

티엘비 (356860)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

33,000

상향

현재주가

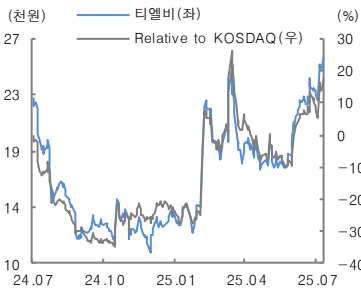
25,600

(25.07.21)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	821.69
시가총액	252십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	25,600원 / 10,720원
120일 평균거래대금	110억원
외국인지분율	2.93%
주요주주	백성현 외 9 인 30.60%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	37.0	81.7	32.6
상대수익률	10.3	19.3	60.5	33.8



최고 매출(2Q 및 2025년)의 예상은 혼자만 승승장구?

- 2Q25 매출(622억원), 영업이익(70억원)은 컨센서스를 상회 전망
- 서버향 메모리모듈 매출 증가 및 믹스 효과, 2H25 소캠 매출 예상
- 2025년 최고 매출 예상, SOCAMM/ CXL 출시로 신성장 확보

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 33,000원으로 상향(10%)

티엘비의 2025년 2Q 영업이익은 70억원으로 종전 예상(44억원)과 컨센서스(39억원)를 큰 폭의 상회로 추정. 매출도 622억원으로 종전 예상(593억원), 컨센서스(587억원)을 상회 전망. 매출과 영업이익은 전년대비 각각 57.4%(17.3% qoq), 흑자전환(271.8% qoq)씩 증가 등 서버향 메모리 모듈 매출 증가, 믹스 효과로 예상을 상회한 실적 호조를 전망. 특히 2Q 매출(622억원)이 분기 기준으로 최고를 경신할 것으로 추정. 다른 PCB 업체와 차별화 요인 동시에 메모리 업체(SK하이닉스, 삼성전자, 마이크론) 실적 호조의 반사이익으로 판단. 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 44.4% 상향, 목표주가를 33,000원(2025년 목표 P/B 2.6배, P/E 21.3배 적용, 평균 상단)으로 상향(10%), 투자의견은 매수(BUY) 유지. 투자 포인트는

2Q25 및 2025년 최고 매출을 예상 : 서버향 고부가 매출 확대

1) 2025년 2Q 추정 매출(622억원)은 분기 기준의 최고를 경신할 전망. 종전 최고 매출은 2022년 2Q(583억원)이며, PCB 업종이 종전에 최고 실적을 기록하였던(2022년)대비 낮은 가동율로 부진한 실적 구간인 점을 감안하면 티엘비의 2Q 매출은 호황기를 넘어선 차별화 실적으로 평가. 배경은 부진한 수요를 보인 PC, 스마트폰보다 AI 및 성장이 높은 서버향 비중이 높아졌기 때문으로 분석. 동시에 삼성전자, SK하이닉스 등 메모리 업체의 DDR5로 적극적인 전환에서 프리미엄 제품 비중 확대로 믹스 효과가 극대화. 삼성전자 등 메모리 3사의 서버향 DDR5 모듈인 6400시리즈의 매출 확대, 이전 제품대비 평균공급단가(ASP) 상승과 물량 증가로 최고 매출을 예상. 2025년 연간 매출은 최고인 2,382억원(32.3% yoy) 및, 영업이익은 207억원으로 515%(yoy) 증가로 추정

2) 차세대 반도체로 언급된, 특히 엔비디아의 주도인 소캠(SOCAMM)의 개화에 수혜가 예상. 현재 마이크론이 주도적으로 개발, 양산을 준비하고 있으며 2026년 삼성전자와 SK하이닉스도 양산을 시작할 것으로 추정. 전문 메모리 모듈용 PCB 업체인 티엘비가 3사 메모리 반도체와 샘플 진행 이후에 양산 준비 단계에 있다고 판단. 소캠은 차세대 반도체 시장의 한 축으로 전망. 반도체 시장에서 엔비디아가 AI 영역을 확대한 과정에서 레거시(범용) 반도체 분야로 사업 다각화로 해석. 메모리 모듈 PCB 업체의 새로운 성장 분야로 인식

(단위: 십억원 %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	당사추정	2Q25(F)			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	39	53	59	62	57.4	17.3	59	63	35.3	1.1
영업이익	0	2	4	7	흑전	271.8	4	7	160.7	3.7
순이익	1	1	3	5	360.4	475.4	3	6	611.0	8.5

자료: 티엘비, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	171	180	238	246	263
영업이익	3	3	21	21	21
세전순이익	3	5	19	20	20
총당기순이익	3	4	15	16	16
지배지분순이익	3	4	15	16	16
EPS	256	368	1,548	1,636	1,649
PER	119.5	35.5	16.0	15.2	15.0
BPS	11,213	11,399	12,749	14,188	15,639
PBR	2.7	1.1	2.0	1.8	1.6
ROE	2.3	3.3	12.8	12.1	11.1

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	234	244	238	246	1.8	1.0
판매비와 관리비	12	13	12	13	-0.6	-1.0
영업이익	15	16	21	21	40.1	32.1
영업이익률	6.3	6.5	8.7	8.5	2.4	2.0
영업외손익	-1	-1	-1	-1	적자유지	적자유지
세전순이익	13	15	19	20	43.5	33.0
지배지분순이익	11	12	15	16	44.4	33.0
순이익률	4.5	5.0	6.4	6.5	1.9	1.6
EPS(지배지분순이익)	1,072	1,231	1,548	1,636	44.4	33.0

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	62.2	62.9	60.1	180.0	238.2	246.5
DRAM 모듈 PCB	22.5	22.0	23.5	24.8	29.4	36.4	36.7	35.2	92.9	137.8	146.8
DDR5	16.1	16.7	18.7	19.7	21.7	26.7	26.9	25.5	71.2	100.8	105.8
R-DIMM	6.4	5.4	4.8	5.2	7.8	9.7	9.9	9.7	21.7	37.0	41.0
SSD PCB	20.8	16.7	21.9	24.0	22.6	24.7	25.0	23.7	83.4	96.0	94.5
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	7.0	7.2	4.6	3.4	20.7	20.9
영업이익률	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	11.2%	11.5%	7.7%	1.9%	8.7%	8.5%
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	1.4	6.5	7.0	4.4	4.9	19.3	20.1
세전이익률	1.1%	3.1%	2.8%	3.8%	2.6%	10.4%	11.2%	7.3%	2.7%	8.1%	8.2%
순이익(지배)	0.2	1.1	0.8	1.5	0.9	5.2	5.6	3.5	3.6	15.2	16.1
순이익률	0.5%	2.9%	1.7%	3.0%	1.7%	8.4%	9.0%	5.8%	2.0%	6.4%	6.5%
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	58.6	58.5	58.6	51.6	57.9	59.6
(R-DIMM)	(36.4)	(42.2)	(40.3)	(39.5)	(40.9)	(43.0)	(42.7)	(42.5)	(39.5)	(42.3)	(42.9)
(SSD 비중)	(14.4)	(13.6)	(10.4)	(10.4)	(14.6)	(15.6)	(15.7)	(16.1)	(12.1)	(15.6)	(16.7)
SSD PCB	47.0	42.3	47.2	48.2	42.6	39.7	39.7	39.5	46.3	40.3	38.3
기타	2.2	1.9	2.1	2.0	1.9	1.7	1.8	2.0	2.0	1.8	2.1
증감률(%YoY)											
매출액	6.8	-7.0	18.1	3.5	19.6	57.4	35.3	20.8	5.1	32.3	3.5
영업이익	적전	적전	흑전	-20.8	흑전	흑전	160.7	407.1	10.3	515.5	1.2
세전이익	-79.4	-19.3	흑전	227.2	188.5	426.0	435.5	133.8	50.1	293.7	4.2
당기순이익	-87.7	-6.4	흑전	186.4	299.1	360.4	611.0	138.7	43.9	321.4	5.5
증감률(%QoQ)											
매출액	-7.9	-10.8	17.6	7.2	6.4	17.3	1.1	-4.3			
영업이익	적전	적지	흑전	-67.2	106.2	271.8	3.7	-36.2			
세전이익	-17.4	160.5	6.6	42.7	-27.1	374.9	8.5	-37.7			
당기순이익	-55.9	398.8	-29.8	85.5	-38.6	475.4	8.5	-37.7			

주: 서버용 DRAM은 DDR5 / 기타(PC 용 DDR5 PCB 및 기타)

자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

표 2. 티엘비 부문별 실적 전망 (수정 전)

(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)
SSD PCB	(14.4)	(13.6)	(10.4)	(10.4)	(14.6)	(15.6)	(15.4)	(15.3)	(12.1)	(15.2)	(16.2)
기타	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 DDR5 / 기타(PC 용 DDR5 PCB 및 기타) 자료: 티엘비, 추정은 대신증권 Research Center

그림 1. 전사, 분기별 매출 영업이익률

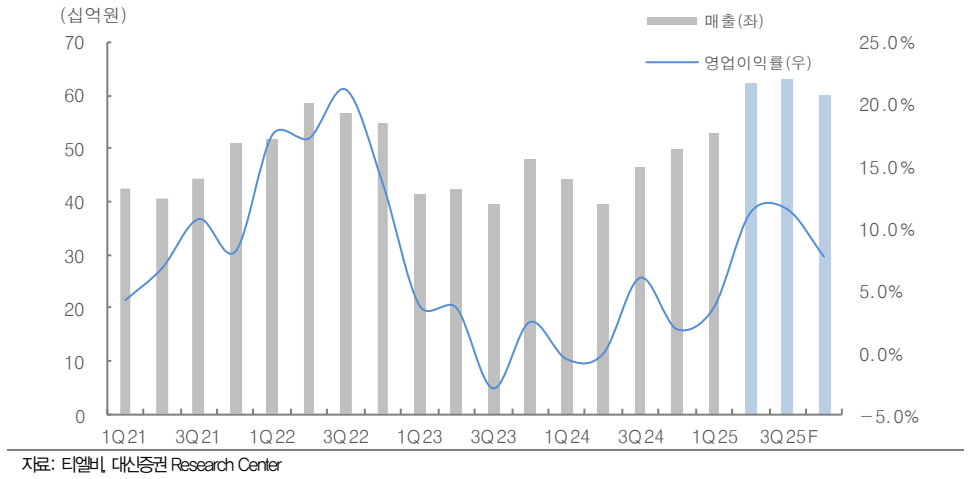


그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망

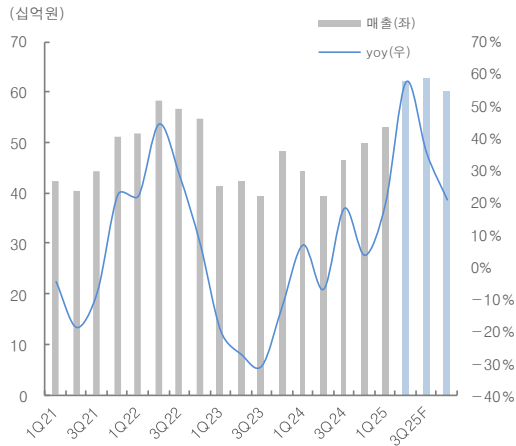
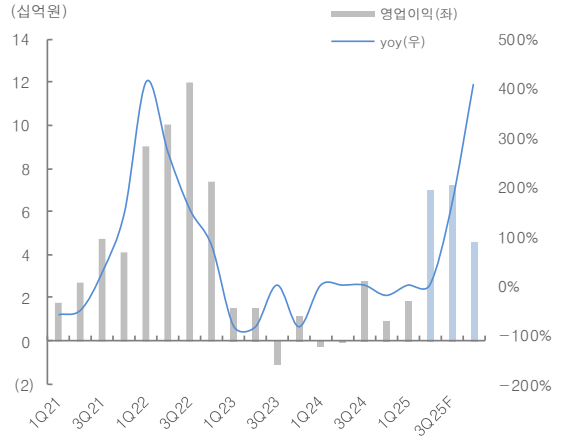


그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

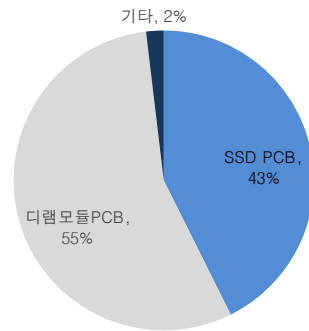
- 메모리 반도체용 모듈 PCB(인쇄회로기판) 전문업체
- 주요 매출은 1) DRAM 모듈 PCB, 2) SSD 모듈 PCB, 정비용 PCB/기타로 구성
- 자산 1,967억원 부채 857억원 자본 1,109억원(2025년 3월말 기준)

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

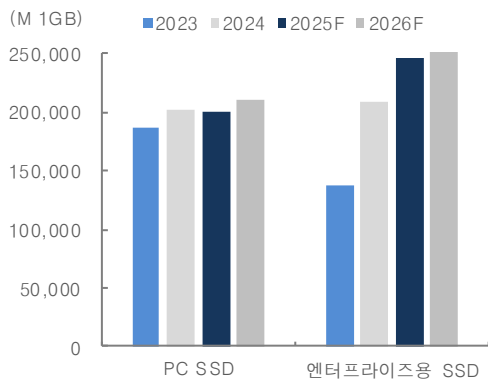


주: 2025년 1분기 연결 매출 기준

자료: 티엘비, 대신증권 Research Center

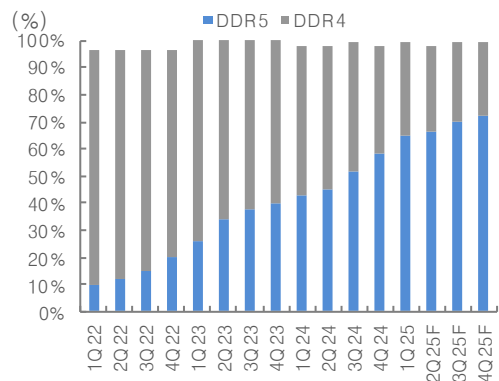
2. Earnings Driver

글로벌 SSD 수요 추이 및 전망



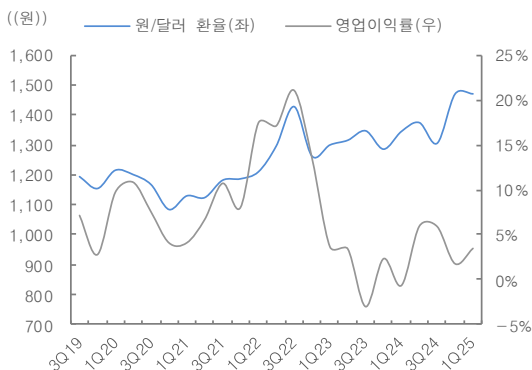
자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

DDR4, DDR5 비중 추이 및 전망



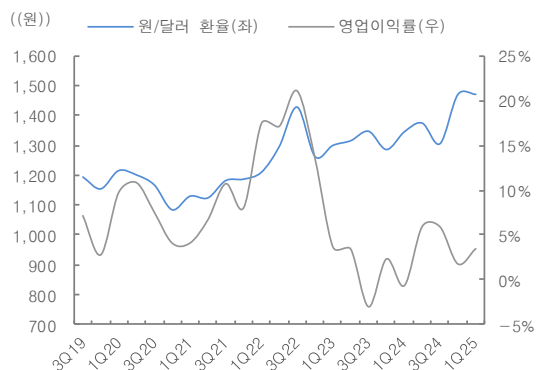
자료: IDC, 삼성전자, 대신증권 Research Center

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	238	246	263
매출원가	160	166	205	213	229
매출총이익	11	14	33	33	34
판매비와관리비	8	11	12	13	13
영업이익	3	3	21	21	21
영업외소득	1.8	1.9	8.7	8.5	8.0
EBITDA	9	10	28	29	30
영업외손익	0	2	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융소득	1	1	0	0	0
외환평가이익	2	3	2	2	2
금융비용	-1	-2	-1	-1	-1
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	1	2	-1	-1	0
법인세비용차감전순이익	3	5	19	20	20
법인세비용	-1	-1	-4	-4	-4
계속사업순이익	3	4	15	16	16
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	4	15	16	16
당기순이익우물	1.5	2.0	6.4	6.5	6.2
비자비자분포이익	0	0	0	0	0
자비자분포이익	3	4	15	16	16
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	2	4	16	17	17
비자비자분포포괄이익	0	0	16	17	0
자비자분포포괄이익	2	4	0	0	17

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	256	368	1,548	1,636	1,649
PER	119.5	35.5	16.0	15.2	15.0
BPS	11,213	11,399	12,749	14,188	15,639
PBR	2.7	1.1	2.0	1.8	1.6
EBITDAPS	939	1,035	2,870	2,997	3,089
EV/EBITDA	34.6	15.8	9.9	9.2	8.5
SPS	17,422	18,307	24,221	25,068	26,775
PSR	1.8	0.7	1.1	1.0	1.0
CFPS	1,208	1,230	2,693	2,873	2,982
DPS	200	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	-22.7	5.1	32.3	3.5	6.8
영업이익 증감률	-92.1	10.3	515.4	1.2	0.7
순이익 증감률	-91.8	43.4	323.1	5.7	0.8
수익성					
ROC	2.1	1.9	11.2	10.8	10.5
ROA	1.8	1.9	10.9	10.6	9.7
ROE	2.3	3.3	12.8	12.1	11.1
안정성					
부채비율	56.5	68.1	51.1	47.8	48.5
순차입금비율	17.6	29.0	21.4	13.6	4.3
이자보상비율	2.4	1.9	22.4	24.2	20.5

자료: 티엘비 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	68	71	63	71	88
현금및현금성자산	11	18	6	14	33
매출채권 및 기타채권	23	25	21	20	27
재고자산	21	25	33	34	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	189	206	228
유동부채	35	53	40	42	44
매입채무 및 기타채무	19	21	27	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	67	75
자비자분	110	112	125	140	154
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	76	77	91	105	119
기타자비자분	-1	-1	-1	-1	-1
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	110	112	125	140	154
순차입금	19	33	27	19	7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-2	5	22	25	27
당기순이익	3	4	15	16	16
비현금항목의 가감	9	8	11	12	13
감상취비	6	7	8	9	9
외환손익	0	-1	-1	-1	-1
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	3	5	5	5
자산부채의 증감	-5	-7	0	1	3
기타현금흐름	-8	-1	-5	-5	-5
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	-12	8	19
기초 현금	31	11	18	6	14
기말 현금	11	18	6	14	33
NOPLAT	2	2	16	17	17
FCF	-16	-8	5	6	9

[Compliance Notice]

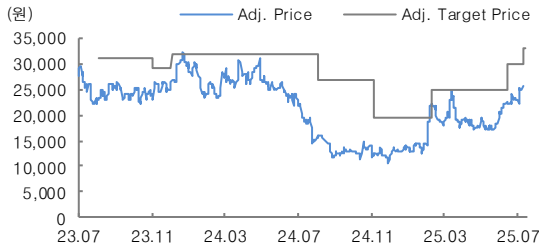
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 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	25.07.22	25.06.25	25.06.16	25.05.15	25.02.20	24.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	33,000	30,000	25,000	25,000	25,000	19,500
과다율(평균%)		(22.30)	(22.62)	(23.62)	(22.37)	(30.39)
과다율(최대/최소%)		(16.33)	(0.40)	(0.40)	(0.40)	14.36
제시일자	24.08.20	24.08.14	24.06.14	24.05.14	24.02.22	23.12.14
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	27,000	32,000	32,000	32,000	32,000
과다율(평균%)	(50.58)	(40.87)	(36.06)	(15.29)	(14.38)	(13.54)
과다율(최대/최소%)	(40.26)	(40.26)	(21.88)	0.31	0.31	0.31
제시일자	23.11.13	23.08.23	23.08.15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	29,000	31,000	31,000			
과다율(평균%)	(11.65)	(21.38)	(22.26)			
과다율(최대/최소%)	(8.28)	(14.68)	(20.00)			

제시일자						
투자의견						
목표주가						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250719)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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