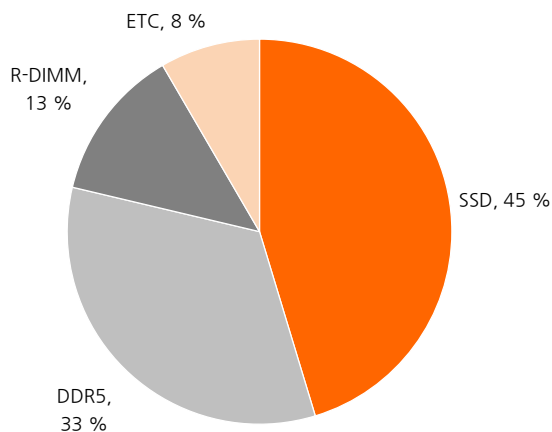
자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터 추정

>> 기업개요

티엘비는 메모리 모듈 기판을 주력으로 생산하는 기업이다. 모듈 기판기업 중에서는 고객사와 개발단에서부터 가장 선제적으로 대응하고 있어 고부가가치 제품의 비중이 높다. 2023년 기준 매출 비중은 SSD 45%, DDR5 35%, R-DIMM 35%, 나머지로 구성돼 있다. 어플리케이션별로 보면 서버용 매출 비중이 75~80%며, 고객사별로는 삼성전자와 SK하이닉스가 약 45%씩, 마이크론과 기타가 나머지를 차지하고 있다.

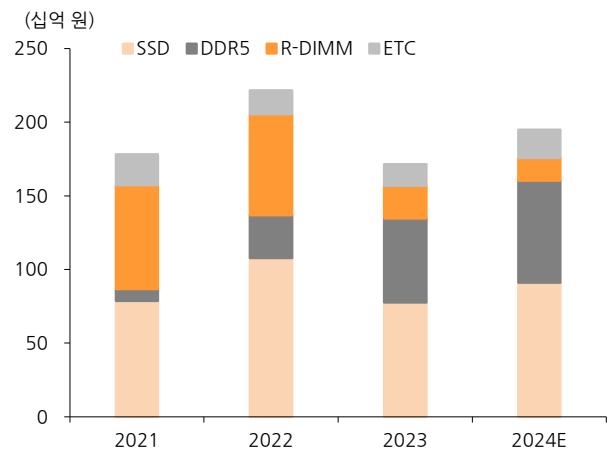
SSD 모듈은 주로 삼성전자에 납품 중이며, 삼성전자 내 동사의 SSD 점유율은 약 40%다. DRAM 모듈은 SK하이닉스에 주로 납품 중이다. 경쟁사로는 심텍, 코리아씨키트, 한양디지털 등이 있다.

[그림5] 티엘비 주요 제품매출 비중(2023년)



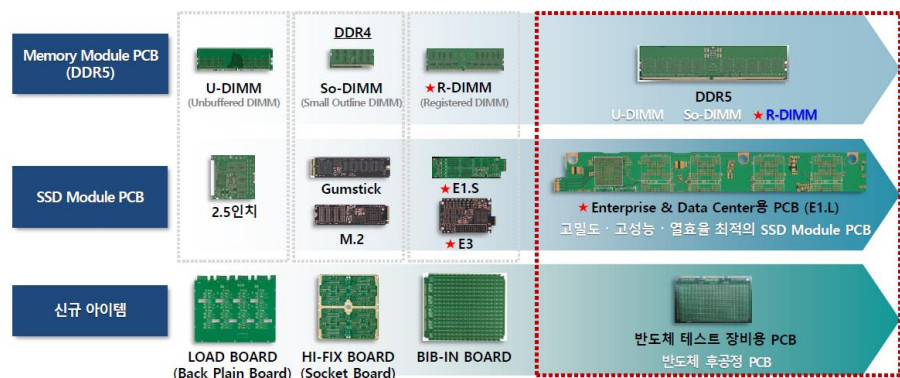
자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 티엘비 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림7] 티엘비 주요 제품



자료: 티엘비, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	178	222	171	202	224
매출총이익	23	47	11	23	35
영업이익	13	38	3	14	25
EBITDA	17	44	9	21	35
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	38	3	15	27
당기순이익	12	31	3	12	21
지배주주순이익	12	31	3	12	21
증가율(%)					
매출액	-3.3	24.4	-22.7	18.0	10.6
영업이익	-11.7	187.5	-92.1	343.7	86.1
EBITDA	-7.1	151.1	-78.9	132.2	62.0
순이익	5.0	146.2	-91.8	364.2	83.5
이익률(%)					
매출총이익률	13.0	21.2	6.6	11.5	15.7
영업이익률	7.5	17.4	1.8	6.7	11.2
EBITDA 이익률	9.8	19.7	5.4	10.6	15.5
세전이익률	8.4	17.3	1.9	7.3	12.1
순이익률	7.0	13.8	1.5	5.8	9.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-1	35	-2	15	29
당기순이익	12	31	3	12	21
자산상각비	4	5	6	8	10
운전자본증감	-16	-6	-5	-4	-2
매출채권 감소(증가)	-6	-7	-3	-4	-2
재고자산 감소(증가)	-4	3	-2	-3	-2
매입채무 증가(감소)	-3	-1	1	3	2
투자현금흐름	-8	-23	-30	-30	-34
유형자산처분(취득)	-28	-19	-25	-29	-33
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	20	-4	-6	0	0
재무현금흐름	3	4	11	-2	-2
차입금의 증가(감소)	2	5	15	0	0
자본의 증가(감소)	0	-1	-4	-2	-2
배당금의 지급	0	-1	-3	-2	-2
총현금흐름	18	44	12	20	31
(-)운전자본증감(감소)	16	-2	9	4	2
(-)설비투자	28	19	25	29	33
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-26	27	-22	-14	-4
(-)기타투자	0	9	-5	0	0
잉여현금	-26	18	-17	-15	-4
NOPLAT	11	31	2	11	20
(+) Dep	4	5	6	8	10
(-)운전자본투자	16	-2	9	4	2
(-)Capex	28	19	25	29	33
OpFCF	-29	19	-26	-15	-5

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	54	78	68	58	56
현금성자산	16	36	23	6	-1
매출채권	13	20	23	27	29
재고자산	23	21	21	23	25
비유동자산	71	87	105	127	151
투자자산	5	13	13	14	14
유형자산	65	73	91	113	136
무형자산	1	1	1	1	0
자산총계	125	165	173	185	206
유동부채	28	29	35	38	40
매입채무	19	18	19	22	23
유동성이자부채	8	3	16	16	16
비유동부채	14	24	27	27	27
비유동이자부채	13	24	26	26	26
부채총계	42	53	62	65	67
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
이익잉여금	48	77	76	86	105
자본조정	0	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	-1	-1	-1
자본총계	83	112	110	120	139

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,262	3,108	256	1,192	2,187
BPS	16,929	11,424	11,213	12,199	14,174
DPS	125	300	200	200	200
CFPS	1,852	4,495	1,208	1,992	3,151
ROA(%)	10.4	21.1	1.5	6.5	10.9
ROE(%)	16.1	31.3	2.3	10.1	16.5
ROIC(%)	16.3	32.6	2.1	7.6	11.9
Multiples(x, %)					
PER	16.1	6.0	119.5	23.9	13.0
PBR	1.2	1.6	2.7	2.3	2.0
PSR	1.1	0.8	1.8	1.4	1.3
PCR	11.0	4.2	25.3	14.3	9.0
EV/EBITDA	11.8	4.0	34.6	14.7	9.3
배당수익률	0.6	1.6	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	50.2	46.8	56.5	54.2	47.9
Net debt/Equity	6.0	-8.9	17.6	30.2	30.6
Net debt/EBITDA	28.7	-22.8	210.4	168.9	122.6
유동비율	194.3	273.4	190.9	152.2	139.7
이자보상배율(배)	40.9	42.0	2.4	9.4	17.4
자산구조(%)					
투하자본	81.0	67.2	78.1	88.8	93.0
현금+투자자산	19.0	32.8	21.9	11.2	7.0
자본구조(%)					
차입금	20.1	19.0	27.6	25.9	23.2
자기자본	79.9	81.0	72.4	74.1	76.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 4월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[티엘비 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2024.04.29	2024.04.29				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	유영술	40,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.29	Buy	40,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%