

2023. 11. 14



▲ 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	30,000 원
현재주가 (11.13)	22,900 원
상승여력	31.0%
KOSDAQ	774.42pt
시가총액	2,252억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	68.41%
외국인비중	0.94%
52주 최고/최저가	30,300원/16,130원
평균거래대금	45.4억원
주요주주(%)	
백성현 외 9 인	30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	25.5	6.6
상대주가	-4.4	33.3	0.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	178.1	13.4	12.4	1,262	-13.3	8,465	16.1	2.4	11.8	16.1	50.2
2022	221.6	38.5	30.6	3,108	146.2	11,424	6.0	1.6	4.0	31.3	46.8
2023E	171.1	4.2	3.8	389	-87.5	11,515	58.9	2.0	17.8	3.4	39.1
2024E	217.7	23.2	20.9	2,120	444.9	13,336	10.8	1.7	6.3	17.1	38.0
2025E	242.2	29.2	25.7	2,610	23.1	15,648	8.8	1.5	4.5	18.0	34.3

# 티엘비 356860

## 약속의 4분기

- ✓ 3Q23 연결 영업적자 -12억원으로 당사 추정치(4억원)을 하회
- ✓ DDR5의 성장에도 고객사 감산 및 재고조정 영향으로 R-DIMM 및 SSD 매출 부진
- ✓ 4Q23 연결 매출액 479억원(+21.9% QoQ), 영업이익 24억원(흑전 QoQ)를 전망
- ✓ 가파른 수주 회복세가 나타나고 있으며 서버용 DDR5 및 SSD 제품 중심의 수주 확대를 통한 믹스 개선 효과 또한 기대
- ✓ 현재의 실적보다는 타 기판 업체 대비 메모리 위주 반등 Cycle에서 수혜 강도가 높고, DDR5 매출 비중이 높다는 점에 주목

### 3Q23 Review: 저점 형성

3Q23 연결 실적은 매출액 393억원(-7.3% QoQ, -30.8% YoY), 영업적자 -12억원(적전 QoQ, 적전 YoY)로 당사 추정치(4억원)을 하회했다. 고객사 감산 및 재고조정의 영향으로 R-DIMM(-33.8% QoQ) 및 SSD 매출(-11.6% QoQ)이 부진했다. 매출 부진에 따른 가동률 감소 및 고정비 부담 증가의 영향으로 영업손익이 적자 전환했다. 다만 DDR5 매출은 165억원(+8.2% QoQ, +142.3% YoY)을 기록, 전체 매출 내 비중이 42%까지 상승하였다.

### 4Q23 Preview: 반등의 시작

4Q23 매출액과 영업이익은 각각 479억원(+21.9% QoQ, -12.2% YoY), 24억원(흑전 QoQ, -68.2% YoY)을 전망한다. 8월 중순부터의 고객사 주문 확대로 3Q23말 기준 수주잔고는 159억원(+51.4% QoQ)을 기록하였다. 10월에도 주문 확대 기조가 이어지고 있으며, 가파른 수주 회복세를 통한 4Q23 매출 회복이 기대된다. 또한 서버용 DDR5 및 SSD 제품 중심의 수주 확대로 믹스 개선 효과가 동시에 작용, 가파른 수익성 개선 효과가 예상된다. 전체 매출 내 DDR5 비중도 48%까지 상승, 타 기판 업체 대비 높은 DDR5 매출 비중도 유지될 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 30,000원 유지

당사는 전방 메모리 업황의 가파른 회복을 통해 4Q23 ~ 1H24 메모리용 기판 위주의 출하량 반등을 전망한다. 동시에 메모리용 기판은 서버용 디램의 고성장 및 2Q24E ~ 3Q24E 내 시작될 서버용 DDR5 Cross-Over를 통한 Blended ASP의 동시 상승이 기대된다. 현재의 실적보다는 타 기판 업체 대비 메모리 위주 반등 Cycle에서 수혜 강도가 높고, DDR5 매출 비중이 높다는 점에 주목할 필요가 있다.

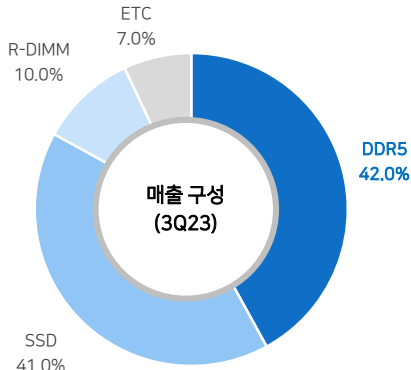
(십억원)	3Q23	3Q23	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	39.3	56.8	-30.8%	42.4	-7.3%	42.9	-8.3%	43.8	-10.2%
영업이익	-1.2	12.0	nm	1.5	nm	1.7	nm	0.4	nm
세전이익	-1.1	13.7	nm	1.5	nm	2.0	nm	0.2	nm
순이익	-1.0	11.3	nm	1.2	nm	1.8	nm	0.0	nm
영업이익률(%)	-2.9%	21.1%		3.6%		4.0%		0.9%	
순이익률(%)	-2.7%	19.8%		2.8%		4.2%		0.0%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,298
<b>매출액</b>	<b>51.8</b>	<b>58.3</b>	<b>56.8</b>	<b>54.6</b>	<b>41.5</b>	<b>42.4</b>	<b>39.3</b>	<b>47.9</b>	<b>221.5</b>	<b>171.1</b>	<b>217.7</b>
(% QoQ)	1.7%	12.6%	-2.7%	-3.8%	-24.0%	2.2%	-7.3%	21.9%			
(% YoY)	22.2%	44.3%	28.2%	7.1%	-20.0%	-27.3%	-30.8%	-12.2%	24.4%	-22.8%	27.2%
SSD	21.8	30.9	29.5	25.7	21.2	18.2	16.1	17.5	107.9	73.0	0.0
R-DIMM	17.1	17.5	15.9	18.0	7.9	5.9	3.9	4.1	68.5	21.8	0.0
ETC	4.7	4.7	4.5	2.7	2.9	3.0	2.8	3.4	16.6	12.0	0.0
DDR5	8.8	5.3	6.8	8.2	9.5	15.3	16.5	23.0	29.1	64.3	0.0
<b>영업이익</b>	<b>9.1</b>	<b>10.0</b>	<b>12.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>2.4</b>	<b>38.5</b>	<b>4.3</b>	<b>23.2</b>
(% QoQ)	119.9%	10.5%	19.7%	-38.2%	-79.2%	-2.1%	-176.6%	-303.7%			
(% YoY)	413.7%	267.0%	151.4%	79.7%	-83.0%	-84.9%	-109.7%	-68.2%	187.5%	-88.9%	445.3%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>17.5</b>	<b>17.2</b>	<b>21.1</b>	<b>13.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.6</b>	<b>-2.9</b>	<b>4.9</b>	<b>17.4</b>	<b>2.5</b>	<b>10.7</b>
세전이익	9.3	10.2	13.7	5.1	2.3	1.5	-1.1	2.0	38.2	4.7	25.0
지배주주순이익	7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	1.2	-1.0	1.8	30.6	3.8	20.8
지배주주순이익률(%)	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	2.8%	-2.7%	3.8%	13.8%	2.2%	9.6%

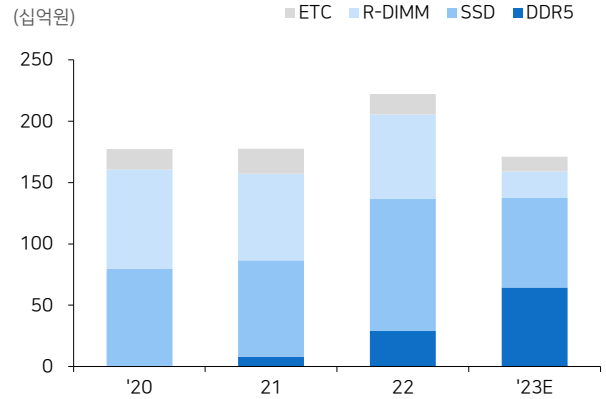
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 3Q23 기준 제품군별 매출 비중 추정



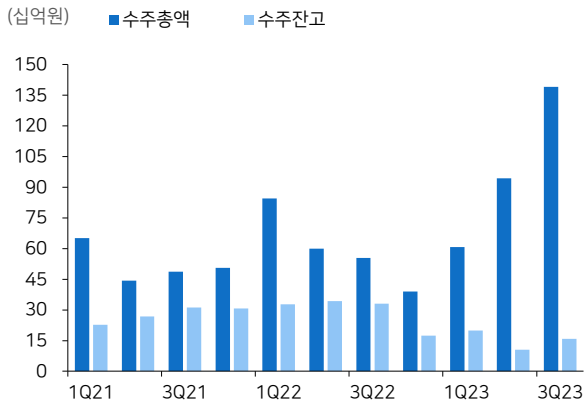
자료: 티엘비, 머릿증권 리서치센터

그림2 티엘비 연도별 실적 추이 및 전망



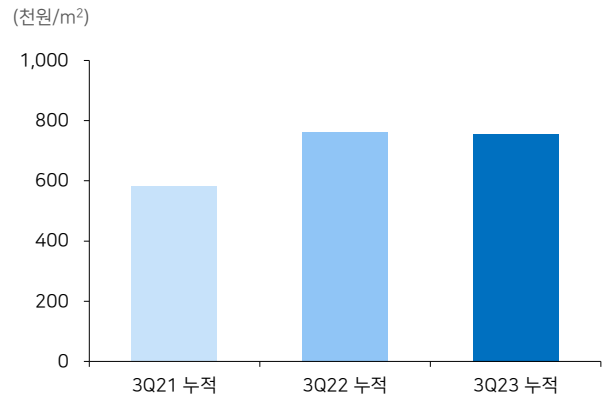
자료: 티엘비, 머릿증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주총액 및 수주잔고 추이



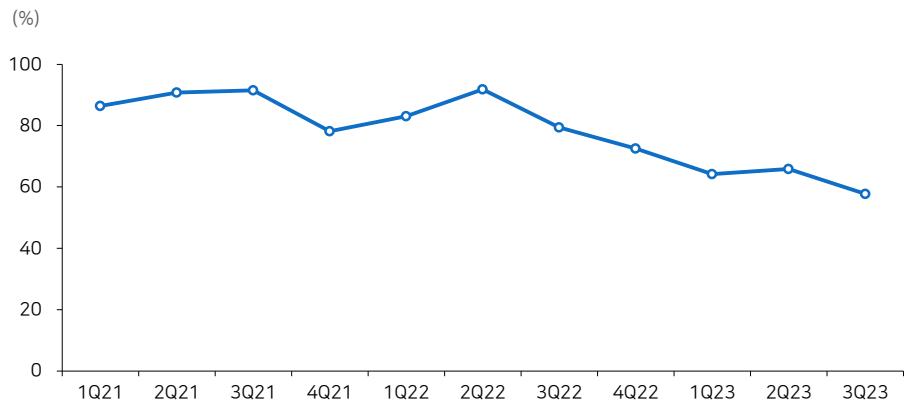
자료: Dart, 머릿증권 리서치센터

그림4 3분기 누적 기준 티엘비 ASP 비교



자료: Dart, 머릿증권 리서치센터

그림5 티엘비 가동률 추이



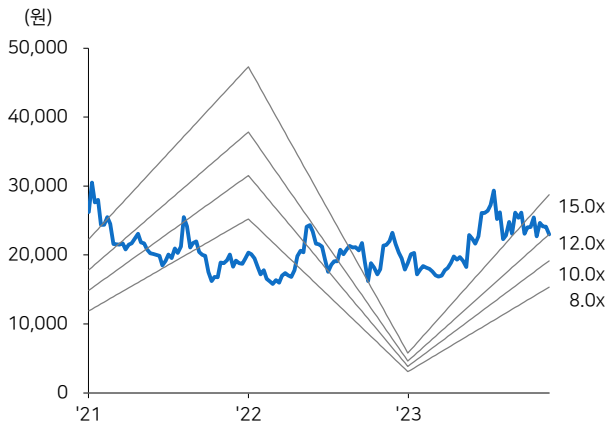
자료: 티엘비, 머릿증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
EPS	2,115	2024년 기준
적정배수 (배)	13.9	2022년 고점 멀티플 적용
적정가치	29,509	
<b>적정주가</b>	<b>30,000</b>	
현재주가	24,600	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>22.0%</b>	

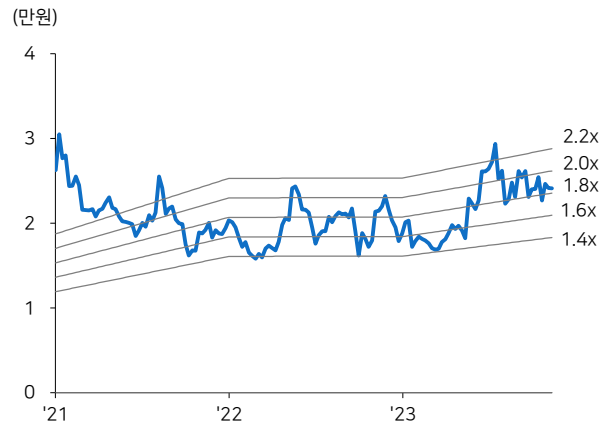
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 PER 추이



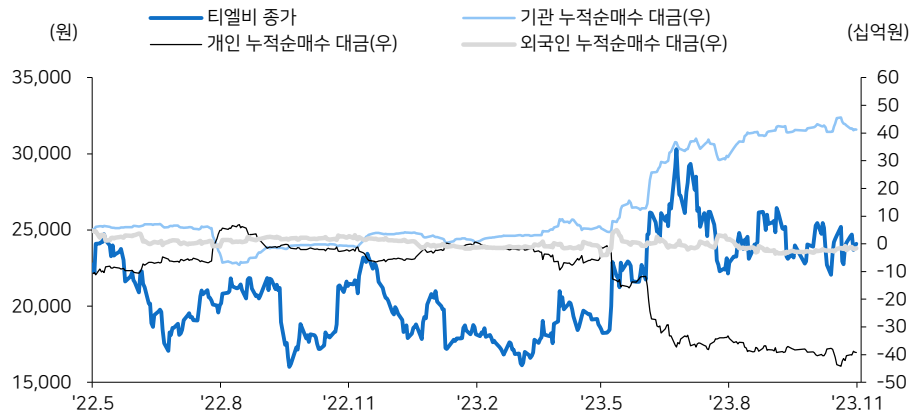
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 티엘비 (356860)

## Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>178.1</b>	<b>221.6</b>	<b>171.1</b>	<b>217.7</b>	<b>242.2</b>
매출액증가율(%)	-3.3	24.4	-22.8	27.2	11.2
매출원가	155.0	174.6	158.1	183.4	200.0
매출총이익	23.1	46.9	13.0	34.3	42.2
판매관리비	9.7	8.5	8.8	11.1	13.1
<b>영업이익</b>	<b>13.4</b>	<b>38.5</b>	<b>4.2</b>	<b>23.2</b>	<b>29.2</b>
영업이익률(%)	7.5	17.4	2.5	10.7	12.0
금융손익	-0.1	-0.4	-0.2	0.2	0.7
중속/관계기업손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	0.2	0.6	1.6	1.6
세전계속사업이익	14.9	38.2	4.7	25.0	31.4
법인세비용	2.5	7.7	0.8	4.2	5.7
<b>당기순이익</b>	<b>12.4</b>	<b>30.6</b>	<b>3.8</b>	<b>20.8</b>	<b>25.7</b>
지배주주지분 순이익	12.4	30.6	3.8	20.9	25.7

## Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>54.5</b>	<b>78.3</b>	<b>78.6</b>	<b>107.3</b>	<b>138.6</b>
현금및현금성자산	14.5	31.2	42.2	61.0	87.0
매출채권	13.0	19.1	14.8	18.8	20.9
재고자산	23.2	20.6	15.9	20.2	22.5
<b>비유동자산</b>	<b>70.6</b>	<b>86.6</b>	<b>78.8</b>	<b>73.6</b>	<b>68.1</b>
유형자산	65.2	73.4	66.3	60.6	54.9
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
투자자산	0.2	2.4	1.9	2.4	2.6
<b>자산총계</b>	<b>125.0</b>	<b>164.9</b>	<b>157.5</b>	<b>180.9</b>	<b>206.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>28.0</b>	<b>28.7</b>	<b>20.4</b>	<b>25.9</b>	<b>28.8</b>
매입채무	13.5	11.2	8.7	11.0	12.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	7.3	2.3	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>13.7</b>	<b>24.0</b>	<b>23.9</b>	<b>24.0</b>	<b>24.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.0	23.6	23.6	23.6	23.6
<b>부채총계</b>	<b>41.8</b>	<b>52.6</b>	<b>44.3</b>	<b>49.9</b>	<b>52.8</b>
자본금	2.5	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	47.6	76.6	77.5	95.4	118.1
비지배주주지분	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>자본총계</b>	<b>83.2</b>	<b>112.3</b>	<b>113.2</b>	<b>131.1</b>	<b>153.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-0.5</b>	<b>35.4</b>	<b>14.0</b>	<b>21.7</b>	<b>28.1</b>
당기순이익(손실)	12.4	30.6	3.8	20.8	25.7
유형자산상각비	3.9	5.2	7.1	5.7	5.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-16.1	-6.4	3.6	-3.3	-1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-8.3</b>	<b>-23.3</b>	<b>2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-27.9	-19.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.7	-2.5	0.6	-0.5	-0.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2.6</b>	<b>4.1</b>	<b>-5.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.9</b>
차입금의 증감	2.9	5.4	-2.4	0.1	0.0
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-5.6	16.7	11.1	18.8	25.9
기초현금	20.1	14.5	31.2	42.2	61.1
기말현금	14.5	31.2	42.2	61.1	87.0

## Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	18,113	22,532	17,402	22,140	24,629
EPS(지배주주)	1,262	3,108	389	2,120	2,610
CFPS	1,852	4,495	1,161	2,945	3,550
EBITDAPS	1,772	4,448	1,161	2,945	3,550
BPS	8,465	11,424	11,515	13,336	15,648
DPS	125	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.3	1.3	1.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	16.1	6.0	58.9	10.8	8.8
PCR	11.0	4.2	19.7	7.8	6.5
PSR	1.1	0.8	1.3	1.0	0.9
PBR	2.4	1.6	2.0	1.7	1.5
EBITDA(십억원)	17.4	43.7	11.4	29.0	34.9
EV/EBITDA	11.8	4.0	17.8	6.3	4.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	16.1	31.3	3.4	17.1	18.0
EBITDA 이익률	9.8	19.7	6.7	13.3	14.4
부채비율	50.2	46.8	39.1	38.0	34.3
금융비용부담률	0.2	0.4	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	40.9	42.0	4.3	24.9	31.2
매출채권회전율(x)	18.3	13.8	10.1	13.0	12.2
재고자산회전율(x)	8.6	10.1	9.4	12.1	11.3

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**티엘비 (356860) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

