

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

티엘비 (356860)

서버용 DDR5 전환 대표 수혜주

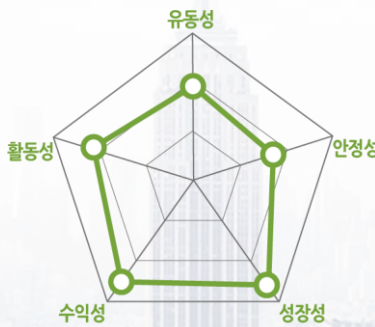
체크포인트

- 메모리모듈 기판 전문업체. 2011년 대덕전자로부터 분사해 설립되었으며 2020년 12월 코스닥 상장. 2021년 10월 베트남 법인에 출자했으며 2023년 8월 중 베트남 1차공장 완공 예정. 2025년 2차공장까지 완공된 후 총 생산능력은 2022년 대비 40% 증가할 전망
- 생성형AI 개발 단계 핵심 반도체인 GPU, CPU 수요 급증 이후 생성형AI 대중화로 데이터를 처리하는 DRAM과 SSD 수요가 후행해 증가. 관련 기판을 공급하는 동사의 수혜가 돋보일 전망. 연간 기준 DDR5 매출액 추이는 2021Y 77억원 → 2022Y 288억원 → 2023F 490억원 추정
- 2023년 2분기 제한적 실적 반등 이후 상저하고의 실적 흐름을 기록할 전망. 2023F 매출액 1,826(-17.6% YoY), 영업이익 123억원(-68.0% YoY) 추정. 연간 제품별 매출액은 SSD 902억원(-17% YoY), R-DIMM 320억원(-53% YoY), DDR5 490억원(+70% YoY), 메모리 및 기타 114억원(-27% YoY) 예상

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

티엘비 (356860)

Analyst 이새름 lsr9392@kirs.or.kr
RA 이나연 lny1008@kirs.or.kr

KOSDAQ

반도체와반도체장비

메모리모듈 기판 전문업체

반도체용 Memory Module PCB 및 SSD Module PCB 전문 업체. IDM(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)이 대표적인 고객사이며 고다층(High-Multilayer), 고밀도(Fine-Pitch), 고성능(Build-up) 기술력을 바탕으로 국내에서 DRAM과 SSD 사업부 모두 독보적인 점유율 확보

하이엔드 R-DIMM, E1.S 중심의 제품 포트폴리오 보유

DRAM 기판의 경우 서버에 적용되는 R-DIMM을 주력으로 생산. 일반 DRAM 기판이 BEP 수준인 반면 R-DIMM 평균 이익률은 10% 초중반 수준이며 이 중 특수 공법 레이저드 릴빌드업이 적용된 제품은 R-DIMM 내에서도 독보적인 수익성 보유. SSD 기판에서도 동사는 두 자리 수의 OPM을 보유한 서버용 E1.S를 중심으로 생산 중. 하이엔드 제품 중심의 포트폴리오 영향으로 동사의 인쇄회로기판 ASP는 2021년 604,869원 → 2022년 792,973원 기록. 2023년 하반기부터 서버용DDR5 매출 확대가 본격화되며 ASP 상승 흐름 장기화 기대

DDR5 내 서버용 매출 비중 2022Y 25% → 2023F 80%

생성형AI 대중화와 차세대 서버용 CPU 양산 본격화로 서버용 DRAM 시장의 DDR4에서 DDR5로 전환이 가속화될 것. 티엘비의 DDR5 매출 비중은 2021년 4.3% → 2022년 13%으로 상승했으며 2023년에는 전체 매출액의 27% 추정. 2022년 DDR5 매출액 대부분이 이익 기여도 낮은 PC용 제품에서 발생했으나 1Q23의 경우 DDR5 매출 구성은 서버용 75% 및 PC용 25% 기록. 2023년 하반기 서버용 DDR5 공급 확대를 중심으로 올해 연간 DDR5 매출액은 YoY +70% 증가한 490억원을 전망하며 이 중 서버용 매출액은 2023년 392억원으로 (2022년 70억원 내외) 전체 DDR5 매출액의 80%를 차지할 전망

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	1,841	1,781	2,215	1,826	2,090
YoY(%)	23.5	-3.3	24.4	-17.6	14.5
영업이익(억원)	152	134	385	123	218
OP 마진(%)	8.2	7.5	17.4	6.7	10.4
지배주주순이익(억원)	118	124	306	122	197
EPS(원)	1,455	1,262	3,108	1,244	1,999
YoY(%)	23.0	-13.3	146.2	-60.0	60.7
PER(배)	18.0	16.1	6.0	17.9	11.2
PSR(배)	1.2	1.1	0.8	1.2	1.0
EV/EBIDA(배)	12.6	11.8	4.0	11.9	7.8
PBR(배)	3.6	2.4	1.6	1.8	1.6
ROE(%)	24.5	16.1	31.3	10.5	15.1
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.6	1.3	1.3

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/4)	22,300원
52주 최고가	30,300원
52주 최저가	16,025원
KOSDAQ (8/4)	918.43p
자본금	49억원
시가총액	2,193억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	49만주
일평균 거래액 (60일)	123억원
외국인지분율	2.47%
주요주주	백성현 외 9인 30.60%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-26.4	21.1	9.6
상대주가	-28.7	1.1	-1.5

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

메모리모듈 기판 전문업체

2022년 연간 제품별 매출액 비중은 SSD 49%, R-DIMM 31%, DDR5향 PCB 13%, 메모리&etc 7%로 구성

반도체용 Memory Module PCB 및 SSD Module PCB 전문 제조업체이다. 2011년 대덕전자로부터 분사해 설립 되었으며 2020년 12월 코스닥 시장에 상장했다.

티엘비가 생산하는 PCB는 메모리반도체용으로 데스크탑, 노트북, 서버에 적용되고 있으며 IDM(삼성전자, SK하이닉스, 마이크론)을 고객사로 보유했다. 고다층(High-Multilayer), 고밀도(Fine-Pitch), 고성능(Build-up) 기술을 바탕으로 DRAM과 SSD 사업부 모두 국내 M/S 1위를 차지하고 있다. 주요 생산제품은 SSD Module PCB, Memory Module PCB이며 특히 서버에 적용되는 하이엔드 제품 R-DIMM(DRAM), E1.S 중심(SSD)의 포트폴리오를 구축했다.

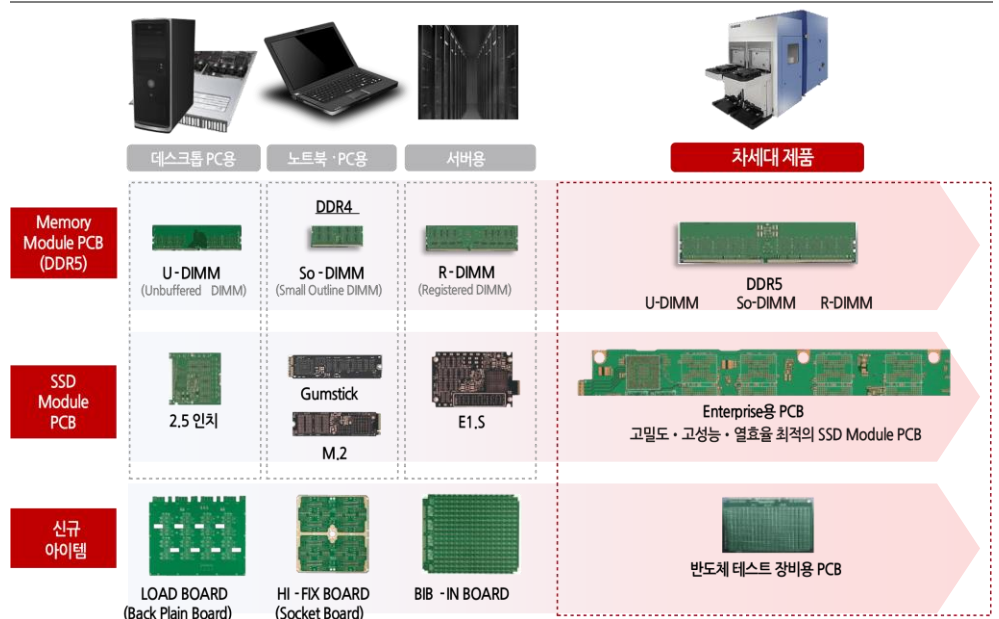
2022년 연간 주요 제품별 매출액 비중은 SSD 49%, R-DIMM 31%, DDR5향 PCB 13%, 메모리&etc 7%로 구성되며 2023년 1분기의 경우 SSD 51%, R-DIMM 19%, DDR5향 PCB 23%, 메모리&etc 7%를 기록했다. 고부가 제품 매출 비중이 꾸준히 확대되며 동사의 인쇄회로기판 ASP는 2021년 604,869원 → 2022년 792,973원 → 1Q23 752,817원으로 빠르게 상승하고 있다.

2025년 베트남 2차공장까지 완공된 이후 총 생산능력은 2022년 대비 +40% 이상 증가

한편 동사는 2021년 10월 베트남 법인에 출자하며 2022년 10월부터 착공에 들어갔다. 2023년 8월 중 1차 공장이 완공될 예정이며 고객사 파일 테스트 이후 올해 연말부터 신규 가동이 가능할 것으로 기대된다. 해당 공장은 국내에서 생산한 반제품을 전달받아 최종 검수와 포장을 담당하며 베트남 현지에서 공급하는 서플라이 체인에 공급한다. 2차 공장은 2024년 하반기부터 착공에 들어갈 것으로 예상되며 2025년 2차공장까지 완공된 이후 동사의 총 생산능력은 2022년 대비 40% 이상 증가할 것으로 판단된다.

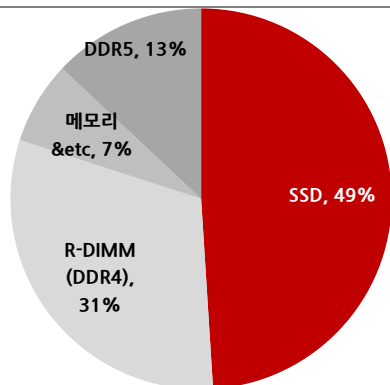
현재 주요주주는 대표이사 지분율 19.4%, 특수관계인 13.4%, 기타 66.9%로 구성되며 연결 대상 종속기업으로 한진솔루션(한국소재, 인쇄회로기판 제조), 지분 97.5%, TLB VINA(베트남, 인쇄회로기판 제조) 지분 100%를 보유하고 있다.

주요 제품군



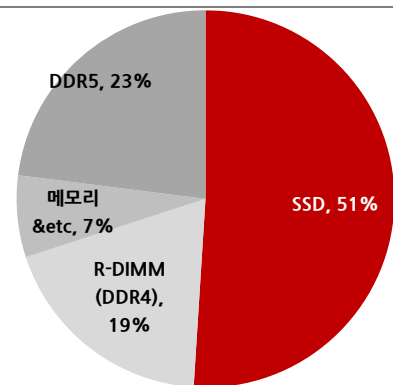
자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 주요 제품별 매출액 비중



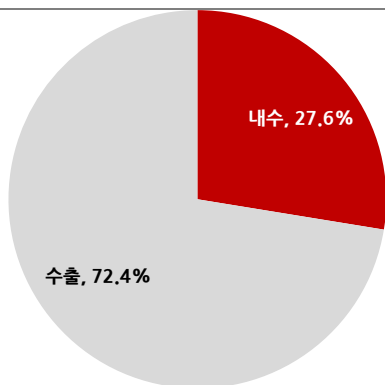
자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

1Q23 주요 제품별 매출액 비중



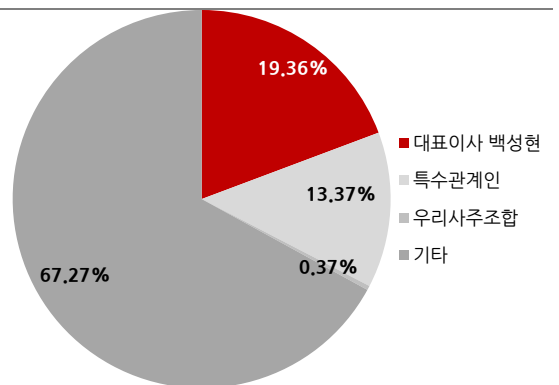
자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

1Q23 내수, 수출 비중



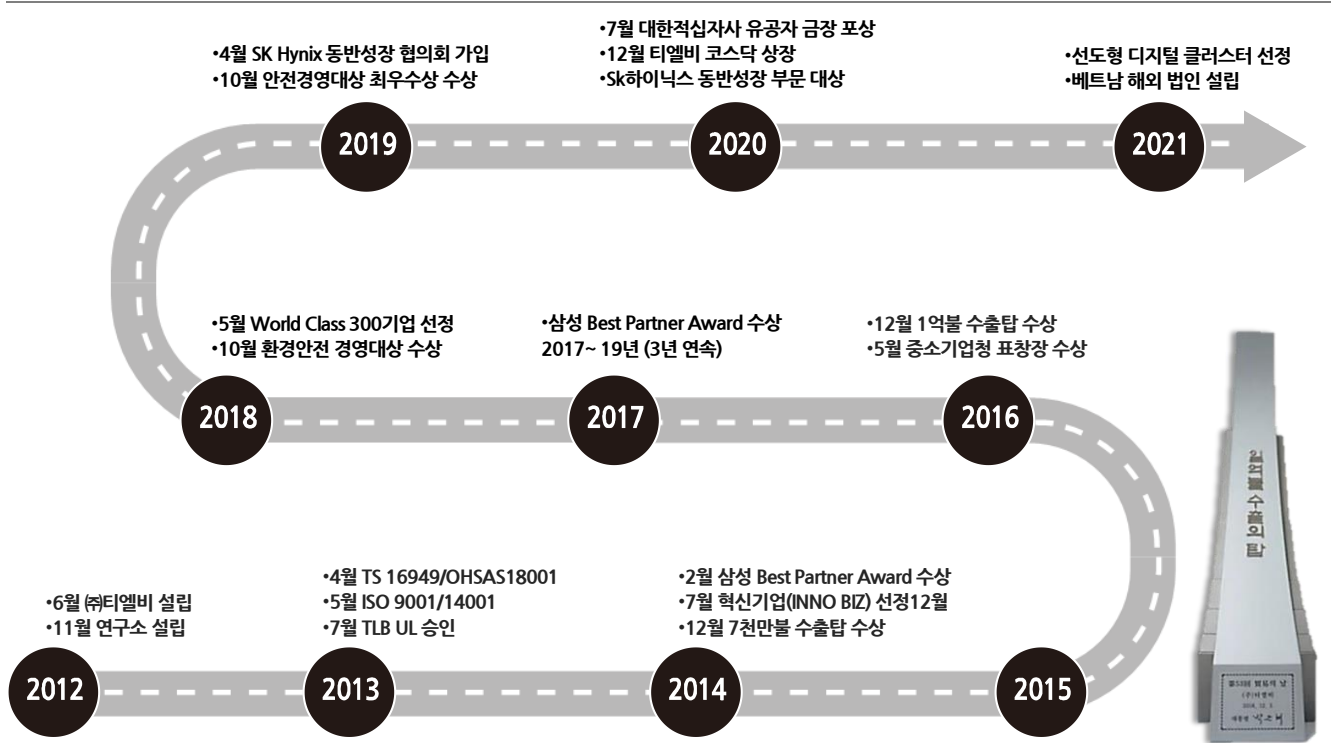
자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

1Q23 주요 주주 현황



자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

성장 현황



자료: 티엘비, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 하반기 중 베트남 신공장 완공



자료: 티엘비, 한국IR협회의 기업리서치센터



산업 현황

DDR5 특징 및 동향

DDR5의 경쟁력은 PC, 노트북보다 데이터센터에서 극대화. 생성형 AI 산업은 DDR5의 주요 수요처

DDR5는 DDR(Double Data Rate) SDRAM 메모리의 5세대 제품으로 2020년 7월 JEDEC(Joint Electron Device Engineering Council)에 의해 최종적으로 규격이 확정되었다. DDR5와 DDR4 주요 차이점은 성능과 설계 구도이다. DDR5는 DDR4 대비 메모리 성능, 데이터 전송 속도, 전력 효율 등이 개선되었으며 DDR4의 최대 용량이 16GB인 반면 DDR5는 최대 64GB로 대폭 증가했다. 또한 데이터 전송 속도는 DDR4 1,600~3,200Mbps에서 DDR5는 2배 빠른 3,200~6,400Mbps로 상향되었다.

설계 구조의 경우 DDR4와 DDR5 메모리 모듈의 가장 큰 차이는 PMIC의 탑재이다. 전원관리IC인 PMIC는 DDR4에서 메인보드에 실장되었으나, DDR5는 메모리 모듈에 PMIC를 포함한 RCD, 저항기, 인덕터 등이 탑재된다. 다양한 반도체가 메모리 모듈에 실장되는 만큼 메모리 반도체 모듈의 미세화와 적층 고도화가 요구되며 스펙 상향과 함께 공급단가 상승이 이루어졌다.

2023년 2분기 DRAM 시장 내 DDR5의 침투율은 10% 내외에 불과하나, 하반기 DDR5 지원 Server CPU가 양산 확대로 관련 업체들의 수혜 가시화될 전망

DDR5는 DDR4 대비 높은 대역폭으로 전송 속도가 2배 이상 개선되고 고용량을 지원하며 전력 감소까지 가능해 DDR4 대비 가격 부담이 불가피했다. 따라서 DDR5의 경쟁력은 PC, 노트북보다 데이터센터에서 극대화되며 서버용 시장을 중심으로 DDR4 → DDR5 전환이 본격화될 것으로 기대되고 있다.

생성형 AI는 서버용 DDR5의 성장세를 견인할 주요 수요처로 AI 알고리즘에 최적화된 AI 반도체는 두뇌 역할을 담당하는 시스템반도체 GPU가 다수 필요하며 NVIDIA는 AI용 GPU의 판매 확대로 높은 실적을 기록하고 있다. 이에 따라 NVIDIA를 비롯한 인텔, AMD, ARM 등 글로벌 업체들의 AI 반도체 공급이 확대되고 있다.

시장조사기관 그랜드뷰리서치는 생성형 AI 시장 규모가 2022년 101억달러(13조원)에서 연평균 성장률 +34.6%를 기록하며 2030년 1,093억달러(142조원)에 달할 것으로 발표했다. 또한 시장조사업체 가트너는 시스템반도체 중에서 AI 반도체가 차지하는 비중이 2020년 8.5%, 2025년 19.5%, 2030년 30%를 차지할 것으로 전망했다.

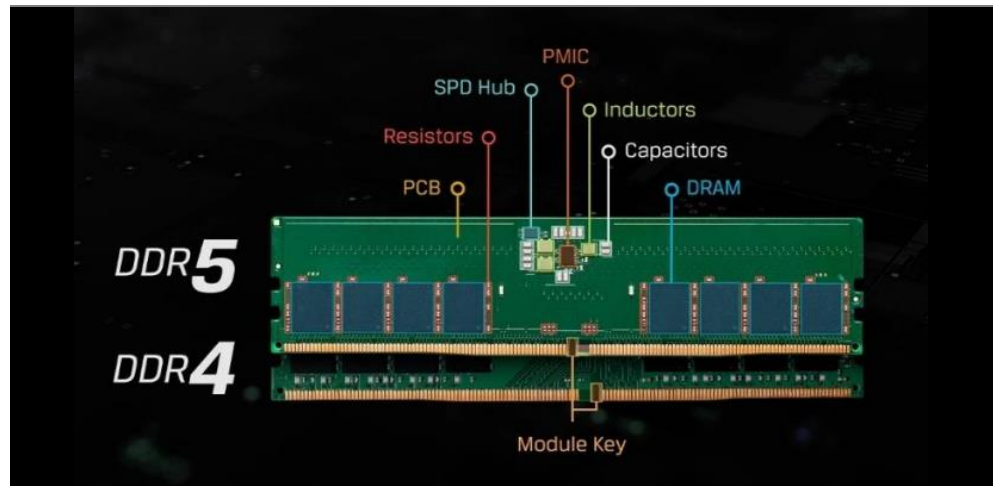
대표적인 생성형 AI로는 'ChatGPT'가 있다. 2022년 11월 Open AI가 공개한 이후 출시 2개월만에 이용자수는 1억명을 넘어섰으며 2023년 3월 14일 업데이트 버전인 GPT 4.0의 경우 텍스트, 이미지, 음성, 영상, 3D 등 다양한 형태의 데이터를 인식하여 추론할 수 있는 멀티 모달(Multi Modal) 방식으로 고도화되었다. 폭발적인 이용자수 증가세로 빠르게 확산되고 있으며 2023년 10월 GPT 5.0 출시가 예정되어 있다.

반면 2021년에 DDR5가 출시된 이후 2023년 상반기까지 의미 있는 서버용 수요가 발생하지 않았던 이유는 Intel의 DDR5를 지원하는 Server CPU 모델 Sapphire Rapids가 2Q22 중 출시될 것으로 예정되었으나 지연되며 2023년 1월에 출시되었기 때문이다. Intel은 Sapphire Rapids 런칭 이후 연내 차기작인 EMerald Rapids도 공개할 것으

로 발표했으며 AMD는 Genoa에 이어 올해 상반기 Cloud향 Bergamo와 업그레이드된 Genoa-x, 하반기에는 Telco/Edge향 Sienna를 출시할 예정이다.

시장조사업체 옴디아에 따르면 DRAM 시장의 DDR5 침투율은 2022년 3% → 2023년 12% → 2024년 27% → 2025년 42%까지 상승할 것으로 기대되며 Server DRAM 내 DDR5가 차지하는 비중은 1Q23 1% 수준에서 3Q23 10% 중반 이상 4Q23에는 20%를 넘어설 것으로 전망되며 올해 하반기 DDR4에서 DDR5로의 전환이 가속화될 것으로 예상된다. 2023년 하반기 DDR5 지원 Server CPU가 양산과 데이터센터 업체들의 투자 재개로 관련 업체들의 수혜가 가시화될 것으로 전망되고 있다.

DDR5 메모리 모듈 구조



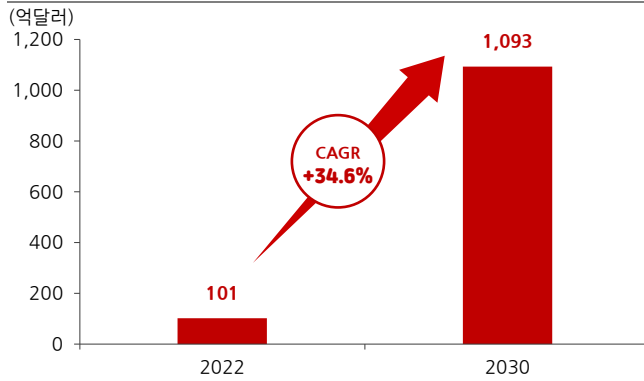
자료: Kingston Tech, 한국IR협의회 기업리서치센터

DDR 세대별 특징 및 출시 시기

	DDR	DDR2	DDR3	DDR4	DDR5
출시 연도	2001	2004	2008	2013	2020
Intel 호환 CPU 출시 연도			2009년	2015년	2023년
지원용량	64MB~1GB	128MB~2GB	512MB~4GB	4GB~16GB	8GB~64GB
전송속도(Mbps)	266~400	400~800	800~1,600	1,600~3,200	3,200~6,400
전압(V)	2.5	1.8	1.5	1.2	1.1
버스클럭(Mhz)	133~200	266~400	533~800	1,066~1,600	2,133~3,200

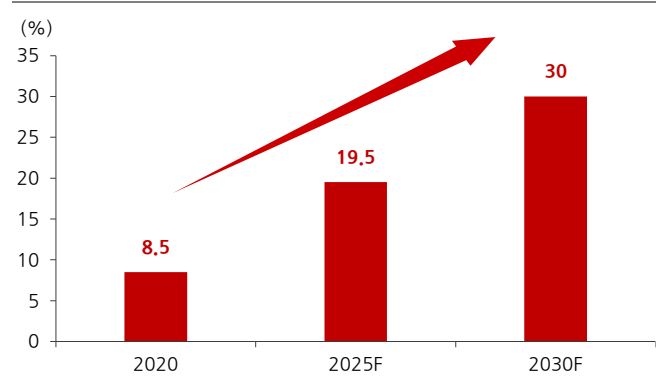
자료: SK하이닉스, 산업자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 생성형 AI 시장 규모 전망



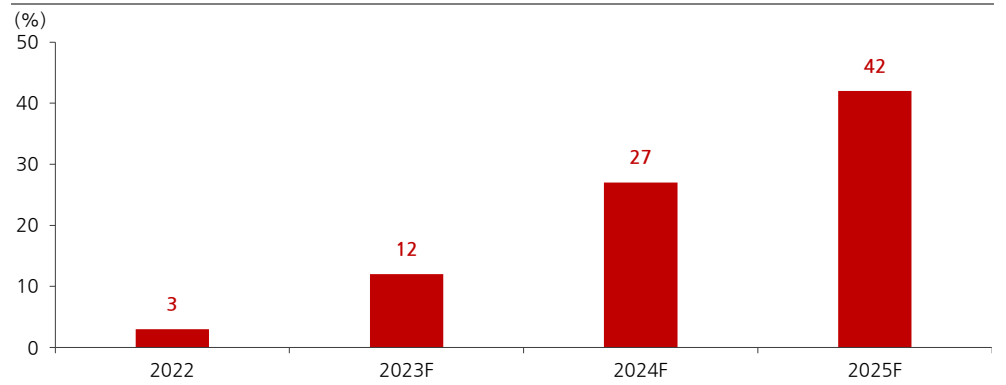
자료: 그랜드뷰리서치, 한국IR협의회 기업리서치센터

시스템반도체 중 AI 반도체 비중



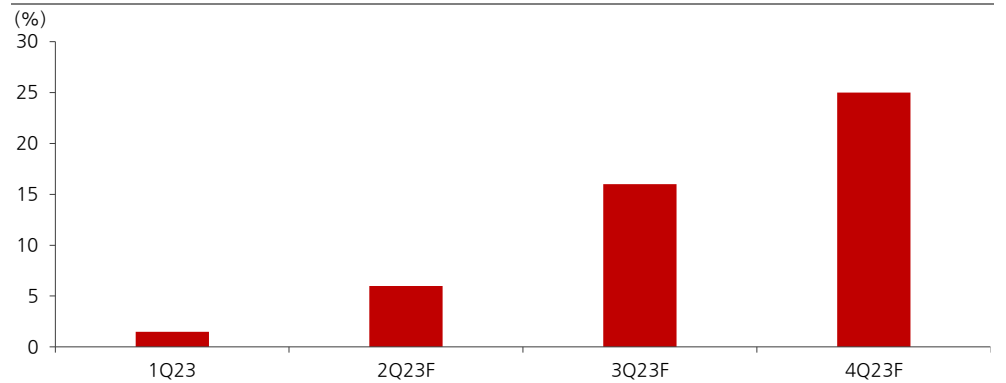
자료: 가트너, 한국IR협의회 기업리서치센터

DRAM 시장 내 DDR5 침투율 전망



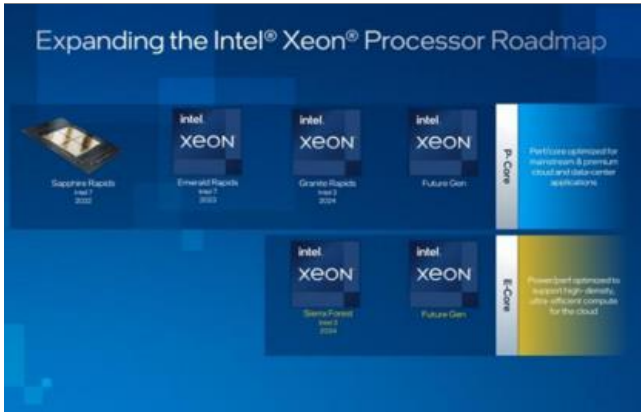
자료: 옴디아, 산업자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

Server DRAM 내 DDR5 비중 전망



자료: 옴디아, 산업자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년까지 Intel Server CPU 로드맵



자료: Intel, 한국IR협회의 기업리서치센터

2024년까지 AMD Server CPU 로드맵



자료: AMD, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자포인트

서버용 제품 중심의 매출 구성으로 ASP 상승 경험

하이엔드 R-DIMM, E1.S 중심의 제품 포트폴리오 보유

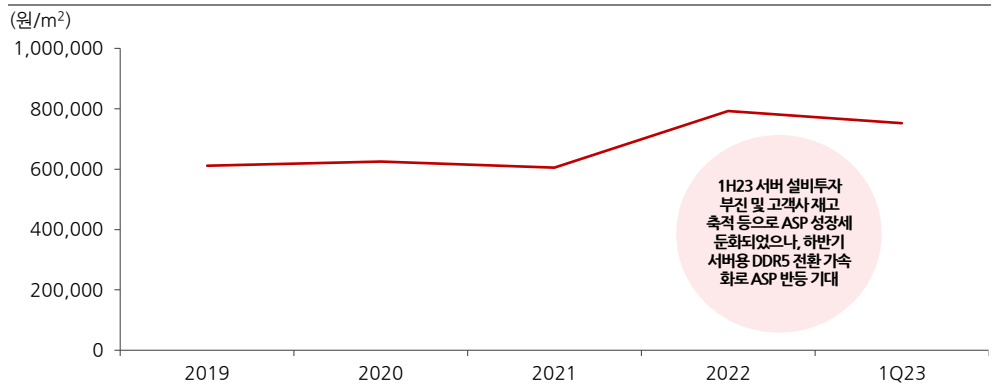
현재 티엘비가 공급하는 DRAM 기판은 U-DIMM, SO-DIMM, R-DIMM으로 구성된다. 주로 U-DIMM은 데스크탑 PC, SO-DIMM은 노트북, R-DIMM은 서버에 적용되며 이 중 티엘비는 R-DIMM을 주력으로 생산하고 있다. 일반적인 DRAM 기판의 경우 BEP 수준인 반면 서버에 적용되는 R-DIMM은 평균 10% 초중반 내외의 영업이익률을 보유하고 있다. 나아가 동사는 R-DIMM 제품군에서도 레이저드릴빌드업 특수 공법이 적용된 고성능 제품도 생산하고 있으며 해당 제품의 영업이익률은 고마진 제품군인 R-DIMM 내에서도 독보적인 수익성을 시현하는 것으로 판단된다.

SSD 기판의 경우 2.5인치(데스크탑), Gumstick/M.2(노트북), E1.S(서버용)으로 구성된다. 일반적인 낸드 모듈 마진율은 Low single 수준인 반면 서버용 고부가 제품 마진율은 두 자리 수로 작년 사상 최대 이익률 시현을 견인한 하이엔드 제품이다. 2022년 SS

D 기판 매출액 비중은 49%을 차지하고 있으며 이 중 서버용 E1.S가 과반 이상을 차지한 것으로 추정한다.

티엘비는 하이엔드 제품인 R-DIMM과 E1.S 영향으로 동사의 인쇄회로기판 ASP는 2021년 604,869원 → 2022년 792,973원 → 1Q23 752,817원을 기록했으며 2023년에는 하반기 서버용 DDR5향 매출 확대가 더해지며 ASP 상승세가 지속될 전망이다.

인쇄회로기판 ASP 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

DDR5 내 서버용 매출 비중 2022Y 25% → 2023F 80%

2023년 서버용 DDR5 전환 본격화로 전체 매출액 대비 DDR5 비중은 27% 전망

서버용 DDR5 모듈 공급 증가는 생성형AI 상용화에 따른 서버 증설에 기인한다. 생성형AI의 경우 사용자의 요구에 맞춰 콘텐츠를 새롭게 만들고 제공하는 역할을 수행해 기존 인공지능 대비 막대한 언어 모델과 데이터 처리가 필수적이다. 생성형AI 개발 단계에서 연산 처리에 필요한 GPU, CPU 수요가 선제적으로 급증했다. 이후 생성형 AI 대중화에 따라 데이터를 처리하는 DRAM과 SSD 수요가 후행적으로 증가하며 관련 기판을 공급하는 동사의 수혜가 가능할 전망이다.

올해 DDR5 매출액 대비 이익 기여도 높은 서버용 비중은 80% 추정. 서버용 DDR4 대비 DDR5 기판 공급 가격은 +20% 수준 인상 기대

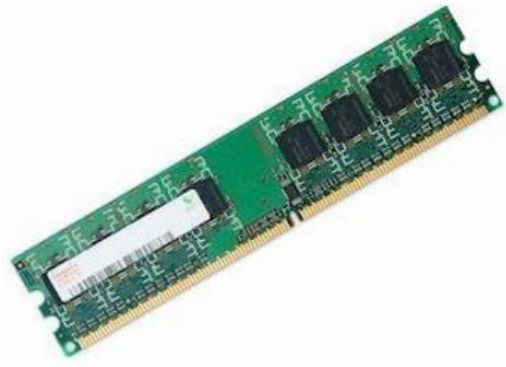
2023년 1월 인텔이 출시한 차세대 서버용 CPU 'Sapphire rapids'와 2022년 11월 출시한 AMD의 4세대 에픽 프로세서는 DDR5만 지원 가능하다. 동사의 핵심 고객사인 SK하이닉스는 연초 인텔의 차세대 CPU향 10나노급 4세대DDR5 서버용 DRAM 인증을 발표했다. 인텔의 'Sapphire rapids' 출시를 필두로 차세대 서버용 CPU 양산 본격화와 생성형AI 대중화로 서버용 DRAM 시장의 DDR4에서 DDR5로 전환이 가속화될 전망이다.

티엘비의 전체 매출액 대비 DDR5 비중은 2021년 4.3% → 2022년 13%으로 상승했으며 2023년에는 전체 매출액의 27%를 차지할 전망이다. 2022년 DDR5 매출액 대부분이 이익 기여도가 낮은 PC용 제품에서 발생했으나 2023년 1분기의 경우 DDR5 매출 구성은 서버용 75% 및 PC용 25%인 것으로 판단된다. 2023년 하반기 서버용 DDR5 공급 확대를 중심으로 올해 분기별 DDR5 매출액 비중은 1Q23 23% → 2Q23F 26% → 3Q23F 28% → 4Q23F 30%를 예상한다.

연간 기준 DDR5 매출액 추이는 2021Y 77억원(MS 4.3%) → 2022Y 288억원(MS 13%) → 2023F 490억원(MS 27%)을 추정하며 이중 서버용 DDR5 매출액은 2022년 70억원 내외 수준에서 2023년 392억원으로 전체 DDR5 매출액의 80%가량 차지할 전망이다.

2023년 하반기 서버용 DDR5 매출 성장세가 더해지며 상반기 대비 하반기 매출 증가와 더불어 ASP 상승으로 이익률 개선이 가능할 전망이다. DDR5 DRAM 모듈은 PMIC, RCD, 온도센서, 데이터버퍼IC 등 반도체들이 추가로 탑재되며 DRAM 모듈 설계 구조 변경 및 스펙 상향이 이루어졌다. DDR5 서버용 기판 공급 가격은 기존 DDR4 서버용 제품 대비 20% 내외의 상승이 가능한 것으로 판단된다. 한편 향후 DDR5에서도 레이저빔드럼 공법 제품 양산이 이뤄진다면 추가적인 단가 상승과 함께 이익률 개선이 가능한 점도 긍정적이다.

DDR4 메모리 모듈



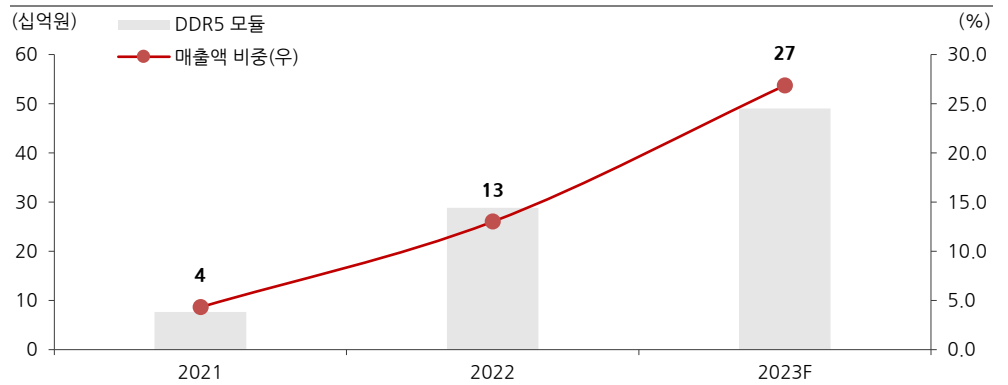
자료: SK하이닉스, 한국IR협의회 기업리서치센터

DDR5메모리 모듈



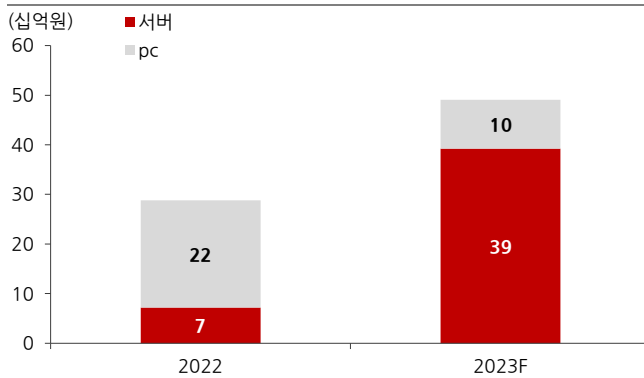
자료: SK하이닉스, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 DDR5 매출액 및 전체 매출액 대비 비중 추이



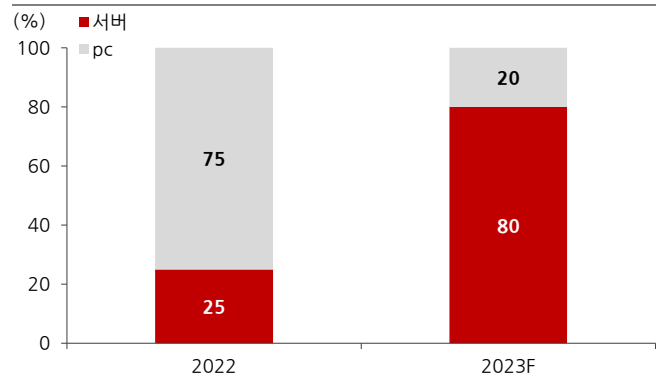
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

DDR5 PC, 서버용 제품 매출액 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

DDR5 제품별 매출 구성



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

후공정 PCB로 사업 영역 확대 중

티엘비는 사업영역 확대를 위해 기존 메모리 반도체용이 아닌 반도체 후공정 검사 장비에 적용되는 PCB 시장에 진출했다. 신제품 영업이익률은 두 자릿수 이상으로 하이엔드 메모리 반도체용 PCB 제품보다 이익 기여도가 높은 것으로 판단된다. 후공정 테스트 장비용 PCB 매출액은 2021년 3분기부터 발생하고 있으며 일차 고객사로 티에스이, 타이거일렉, 메리테크 등을 확보하고 있다. 한편 2022년 10월말 동사는 프로브카드용 PCB 개발에 성공했다. 아직 관련 실적은 발행하고 있지 않으나 PCB 산업에서 현재 가장 부가가치가 높은 제품인 만큼 향후 동사의 신규 성장 동력으로 기대되고 있다.


실적 추이 및 전망
2022년 사상 최대 실적 달성**2022년 OPM 17.4% 시현**

2022년 연간 매출액은 2,215억원(+24.4% YoY), 영업이익은 385억원(+187.5% YoY)을 기록했다. 주요 제품별 매출액은 SSD 1,086억원(+38.5% YoY), R-DIMM 687억원(-1.1% YoY), DDR5 288억원(+276.1% YoY), 메모리 및 기타 155억원(-27.4% YoY)을 기록했다. 서버용 SSD 수요 증가와 메모리 모듈에서 DDR5 매출 확대가 외형 성장을 이끌며 2022년 최대 실적을 달성했다.

2022년 연간 영업이익률은 17.4%로 전년 대비 +9.8%p 개선되며 독보적인 수익성 개선세를 시현했다. 이익률 증가는 1) 사상 최대 매출액 달성에 따른 고정비 효율화, 2) 하이엔드 제품 중심의 매출 성장으로 제품 Mix 개선, 3) 긍정적인 환율효과에 기인한다.

1분기 실적 저점 이후 QoQ 매출액, 수익성 동반 회복 기대**2023년 상저하고 실적 전망****2023F 매출액**

1,826(-17.6% YoY),

영업이익

123억원(-68.0% YoY)

2023년 1분기 매출액은 415억원(-20.0% YoY), 영업이익 15억원(-83.0% YoY)을 기록했다. 전방산업 PC 수요 및 서버 투자 부진과 메모리 업체의 감산, 재고조정 영향으로 DRAM 및 SSD 모듈 매출이 감소하며 실적 부진이 불가피했다. 외형 축소에 따른 고정비 부담 가중으로 1Q23 영업이익률은 3.7%로 축소되었다.

동사의 연간 실적은 1분기 최저점을 기준으로 2분기 제한적 반등 이후 하반기 서버용 DDR5 제품 매출 성장세가 본격화되며 상저하고의 실적 흐름을 기록할 전망이다. 2Q23 매출액은 430억원(-26.3% YoY), 영업이익은 19억원(-81.3% YoY)을 추정한다. 주요 제품별 매출액은 SSD 220억원(-28.8% YoY), R-DIMM 75억원(-57.1% YoY), DDR5 110억원(+107.5% YoY), 메모리 및 기타 25억원(-46.1% YoY)을 예상한다.

2023년의 경우 전년 기저 부담과 상반기 지속된 메모리업체들의 재고조정 영향으로 YoY 실적 감소는 불가피할 전망이다. 2023년 연간 매출액은 전년 대비 -17.6% 감소한 1,826억원, 영업이익은 전년 대비 -68.0% 감소한 123억원을 예상한다.

2023년 연간 제품별 매출액은 SSD 902억원(-17.0% YoY), R-DIMM 320억원(-53.4% YoY), DDR5 490억원(+70.3% YoY), 메모리 및 기타 114억원(-26.5% YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 연간 DDR5 매출액 비중은 2021년 4% → 2022년 13% → 2023F 27%의 상승세를 기록할 것으로 판단한다.

올해 하반기 ASP 높은 서버용 DDR5 제품 매출액이 더해져 DDR5 매출액 비중은 1Q23 23% → 2Q23F 26% → 3Q23F 28% → 4Q23F 30%로 상승할 것으로 기대하며 제품 Mix 개선으로 QoQ 영업이익률 회복세가 가능할 전망이다.

연간 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023F
매출액	184.1	178.1	221.5	182.6
SSD	79.3	78.4	108.6	90.2
R-DIMM	83.0	69.5	68.7	32.0
메모리&etc	21.8	21.4	15.5	11.4
DDR5	0.0	7.7	28.8	49.0
영업이익	15.2	13.4	38.5	12.3
영업이익률	8.2	7.5	17.4	6.7
당기순이익	11.8	12.4	30.6	12.2
당기순이익률	6.4	7.0	13.8	6.7
YoY				
매출액	23.5	-3.3	24.4	-17.6
SSD	-	-1.2	38.5	-17.0
R-DIMM	-	-16.3	-1.1	-53.4
메모리&etc	-	-1.8	-27.4	-26.5
DDR5	-	-	276.1	70.3
영업이익	36.7	-11.7	187.5	-68.0
당기순이익	24.8	5.0	146.2	-60.0

자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

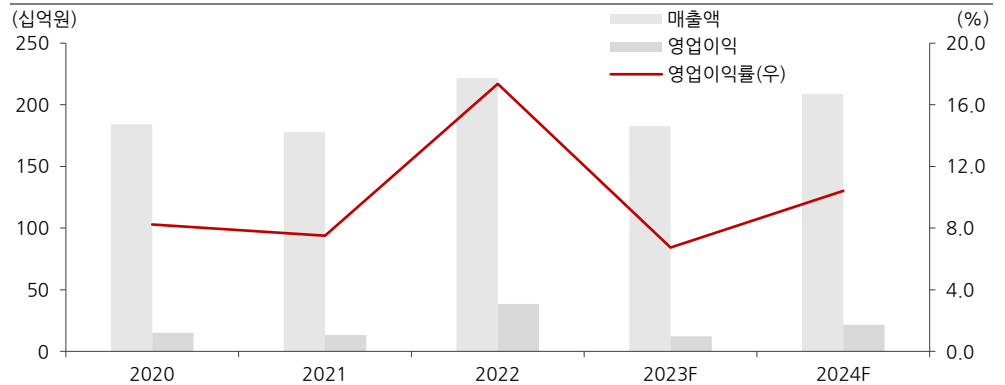
분기 실적 테이블

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F
매출액	51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	43.0	47.5	50.6
SSD	21.8	30.9	30.2	25.7	21.2	22.0	23.0	24.0
R-DIMM	17.1	17.5	16.1	18.0	7.9	7.5	8.0	8.6
메모리&etc	4.4	4.6	3.7	2.7	2.9	2.5	3.0	3.0
DDR5	8.6	5.3	6.8	8.2	9.5	11.0	13.5	15.0
영업이익	9.1	10.0	12.0	7.4	1.5	1.9	4.1	4.8
영업이익률	17.5	17.2	21.1	13.6	3.7	4.4	8.7	9.5
당기순이익	7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	2.0	3.9	4.5
당기순이익률	14.9	14.4	19.8	5.7	4.4	4.7	8.1	8.9
YoY								
매출액	22.2	44.3	28.2	7.1	-20.0	-26.3	-16.3	-7.3
SSD					-2.8	-28.8	-23.9	-6.5
R-DIMM					-53.9	-57.1	-50.2	-52.3
메모리&etc					-34.1	-46.1	-19.7	9.9
DDR5					11.6	107.5	99.7	83.1
영업이익	413.7	267.0	151.4	79.7	-83.0	-81.3	-65.7	-35.3
당기순이익	96.3	-3.4	37.6	-71.1	-22.6	6.0	72.7	9.4

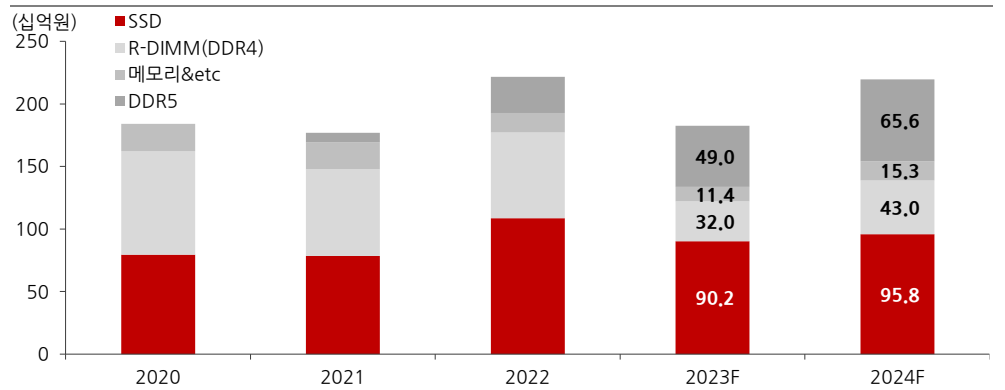
자료: 티엘비, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



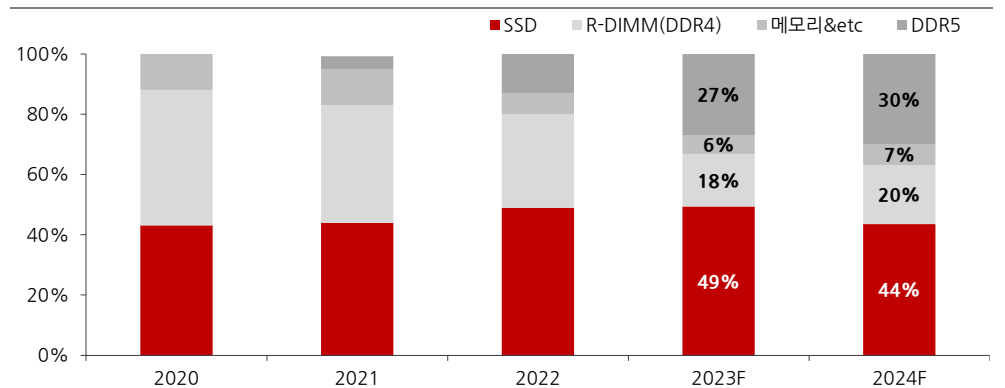
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 제품별 매출액 추이 및 전망



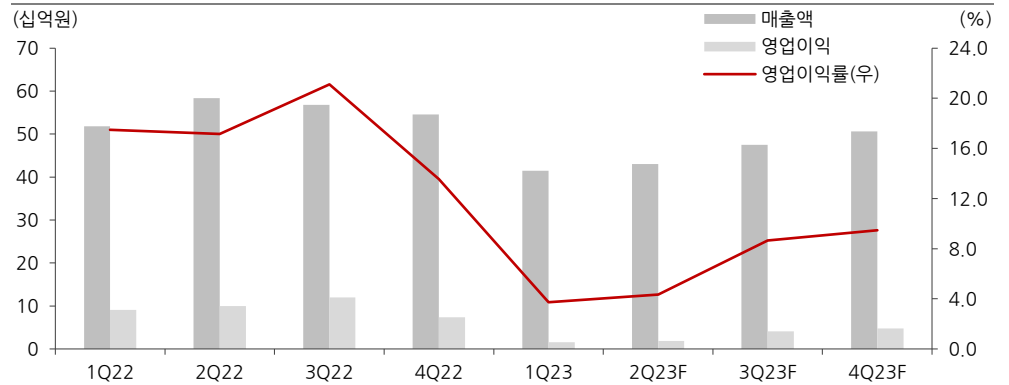
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 제품별 매출액 비중 추이



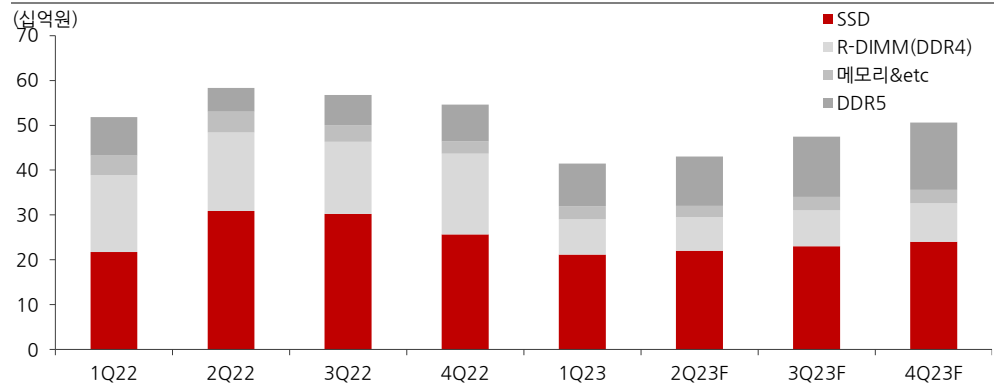
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 실적 추이 및 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 분기별 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

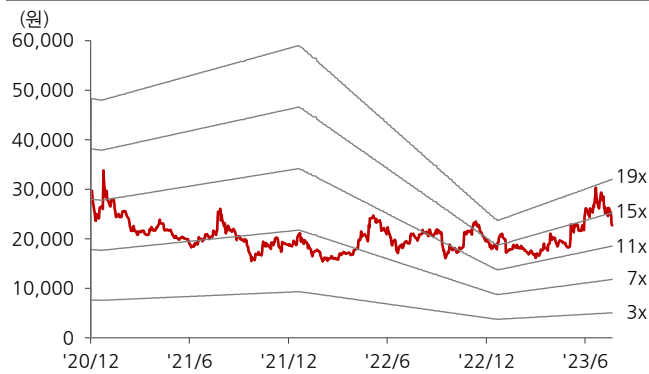
2023F PER 17.9배, 2024F PER 11.2배

**2024년 밸류에이션 부담
축소되며 중장기적인 기업가치
상승세 기대**

티엘비의 현재 주가는 2023F PER 17.9배, 2024F PER 11.2배에서 거래되고 있다. 국내 PCB 업체들은 1분기 실적 저점 확인 이후 하반기 반도체 제조사의 출하량 회복으로 기관 업체들의 수주 증가 및 가동률 상승이 기대되며 티엘비를 포함한 심텍, 대덕전자, 이수페타시스 등 PCB 업체들의 주가 상승세가 지속되고 있다.

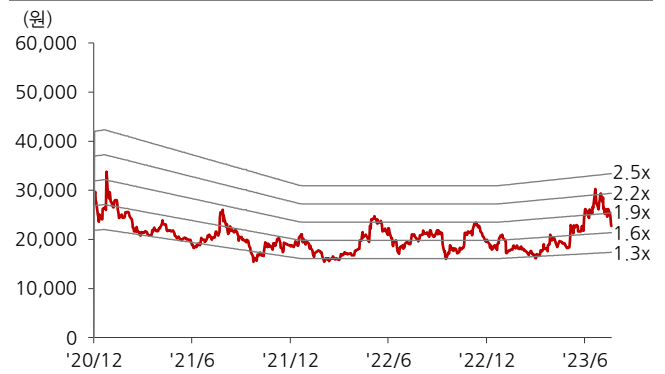
티엘비의 경우 DDR5 기대감으로 2023년 연초 이후 현재까지 주가 상승률 +28%를 달성했으며 올해 1분기에 이어 2분기에도 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록할 것으로 예상되는 만큼 단기적으로 밸류에이션을 바탕으로 한 주가 반등을 기대하기에는 부담스럽다. 다만 다가오는 2024년 서버용 DDR5 전환에 따른 수혜가 동사의 실적 성장으로 반영되며 밸류에이션 부담을 축소할 것으로 전망된다. 또한 향후 DDR5 모듈 기판에서 하이엔드 제품 양산에 따른 추가 수혜 가능성도 높은 만큼 중장기적으로 기업가치 우상향이 가능할 것으로 기대한다.

12MF PER Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

12MF PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Level

2020Y			2021Y			2022Y			2023F
Low	Avg	High	Low	Avg	High	Low	Avg	High	2023.08.04 주가 기준
15.7	18.0	26.2	12.1	16.8	28.5	4.8	6.3	8.0	17.9

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

기판 업체 밸류에이션 비교

(단위: 원, 십억원, %, 배)

		티엘비	대덕전자	심택	코리아써킷	비에이치	인터플렉스	이수페타시스
주가(원)		22,300	32,600	34,400	17,490	24,250	10,710	33,050
시가총액		219	1,611	1,096	413	836	250	2,090
매출액	2022	222	1,316	1,697	1,597	1,681	443	643
	2023F	183	998	1,085	1,448	1,665	482	694
	2024F	209	1,255	1,369	1,626	1,844	550	843
영업이익	2022	38	233	352	99	131	26	47
	2023F	12	79	-20	7	122	18	117
	2024F	22	155	150	87	148	37	137
순이익	2022	31	184	246	69	144	15	102
	2023F	12	69	-21	5	124	16	77
	2024F	20	128	115	59	139	37	103
매출액증가율(%)	2022	24.4	31.5	24.3	12.1	62.1	-1.0	36.9
	2023F	-17.6	-24.2	-36.1	-9.3	-0.9	8.9	7.9
	2024F	14.5	25.7	26.2	12.3	10.7	14.0	21.5
영업이익증가율(%)	2022	187.5	220.9	102.1	16.6	84.7	715.5	148.8
	2023F	-68.0	-66.1	적전	-92.9	-7.0	-31.5	-12.9
	2024F	76.7	96.8	흑전	1136.2	21.5	105.0	34.4
순이익증가율(%)	2022	146.2	191.8	108.0	18.8	72.1	6,505.9	2,943.5
	2023F	-60.0	-63.6	적전	-91.1	-15.3	3.9	-25.4
	2024F	60.7	90.3	흑전	861.4	12.0	136.2	34.0
OPM(%)	2022	17.4	17.7	20.8	6.2	7.8	5.9	7.3
	2023F	6.7	7.9	-1.8	0.5	7.3	3.7	16.8
	2024F	10.4	12.4	11.0	5.4	8.0	6.7	16.2
NPM(%)	2022	13.8	14.0	14.5	4.3	8.6	3.5	15.9
	2023F	6.7	6.9	-2.0	0.3	7.4	3.3	11.0
	2024F	9.4	10.2	8.4	3.6	7.5	6.8	12.2
PER(배)	2022	6.0	5.3	3.4	4.8	5.3	13.9	3.5
	2023F	17.9	23.9	N/A	96.0	6.5	15.6	26.1
	2024F	11.2	12.9	9.9	8.1	5.8	6.6	19.5
PBR(배)	2022	1.6	1.1	1.4	0.7	1.3	1.1	1.6
	2023F	1.8	1.8	2.0	1.0	1.1	1.1	6.8
	2024F	1.6	1.6	1.7	0.9	0.9	1.0	5.2
EV/EBITDA(배)	2022	4.0	2.3	1.7	2.4	3.9	5.6	4.0
	2023F	11.9	7.0	18.3	N/A	N/A	N/A	N/A
	2024F	7.8	4.8	4.4	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE(%)	2022	31.3	23.9	49.5	12.2	28.5	8.1	58.9
	2023F	10.5	7.7	-3.6	1.0	18.7	7.7	29.6
	2024F	15.1	13.4	18.4	9.1	17.6	16.0	30.1
EPS(원,달러)	2022	3,108	3,570	7,726	3,133	4,111	656	1,620
	2023F	1,244	1,301	-673	280	3,456	682	1,210
	2024F	1,999	2,477	3,612	2,687	3,871	1,610	1,621
BPS(원,달러)	2022	11,424	16,598	19,236	27,462	18,236	8,480	3,515
	2023F	12,370	17,434	18,104	27,951	21,888	9,266	4,656
	2024F	14,071	19,493	21,206	30,911	26,008	10,918	6,119

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 티엘비는 자체 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스 기준



리스크 요인

전방 업체들의 재고 운영 정책 및 IT 수요 부진이 연말까지 지속될 경우 동사의 QoQ 실적 회복 강도는 완화될 수 있다. 한편 동사는 매출액 90% 이상 수출 실적으로 환율 영향이 불가피하다. 2022년 제품 Mix 개선과 함께 달러 강세에 따른 긍정적인 환율 효과가 더해지며 사상 최대 수익성을 시현할 수 있었다. 현재 달러화는 글로벌 경기반등 및 금리인상 마무리 등으로 향후 약세가 전망되고 있어 기저부담이 가중될 것으로 판단한다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,841	1,781	2,215	1,826	2,090
증가율(%)	23.5	-3.3	24.4	-17.6	14.5
매출원가	1,602	1,550	1,746	1,609	1,772
매출원가율(%)	87.0	87.0	78.8	88.1	84.8
매출총이익	239	231	469	216	318
매출이익률(%)	13.0	13.0	21.2	11.9	15.2
판매관리비	87	97	85	93	100
판매비율(%)	4.7	5.4	3.8	5.1	4.8
EBITDA	188	174	437	181	275
EBITDA 이익률(%)	10.2	9.8	19.7	9.9	13.2
증가율(%)	32.8	-7.1	151.1	-58.6	52.0
영업이익	152	134	385	123	218
영업이익률(%)	8.2	7.5	17.4	6.7	10.4
증가율(%)	36.7	-11.7	187.5	-68.0	76.7
영업외손익	-9	15	-2	27	22
금융수익	0	3	5	13	15
금융비용	5	3	9	9	10
기타영업외손익	-4	16	2	22	17
중속/관계기업관련손익	0	0	-0	-0	0
세전계속사업이익	143	149	382	150	240
증가율(%)	32.9	4.1	156.9	-60.8	60.1
법인세비용	25	25	77	27	43
계속사업이익	118	124	305	122	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	124	305	122	197
당기순이익률(%)	6.4	7.0	13.8	6.7	9.4
증가율(%)	24.8	5.0	146.2	-60.0	60.7
지배주주지분 순이익	118	124	306	122	197

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	167	-5	354	258	224
당기순이익	118	124	305	122	197
유형자산 상각비	35	39	52	55	55
무형자산 상각비	1	1	1	3	2
외환손익	5	0	4	0	0
운전자본의감소(증가)	-13	-161	-64	74	-33
기타	21	-8	56	4	3
투자활동으로인한현금흐름	-266	-83	-233	-131	-75
투자자산의 감소(증가)	0	0	-20	2	-5
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-57	-279	-189	-170	-70
기타	-209	195	-24	37	0
재무활동으로인한현금흐름	282	26	40	-35	-44
차입금의 증가(감소)	-48	29	56	-6	-15
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	337	0	0	0	0
배당금	-3	0	-12	-29	-29
기타	-4	-3	-4	0	0
기타현금흐름	-4	7	5	0	1
현금의증가(감소)	180	-56	167	92	107
기초현금	21	201	145	312	403
기말현금	201	145	312	403	510

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	664	544	783	726	900
현금성자산	201	145	312	400	510
단기투자자산	201	15	52	0	0
매출채권	65	130	191	130	149
재고자산	184	232	206	177	220
기타유동자산	12	23	22	18	21
비유동자산	472	705	866	989	1,004
유형자산	410	652	734	849	864
무형자산	7	6	5	17	15
투자자산	18	2	24	20	23
기타비유동자산	37	45	103	103	102
자산총계	1,136	1,250	1,649	1,715	1,904
유동부채	264	280	287	277	309
단기차입금	12	0	0	10	10
매입채무	162	135	112	101	123
기타유동부채	90	145	175	166	176
비유동부채	162	137	240	224	209
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	156	130	236	221	206
기타비유동부채	6	7	4	3	3
부채총계	426	418	526	501	518
지배주주지분	710	832	1,123	1,216	1,384
자본금	25	25	49	49	49
자본잉여금	332	332	307	307	307
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-0	1	1	1
이익잉여금	354	476	766	859	1,026
자본총계	710	832	1,123	1,216	1,383

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	18.0	16.1	6.0	17.9	11.2
P/B(배)	3.6	2.4	1.6	1.8	1.6
P/S(배)	1.2	1.1	0.8	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	12.6	11.8	4.0	11.9	7.8
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.6	1.3	1.3
EPS(원)	1,455	1,262	3,108	1,244	1,999
BPS(원)	7,222	8,465	11,424	12,370	14,071
SPS(원)	22,673	18,113	22,532	18,569	21,256
DPS(원)	0	125	300	300	300
수익성(%)					
ROE	24.5	16.1	31.3	10.5	15.1
ROA	12.5	10.4	21.1	7.3	10.9
ROIC	30.2	17.7	35.1	10.9	18.3
안정성(%)					
유동비율	251.8	194.3	273.4	262.1	291.5
부채비율	60.0	50.2	46.8	41.2	37.5
순차입금비율	-31.1	6.0	-8.9	-3.4	-4.1
이자보상배율	30.2	40.9	42.0	12.2	22.4
활동성(%)					
총자산회전율	1.9	1.5	1.5	1.1	1.2
매출채권회전율	22.8	18.3	13.8	11.3	14.9
재고자산회전율	10.4	8.6	10.1	9.5	10.5

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.