

티엘비
(356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

32,000

상향

현재주가

26,800

(23.12.14)

가전 및 전자부품업종

수익성 회복은 2024년,
확대는 2025년 전망

- 4Q 영업이익(16억원)은 흑자전환(qoq) 추정, 수익성 회복
- 영업이익은 2024년 239%(yoy), 2025년 52%(yoy) 증가 추정
- 2024년 반도체 회복 및 DDR5 / 2025년 차세대 반도체(CXL 등) 효과

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 32,000원 상향(10.3%)

전체 영업이익은 2023년 4Q 흑자전환(qoq, 16억원), 2024년 117억원(239% yoy) / 2025년 178억원(52.1% yoy)으로 증가 등 본격적인 회복 구간에 진입 판단, 2024년 반도체 업황 회복과 차세대 메모리 모듈(R-DIMM, CXL 등)이 서버/네트워크에 채택 확대로 메모리 모듈 전문인 티엘비의 수혜가 예상. 목표주가(2024년 및 2025년 평균EPS X 목표 P/E 24.1배(성장기 상단) 적용) 32,000원으로 상향(10.3%) 및 투자의견 매수(BUY) 유지

영업이익은 4Q23 흑자전환(qoq) / 2024년 239%(yoy), 2025년 52%(yoy) 증가 추정

2023년 4Q 매출은 462억원(17.4% qoq/-15.5% yoy), 영업이익 16억원(흑자 전환 qoq/-79.0% yoy) 예상. 서버항 DDR5 모듈 출하량 증가, SSD모듈 출하량도 3Q 재고조정 이후에 4Q에 증가하여 완만하게 회복. 2024년 메모리 업체(삼성전자, SK하이닉스)가 정상 가동을 수준으로 회복, DDR5로 전환 가속화 및 서버항 메모리 출하량 증가로 티엘비의 2024년 전체 매출(1,998억원)과 영업이익(117억원)은 각각 18%(yoy), 239%(yoy)씩 증가 추정. 또한 2024년 하반기부터 CXL(컴퓨트익스프레스링크) 반도체(차세대 D램 메모리) 양산 시작되면 2025년 서버항 R-DIMM, CXL 관련한 모듈 매출 증가, 믹스 효과로 영업이익률은 2024년 5.8%에서 2025년(178억원) 7.8% 확대 추정, 2024년 반도체 회복 및 DDR5 전환 / 2025년 차세대 메모리 반도체 증가가 메모리 모듈 업체의 수익성 호조로 연결

AI 환경 확대로 서버에서 데이터 처리 용량 증가, 차세대 메모리 반도체 (CXL 등) 시장 확대 : 메모리모듈 업체인 티엘비 수혜 예상

2024년 PC보다 서버, 네트워크 부문에서 반도체 회복이 선행 예상. 오픈 AI 및 온디바이스 AI 적용한 기기의 증가, 자율주행 채택 등 클라우드(서버) 환경에서 데이터 처리 용량이 큰 폭으로 확대. CPU와 메모리의 처리 속도, 메모리의 용량 증가가 필수적. DDR5 전환 과정에서 R-DIMM 채택 확대, 차세대 메모리인 CXL, 저전력반도체 수요 증가가 예상. 메모리 모듈 분야도 고다층, 회로의 미세화 추구 과정에서 평균공급단가 상승으로 2024년~2025년 수익성 호조가 예상. 티엘비가 삼성전자와 SK하이닉스의 차세대 메모리(반도체)인 CXL 개발에 참여, 2024년 하반기 양산에 대응한 준비 과정으로 판단

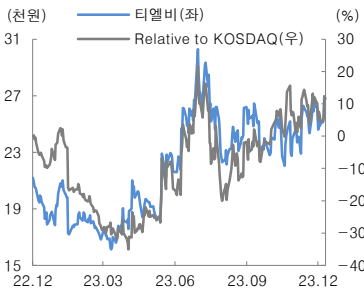
(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	당사추정	4Q23(F)			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	55	39	46	46	-15.5	17.4	45	46	11	-0.7
영업이익	7	-1	2	2	-79.0	흑전	3	2	1	0.0
순이익	3	-1	2	1	-60.1	흑전	2	1	-26	8.5

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	840.59
시가총액	264십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	30,300원 / 16,130원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	1.38%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	1.3	8.3	34.3
상대수익률	-0.3	8.4	12.3	16.5



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	169	195	169	200	0.2	2.7
판매비와 관리비	8	8	8	9	0.2	0.7
영업이익	4	12	3	12	-18.0	-2.4
영업이익률	2.5	6.2	2.0	5.8	-0.5	-0.3
영업외손익	1	0	1	0	14.3	104.1
세전순이익	5	12	4	12	-13.6	-0.6
지배지분순이익	4	10	3	10	-14.5	-0.6
순이익률	2.2	5.2	1.9	5.0	-0.3	-0.2
EPS(지배지분순이익)	387	1,029	331	1,023	-14.5	-0.6

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	169	200	228
영업이익	13	38	3	12	18
세전순이익	15	38	4	12	18
총당기순이익	12	31	3	10	15
지배지분순이익	12	31	3	10	15
EPS	1,262	3,108	331	1,023	1,544
PER	16.1	6.0	80.4	26.0	17.2
BPS	8,465	11,424	11,454	12,179	13,425
PBR	2.4	1.6	2.3	2.2	2.0
ROE	16.1	31.3	2.9	8.7	12.1

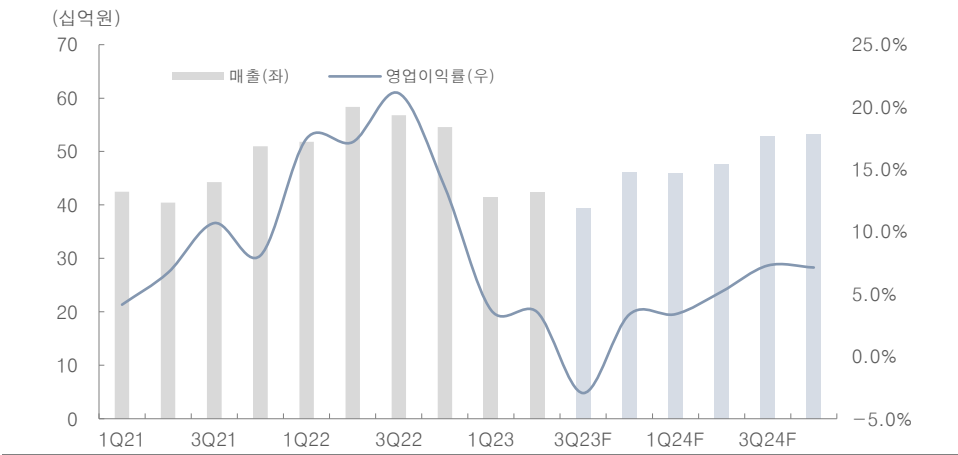
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)									(단위: 십억원)			
		1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2Q	3Q	4QF	2022	2023F	2023F
매출		51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	42.4	39.3	46.2	221.6	169.4	199.8
	DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.6	20.3	22.4	27.4	104.1	89.6	120.4
	DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	9.6	10.3	16.6	19.0	24.1	55.5	86.5
	서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	8.0	8.2	4.0	6.5	66.2	26.7	27.3
	PC 용 DRAM/기타	3.1	3.9	3.5	3.2	1.9	1.8	1.8	1.9	13.8	7.4	6.5
	SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.2	21.4	16.2	18.0	113.9	76.9	75.8
	장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	3.6	2.9	3.6
영업이익		9.1	10.0	12.0	7.4	1.5	1.5	-1.2	1.6	38.5	3.4	11.7
영업이익률		17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	3.7%	3.6%	-2.9%	3.4%	17.4%	2.0%	5.8%
세전이익		9.3	10.2	13.7	5.1	2.3	1.5	-1.1	1.5	38.3	4.2	12.1
세전이익률		17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	5.6%	3.6%	-2.9%	3.3%	17.3%	2.5%	6.1
순이익(지배)		7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	1.2	-1.0	1.3	30.5	3.3	10.1
순이익률		14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	2.8%	-2.7%	2.7%	13.8%	1.9%	5.0
매출비중(%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	DRAM 모듈 PCB	55.7	45.7	43.4	43.7	47.1	47.9	56.9	59.3	47.0	52.9	60.2
	DDR5 비중	16.8	9.0	8.8	9.4	23.1	24.3	42.1	41.3	10.9	32.8	43.3
	SSD 모듈 PCB	42.0	53.0	55.0	54.8	51.2	50.4	41.2	39.1	51.4	45.4	38.0
	장비용 PCB/기타	2.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7	1.9	1.6	1.6	1.7	1.8
증감률(%yoy)												
매출액		22.0	44.3	28.3	7.1	-20.0	-27.3	-30.8	-15.5	24.4	-23.6	18.0
영업이익		413.3	268.7	153.3	79.6	-83.0	-84.9	적전	-79.0	188.4	-91.0	238.7
세전이익		278.7	249.3	156.3	22.1	-75.2	-84.9	적전	-70.5	157.1	-89.0	188.6
당기순이익		282.4	247.2	175.9	-19.2	-76.2	-85.7	적전	-59.1	145.6	-89.3	209.3
증감률(%QoQ)												
매출액		1.7	12.5	-2.7	-3.8	-24.0	2.3	-7.4	17.4			
영업이익		119.5	10.7	19.5	-38.2	-79.2	-2.1	적전	-234.2			
세전이익		122.3	9.4	34.6	-62.7	-54.9	-33.6	적전	-232.0			
당기순이익		99.6	8.9	33.7	-72.2	-39.7	-34.6	적전	-219.5			

주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC 용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC 용으로 공급되고 있음
자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

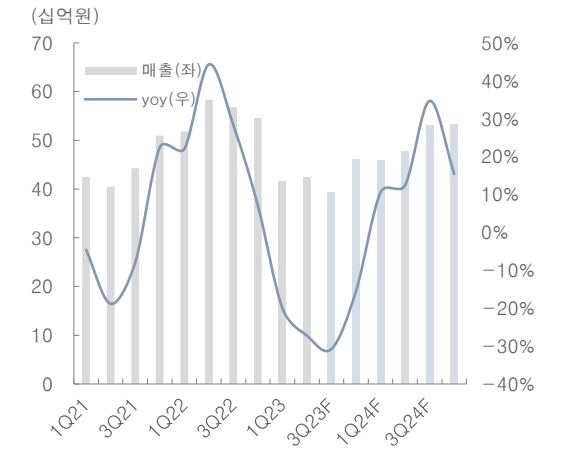
표 2. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 전)										(단위: 십억원)		
	1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2Q	3Q	4QF	2022	2023F	2023F	
매출	51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	42.4	39.3	45.8	221.6	169.1	194.6	
DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.6	20.3	22.4	27.3	104.1	89.5	118.3	
DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	9.6	10.3	16.6	18.9	24.1	55.3	84.3	
서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	8.0	8.2	4.0	6.5	66.2	26.7	27.3	
PC용 DRAM/기타	3.1	3.9	3.5	3.2	1.9	1.8	1.8	1.9	13.8	7.5	6.7	
SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.2	21.4	16.2	17.8	113.9	76.7	72.7	
장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	3.6	2.9	3.6	
영업이익	9.1	10.0	12.0	7.4	1.5	1.5	-1.2	2.3	38.5	4.2	12.0	
영업이익률	17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	3.7%	3.6%	-2.9%	5.0%	17.4%	2.5%	6.2%	
세전이익	9.3	10.2	13.7	5.1	2.3	1.5	-1.1	2.2	38.3	4.9	12.2	
세전이익률	17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	5.6%	3.6%	-2.9%	4.7%	17.3%	2.9%	6.3	
순이익(지배)	7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	1.2	-1.0	1.8	30.5	3.8	10.1	
순이익률	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	2.8%	-2.7%	3.9%	13.8%	2.2%	5.2	
매출비중(%)												
DRAM 모듈 PCB	55.7	45.7	43.4	43.7	47.1	47.9	56.9	59.4	47.0	53.0	60.8	
DDR5 비중	16.8	9.0	8.8	9.4	23.1	24.3	42.1	41.2	10.9	32.7	43.3	
SSD 모듈 PCB	42.0	53.0	55.0	54.8	51.2	50.4	41.2	38.9	51.4	45.3	37.4	
장비용 PCB/기타	2.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7	1.9	1.6	1.6	1.7	1.9	
증감률(%yoy)												
매출액	22.0	44.3	28.3	7.1	-20.0	-27.3	-30.8	-16.0	24.4	-23.7	15.1	
영업이익	413.3	268.7	153.3	79.6	-83.0	-84.9	적전	흑전	188.4	-89.1	184.6	
세전이익	278.7	249.3	156.3	22.1	-75.2	-84.9	적전	흑전	157.1	-87.3	150.6	
당기순이익	282.4	247.2	175.9	-19.2	-76.2	-85.7	적전	흑전	145.6	-87.5	165.9	
증감률(%QoQ)												
매출액	1.7	12.5	-2.7	-3.8	-24.0	2.3	-7.4	16.6				
영업이익	119.5	10.7	19.5	-38.2	-79.2	-2.1	적전	흑전				
세전이익	122.3	9.4	34.6	-62.7	-54.9	-33.6	적전	흑전				
당기순이익	99.6	8.9	33.7	-72.2	-39.7	-34.6	적전	흑전				
주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC 용으로 공급되고 있음												
자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center												

그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률



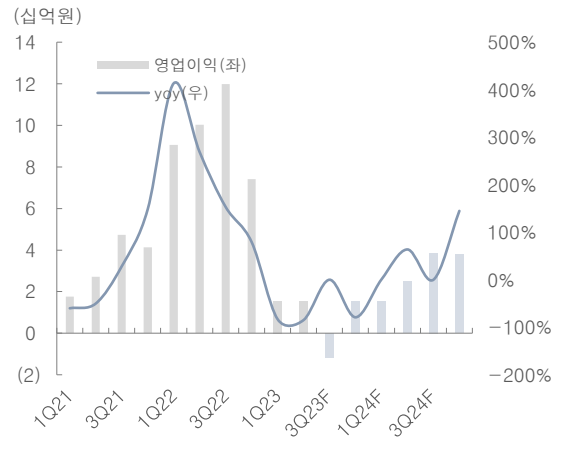
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

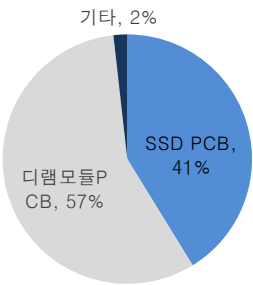
- 메모리 반도체향 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,699억원, 부채 592억원, 자본 1,108억원(2023년 9월 기준)

주가 변동요인

- DDR5 CPU 출시 및 DDR5 출하량
- SK 하이닉스 서버용 DRAM 출하량 및 SK 하이닉스, 삼성전자 SSD 출하량

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

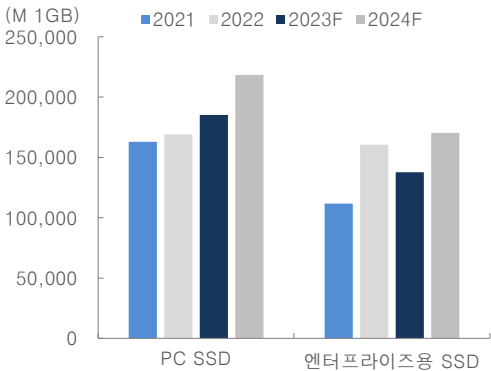
매출 비중



주: 2023년 3분기 연결 매출 기준
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

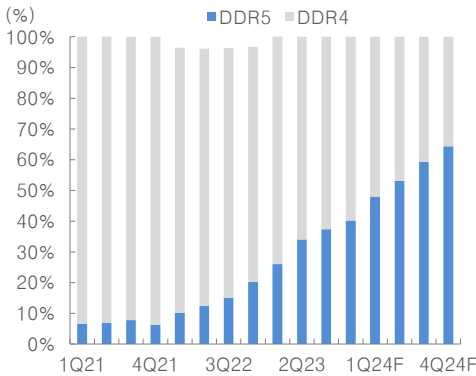
2. Earnings Driver

글로벌 SSD 수요 전망



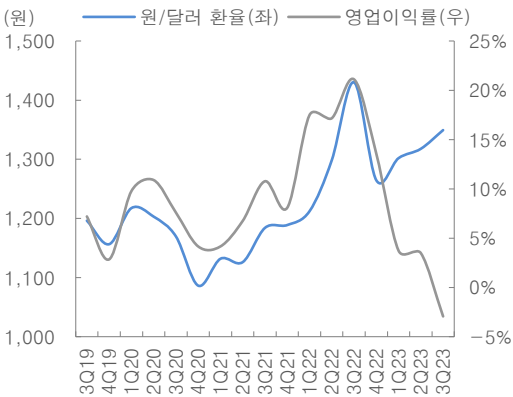
자료: IDC, 대신증권 Research Center

DDR4, DDR5 비중 추이 전망



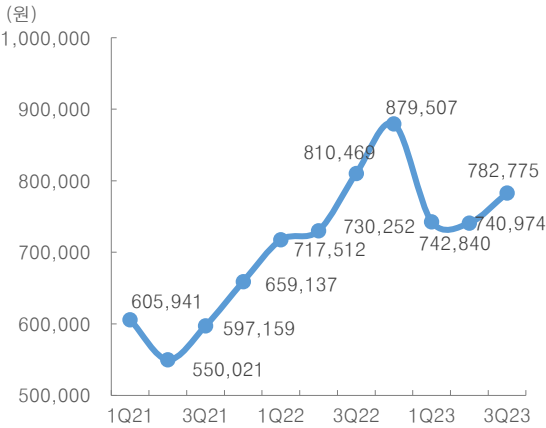
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

원달러 vs. 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center

평균공급단가(Blended ASP) 추이



자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	169	200	228
매출원가	155	175	158	180	201
매출총이익	23	47	12	20	26
판매비와관리비	10	8	8	9	9
영업이익	13	38	3	12	18
영업이익률	7.5	17.4	2.0	5.8	7.8
EBITDA	17	44	8	16	23
영업외손익	2	0	1	0	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	2	3	3	3	3
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	1	0	0
법인세비용차감전순손익	15	38	4	12	18
법인세비용	-2	-8	-1	-2	-3
계속사업순손익	12	31	3	10	15
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	31	3	10	15
당기순이익률	7.0	13.8	1.9	5.0	6.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	31	3	10	15
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	12	30	3	10	15
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	12	30	3	10	15

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,262	3,108	331	1,023	1,544
PER	16.1	6.0	80.4	26.0	17.2
BPS	8,465	11,424	11,454	12,179	13,425
PBR	2.4	1.6	2.3	2.2	2.0
EBITDAPS	1,772	4,448	845	1,667	2,364
EV/EBITDA	11.8	4.0	30.8	15.8	11.1
SPS	18,113	22,532	17,226	20,320	23,162
PSR	1.1	0.8	1.6	1.3	1.2
CFPS	1,852	4,495	928	1,687	2,380
DPS	125	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-3.3	24.4	-23.5	18.0	14.0
영업이익 증가율	-11.7	187.5	-91.0	238.7	52.1
순이익 증가율	5.0	146.2	-89.4	209.9	50.9
수익성					
ROIC	16.2	33.3	2.8	9.6	13.4
ROA	11.2	26.5	2.1	7.0	9.8
ROE	16.1	31.3	2.9	8.7	12.1
안정성					
부채비율	50.2	46.8	41.4	43.8	43.1
순차입금비율	6.0	-8.9	-6.7	-3.4	-3.8
이자보상배율	40.9	42.0	3.5	15.1	27.3

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	54	78	63	66	73
현금및현금성자산	14	31	25	23	24
매출채권 및 기타채권	13	20	16	18	21
재고자산	23	21	16	19	21
기타유동자산	3	6	6	6	6
비유동자산	71	87	96	106	116
유형자산	65	73	81	89	97
관계기업투자금	0	2	4	6	8
기타비유동자산	5	11	11	11	11
자산총계	125	165	159	172	189
유동부채	28	29	24	29	33
매입채무 및 기타채무	19	18	16	21	25
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	7	2	0	0	0
기타유동부채	2	8	8	8	8
비유동부채	14	24	23	24	24
차입금	13	24	22	24	24
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	0	0	0	0
부채총계	42	53	47	53	57
자배지분	83	112	113	120	132
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
이익잉여금	48	77	77	84	96
기타지분변동	0	0	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	83	112	113	120	132
순차입금	5	-10	-8	-4	-5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-1	35	14	13	19
당기순이익	12	31	3	10	15
비현금항목의 가감	6	14	6	7	8
감가상각비	4	5	5	5	5
외환손익	-1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	9	2	2	3
자산부채의 증감	-16	-6	6	-2	-2
기타현금흐름	-3	-2	-1	-2	-3
투자활동 현금흐름	-8	-23	-13	-13	-15
투자자산	0	-2	-2	-2	-2
유형자산	-28	-19	-12	-13	-14
기타	19	-2	1	1	1
재무활동 현금흐름	3	4	-7	-2	-3
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	13	-1	1	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-3	-3	-3
기타	-2	-8	-2	0	0
현금의 증감	-6	17	-6	-2	1
기초 현금	20	14	31	25	23
기말 현금	14	31	25	23	24
NOPLAT	11	31	3	10	15
FCF	-13	17	-5	2	6

[Compliance Notice]

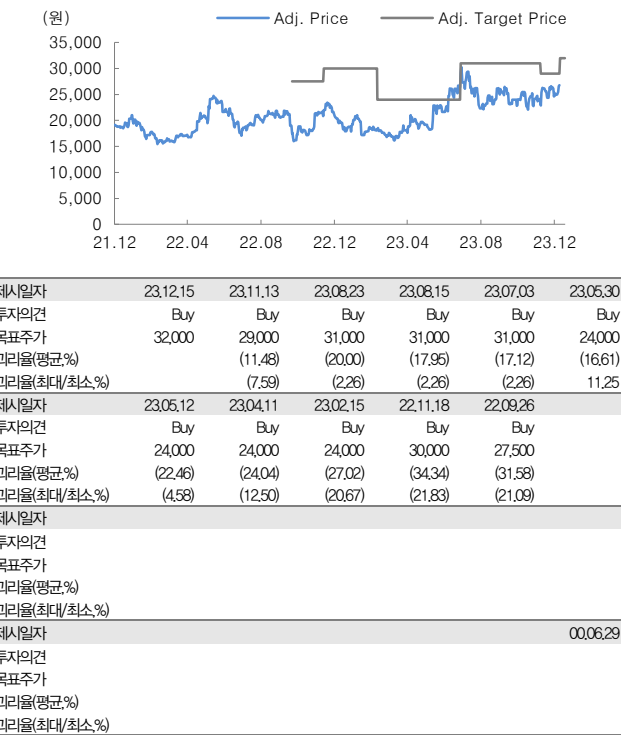
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

티엘비(356860) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231211)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상