

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

29,000

하향

현재주가

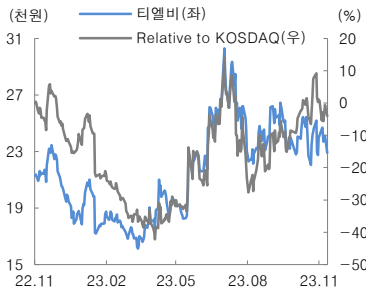
22,900

(23.11.13)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	774.42
시가총액	225십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	30,300원 / 16,130원
120일 평균거래대금	86억원
외국인지분율	0.94%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.0	0.2	25.5	6.6
상대수익률	-4.4	18.0	33.3	0.7



Result Comment

4Q 실적 개선, DDR5 및 서버향 증가

- 3Q 매출(393억원)/영업이익(-11.6억원)은 추정대비 하회
- 4Q 매출(458억원)/영업이익(23억원)은 전분기대비 개선 예상
- DDR5 전환이 서버에서 본격화, 수혜 예상

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 29,000원 하향(6.5%)

2023년 3Q 부진한 실적을 반영하여 2023년/2024년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 58.3%, 25.6% 하향, 목표주가도 29,000원(2024년 주당순이익(EPS) X 목표 P/E 28.2배 적용)으로 하향. 투자의견 매수(BUY) 유지. 2023년 4Q 매출과 영업이익은 각각 16.6%(qoq), 흑자전환(qoq) 추정 등 실적이 빠르게 개선 전망. DDR5로 전환 가속화로 2024년 수익성 개선이 높을 전망

3Q 매출 393억원 / 영업이익 -11.6억원, 예상 하회

2023년 3Q 매출은 393억원(-30.8% yoy/-7.4% qoq), 영업이익 -11.6억원(적자전환 yoy/qoq), 당기순이익 -10.5억원(적자전환 yoy/qoq) 기록. 메모리 업체의 감산, 재고조정 영향으로 DRAM 및 SSD 모듈 매출이 감소에 기인, 매출 부진으로 고정비 부담이 높아져 적자전환, 다만 2023년 3Q DDR5 매출비중이 42%로 2Q대비 6%p 높아진 점은 긍정적으로 평가

4Q 매출 458억원 / 영업이익 23억원 추정. DDR5 매출 증가

2023년 4Q 매출과 458억원(16.0% qoq), 영업이익 23억원(흑자전환 qoq) 추정, 빠르게 매출과 수익성이 개선 전망. SK하이닉스의 DDR5 전환이 확대 및 삼성전자도 DDR5 전환이 본격화 예상. DDR5 전환이 서버 중심으로 진행, 제품 믹스 효과로 평균판매단가(P)가 상승, 상반기대비 영업이익률 개선이 높을 전망. 수익성이 R-DIMM(메모리모듈 DDR5) 매출 증가가 예상.국내 메모리 모듈 업체 중 전체 매출 중 DDR5 비중이 높으며, ASP 높은 서버향 비중 확대가 주가에 긍정적인으로 작용

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2023	직전추정	잠정치	3Q23			4Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	57	42	46	39	-30.8	-7.4	45	46	-16.0	16.6
영업이익	12	2	3	-1	적전	적전	2	2	-68.8	흑전
순이익	11	1	3	-1	적전	적전	0	2	-42.5	흑전

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	178	222	169	195	216
영업이익	13	38	4	12	17
세전순이익	15	38	5	12	17
총당기순이익	12	31	4	10	14
지배지분순이익	12	31	4	10	14
EPS	1,262	3,108	387	1,029	1,443
PER	16.1	6.0	62.3	23.4	16.7
BPS	8,465	11,424	11,510	12,241	13,386
PBR	2.4	1.6	2.0	1.9	1.7
ROE	16.1	31.3	3.4	8.7	11.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	181	209	169	195	-6.6	-6.9
판매비와 관리비	8	8	8	8	0.6	1.6
영업이익	11	17	4	12	-60.7	-29.0
영업이익률	5.9	8.1	2.5	6.2	-3.4	-1.9
영업외손익	0	0	1	0	45.0	흑자조정
세전순이익	11	16	5	12	-56.4	-25.6
지배지분순이익	9	14	4	10	-58.3	-25.6
순이익률	5.0	6.5	2.2	5.2	-2.8	-1.3
EPS(지배지분순이익)	928	1,383	387	1,029	-58.3	-25.6

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

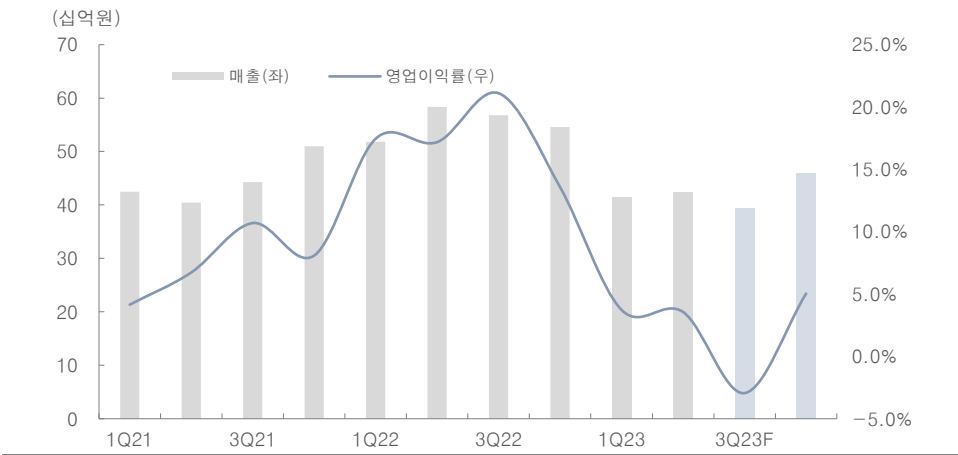
표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)										(단위: 십억원)		
		1Q22	2Q	3Q	4Q	1Q23	2Q	3Q	4QF	2022	2023F	2023F
매출		51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	42.4	39.3	45.8	221.6	169.1	194.6
	DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.6	20.3	22.4	27.3	104.1	89.5	118.3
	DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	9.6	10.3	16.6	18.9	24.1	55.3	84.3
	서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	8.0	8.2	4.0	6.5	66.2	26.7	27.3
	PC 용 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(%)		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	59.4	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(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	3QF	4QF	2022	2023F	2023F
매출		51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	42.4	46.4	50.7	221.6	181.0	209.0
	DRAM 모듈 PCB	28.9	26.7	24.7	23.8	19.6	20.3	23.5	25.8	104.1	89.2	114.1
	DDR5	8.7	5.3	5.0	5.2	9.6	10.3	12.3	14.2	24.1	46.3	66.9
	서버용 DRAM	17.1	17.5	16.1	15.5	8.0	8.2	9.4	9.9	66.2	35.6	41.2
	PC 용 DRAM/기타	3.1	3.9	3.5	3.2	1.9	1.8	1.8	1.7	13.8	7.3	6.0
	SSD 모듈 PCB	21.8	30.9	31.2	29.9	21.2	21.4	22.1	24.1	113.9	88.9	91.1
	장비용 PCB/기타	1.2	0.7	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	3.6	3.0	3.8
영업이익		9.1	10.0	12.0	7.4	1.5	1.5	3.1	4.5	38.5	10.7	16.9
영업이익률		17.5%	17.2%	21.1%	13.6%	3.7%	3.6%	1.4	2.2	17.4%	4.8	8.9
세전이익		9.3	10.2	13.7	5.1	2.3	1.5	1.7	2.3	38.3	5.8	7.9
세전이익률		17.9%	17.4%	24.1%	9.3%	5.6%	3.6%	0.0	0.0	17.3%	0.1	0.1
순이익(지배)		7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	1.2	6.7%	8.9%	30.5	5.9%	8.1%
순이익률		14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	2.8%	3.1	4.2	13.8%	11.1	16.4
매출비중(%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	6.6%	8.3%	100.0	6.2%	7.8
	DRAM 모듈 PCB	55.7	45.7	43.4	43.7	47.1	47.9	2.6	3.5	47.0	9.1	13.6
	DDR5 비중	16.8	9.0	8.8	9.4	23.1	24.3	5.5%	6.9%	10.9	5.0%	6.5
	SSD 모듈 PCB	42.0	53.0	55.0	54.8	51.2	50.4	100.0	100.0	51.4	100.0	100.0
	장비용 PCB/기타	2.2	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7	50.7	50.8	1.6	49.3	54.6
증감률(%yoy)								26.4	28.0		25.6	32.0
매출액		22.0	44.3	28.3	7.1	-20.0	-27.3	47.7	47.6	24.4	49.1	43.6
영업이익		413.3	268.7	153.3	79.6	-83.0	-84.9	1.6	1.6	188.4	1.6	1.8
세전이익		278.7	249.3	156.3	22.1	-75.2	-84.9			157.1		
당기순이익		282.4	247.2	175.9	-19.2	-76.2	-85.7	-18.3	-7.1	145.6	-18.3	15.5
증감률(%QoQ)												
매출액		1.7	12.5	-2.7	-3.8	-24.0	2.3	-74.1	-38.8			
영업이익		119.5	10.7	19.5	-38.2	-79.2	-2.1	-77.5	-17.1			
세전이익		122.3	9.4	34.6	-62.7	-54.9	-33.6	-77.3	15.0			
당기순이익		99.6	8.9	33.7	-72.2	-39.7	-34.6	9.3	9.4			

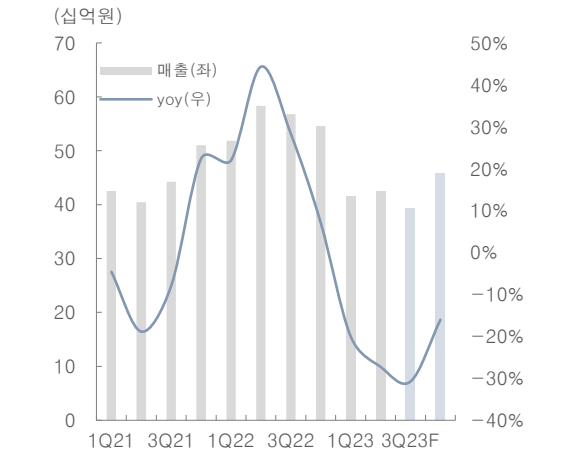
주: 서버용 DRAM은 DDR4 / 기타(PC 용 DDR4 PCB 및 기타) / DDR5는 현재 PC 용으로 공급되고 있음
자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률



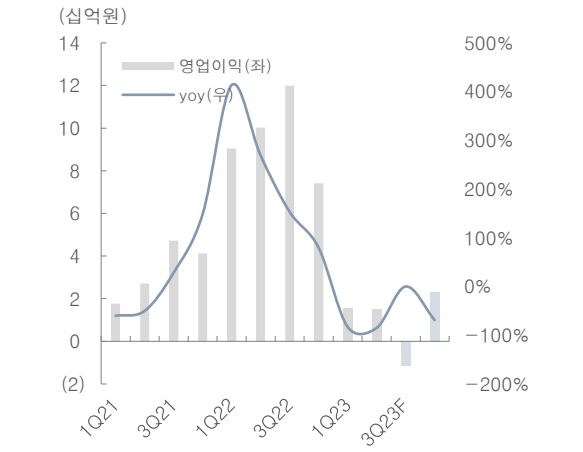
자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

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

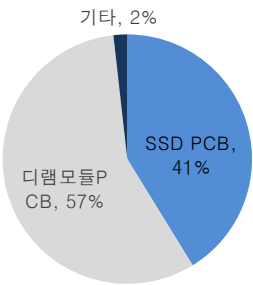
- 메모리 반도체향 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,699억원, 부채 592억원, 자본 1,108억원(2023년 9월 기준)

주가 변동요인

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

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

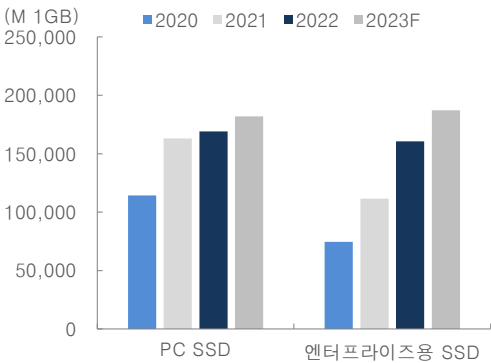
매출 비중



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

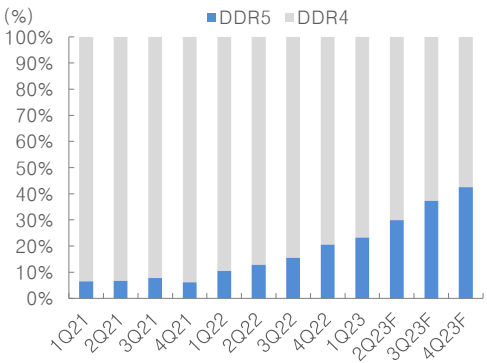
2. Earnings Driver

글로벌 SSD 수요 전망



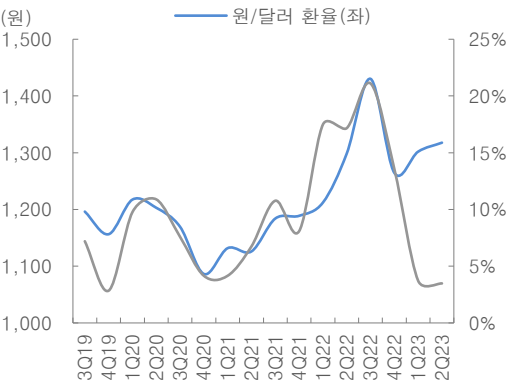
자료: IDC, 대신증권 Research Center

DDR4, DDR5 비중 추이 전망



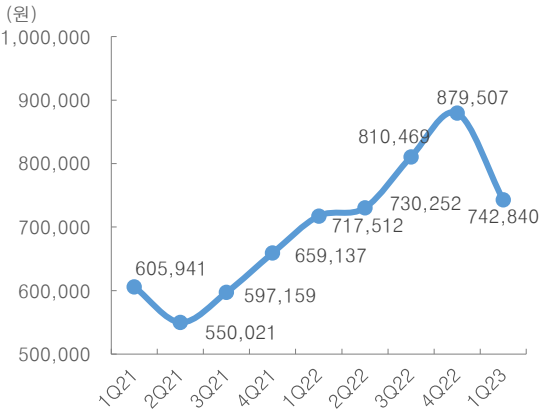
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

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	195	216
매출원가	155	175	157	174	190
매출총이익	23	47	12	20	25
판매비와관리비	10	8	8	8	9
영업이익	13	38	4	12	17
영업이익률	7.5	17.4	2.5	6.2	7.8
EBITDA	17	44	9	17	22
영업외손익	2	0	1	0	0
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	5	12	17
법인세비용	-2	-8	-1	-2	-3
계속사업순손익	12	31	4	10	14
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	31	4	10	14
당기순이익률	7.0	13.8	2.2	5.2	6.6
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	31	4	10	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	12	30	4	10	14
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	12	30	4	10	14

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,262	3,108	387	1,029	1,443
PER	16.1	6.0	62.3	23.4	16.7
BPS	8,465	11,424	11,510	12,241	13,386
PBR	2.4	1.6	2.0	1.9	1.7
EBITDAPS	1,772	4,448	923	1,697	2,266
EV/EBITDA	11.8	4.0	23.9	13.2	9.8
SPS	18,113	22,532	17,195	19,788	21,954
PSR	1.1	0.8	1.3	1.2	1.0
CFPS	1,852	4,495	996	1,694	2,259
DPS	125	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-3.3	24.4	-23.7	15.1	10.9
영업이익 증가율	-11.7	187.5	-89.1	184.7	40.3
순이익 증가율	5.0	146.2	-87.6	166.4	40.2
수익성					
ROIC	16.2	33.3	3.4	9.9	12.8
ROA	11.2	26.5	2.6	7.2	9.3
ROE	16.1	31.3	3.4	8.7	11.3
안정성					
부채비율	50.2	46.8	41.2	43.3	42.6
순차입금비율	6.0	-8.9	-7.2	-4.4	-4.5
이자보상배율	40.9	42.0	4.3	15.5	25.8

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	54	78	64	67	71
현금및현금성자산	14	31	26	24	25
매출채권 및 기타채권	13	20	16	18	20
재고자산	23	21	16	18	20
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	160	173	188
유동부채	28	29	24	28	32
매입채무 및 기타채무	19	18	16	20	24
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	52	56
자배지분	83	112	113	120	132
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	33	31	31	31	31
이익잉여금	48	77	77	85	96
기타지분변동	0	0	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	83	112	113	120	132
순차입금	5	-10	-8	-5	-6

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-1	35	14	14	18
당기순이익	12	31	4	10	14
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	-1	-1
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	-5	-2	1
기초 현금	20	14	31	26	24
기말 현금	14	31	26	24	25
NOPLAT	11	31	3	10	14
FCF	-13	17	-4	2	5

[Compliance Notice]

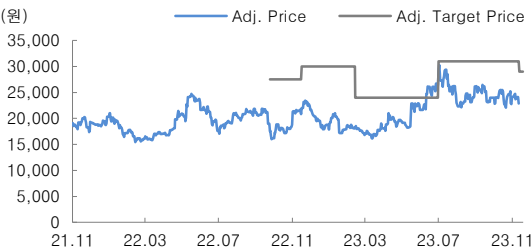
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



제시일자	23.11.14	23.08.23	23.08.15	23.07.03	23.05.30	23.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	31,000	31,000	31,000	24,000	24,000
과리율(평균%)		(20.00)	(17.95)	(17.12)	(16.61)	(22.46)
과리율(최대/최소%)		(2.26)	(2.26)	(2.26)	11.25	(4.58)
제시일자	23.04.11	23.02.15	22.11.18	22.09.26		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	24,000	24,000	30,000	27,500		
과리율(평균%)	(24.04)	(27.02)	(34.34)	(31.58)		
과리율(최대/최소%)	(12.50)	(20.67)	(21.83)	(21.09)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231111)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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