

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

25,000

상향

현재주가

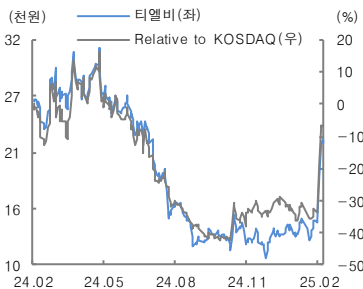
21,850

(25.02.20)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	768.27
시가총액	215십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	31,150원 / 10,720원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	3.38%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	60.7	78.5	35.7	-16.0
상대수익률	52.2	58.7	39.1	-5.3



2025년 CXL, LPCAMM 등 새로운 반도체 개화의 수혜~

- 4Q24 매출(498억원)은 추정을 9.2% 상회한 PCB 업종내 차별화
- 서버향 R-DIMM 및 eSSD 모듈 매출 확대로 2025년 실적 개선 전망
- 2025년 차세대 제품인 CXL, LPCAMM의 신규 매출 예상

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 25,000원 상향(28.2%)

2024년 4Q, 매출 498억원(7.2% qoq/3.5% yoy)과 영업이익 9.1억원(-67.2% qoq/-20.8% yoy), 당기순이익 16억원(102% qoq/212% yoy) 시현. 매출은 종전 추정(456억원)을 9.2% 상회, 영업이익은 추정(21억원)을 하회, 일회성 비용(성과급 등)인 약 12억원을 반영, 제외하면 영업이익도 종전 추정에 부합 판단. 특히 매출 상회는 2025년 실적 개선에 신뢰성을 부여, 중요한 요인으로 판단. 2024년과 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 39.5%, 10.8%씩 상향, 목표주가를 25,000원(2025년 목표 P/B 2.1배 적용, 평균 상단)으로 28.2% 상향, 투자의견은 매수(BUY) 유지. 투자포인트는

2025년 차세대 제품(CXL, LPCAMM)의 매출 반영 기대, 실적 차별화

1) 4Q24 매출(498억원)은 다른 반도체 PCB 업체가 메모리 출하량 감소로 부진한 실적(매출은 감소(qoq))대비 성장(qoq/yoy)한 것으로 차별화 요인. IT기기보다 서버향 메모리모듈 출하량이 증가 동시에 고부가인 eSSD모듈 및 R-DIMM의 가격 상승(ASP)으로 성장을 시현. SSD모듈 매출은 9.4%(qoq) 증가, DDR5 비중확대로 서버향 디램 모듈 매출도 5.4%(qoq) 증가

2) 2025년 매출(1,986억원)과 영업이익(122억원)은 각각 10.3%(yoy), 264%(yoy)씩 증가 등 높은 성장을 예상. AI 인프라 투자 확대로 서버향 디램 모듈 및 SSD모듈 매출이 각각 8.1%(yoy), 12.4%(yoy)씩 증가 추정. 고부가인 DDR5 모듈이 11.1%(yoy) 증가도 긍정적 요인. 추가로 2025년 평균공급단가(ASP) 상승에 기여가 예상된 차세대 제품인 MR-DIMM(여러 개 D램이 결합된 모듈)과 LPCAMM(LPDDR 기반의 새로운 폼팩터, 고성능/저전력 구현), CXL(초고속 연산을 지원하는 차세대 인터페이스) 시장 개화 및 매출이 반영될 경우, 2025년 영업이익은 추가적으로 상향 예상. 2025년 CXL 관련한 메모리 모듈 매출 시작, 경쟁사대비 삼성전자와 SK하이닉스내 높은 점유율로 수혜 예상 3) 마이크론향 매출(RDIMM, eSSD 모듈)이 증가 등 다른 PCB 업체대비 2025년 실적 개선의 차별화가 예상

24년 4Q 매출 498억원, 영업이익 9.1억원 시현

2024년 4Q 매출 497.8억원(7.2% qoq/3.5% yoy)과 영업이익 9.1억원(-67.2% qoq/-20.8% yoy), 당기순이익은 16억원(103% qoq/211 yoy) 시현. 서버향 모듈(DDR5) 및 eSSD 모듈의 공급 증가로 추정 상회한 매출 성장을 기록. 마진율이 높은 R-DIMM(DDR5), e-SSD(enterprise & Data Center SSD모듈 PCB) 비중 증가. 외환환산이익 증가로 당기순이익은 종전 추정을 상회

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	48	46	46	50	3.5	7.2	48	47	5.1	-6.6
영업이익	1	3	2	1	-20.8	-67.2	2	2	흑전	144.1
순이익	1	1	1	2	211.6	101.8	3	2	614.1	1.0

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	222	171	180	199	210
영업이익	38	3	3	12	13
세전순이익	38	3	5	11	12
총당기순이익	31	3	4	9	10
지배지분순이익	31	3	4	9	10
EPS	3,108	256	381	922	985
PER	6.0	119.5	34.2	24.2	22.6
BPS	11,424	11,213	11,395	12,119	12,907
PBR	1.6	2.7	1.9	1.8	1.7
ROE	31.3	2.3	3.4	7.8	7.9

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	176	187	180	199	2.4	6.0
판매비와 관리비	11	11	11	11	0.0	0.0
영업이익	5	11	3	12	-25.6	8.7
영업이익률	2.6	6.0	1.9	6.2	-0.7	0.2
영업외손익	-1	-1	2	-1	흑자조정	적자유지
세전순이익	4	10	5	11	33.4	10.8
지배지분순이익	3	8	4	9	39.5	10.8
순이익률	1.5	4.4	2.1	4.6	0.6	0.2
EPS(지배지분순이익)	273	832	381	922	39.5	10.8

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)										(단위: 십억원)		
	1Q24	2Q	3Q	4Q	1Q25F	2QF	3QF	4QF	2024	2025F	2026F	
매출	44.3	39.5	46.4	49.8	46.5	47.4	51.8	52.8	180.0	198.6	210.0	
DRAM 모듈 PCB	22.5	22.0	23.5	24.8	23.7	24.0	26.4	26.4	92.9	100.5	110.3	
DDR5	16.1	16.7	18.7	19.7	18.7	18.9	20.9	20.7	71.2	79.1	86.4	
R-DIMM	6.4	5.4	4.8	5.2	5.0	5.1	5.6	5.7	21.7	21.4	23.9	
SSD PCB	20.8	16.7	21.9	24.0	21.8	22.4	24.3	25.3	83.4	93.8	94.6	
기타	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	3.7	4.3	5.1	
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	2.2	2.5	3.7	3.7	3.4	12.2	18.5	
영업이익률	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	4.8%	5.4%	7.2%	7.1%	1.9%	6.2%	8.8%	
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	2.0	2.3	3.5	3.5	4.9	11.3	16.7	
세전이익률	1.1%	3.1%	2.8%	3.8%	4.3%	4.9%	6.8%	6.6%	2.7%	5.7%	8.0%	
순이익(자배)	0.2	1.1	0.8	1.6	1.6	1.9	2.8	2.8	3.7	9.1	12.9	
순이익률	0.5%	2.9%	1.7%	3.2%	3.5%	3.9%	5.4%	5.3%	2.1%	4.6%	6.2%	
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	50.8	55.8	50.7	49.9	50.9	50.6	51.0	49.9	51.6	50.6	52.5	
(DDR5 비중)	(36.4)	(42.2)	(40.3)	(39.5)	(40.2)	(39.8)	(40.2)	(39.1)	(39.5)	(39.8)	(41.1)	
(R-DIMM)	(14.4)	(13.6)	(10.4)	(10.4)	(10.7)	(10.8)	(10.8)	(10.8)	(12.1)	(10.8)	(11.4)	
SSD PCB	47.0	42.3	47.2	48.2	47.0	47.2	46.9	47.9	46.3	47.2	45.1	
기타	2.2	1.9	2.1	2.0	2.2	2.2	2.1	2.2	2.0	2.2	2.4	
증감률(%YoY)												
매출액	6.8	-7.0	18.1	3.5	5.0	20.2	11.6	6.0	5.1	10.3	5.8	
영업이익	적전	적전	흑전	-20.8	흑전	흑전	34.9	310.3	10.3	264.0	51.2	
세전이익	-79.4	-19.3	흑전	227.2	326.5	88.1	167.3	84.9	50.1	131.2	47.5	
당기순이익	-87.7	-6.4	흑전	212.1	614.7	64.7	254.9	73.3	49.1	141.8	42.7	
증감률(%QoQ)												
매출액	-7.9	-10.8	17.6	7.2	-6.6	2.0	9.2	1.8				
영업이익	적전	적지	흑전	-67.2	144.1	14.6	47.0	-0.2				
세전이익	-17.4	160.5	6.6	42.7	7.7	14.9	51.4	-1.3				
당기순이익	-55.9	398.8	-29.8	102.1	0.9	14.9	51.4	-1.3				

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)		
	1Q24	2Q	3Q	4QF	1Q25F	2QF	3QF	4QF	2024F	2025F	2026F	
매출	44.3	39.5	46.4	45.6	44.1	44.8	48.8	49.6	175.8	187.4	198.3	
DRAM 모듈 PCB	22.9	21.6	25.9	25.4	24.9	25.0	27.3	27.3	95.9	104.4	113.7	
DDR5	15.5	14.8	17.7	17.3	17.0	16.9	18.7	18.5	65.3	71.2	77.5	
R-DIMM	5.7	5.4	6.7	6.7	6.5	6.7	7.3	7.4	24.5	27.9	31.1	
SSD PCB	20.6	16.9	19.5	19.1	18.2	18.7	20.3	21.1	76.1	78.4	79.2	
기타	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	3.8	4.6	5.4	
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	2.1	2.1	2.4	3.5	3.2	4.5	11.2	12.4	
영업이익률	-0.6%	-0.2%	6.0%	4.5%	4.8%	5.4%	7.2%	6.5%	2.6%	6.0%	6.2%	
세전이익	0.5	1.2	1.3	0.7	1.9	2.1	3.3	3.0	3.7	10.2	15.9	
세전이익률	1.1%	3.1%	2.8%	1.4%	4.2%	4.8%	6.7%	5.9%	2.1%	5.5%	8.0%	
순이익(지배)	0.2	1.1	0.8	0.5	1.5	1.7	2.6	2.4	2.7	8.2	12.2	
순이익률	0.5%	2.9%	1.7%	1.2%	3.4%	3.8%	5.3%	4.7%	1.5	4.4	6.2	
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)	51.7	54.8	55.8	55.8	56.4	55.7	56.0	54.9	54.5	55.7	57.3	
SSD PCB	35.0	37.5	38.2	37.9	38.6	37.8	38.3	37.3	37.2	38.0	39.1	
기타	46.4	42.9	42.0	41.9	41.2	41.8	41.6	42.6	43.3	41.8	39.9	
기타	1.8	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5	2.4	2.5	2.2	2.4	2.7	
증감률(%YoY)												
매출액	6.8	-7.0	18.1	-5.2	-0.4	13.5	5.2	8.9	2.6	6.6	5.8	
영업이익	적전	적전	흑전	79.8	흑전	흑전	26.5	57.0	48.2	149.3	10.0	
세전이익	-79.4	-19.3	흑전	13.4	295.2	74.1	147.2	353.4	12.5	178.2	55.0	
당기순이익	-87.7	-6.4	흑전	5.2	560.3	52.0	227.3	335.8	6.9	203.5	50.1	
증감률(%QoQ)												
매출액	-7.9	-10.8	17.6	-1.8	-3.2	1.5	9.0	1.6				
영업이익	적전	적지	흑전	-25.5	1.9	14.2	45.9	-7.5				
세전이익	-17.4	160.5	6.6	-50.5	187.8	14.8	51.3	-9.3				
당기순이익	-55.9	398.8	-29.8	-31.9	176.6	14.8	51.3	-9.3				

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

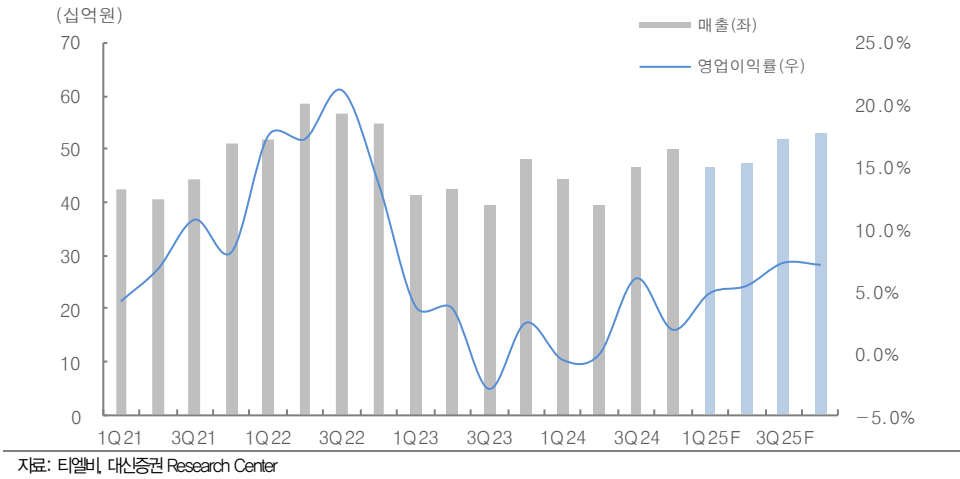


그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망

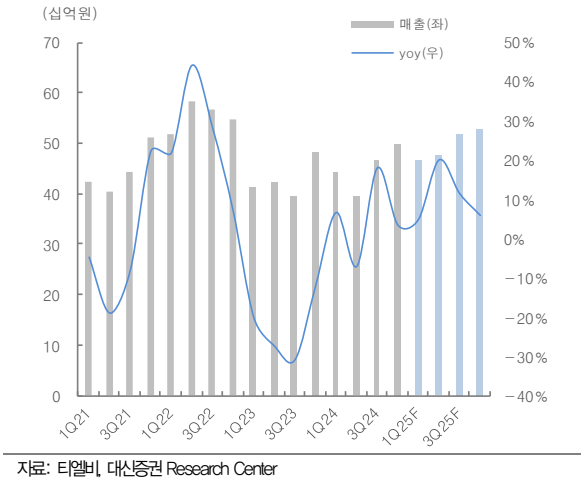
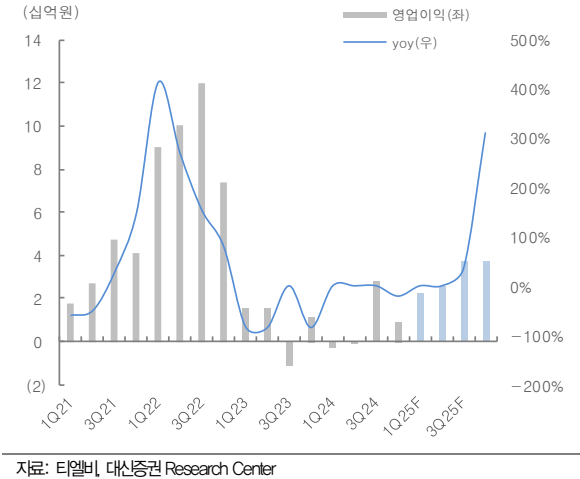


그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 메모리 반도체향 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 장비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,886억원 부채 763억원 자본 1,122억원(2024년 12월 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 4분기 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	180	199	210
매출원가	175	160	166	175	185
매출총이익	47	11	14	23	25
판매비와관리비	8	8	11	11	11
영업이익	38	3	3	12	13
영업외수익	17.4	1.8	1.9	6.2	6.2
EBITDA	44	9	8	17	19
영업외손익	0	0	2	-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	1	-2	-2
법인세비용차감전순이익	38	3	5	11	12
법인세비용	-8	-1	-1	-2	-2
계속사업순이익	31	3	4	9	10
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	3	4	9	10
당기순이익률	13.8	1.5	2.1	4.6	4.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	31	3	4	9	10
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	30	2	3	9	9
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	30	2	3	9	9

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,108	256	381	922	985
PER	6.0	119.5	34.2	24.2	22.6
BPS	11,424	11,213	11,395	12,119	12,907
PBR	1.6	2.7	1.9	1.8	1.7
EBITDAPS	4,448	939	785	1,760	1,918
EV/EBITDA	4.0	34.6	29.9	13.3	12.1
SPS	22,532	17,422	18,302	20,196	21,360
PSR	0.8	1.8	1.2	1.1	1.0
CFPS	4,495	1,208	1,128	1,838	1,980
DPS	300	200	200	200	200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	24.4	-22.7	5.1	10.3	5.8
영업이익 증/감률	187.5	-92.1	10.3	264.0	7.2
순이익 증/감률	146.2	-91.8	49.3	141.9	6.9
수익성					
ROIC	33.3	2.1	2.1	7.9	8.1
ROA	26.5	1.8	2.0	7.2	7.3
ROE	31.3	2.3	3.4	7.8	7.9
안정성					
부채비율	46.8	56.5	46.5	46.7	46.0
순차입금비율	-8.9	17.6	14.1	12.7	10.3
이자보상비율	42.0	2.4	3.2	13.8	15.7

자료: 티엘비 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	78	68	51	54	57
현금및현금성자산	31	11	6	7	10
매출채권 및 기타채권	20	23	17	18	17
재고자산	21	21	15	17	18
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	164	175	185
유동부채	29	35	24	27	29
매입채무 및 기타채무	18	19	18	21	23
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	56	58
자본부분	112	110	112	119	127
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	77	76	78	85	93
기타자본변동	0	-1	-1	-1	-1
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	112	110	112	119	127
순차입금	-10	19	16	15	13

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	35	-2	19	17	18
당기순이익	31	3	4	9	10
비현금항목의 가감	14	9	7	9	10
감가상각비	5	6	4	5	6
외환손익	0	0	0	0	0
자본법정평가손익	0	0	0	0	0
기타	9	3	3	4	4
자산부채의 증감	-6	-5	8	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	-5	1	3
기초 현금	14	31	11	6	7
기말 현금	31	11	6	7	10
NOPLAT	31	2	3	10	10
FCF	17	-16	-6	2	3

[Compliance Notice]

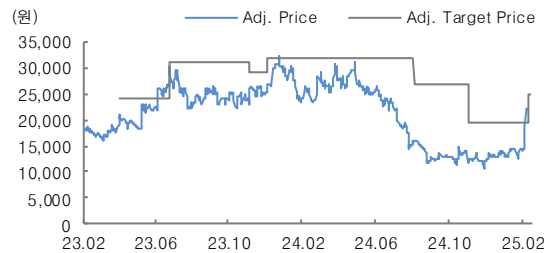
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.21	24.11.14	24.08.20	24.08.14	24.06.14	24.05.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	25,000	19,500	27,000	27,000	32,000	32,000
과다율(평균%)		(29.71)	(50.58)	(40.87)	(36.06)	(15.29)
과다율(최대/최소%)		14.36	(40.26)	(40.26)	(21.88)	0.31
제시일자	24.02.22	23.12.14	23.11.13	23.08.23	23.08.15	23.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	29,000	31,000	31,000	31,000
과다율(평균%)	(14.38)	(13.54)	(11.65)	(19.93)	(17.86)	(17.12)
과다율(최대/최소%)	0.31	0.31	(8.28)	(2.26)	(2.26)	(2.26)
제시일자	23.05.30	23.05.12	23.04.11			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	24,000	24,000	24,000			
과다율(평균%)	(9.55)	(17.35)	(19.09)			
과다율(최대/최소%)	11.25	(4.58)	(14.17)			

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250217)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	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