

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

19,500

하향

현재주가

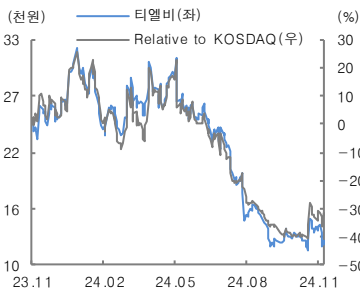
12,110

(24.11.14)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	681.56
시가총액	119십억원
시가총액비중	0.03%
지분금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	32,100원 / 11,510원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	0.82%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	-24.6	-53.9	-52.3
상대수익률	5.0	-14.1	-41.6	-44.4



3Q 흑자전환! CXL 수혜~

- 3Q24 매출(465억원)과 영업이익(28억원)은 호조, 추정을 상회
- 고부가 제품인 서버항 R-DIMM 및 eSSD 모듈 매출 확대, 수익성 개선
- 2025년 매출 6.6%(yoy), 영업이익 149%(yoy) 증가 추정

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 19,500원 하향(27.8%)

2024년 3Q 매출 464.5억원(17.6% qoq/18.1% yoy)과 영업이익 27.7억원(흑자 전환 yoy/qoq)은 각각 종전 추정(매출 441억원, 영업이익 20억원)을 상회. 다만 지배당기순이익은 자본법 손실(6.9억원, 해외법인) 반영으로 7.9억원, 추정(19억원)을 하회. 3Q 실적 반영하여 2024년, 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 49%, 10%씩 하향, 목표주가를 19,500원(2025년 목표 P/B 1.6배 적용, 역사적 평균 하단)으로 하향. 투자의견은 매수(BUY) 유지. CXL, 시장 확대, 서버항 SSD(eSSD) 모듈과 메모리 모듈(R-DIMM, DDR5) 비중 증가로 2025년 성장을 전망. 중장기관점에서 비중 확대 유지

삼성전자와 SK하이닉스의 디램과 낸드 재고조정 영향은 상존, 다만 마이크론향 매출(RDIMM, eSSD 모듈)이 증가하여 다른 PCB 업체대비 3Q24 실적은 추정을 상회, 영업이익은 2개 분기만에 흑자전환. 4Q24에 양호 및 차별화된 실적을 예상. 2025년 CXL 관련한 메모리 모듈 매출 시작, 경쟁사대비 삼성전자와 SK하이닉스 내 높은 점유율로 수혜 예상

24년 3Q 매출(465억원)/영업이익(28억원)은 17.6%(qoq), 흑전(qoq) 시현

2024년 3Q 매출 464.5억원(17.6% qoq/18.1% yoy)과 영업이익 27.7억원(흑자 전환 qoq/yoy). 지배당기순이익은 7.9억원(-29.8% qoq/흑전 yoy) 시현. 범용 메모리 관련한 모듈 매출은 부진하였으나 서버항 모듈(DDR5) 및 eSSD 모듈의 공급 증가로 기대 이상의 성장을 기록. 포트폴리오내 마진율이 높은 R-DIMM(DDR5), e-SSD(enterprise & Data Center SSD모듈 PCB) 비중 증가로 영업이익률은 6%, 전분기(-0.2%)대비 큰 폭 개선

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	39	39	44	46	18.1	17.6	45	46	-5.2	-1.8
영업이익	-1	0	2	3	흑전	흑전	2	2	79.8	-25.5
순이익	-1	1	2	1	흑전	-30.1	2	1	5.4	-31.4

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	222	171	176	187	198
영업이익	38	3	5	11	12
세전순이익	38	3	4	10	11
총당기순이익	31	3	3	8	9
자배지분순이익	31	3	3	8	9
EPS	3,108	256	273	832	915
PER	6.0	119.5	45.6	15.0	13.6
BPS	11,424	11,213	11,287	11,921	12,638
PBR	1.6	2.7	1.1	1.0	1.0
ROE	31.3	2.3	2.4	7.2	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	174	184	176	187	1.2	1.6
판매비와 관리비	12	12	11	11	-6.4	-11.1
영업이익	4	10	5	11	13.9	11.4
영업이익률	2.3	5.5	2.6	6.0	0.3	0.5
영업외손익	2	1	-1	-1	적자조정	적자조정
세전순이익	6	11	4	10	-42.6	-6.6
지배지분순이익	5	9	3	8	-48.9	-10.0
순이익률	3.0	4.9	1.5	4.4	-1.5	-0.6
EPS(지배지분순이익)	534	924	273	832	-48.9	-10.0

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)									(단위: 십억원)		
	1Q23	2Q	3Q	4Q	1Q24	2Q	3Q	4QF	2023	2024F	2025F
매출	41.5	42.4	39.3	48.1	44.3	39.5	46.4	45.6	171.3	175.8	187.4
DRAM 모듈 PCB	19.6	20.3	22.4	28.5	22.9	21.6	25.9	25.4	90.8	95.9	104.4
DDR5	9.6	10.3	16.6	19.8	15.5	14.8	17.7	17.3	56.2	65.3	71.2
서버용 DRAM	8.0	8.2	4.0	6.9	5.7	5.4	6.7	6.7	27.1	24.5	27.9
PC 용 DRAM/기타	1.9	1.8	1.8	1.9	1.7	1.5	1.5	1.4	7.5	6.1	5.4
SSD 모듈 PCB	21.2	21.4	16.2	18.8	20.6	16.9	19.5	19.1	77.6	76.1	78.4
장비용 PCB/기타	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	2.9	3.8	4.6
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	-0.3	-0.1	2.8	2.1	3.0	4.5	11.2
영업이익률	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	-0.6%	-0.2%	6.0%	4.5%	1.8%	2.6%	6.0%
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	0.5	1.2	1.3	0.7	3.3	3.7	10.2
세전이익률	5.6%	3.6%	-2.9%	1.2%	1.1%	3.1%	2.8%	1.4%	1.9%	2.1	5.5
순이익(자배)	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.2	1.1	0.8	0.5	2.5	2.7	8.2
순이익률	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	0.5%	2.9%	1.7%	1.2%	1.5%	1.5	4.4
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	47.1	47.9	56.9	59.3	51.7	54.8	55.8	55.8	53.0	54.5	55.7
DDR5 비중	23.1	24.3	42.1	41.1	35.0	37.5	38.2	37.9	32.8	37.2	38.0
SSD 모듈 PCB	51.2	50.4	41.2	39.1	46.4	42.9	42.0	41.9	45.3	43.3	41.8
장비용 PCB/기타	1.7	1.7	1.9	1.6	1.8	2.3	2.2	2.3	1.7	2.2	2.4
증감률(%YoY)											
매출액	-20.0	-27.3	-30.8	-11.9	6.8	-7.0	18.1	-5.2	-22.7	2.6	6.6
영업이익	-83.0	-84.9	적전	-84.5	적전	적전	흑전	79.8	-92.1	48.2	149.3
세전이익	-75.2	-84.9	적전	-88.8	-79.4	-19.3	흑전	13.4	-91.5	12.5	178.2
당기순이익	-76.2	-85.7	적전	-83.2	-87.7	-6.4	흑전	5.2	-91.8	6.9	203.5
증감률(%QoQ)											
매출액	-24.0	2.3	-7.4	22.3	-7.9	-10.8	17.6	-1.8			
영업이익	-79.2	-2.1	적전	흑전	적전	적지	흑전	-25.5			
세전이익	-54.9	-33.6	적전	흑전	-17.4	160.5	6.6	-50.5			
당기순이익	-39.7	-34.6	적전	흑전	-55.9	398.8	-29.8	-31.9			

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)

	1Q23	2Q	3Q	4Q	1Q24	2Q	3QF	4QF	2023	2024F	2025F
매출	41.5	42.4	39.3	48.1	44.3	39.5	44.1	45.9	171.3	173.8	184.5
DRAM 모듈 PCB	19.6	20.3	22.4	28.5	22.9	21.6	24.4	24.6	90.8	93.6	104.2
DDR5	9.6	10.3	16.6	19.8	15.5	14.8	17.0	16.9	56.2	64.2	72.2
서버용 DRAM	8.0	8.2	4.0	6.9	5.7	5.4	6.0	6.5	27.1	23.6	27.2
PC 용 DRAM/기타	1.9	1.8	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2	7.5	5.8	4.9
SSD 모듈 PCB	21.2	21.4	16.2	18.8	20.6	16.9	18.7	20.1	77.6	76.3	75.3
장비용 PCB/기타	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	2.9	3.9	5.0
영업이익	1.5	1.5	-1.2	1.1	-0.3	-0.1	2.0	2.3	3.0	4.0	10.1
영업이익률	3.7%	3.6%	-2.9%	2.4%	-0.6%	-0.2%	4.6%	4.9%	1.8%	2.3%	5.5%
세전이익	2.3	1.5	-1.1	0.6	0.5	1.2	2.2	2.5	3.3	6.4	11.0
세전이익률	5.6%	3.6%	-2.9%	1.2%	1.1%	3.1%	5.1%	5.4%	1.9%	3.7	5.9
순이익(지배)	1.8	1.2	-1.0	0.5	0.2	1.1	1.9	2.0	2.5	5.3	9.1
순이익률	4.4%	2.8%	-2.7%	1.1%	0.5%	2.9%	4.2%	4.5%	1.5%	3.0	4.9
매출비중(%)											
DRAM 모듈 PCB	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
DDR5 비중	47.1	47.9	56.9	59.3	51.7	54.8	55.3	53.7	53.0	53.9	56.5
SSD 모듈 PCB	23.1	24.3	42.1	41.1	35.0	37.5	38.6	36.8	32.8	36.9	39.1
장비용 PCB/기타	51.2	50.4	41.2	39.1	46.4	42.9	42.4	43.8	45.3	43.9	40.8
장비용 PCB/기타	1.7	1.7	1.9	1.6	1.8	2.3	2.3	2.5	1.7	2.2	2.7
증감률(%YoY)											
매출액	-20.0	-27.3	-30.8	-11.9	6.8	-7.0	12.3	-4.6	-22.7	1.4	6.2
영업이익	-83.0	-84.9	적전	-84.5	적전	적전	흑전	97.4	-92.1	30.2	154.7
세전이익	-75.2	-84.9	적전	-88.8	-79.4	-19.3	흑전	329.4	-91.5	96.2	71.0
당기순이익	-76.2	-85.7	적전	-83.2	-87.7	-6.4	흑전	298.3	-91.8	108.9	72.6
증감률(%QoQ)											
매출액	-24.0	2.3	-7.4	22.3	-7.9	-10.8	11.8	3.9			
영업이익	-79.2	-2.1	적전	흑전	적전	적지	흑전	12.2			
세전이익	-54.9	-33.6	적전	흑전	-17.4	160.5	81.0	10.3			
당기순이익	-39.7	-34.6	적전	흑전	-55.9	398.8	64.3	10.3			

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

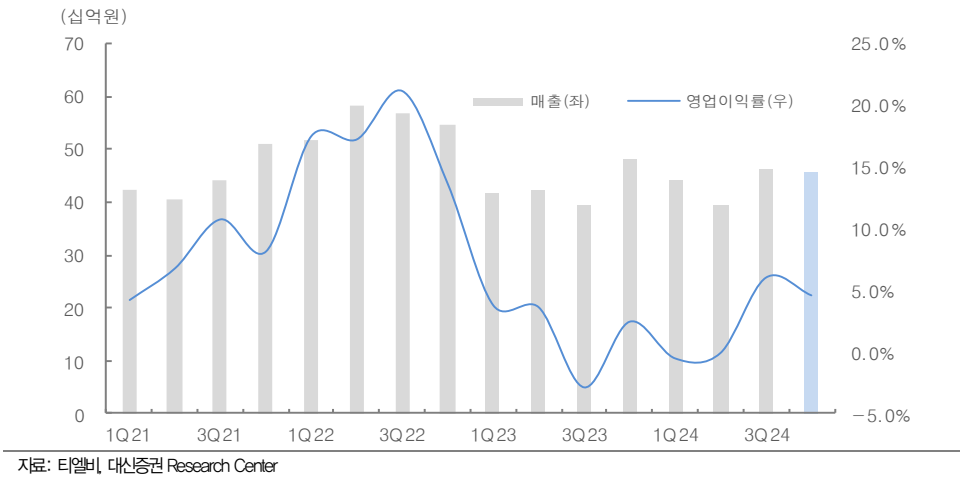


그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망

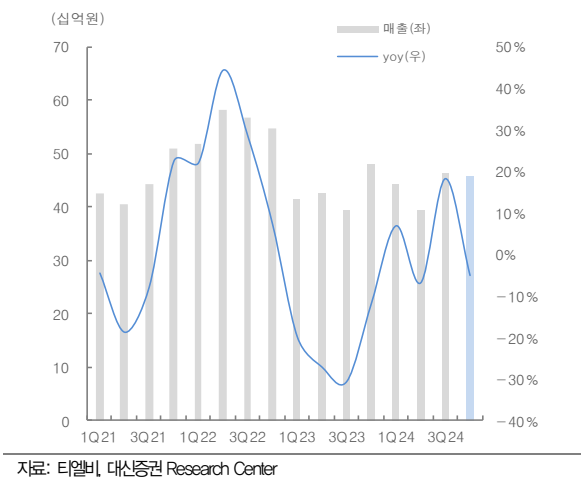
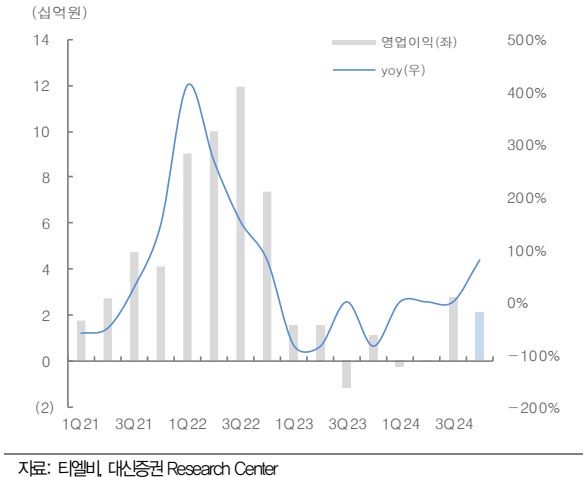


그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 메모리 반도체용 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,789억원 부채 684억원 자본 1,106억원(2024년 9월 기준)

주가 변동요인

- DDR5 CPU 출시 및 DDR5 출하량
- SK 하이닉스 서버용 DRAM 출하량 및 SK 하이닉스 삼성전자SSD 출하량

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

매출 비중

주: 2024년 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)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	222	171	176	187	198
매출원가	175	160	160	165	174
매출총이익	47	11	16	22	24
판매비와관리비	8	8	11	11	11
영업이익	38	3	5	11	12
영업외수익	17.4	1.8	2.6	6.0	6.2
EBITDA	44	9	9	16	18
영업외손익	0	0	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	2	2	2
외환관련이익	3	2	1	1	1
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	1	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	38	3	4	10	11
법인세비용	-8	-1	-1	-2	-2
계속사업순이익	31	3	3	8	9
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	3	3	8	9
당기순이익률	13.8	1.5	1.5	4.4	4.5
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	31	3	3	8	9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	30	2	2	8	8
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	30	2	2	8	8

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,108	256	273	832	915
PER	6.0	119.5	45.6	15.0	13.6
BPS	11,424	11,213	11,287	11,921	12,638
PBR	1.6	2.7	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	4,448	939	903	1,661	1,843
EV/EBITDA	4.0	34.6	15.3	8.3	7.4
SPS	22,532	17,422	17,876	19,060	20,169
PSR	0.8	1.8	0.7	0.6	0.6
CFPS	4,495	1,208	1,004	1,726	1,892
DPS	300	200	200	200	200

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	24.4	-22.7	2.6	6.6	5.8
영업이익 증/감률	187.5	-92.1	48.2	149.3	10.0
순이익 증/감률	146.2	-91.8	7.0	204.6	10.0
수익성					
ROIC	33.3	2.1	2.7	7.3	7.7
ROA	26.5	1.8	2.7	6.7	7.0
ROE	31.3	2.3	2.4	7.2	7.4
안정성					
부채비율	46.8	56.5	46.7	46.8	46.2
순차입금비율	-8.9	17.6	14.8	13.7	12.0
이자보상비율	42.0	2.4	4.3	12.7	14.8

자료: 티엘비 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	78	68	50	51	53
현금및현금성자산	31	11	6	6	8
매출채권 및 기타채권	20	23	17	17	16
재고자산	21	21	15	16	17
기타유동자산	6	13	13	13	13
비유동자산	87	105	113	121	129
유형자산	73	91	99	107	115
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타비유동자산	11	12	12	12	12
자산총계	165	173	163	172	182
유동부채	29	35	24	26	28
매입채무 및 기타채무	18	19	17	20	22
차입금	0	5	5	5	5
유동상채무	2	10	0	0	0
기타유동부채	8	1	1	1	1
비유동부채	24	27	28	29	29
차입금	24	26	27	28	28
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	53	62	52	55	57
자본부분	112	110	111	117	124
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	77	76	77	83	90
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	112	110	111	117	124
순차입금	-10	19	16	16	15

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	35	-2	18	16	17
당기순이익	31	3	3	8	9
비현금항목의 가감	14	9	7	9	10
감가상각비	5	6	4	5	6
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	3	3	4	4
자산부채의 증감	-6	-5	9	0	0
기타현금흐름	-2	-8	0	-1	-1
투자활동 현금흐름	-23	-30	-11	-12	-12
투자자산	-2	0	0	0	0
유형자산	-19	-25	-12	-13	-13
기타	-2	-5	1	1	1
재무활동 현금흐름	4	11	-11	-2	-2
단기차입금	0	5	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	13	1	0	1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-3	-2	-2	-2
기타	-8	-4	-11	-1	-1
현금의 증감	17	-20	-6	1	2
기초 현금	14	31	11	6	6
기말 현금	31	11	6	6	8
NOPLAT	31	2	3	9	10
FCF	17	-16	-5	1	2

[Compliance Notice]

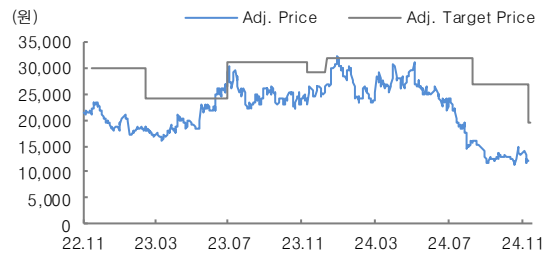
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생될 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	24.11.15	24.08.20	24.08.14	24.06.14	24.05.14	24.02.22
투자이견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	19,500	27,000	27,000	32,000	32,000	32,000
과다율(평균%)		(50.65)	(40.70)	(36.06)	(15.29)	(14.38)
과다율(최대/최소%)		(40.26)	(40.26)	(21.88)	0.31	0.31
제시일자	23.12.14	23.11.13	23.08.23	23.08.15	23.07.03	23.05.30
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	29,000	31,000	31,000	31,000	24,000
과다율(평균%)	(13.54)	(11.65)	(19.93)	(17.86)	(17.12)	(16.61)
과다율(최대/최소%)	0.31	(8.28)	(2.26)	(2.26)	(2.26)	11.25
제시일자	23.05.12	23.04.11	23.02.15	22.11.18		
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	24,000	24,000	24,000	30,000		
과다율(평균%)	(22.46)	(24.04)	(27.02)	(34.34)		
과다율(최대/최소%)	(4.58)	(12.50)	(20.67)	(21.83)		
제시일자						
투자이견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상