

티엘비 (356860/KQ)

eSSD 수혜주: 관련 매출 비중 급등

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 37,500 원(유지)

현재주가: 24,800 원

상승여력: 51.2%



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com
02-3773-9035



Analyst
권민준

mk.kwon@sk.com
02-3773-8578

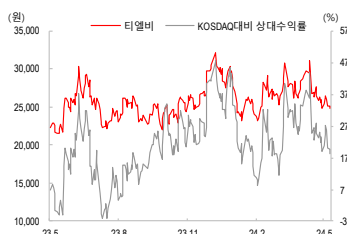
Company Data

발행주식수	983 만주
시가총액	244 십억원
주요주주	
백성현(외9)	30.60%
한국증권금융	5.21%

Stock Data

주가(24/06/04)	24,800 원
KOSDAQ	845.84 pt
52주 최고가	32,100 원
52주 최저가	21,600 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



지연되는 실적 개선. 그러나 우상향 방향성

24년 1분기 영업손익은 -3억원을 적자전환했다. 예상보다 부진한 실적은 다음에 기인한다. ① 계절적 비수기로 기판 주문이 감소했다. 기판의 분기별 출하량은 상저하고 흐름이다. ② 비용이 증가했다. 고객사의 요구로 집행했던 베트남 투자가 비용으로 인식되기 시작했다. ③ eSSD 등 신제품 개발에 따른 비용증가와 일시적 수익성 변화도 영향을 끼쳤을 것으로 추정한다.

다소 아쉬운 실적이나 매출이 지난해 1~3분기보다는 증가한 점은 긍정적이다.

메모리 사이클과 SSD 수혜를 주목

2분기 영업이익은 2 억원으로 소폭의 흑자전환이 개선된다. 2분기까지는 매출 회복이 더딜 전망이다. 그러나 다수의 긍정적인 모멘텀을 가지고 있다.

① 주문 증가 동향 : 주요 메모리 기판 기업들은 3 월부터 신규 주문 증가세가 감지된다. 동사만이 아닌 업계 Peer 들의 전반적인 동향이다. 4 월과 5 월에도 MoM 개선흐름이 지속됐다. 상향된 오더 포캐스트의 매출 기여 시작은 2분기 말 또는 3분기 초다.

② 메모리 업황 개선 : 고객사는 지난해 초 가장 극단적인 재고조정과 단가인하를 단행했다. 업황은 저점은 지난해 상반기였다. 저점은 확인됐다. 아직 22 년 (기판 호황) 수준의 수요 개선은 단정하기 어렵다. 우상향 방향성은 명확하다.

③ SSD 산업 성장 : AI 가속기장비와 데이터센터 발 대용량 SSD 수요가 늘고 있다. 기존의 서버 장비용보다 4~16 배 큰 용량의 제품군이다. eSSD 수요도 겹치며 메모리 모듈용 메인보드 기판 점유율이 높은 동사에 수혜가 기대된다. eSSD 매출비중은 4Q23, 1% > 2Q24 5% 수준으로 상승이 전망된다.

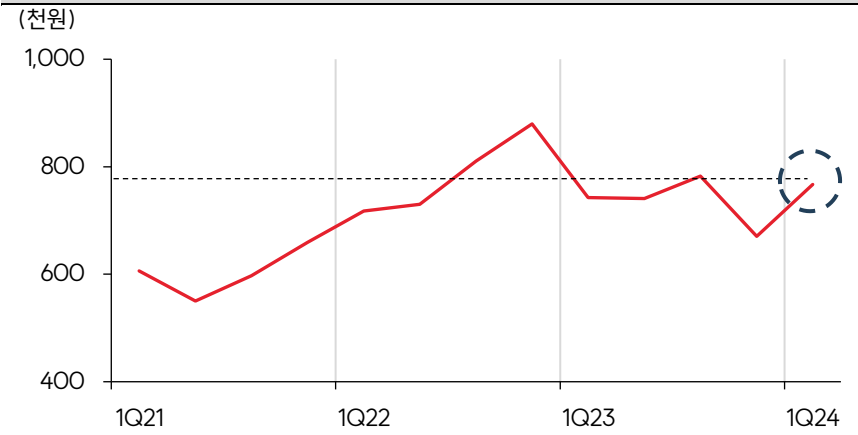
목표주가 37,500 원, 매수 의견 유지

메모리 비중이 높은 기업들을 주목해야 한다. 동사는 메모리 비중이 99%에 달한다. 특히, NAND 관련주가 유망하다. 경쟁사들은 지난 패키징 기판 호황에서 '메모리 기판' 캐파를 축소했다. 동사의 공급 확대가 예상된다. 점유율 상승 효과다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	178	222	171	187	224	250
영업이익	십억원	13	38	3	6	36	47
순이익(지배주주)	십억원	12	31	3	5	30	38
EPS	원	1,262	3,108	256	537	3,054	3,834
PER	배	16.1	6.0	119.5	46.2	8.1	6.5
PBR	배	2.4	1.6	2.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	배	11.8	4.0	34.6	20.6	5.9	4.3
ROE	%	16.1	31.3	23	4.7	23.5	23.6

티엘비 판가 추이



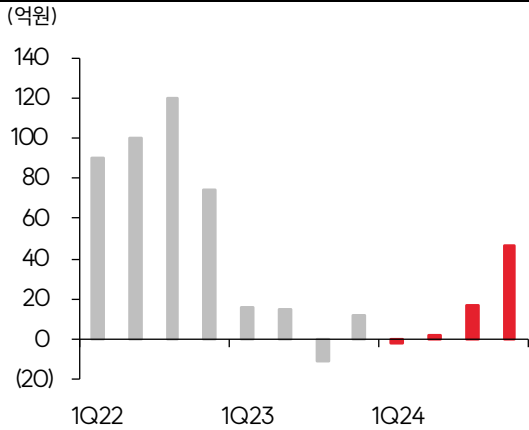
자료: Dart, SK 증권 / 주: m²당 매출액

티엘비 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	41.5	42.4	39.3	48.1	44.2	44.5	47.6	50.6	171.3	187.0	224.4
DRAM 모듈 기판	20.3	23.9	22.9	25.3	23.3	23.7	25.1	26.5	92.3	98.6	114.6
서버용	7.9	5.9	3.9	4.3	4.9	4.9	5.0	5.1	22.1	19.9	21.5
PC 용	2.8	2.7	2.4	5.1	2.5	2.7	2.9	3.0	13.1	11.0	9.7
DDR5	9.5	15.3	16.5	15.9	15.9	16.1	17.2	18.4	57.2	67.7	83.4
SSD 모듈 기판	21.2	18.2	16.1	22.1	20.8	20.6	22.0	23.6	77.6	87.0	108.3
장비용 기판	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
기타	0.1	0.3	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.9	0.9	1.0
매출액 비중(%)											
DRAM 모듈 기판	49	56	58	53	53	53	53	52	54	53	51
서버용	19	14	10	9	11	11	11	10	13	11	10
PC 용	7	6	6	11	6	6	6	6	8	6	4
DDR5	23	36	42	33	36	36	36	36	33	36	37
SSD 모듈 기판	51	43	41	46	47	46	46	47	45	47	48
장비용 기판	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0
영업이익	1.5	1.5	(1.2)	1.1	(0.3)	0.2	1.6	4.6	3.0	6.1	36.5
OPM(%)	4	4	-3	2	-1	0	3	9	2	3	16
YoY(%)	-83	-85	-110	-84	-117	-90	-242	301	-92	102	494

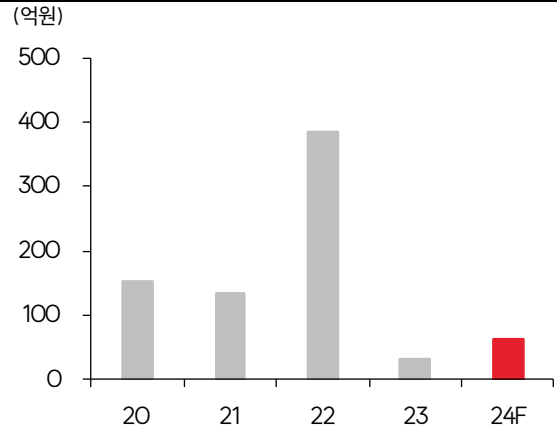
자료: Dart, SK 증권

티엘비 분기별 영업이익 추이 및 전망



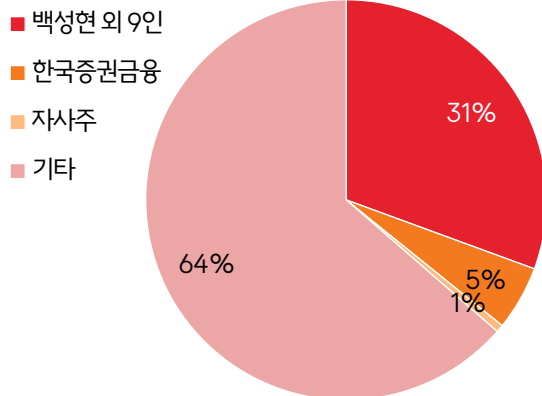
자료: SK 증권 추정

티엘비 연간 영업이익 추이 및 전망



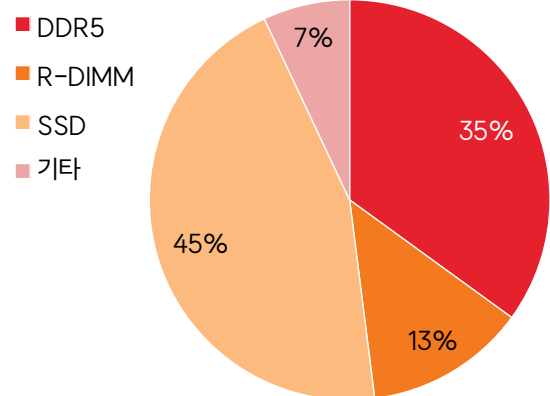
자료: SK 증권 추정

티엘비 주주 구성



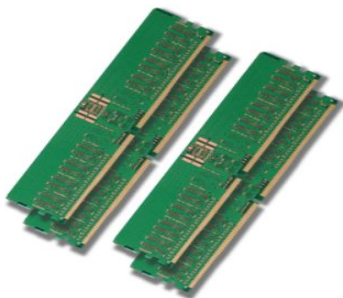
자료: SK 증권 추정

티엘비 매출 비중 (2023)



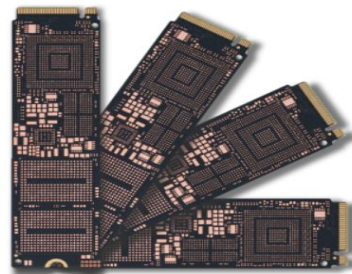
자료: SK 증권 추정

티엘비 R-DIMM (서버용 DRAM 모듈)



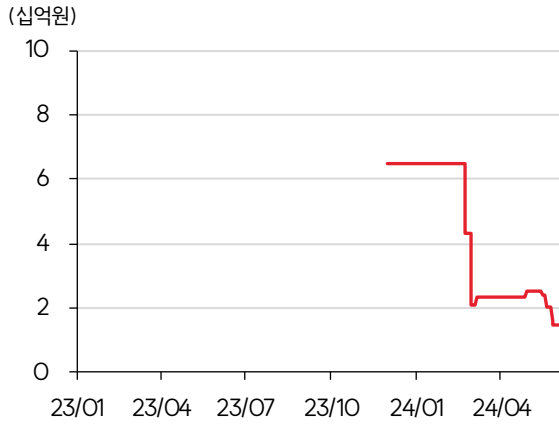
자료: 티엘비, SK 증권

티엘비 M2PCB (SSD 모듈)



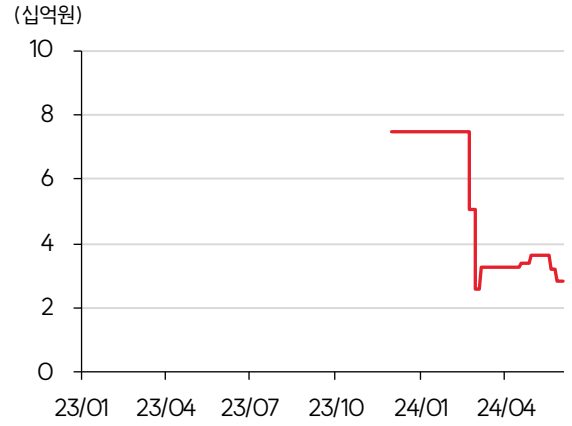
자료: 티엘비, SK 증권

티엘비 2Q24F 영업이익 컨센서스 추이



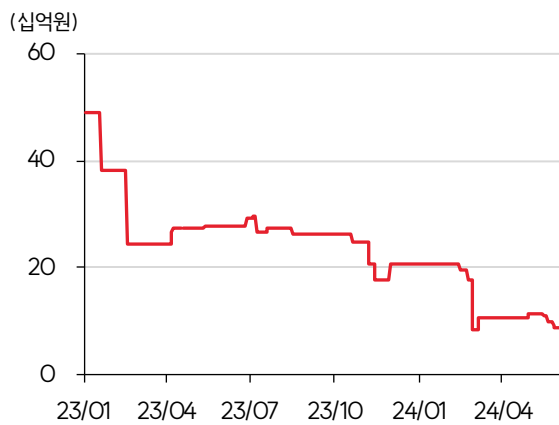
자료: QuantiWise, SK 증권

티엘비 3Q24F 영업이익 컨센서스 추이



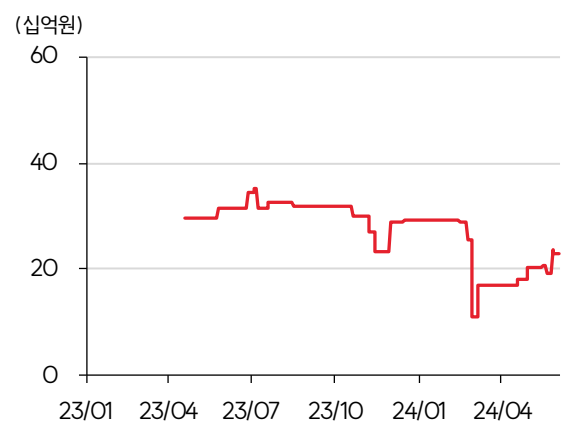
자료: QuantiWise, SK 증권

티엘비 2024F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

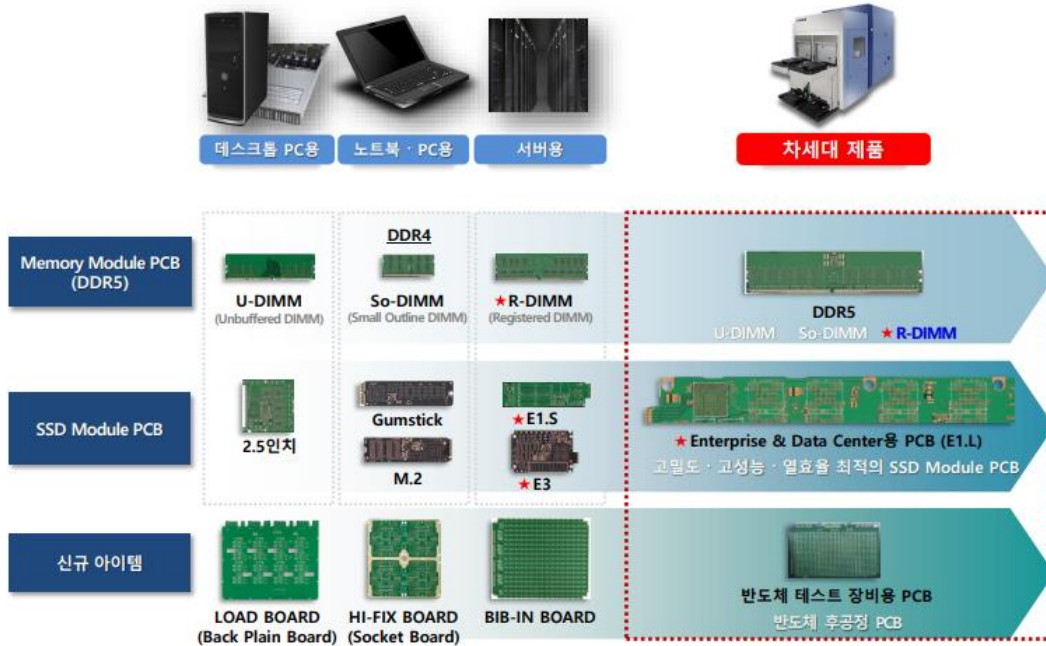
티엘비 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

티엘비 주요 제품군

지속적인 차세대 제품 개발·선점 Line-Up을 통한 고부가가치 사업 확장



자료 : 티엘비, SK 증권

글로벌 기판 업체 Peer Valuation Table

기업명	시총 (백만\$)	2024E						2025E					
		PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM	PER	PBR	EV/ EBITDA	ROE	OPM	NPM
티엘비	179	30.1	2.1	15.6	7.2	4.9	4.2	9.6	1.8	6.6	20.1	13.5	11.3
삼성전기	8,623	17.7	1.4	6.6	8.5	8.7	6.8	13.8	1.3	5.6	9.9	10.4	8.0
LG 이노텍	4,276	8.1	1.1	3.6	14.4	4.7	3.3	7.2	1.0	3.4	14.2	5.0	3.6
심텍	789	31.4	2.1	9.5	7.0	4.1	2.8	10.5	1.8	6.1	18.6	8.8	7.0
대덕전자	835	23.6	1.3	5.2	5.6	5.3	5.1	10.9	1.2	3.8	11.2	11.2	9.3
해성디에스	580	9.5	1.4	4.4	15.5	15.3	12.2	7.1	1.2	3.6	17.7	17.6	13.7
코리아씨키트	266	10.5	0.9	6.2	7.5	2.8	2.3	3.9	0.7	3.9	17.8	7.1	5.5
인터플렉스	270	10.9	1.5	5.5	14.3	7.3	6.1	8.2	1.2	6.6	16.4	6.8	7.5
뉴프렉스	129	8.6	1.9	5.8	24.6	10.5	9.4	6.9	1.5	5.1	24.1	10.8	9.9
디에이피	49	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UMTC(유니마이크론)	8,871	22.8	2.9	8.9	12.9	10.3	10.2	13.0	2.4	5.8	20.0	17.8	14.7
Tripod	3,544	14.3	2.3	6.6	17.5	14.5	12.2	12.3	2.1	6.0	18.3	15.0	12.8
NanyaPCB	3,928	48.9	2.8	13.2	5.2	5.5	6.8	20.8	2.5	8.6	12.0	14.7	12.7
Ibiden	5,630	26.2	1.9	8.2	8.1	13.0	9.1	24.3	1.8	6.9	8.0	13.2	8.8
Shinko	4,830	35.0	2.8	10.8	8.7	13.6	9.9	21.7	2.5	7.2	12.6	19.3	13.5
Kinsus	1,314	21.8	1.2	6.0	4.7	9.8	5.2	12.9	1.2	4.7	7.9	13.4	8.2

자료: Bloomberg, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	78	68	70	74	88
현금및현금성자산	31	11	12	4	14
매출채권 및 기타채권	20	23	24	29	30
재고자산	21	21	22	26	27
비유동자산	87	105	125	143	157
장기금융자산	2	1	2	2	2
유형자산	73	91	109	127	141
무형자산	1	1	1	0	0
자산총계	165	173	195	218	245
유동부채	29	35	56	55	51
단기금융부채	3	16	35	30	25
매입채무 및 기타채무	14	15	20	24	25
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	24	27	26	21	16
장기금융부채	24	26	25	20	15
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	53	62	81	75	67
지배주주지분	112	110	114	142	178
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
기타자본구성요소	0	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	77	76	79	107	143
비지배주주지분	-0	-0	0	0	0
자본총계	112	110	114	142	178
부채외자본총계	165	173	195	218	245

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	35	-2	13	40	53
당기순이익(손실)	31	3	5	30	38
비현금성항목등	14	9	12	22	26
유형자산감가상각비	5	6	7	10	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	8	3	5	12	13
운전자본감소(증가)	-6	-5	-3	-5	-2
매출채권및기타채권의감소(증가)	-7	-3	-1	-5	-2
재고자산의감소(증가)	3	-2	-1	-4	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1	1	-1	4	1
기타	-4	-17	-4	-15	-18
법인세납부	-2	-8	-1	-7	-9
투자활동현금흐름	-23	-30	-30	-35	-31
금융자산의감소(증가)	-4	-6	-1	-2	-1
유형자산의감소(증가)	-19	-25	-25	-28	-26
무형자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-1	1	-4	-5	-4
재무활동현금흐름	4	11	17	-12	-12
단기금융부채의증가(감소)	-7	3	6	-5	-5
장기금융부채의증가(감소)	12	12	11	-5	-5
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-1	-3	0	-2	-2
기타	0	-1	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	17	-20	0	-7	10
기초현금	14	31	11	12	4
기말현금	31	11	12	4	14
FCF	17	-26	-13	12	27

자료 : 티엘비, SK증권 추정

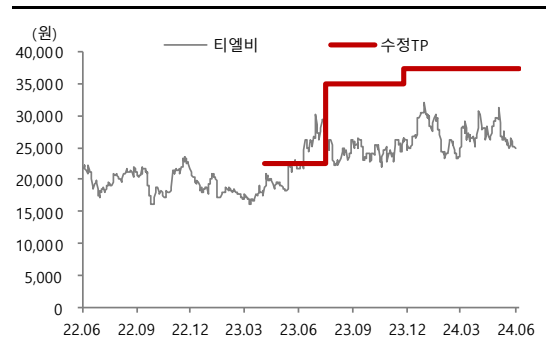
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	222	171	187	224	250
매출원가	175	160	172	178	193
매출총이익	47	11	15	46	57
매출총이익률(%)	21.2	6.6	8.2	20.6	23.0
판매비와 관리비	8	8	9	10	10
영업이익	38	3	6	36	47
영업이익률(%)	17.4	1.8	3.3	16.3	18.9
비영업손익	-0	0	1	1	-1
순금융손익	-0	-0	-1	-1	-1
외환관련손익	1	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	38	3	7	37	47
세전계속사업이익률(%)	17.3	1.9	3.6	16.6	18.7
계속사업법인세	8	1	1	7	9
계속사업이익	31	3	5	30	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	3	5	30	38
순이익률(%)	13.8	1.5	2.8	13.5	15.2
지배주주	31	3	5	30	38
지배주주귀속 순이익률(%)	13.8	1.5	2.8	13.4	15.1
비지배주주	-0	-0	0	0	0
총포괄이익	30	2	6	30	38
지배주주	30	2	5	30	38
비지배주주	-0	-0	0	0	0
EBITDA	44	9	14	47	60

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	244	-22.7	9.1	20.0	11.4
영업이익	187.5	-92.1	101.8	494.1	29.7
세전계속사업이익	156.9	-91.5	106.8	452.4	25.5
EBITDA	151.1	-78.9	47.2	244.3	28.4
EPS	146.2	-91.8	110.0	468.6	25.5
수익성 (%)					
ROA	21.1	1.5	2.9	14.6	16.4
ROE	31.3	2.3	4.7	23.5	23.6
EBITDA마진	19.7	5.4	7.3	20.9	24.0
안정성 (%)					
유동비율	273.4	190.9	125.8	135.2	171.7
부채비율	46.8	56.5	71.5	53.1	37.6
순차입금/자기자본	-8.9	17.6	32.2	22.4	6.3
EBITDA/이자비용(배)	47.7	7.2	9.3	25.2	38.9
배당성향	9.7	77.7	37.0	6.5	5.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,108	256	537	3,054	3,834
BPS	11,424	11,330	11,688	14,544	18,179
CFPS	3,644	885	1,295	4,103	5,129
주당 현금배당금	300	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER	6.0	119.5	46.2	8.1	6.5
PBR	1.6	2.7	2.1	1.7	1.4
PCR	5.2	34.5	19.2	6.0	4.8
EV/EBITDA	4.0	34.6	20.6	5.9	4.3
배당수익률	1.6	0.7	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.11.30	매수	37,500원	6개월		
2023.07.20	매수	35,000원	6개월	-30.12%	-24.43%
2023.04.07	매수	22,500원	6개월	1.60%	34.67%



Compliance Notice

작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 06월 05일 기준)

매수	96.25%	중립	3.75%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------