

티에스이

(131290)

신석환

seokhwan.shin@dashin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

80,000

신규

현재주가

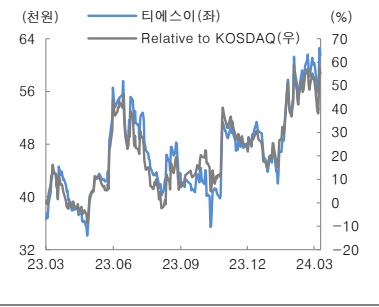
(24.03.29)

61,600

반도체 업종

KOSPI	905.5
시가총액	681십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	62,600원 / 34,100원
120일 평균거래대금	76억원
외국인지분율	7.90%
주요주주	권상준 외 46 인 62.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.2	24.6	44.3	42.8
상대수익률	4.1	19.2	34.0	33.1



Initiation

# 24년 정상화 구간, 25년 신제품 양산 기대

- 낸드 비중이 높아, 24년 실적은 상저하고 흐름으로 예상
- 프로브카드 성장 모멘텀은 1) D램용 프로브카드 4Q24 공급 기대
- 비메모리용 프로브카드 공급을 통해 25년 낸드에서 디램/비메모리까지 확장

## 투자 의견 매수, 목표주가 80,000원으로 커버리지 개시

목표주가 80,000원은 25년 EPS 3,306원에 Peer Group 평균(30배)에서 20% 할인한 24x를 적용 산출. 할인을 적용한 이유는 전체 제품에서 NAND 비중이 60% 이상으로 디램 중심의 메모리 반도체 업황 사이클의 수혜가 제한적이기 때문. 다만, 24년 하반기부터 낸드 가동률 상승과 디램으로 제품 포트폴리오 확대에 인한 외형 신장이 기대됨

## 24년 완전한 실적 정상화 구간에 진입

24년 매출액 2,803억원(+12% yoy), 영업이익 277억원(흑전 yoy, OPM 9.7%)으로 정상화 구간에 진입한 것으로 판단. 24년 실적은 상저하고 흐름으로 전망. 24년 실적 성장은 1) DDR5 침투율 증가와 비메모리향 인터페이스보드 공급 확대, 2) 하반기 낸드 재고 정상화에 따른 프로브카드 수요 회복과 4Q24부터 디램용 공급에 기인. 1Q24 매출액 643억원(+44% yoy), 영업이익 25억원(흑전 yoy, OPM 4.0%)으로 추정. 여전히 낸드 가동률이 낮아 프로브카드는 상저하고 흐름으로 예상하며, 인터페이스보드가 실적 회복에 기여할 전망

## 25년 낸드→디램/비메모리로 사업영역 확장

동사의 프로브카드 성장 모멘텀은 1) 4Q24부터 D램용 프로브카드 공급 기대, 2) MLO(Multi-Layer-Organic) 국산화 완료(타이거일렉), MLO 자체 공급을 통해 비메모리용 Vertical Probe Card 공급 기대임. 24년 말부터 디램/비메모리향 매출이 발생할 것으로 예상

영업실적 및 주요 투자지표	(단위: 억원, 원 %)				
	2021A	2022A	2023A	2025F	2025F
매출액	308	339	249	280	338
영업이익	55	57	-2	27	41
세전순이익	64	65	-3	37	53
총당기순이익	43	53	-2	30	41
자배지분순이익	45	50	0	30	41
EPS	4,043	4,504	11	2,696	3,306
PER	18.2	8.2	4,523.9	22.0	16.0
BPS	21,702	26,205	26,517	29,716	34,196
PBR	3.4	1.4	2.3	2.1	1.8
ROE	20.6	18.8	0.0	9.6	11.6

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

1. 투자포인트

24년에는 완전한 회복세 구간으로 진입, 25년 디램/비메모리까지 확장

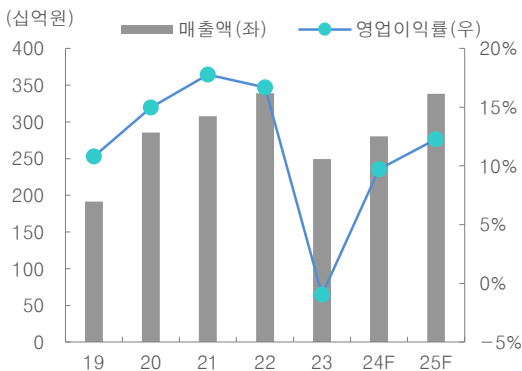
23년 매출액 2,491억원(-27% yoy), 영업적자 -24억원(적전 yoy)를 기록하였다. 제품군 별로 낸드 비중이 높은 프로브카드의 23년 매출액은 383억원으로 전년대비 -57% 급감 하며 수익성 악화로 이어졌다. 다만 인터페이스보드와 소켓은 각각 588억원, 317억원으 로 상대적으로 실적 악화를 방어하였다.

투자포인트는 1) 주요 고객사의 고용량 디램 공급 증가에 따른 매출 성장, 2) 인터페이스 보드의 신규 고객사 확보 및 비메모리향 비중 확대, 3) 갤럭시S24 시리즈의 AP칩(엑시노 스2400, 퀄컴 스냅드래곤) 판매 증가에 따른 테스트 소켓 공급 증가, 4) 종속회사(메가터 치, 타이거일렉 등)의 외형신장으로 판단한다.

[인터페이스보드] 24년 DDR5로 세대 교체가 가속화 되고 있다. 동사는 글로벌 인터페이 스보드 2위 업체로서 DDR5의 공급 확대는 곧 동사 실적 성장으로 이어진다. 23년 HBM향 인터페이스보드 매출은 10억원 내외로 추정, 국내 메모리 반도체사들의 HBM 양산 타임라인에 따라 추가 매출 성장 모멘텀은 유효하다.

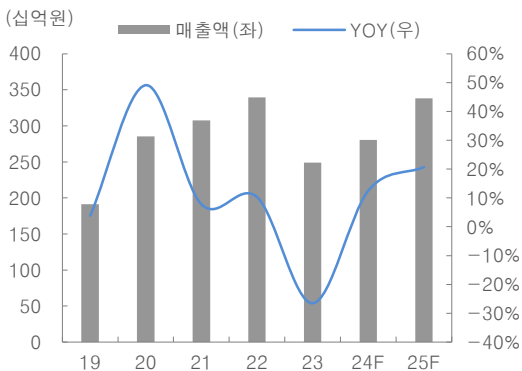
[프로브카드] 메모리 반도체 업체의 낸드 재고 정상화가 이루어지는 시점을 24년 연말로 가정한다면, 동사의 프로브카드 매출은 4분기부터 완전한 회복세로 전환될 것이다. 1Q24 부터 낸드 가동률이 회복세를 나타내고 있으며, 가동률 상승 및 재고 정상화에 따라 2H24부터 프로브카드 매출 성장을 기대한다. 4Q24부터 디램용 프로브카드를 주요 고객 사로 공급을 시작할 것으로 기대한다. 제품 포트폴리오가 낸드 → 디램으로 확대, 실적 개선과 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 전망이다.

그림 138. 매출액, 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 139. 매출액, 매출 증감률 전망



자료: 대신증권 Research Center

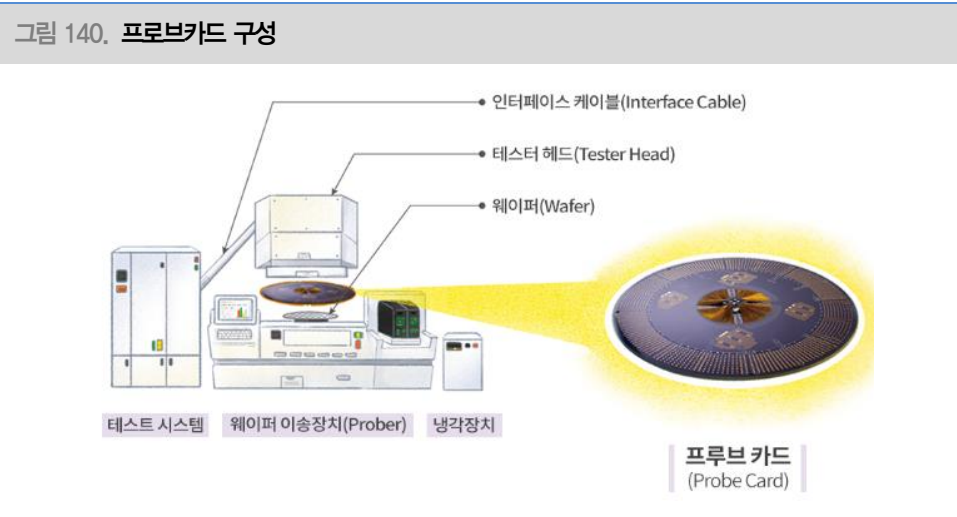
D램, 비메모리  
프로브카드

프로브카드의 성장 모멘텀은 1) 4Q24부터 D램용 프로브카드 공급 기대, 2) MLO(Multi-Layer-Organic) 국산화 완료(타이거일렉), MLO 자체 공급을 통해 비메모리용 Vertical Probe Card로 제품군 확장이다.

국내 프로브카드 시장은 메모리 반도체에서 NAND 중심으로 시장이 성장해왔다. 국내 업체에서 DRAM용 프로브카드 진입이 올해 예상된다. 각각의 프로브카드는 기술적 차이가 존재한다. 가장 큰 차이는 DRAM은 웨이퍼당 약 8~15만개 이상의 탐침이 필요, NAND 프로브카드는 약 5만개 이상의 탐침이 필요하다. 디램용 프로브카드는 현재 고객 사항으로 쉘 테스트가 진행, 양산 시점을 24년 하반기로 전망한다.

티에스이는 프로브카드에서 가장 중요한 부분을 차지하는 STF(Space TransFormer)의 소재를 기존의 세라믹(Multi-Layer Ceramic)이 아닌 유기물(Multi-Layer-Organic)을 활용, 국산화에 성공하였다. MLO는 MLC 대비 전기적 특성이 우수하며 가격이 저렴하다는 장점을 보유하고 있으며, 가장 큰 차이점은 MLO는 비메모리용으로 공급한다는 점이다. 티에스이는 STO-ML에 대한 양산 준비는 완료된 것으로 파악되며, 유의미한 매출은 25년부터 발생할 것으로 전망한다.

MLO는 자회사인 타이거일렉으로부터 조달, 티에스이에서 STO-ML(비메모리용 반도체 버티컬 프로브카드)를 공급하여 판매하는 구조이다. STO-ML기반 테스트 부품은 1) 자체 개발한 MLO를 자회사를 통해 안정적인 공급을 받음(이익률 개선 효과), 2) 메모리대비 시장 규모가 큰 비메모리용으로 제품 포트폴리오 다각화라는 포인트를 가지고 있다. D램용/비메모리용 프로브카드의 본격적인 양산 시점이 24년 말부터 시작될 전망이며, AI(GPU, HBM)에 대한 밸류에이션 리레이팅 가능성도 존재한다.



자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

그림 141. TSE 그룹 현황



자료: 티에스이, 대신증권 Research Center

표 23. 티에스이 실적 Table (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액(연결)(1+2+3)	44.6	57.3	76.9	70.3	64.3	66.8	73.9	75.4	249.1	280.3	339.0
1) 반도체											
Probe Card	4.5	10.3	12.1	11.5	9.2	10.6	12.5	15.0	38.3	47.4	70.7
Interface Board	12.5	12.3	16.5	17.5	16.1	15.6	16.9	18.2	58.8	66.9	77.8
Test Socket	6.1	6.1	9.5	10.0	9.0	9.2	9.7	10.1	31.7	38.0	48.2
합계	23.0	28.7	38.0	39.1	34.4	35.5	39.1	43.4	128.8	152.3	196.7
2) 디스플레이 및 기타											
OLED 검사장비	1.1	3.5	0.8	2.0	2.1	2.3	3.5	0.5	7.4	8.5	10.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
합계	1.1	3.5	0.9	2.0	2.2	2.4	3.6	0.6	7.5	8.7	8.7
3) 종속회사	20.5	25.1	38.0	26.3	27.7	28.9	31.2	31.4	109.9	119.2	133.5
영업이익	(6.6)	(3.5)	6.8	0.9	2.5	6.1	9.0	9.6	(2.4)	27.2	41.5
OPM(%)	-14.7%	-6.1%	8.8%	1.3%	4.0%	9.2%	12.2%	12.7%	-1.0%	9.7%	12.2%
Sales Mix %											
반도체											
Probe Card	19.4%	35.7%	31.7%	29.5%	26.9%	30.0%	32.1%	34.6%	29.8%	31.1%	35.9%
Interface Board	54.3%	42.9%	43.3%	44.8%	46.9%	44.1%	43.2%	42.0%	45.6%	43.9%	39.6%
Test Socket	26.3%	21.4%	25.0%	25.6%	26.2%	26.0%	24.7%	23.4%	24.6%	25.0%	24.5%
합계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
디스플레이											
OLED 검사장비	95.5%	98.6%	94.3%	98.6%	97.6%	97.8%	98.5%	90.9%	97.6%	97.6%	114.9%
기타	4.5%	1.4%	5.7%	1.4%	2.4%	2.2%	1.5%	9.1%	2.4%	2.4%	2.4%
합계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
증감률 (YoY, %)											
매출액	-45%	-34%	-14%	-14%	44%	16%	-4%	7%	-27%	12%	21%
영업이익	적전	적전	-22.6%	-70.8%	-138.8%	-274.3%	32.8%	942.8%	적전	흑전	52.4%
증감률 (QoQ, %)											
매출액	-45.3%	28.5%	34.2%	-8.7%	-8.6%	3.9%	10.6%	2.1%			
영업이익	적전	적지	흑전	-86.4%	177.2%	140.1%	47.0%	6.6%			

자료: 대신증권 Research Center

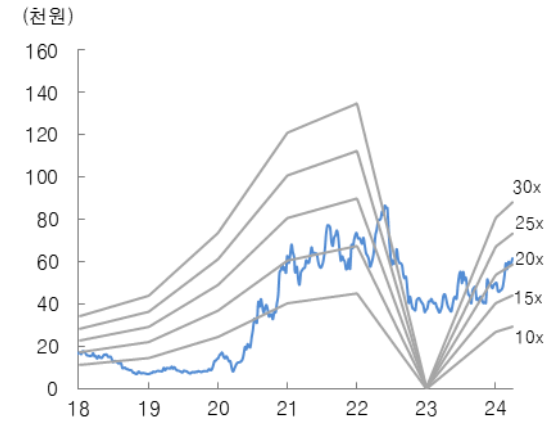
표 24. 티에스이 Valuation Table

(단위: 원, 배, 십억원)

	12M Fwd	2025F
EPS(원)	2,948	3,306
Target P/E	24	24
적정주가(원)		80,017
목표주가(원)		80,000
현재주가(원) (2024.03.29)		61,600
현재 P/E		18.6
Upside Potential		30%

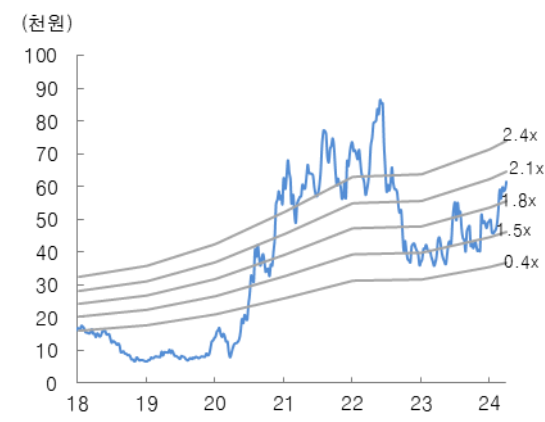
주1: 2025년 목표 P/E는 24배는 Peer Group(리노공업, ISC) 평균 P/E에서 20% 할인  
자료: 대신증권 Research Center

그림 142. 티에스이 PER 밴드



주: 차트 (서체 HY중고딕 7pt, 크기: 5.5 X 7Cm)  
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 143. 티에스이 PBR 밴드



주: 차트 (서체 HY중고딕 7pt, 크기: 5.5 X 7Cm)  
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

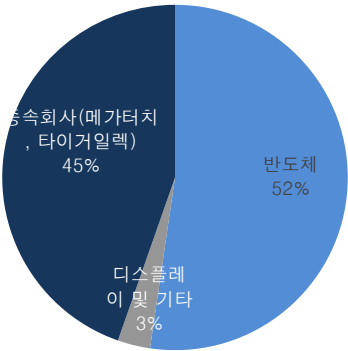
- 1996년 설립, 2011년 1월 코스닥 상장
- 반도체 및 디스플레이 검사장비 공급 업체
- 반도체 사업내 매출 비중: 프로브카드 29.8%, 인터페이스보드 45.6%, 테스트 소켓 24.6% 로 구성(4Q23 기준)
- 자산 4,431억원, 부채 953억원, 자본 3,478억원 (발행주식수: 11,061,429, 4Q23 기준)

주가 변동요인

- TV/PC/서버/조명 등 전자부품(파워모듈, 3in1보드) 공급 증가
- ESL 고객사 다각화, 마진이 높은 아시아/북미 비중 확대
- 신사업(2차전지 폐배터리 재사용, 파워모듈, 반도체 센서) 매출 본격화

자료: 대신증권 Research Center

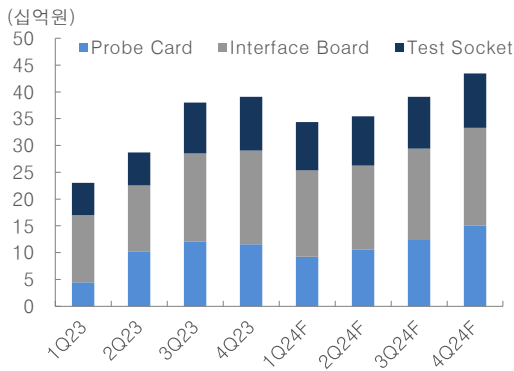
매출 비중(4Q23 기준)



자료:대신증권 Research Center

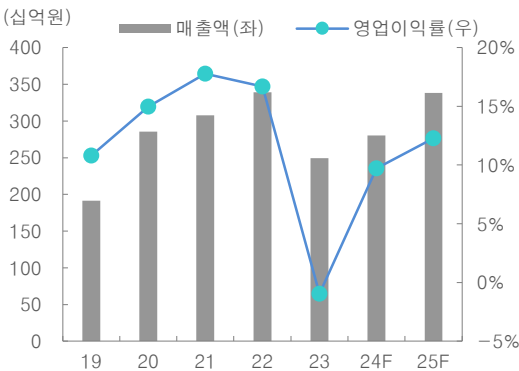
Earnings Driver

티에스이 반도체 사업 매출액 전망



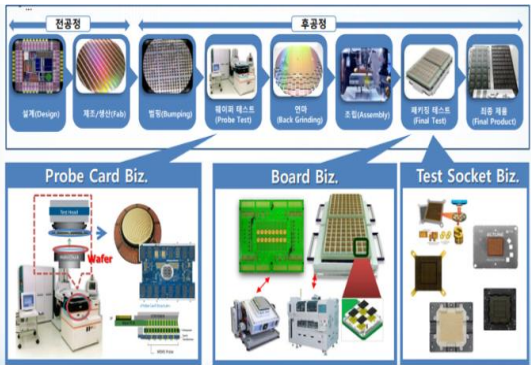
자료: 티에스이, 대신증권 Research Center

티에스이 매출액, 영업이익률 전망



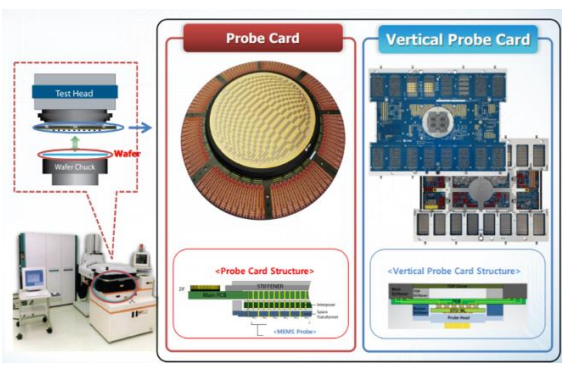
자료: 티에스이, 대신증권 Research Center

티에스이 반도체 밸류체인 및 사업



자료: 티에스이, 대신증권 Research Center

프로브카드 제품



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	308	339	249	280	338
매출원가	210	240	216	219	262
매출총이익	98	99	34	62	77
판매비와관리비	43	43	36	34	35
영업이익	55	57	-2	27	41
영업외수익	17.8	16.7	-1.0	9.7	12.3
EBITDA	76	80	24	57	73
영업외손익	9	9	-1	10	11
관계기업손익	1	1	0	0	0
금융수익	13	17	8	13	14
오환분리이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-9	-10	-3	-3
오환분리손실	1	7	5	1	1
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	64	65	-3	37	53
법인세비용	-21	-12	1	-7	-12
계속사업순이익	43	53	-2	30	41
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	53	-2	30	41
당기순이익률	14.1	15.7	-0.8	10.6	12.1
비자비배분순이익	-1	4	-2	0	0
자비배분순이익	45	50	0	30	41
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	46	53	1	33	44
비자비배분포괄이익	-1	4	-2	0	0
자비배분포괄이익	48	49	3	33	44

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,043	4,504	11	2,696	3,705
PER	18.2	8.2	4,523.9	22.0	16.0
BPS	21,702	26,205	26,517	29,716	34,196
PBR	3.4	1.4	2.3	2.1	1.8
EBITDAPS	6,873	7,235	2,163	5,109	6,639
EV/EBITDA	10.6	4.9	29.8	12.6	9.5
SPS	27,814	30,671	22,524	25,338	30,576
PSR	2.6	1.2	2.7	2.4	2.0
CFPS	8,070	8,863	2,367	5,977	7,598
DPS	500	500	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	7.8	10.3	-26.6	12.5	20.7
영업이익 증감률	27.9	3.6	작전	흑전	52.4
순이익 증감률	46.9	23.4	작전	흑전	37.4
수익성					
ROC	17.8	19.4	-0.5	6.7	8.9
ROA	16.2	14.0	-0.5	5.7	7.7
ROE	20.6	18.8	0.0	9.6	11.6
안정성					
부채비율	37.6	31.8	27.4	30.0	26.7
순차입금비율	-13.8	-16.5	-6.4	-8.2	-11.7
이자보상배율	82.9	42.0	-1.2	0.0	0.0

자료: 티에스이 | 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	192	228	207	253	299
현금및현금성자산	29	52	39	84	115
매출채권 및 기타채권	62	69	67	75	90
재고자산	37	43	52	58	66
기타유동자산	64	63	50	35	27
비유동자산	180	208	236	254	270
유형자산	129	159	181	202	220
관계기업투자금	4	4	4	4	4
기타비유동자산	47	45	50	47	45
자산총계	372	436	443	507	568
유동부채	76	72	65	84	85
매입채무 및 기타채무	27	27	26	27	30
차입금	24	23	25	25	25
유동상채무	5	3	2	24	24
기타유동부채	19	19	12	8	6
비유동부채	26	33	30	33	35
차입금	7	8	9	11	13
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	25	21	21	22
부채총계	102	105	95	117	120
자본비율	240	290	293	329	378
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	31	41	41	41
이익잉여금	207	252	246	276	317
기타자본변동	-1	1	1	6	15
비자비배분	30	41	55	61	70
자본총계	270	331	348	390	449
순차입금	-37	-55	-22	-32	-52

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	46	55	3	38	44
당기순이익	43	53	-2	30	41
비현금항목의가감	46	45	28	36	43
감가상각비	21	23	26	29	32
오환손익	-5	1	-1	-5	-5
자본원평가손익	-1	-1	0	0	0
기타	31	21	3	12	16
자산부채의증감	-32	-21	-15	-21	-29
기타현금흐름	-11	-22	-9	-7	-11
투자활동 현금흐름	-64	-54	-34	-36	-40
투자자산	-1	-1	-1	0	0
유형자산	-33	-49	-49	-49	-49
기타	-30	-4	16	12	8
재무활동 현금흐름	10	21	15	50	28
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4	-2	2	2	2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-5	-5	0	0
기타	9	29	19	48	26
현금의증감	-4	23	-14	46	31
기초 현금	34	29	52	39	84
기말 현금	29	52	39	84	115
NOPLAT	37	46	-1	22	32
FCF	18	19	-26	2	16