

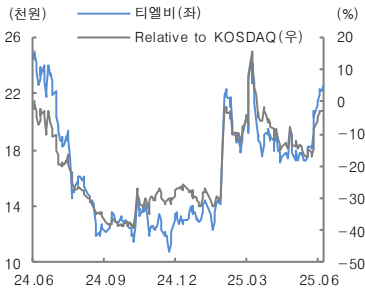
티엘비
(356860)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 30,000
상향
현재주가 22,550
(25.06.25)
가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	798.21
시가총액	222십억원
시가총액비중	0.06%
지분금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	24,900원 / 10,720원
120일 평균거래대금	101억원
외국인지분율	3.44%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60% 한국증권금융 5.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.0	-1.1	72.1	-2.2
상대수익률	17.5	-11.9	46.7	3.2



2Q, 2025년 최고 매출 예상,
新반도체 출시의 수혜~

- 2Q25 매출(593억원)은 컨센서스 상회 등 분기 최고 매출 예상
- 2Q, 영업이익률은 7.4%(3.9%p qoq) 추정, 매출 확대 및 고부가 증가
- 2026년 새로운 반도체, SOCAMM/ CXL 출시로 관련 매출 예상

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 30,000원으로 상향(20%)

2025년 2Q, 매출 593억원(11.9% qoq/50.2% yoy)과 영업이익 44억원(135% qoq/흑전 yoy)으로 추정, 종전 추정인(매출 543억원, 영업이익 21억원)과 컨센서스(매출 570억원, 영업이익 35억원)을 상회 전망, 2개 분기 연속으로 매출이 큰 폭으로 상회하여 분기 기준(2Q22 583억원 기록)의 최고 매출을 경신 예상. 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 45.2% 상향. 목표주가도 30,000원(2025년 목표 P/B 2.44배 적용, 평균 상단)으로 상향(20%). 투자의견은 매수(BUY) 유지. 서버항 메모리 모듈 매출이 컨센서스를 상회 동시에 신규 반도체 모듈인 소켓, CXL의 양산화 시기도 점차 가시화. 2025년 실적 상향에 초점을 맞춘 비중확대 유지. 투자포인트는

2Q, 분기 기준의 최고 매출을 예상 : 서버항 고부가 매출 확대

1) 2Q25 매출(593억원)의 성장(11.9% qoq/50.2% yoy) 추정은 분기 기준의 최고 매출인 동시에 다른 PCB 업체대비 높은 성장률로 판단. 서버항 메모리 모듈 출하량이 상대적으로 증가. 또한 평균공급단가 높은 R-DIMM의 매출 증가가 전체 성장을 견인. 메모리 업체가 DDR5로 전환 그리고 서버항 매출 증가로 티엘비의 메모리 모듈의 매출이 호조, 제품 믹스 효과로 2Q에 영업이익은 큰 폭의 개선을 전망. 영업이익은 44억원으로 135.3%(qoq/흑전 yoy) 증가 및 영업이익률은 7.4%로 3.9%p(qoq) 확대 추정

주요 원자재인 금 값의 상승에도 믹스 효과가 반영, 분기 매출인 600억원 근접하면서 고정비를 상회한 수익성 확대 구간으로 진입, 2025년 하반기도 분기별 600억원 이상(3Q 612억원 / 4Q 605억원으로 추정) 및 R-DIMM, DDR5 모듈 매출 증가, 믹스 효과가 확대 전망. 2025년 연간 매출은 2,340억원(30% yoy)으로 최고 매출인 2022년(2,215억원)을 상회 및 영업이익은 147억원 339%(yoy) 증가로 추정

2025년 최고 매출 예상, 차세대 제품(SOCAMM, CXL)의 양산 가시화

2) 2026년 새로운 메모리 모듈의 매출을 예상. 엔비디아가 주도한 SOCAMM에 참여, 또한 삼성전자와 SK하이닉스가 추진 중인 CXL(초고속 연산을 지원하는 차세대 인터페이스)에 참여, 시장 개화에 대응 판단. 국내에서 심텍과 티엘비가 핵심 공급업체, 새로운 반도체가 출하되면 2026년 추가적인 실적 개선의 수혜가 예상

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25(F)				3Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	39	53	54	59	50.2	11.9	57	61	31.7
영업이익	0	2	2	4	흑전	135.3	4	5	77.0
순이익	1	1	1	3	180.6	250.7	1	4	379.3

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	171	180	234	244	263
영업이익	3	3	15	16	18
세전순이익	3	5	13	15	17
총당기순이익	3	4	11	12	14
자배지분순이익	3	4	11	12	14
EPS	256	368	1,072	1,231	1,394
PER	119.5	35.5	21.0	18.3	16.2
BPS	11,213	11,399	12,273	13,306	14,503
PBR	2.7	1.1	1.8	1.7	1.6
ROE	2.3	3.3	9.1	9.6	10.0

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	223	231	234	244	5.0	5.7
판매비와 관리비	12	13	12	13	-0.5	-0.7
영업이익	11	14	15	16	38.7	9.3
영업이익률	4.8	6.3	6.3	6.5	1.5	0.2
영업외손익	-1	-1	-1	-1	적자유지	적자유지
세전순이익	9	14	13	15	43.9	9.7
자배지분순이익	7	11	11	12	45.2	9.7
순이익률	3.3	4.8	4.5	5.0	1.2	0.2
EPS(자배지분순이익)	738	1,122	1,072	1,231	45.2	9.7

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

표 1. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q	3Q	4Q	1Q25	2QF	3QF	4QF	2024	2025F	2026F
매출	44.3	39.5	46.4	49.8	53.0	59.3	61.2	60.5	180.0	234.0	244.1
DRAM 모듈 PCB	22.5	22.0	23.5	24.8	29.4	34.2	35.0	34.1	92.9	132.8	144.2
DDR5	16.1	16.7	18.7	19.7	21.7	25.0	25.6	24.8	71.2	97.1	104.7
R-DIMM	6.4	5.4	4.8	5.2	7.8	9.2	9.4	9.2	21.7	35.7	39.5
SSD PCB	20.8	16.7	21.9	24.0	22.6	24.0	25.0	25.3	83.4	96.8	94.6
기타	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	3.7	4.4	5.2
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	4.4	4.9	3.6	3.4	14.7	15.8
영업이익률	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	7.4%	8.0%	5.9%	1.9%	6.3%	6.5%
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	1.4	4.0	4.7	3.4	4.9	13.4	15.1
세전이익률	1.1%	3.1%	2.8%	3.8%	2.6%	6.7%	7.8%	5.6%	2.7%	5.7%	6.2%
순이익(지배)	0.2	1.1	0.8	1.5	0.9	3.2	3.8	2.7	3.6	10.6	12.1
순이익률	0.5%	2.9%	1.7%	3.0%	1.7%	5.3%	6.2%	4.5%	2.0%	4.5%	5.0%
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)	50.8	55.8	50.7	49.9	55.5	57.7	57.3	56.3	51.6	56.7	59.1
(R-DIMM)	(36.4)	(42.2)	(40.3)	(39.5)	(40.9)	(42.1)	(41.9)	(41.0)	(39.5)	(41.5)	(42.9)
(R-DIMM)	(14.4)	(13.6)	(10.4)	(10.4)	(14.6)	(15.6)	(15.4)	(15.3)	(12.1)	(15.2)	(16.2)
SSD PCB	47.0	42.3	47.2	48.2	42.6	40.5	40.9	41.7	46.3	41.4	38.8
기타	2.2	1.9	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9	2.1
증감률(%YoY)											
매출액	6.8	-7.0	18.1	3.5	19.6	50.2	31.7	21.6	5.1	30.0	4.3
영업이익	적전	적전	흑전	-20.8	흑전	흑전	77.0	292.2	10.3	339.2	7.3
세전이익	-79.4	-19.3	흑전	227.2	188.5	220.7	261.0	79.4	50.1	174.3	12.5
당기순이익	-87.7	-6.4	흑전	186.4	299.1	180.7	379.3	83.2	43.9	192.0	14.6
증감률(%QoQ)											
매출액	-7.9	-10.8	17.6	7.2	6.4	11.9	3.2	-1.1			
영업이익	적전	적지	흑전	-67.2	106.2	135.3	11.2	-27.3			
세전이익	-17.4	160.5	6.6	42.7	-27.1	189.5	20.0	-29.1			
당기순이익	-55.9	398.8	-29.8	85.5	-38.6	250.8	20.0	-29.1			

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

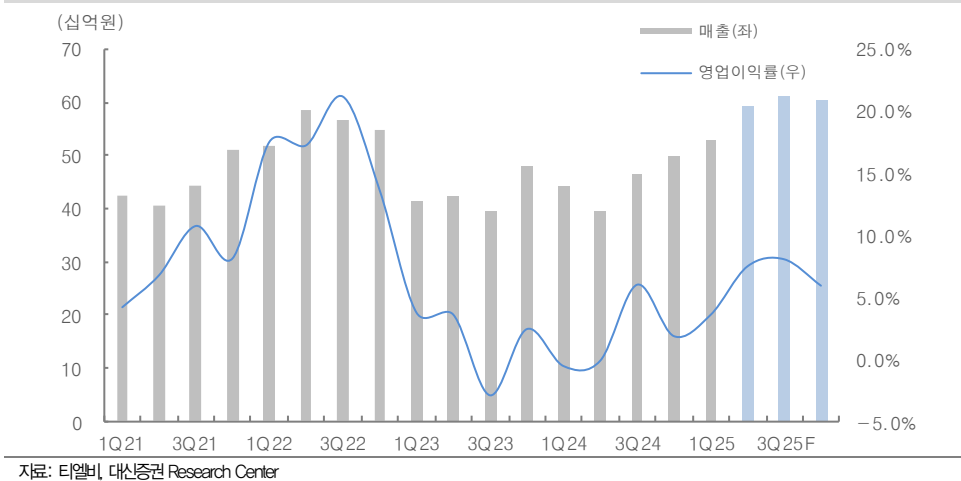


그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망

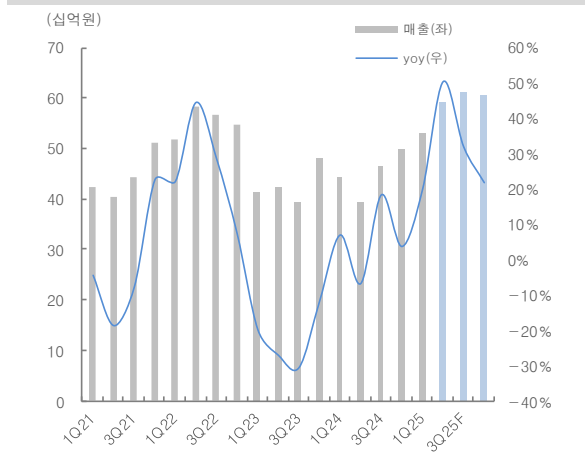
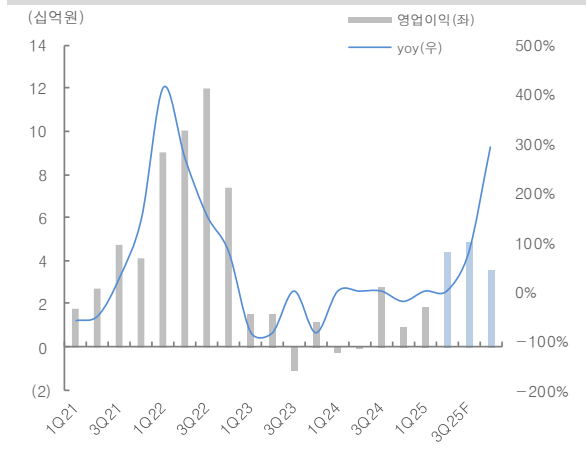


그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



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 1,967억원 부채 857억원 자본 1,109억원(2025년 3월말 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: 2025년 1분기 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)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	171	180	234	244	263
매출원가	160	166	207	216	232
매출총이익	11	14	27	28	31
판매비와판매비	8	11	12	13	13
영업이익	3	3	15	16	18
영업이익률	1.8	1.9	6.3	6.5	6.8
EBITDA	9	10	22	24	27
영업외손익	0	2	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	0	0	0
외환관련이익	2	3	2	2	2
금융비용	-1	-2	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	2	-1	-1	0
법인세비용차감전순이익	3	5	13	15	17
법인세비용	-1	-1	-3	-3	-3
계속사업순이익	3	4	11	12	14
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	4	11	12	14
당기순이익률	1.5	2.0	4.5	5.0	5.2
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	3	4	11	12	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	2	4	11	13	15
비자비자분포괄이익	0	0	11	13	0
자비자분포괄이익	2	4	0	0	15

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	256	368	1,072	1,231	1,394
PBR	1195	35.5	21.0	18.3	16.2
BPS	11,213	11,399	12,273	13,306	14,503
PBR	2.7	1.1	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	939	1,035	2,268	2,480	2,761
EV/EBITDA	34.6	15.8	11.3	10.2	8.8
SPS	17,422	18,307	23,800	24,822	26,784
PSR	1.8	0.7	0.9	0.9	0.8
CFPS	1,208	1,230	2,098	2,367	2,664
DPS	200	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
상장성					
매출액 증감률	-22.7	5.1	30.0	4.3	7.9
영업이익 증감률	-92.1	10.3	339.2	7.3	12.7
순이익 증감률	-91.8	43.4	193.0	14.8	13.3
수익성					
ROIC	2.1	1.9	8.0	8.2	8.9
ROA	1.8	1.9	7.9	8.3	8.6
ROE	2.3	3.3	9.1	9.6	10.0
안정성					
부채비율	56.5	68.1	52.8	50.8	52.3
순차입금비율	17.6	29.0	25.6	20.9	12.4
이자보상비율	2.4	1.9	16.0	18.3	17.4

자료: 티엘비 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	68	71	58	63	77
현금및현금성자산	11	18	2	6	22
매출채권 및 기타채권	23	25	21	20	27
재고자산	21	25	32	33	24
기타유동자산	13	3	3	3	3
비유동자산	105	117	126	135	140
유형자산	91	105	116	126	134
관계기업투자금	2	0	-2	-4	-6
기타비유동자산	12	12	12	12	12
자산총계	173	188	184	197	217
유동부채	35	53	40	42	44
매입채무 및 기타채무	19	21	26	29	30
차입금	5	11	11	11	11
유동상채무	10	18	0	0	0
기타유동부채	1	3	3	3	3
비유동부채	27	24	24	24	31
차입금	26	23	23	24	30
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	62	76	64	66	75
자비자분	110	112	121	131	143
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	76	77	86	96	108
기타자비자분	-1	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	110	112	121	131	143
순차입금	19	33	31	27	18

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-2	5	18	20	24
당기순이익	3	4	11	12	14
비현금항목의 가감	9	8	10	11	12
감가상각비	6	7	8	9	9
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
자본변동기손익	0	0	0	0	0
기타	3	3	4	4	5
자산부채의 증감	-5	-7	1	1	2
기타현금흐름	-8	-1	-4	-4	-4
투자활동 현금흐름	-30	-4	-15	-15	-13
투자자산	0	2	2	2	2
유형자산	-25	-18	-19	-19	-17
기타	-5	11	2	2	2
재무활동 현금흐름	11	6	-20	-2	4
단기차입금	5	6	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	5	0	0	6
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-2	-2	-2	-2
기타	-4	-3	-19	-1	-1
현금의 증감	-20	7	-16	4	16
기초 현금	31	11	18	2	6
기말 현금	11	18	2	6	22
NOPLAT	2	2	12	13	14
FCF	-16	-8	0	2	7

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

티엘비(356860) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
(원) Adj. Price Adj. Target Price 35,000 30,000 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 23.06 23.10 24.02 24.06 24.10 25.02 25.06						
제시일자	25.06.25	25.06.16	25.05.15	25.02.20	24.11.14	24.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	25,000	25,000	25,000	19,500	27,000
과다율(평균%)		(22.78)	(23.62)	(22.37)	(30.39)	(50.58)
과다율(최대/최소%)		(0.40)	(0.40)	(0.40)	14.36	(40.26)
제시일자	24.08.14	24.06.14	24.05.14	24.02.22	23.12.14	23.11.13
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	32,000	32,000	32,000	32,000	29,000
과다율(평균%)	(40.87)	(36.06)	(15.29)	(14.38)	(13.54)	(11.65)
과다율(최대/최소%)	(40.26)	(21.88)	0.31	0.31	0.31	(8.28)
제시일자	23.08.23	23.08.15	23.07.03			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	31,000	31,000	31,000			
과다율(평균%)	(19.93)	(17.86)	(17.12)			
과다율(최대/최소%)	(2.26)	(2.26)	(2.26)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250623)			
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweigh(비중축소)

: 향후 6개월간 업종자수상승률이 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