



### Not Rated

주가(12/14): 19,950원

시가총액: 1,962억원



스몰캡 Analyst 오현진 ohj2956@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSDAQ (12/14)		729.00pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	24,725원	15,425원
등락률	-19.3%	29.3%
수익률	절대	상대
1M	-6.9%	-6.8%
6M	-10.3%	1.3%
1Y	6.0%	45.8%

#### Company Data

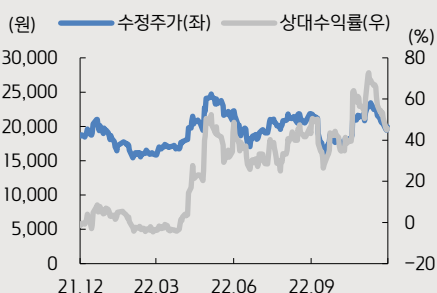
발행주식수	9,833 천주
일평균 거래량(3M)	78 천주
외국인 지분율	0.8%
배당수익률(22E)	1.3%
BPS(22E)	12,039원
주요 주주	백성현 외 10 인 37.2%

#### 투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	184.1	178.1	218.4	228.1
영업이익	15.2	13.4	39.4	43.2
EBITDA	18.8	17.4	44.1	47.1
세전이익	14.3	14.9	41.3	44.9
순이익	11.8	12.4	35.3	38.4
지배주주지분순이익	11.8	12.4	35.3	38.4
EPS(원)	1,455	1,262	3,595	3,905
증감률(%YoY)	NA	-13.3	184.8	8.6
PER(배)	18.0	16.1	5.4	5.0
PBR(배)	3.63	2.40	1.62	1.24
EV/EBITDA(배)	12.6	11.8	3.7	3.1
영업이익률(%)	8.3	7.5	18.0	18.9
ROE(%)	16.6	16.1	35.1	28.2
순차입금비율(%)	-31.4	6.0	-24.2	-29.9

자료: 키움증권

#### Price Trend



## 티엘비 (356860)

### 메모리 모듈 기판의 기술 경쟁력 주목



동사는 메모리 모듈 기판 전문 업체로, 3분기 기준 매출 비중은 SSDI 모듈 기판이 52%, DDR5 및 서버용 R-DIMM이 40%, 기타가 8%를 차지. 패키지 기판 사업 등을 같이 영위하는 경쟁 업체와 달리, 메모리 모듈 기판에 집중. 이에 선도적인 신규 제품 개발 등을 통해 시장 내 입지가 공고하며, 향후 차세대 제품을 통한 높은 수익성 추구가 가능할 것으로 판단

#### >>> 4Q22 영업이익 84억원 전망

메모리 모듈 기판 전문 업체인 동사는 22년 SSD 및 DIMM 제품군 등에서 고부가 제품 비중 확대와 시장 내 점유율 상승이 이뤄짐에 따라 3분기까지 누적 영업이익 311억원(YoY 235%)을 기록했다. 다만 4분기 실적은 매출액 514억원(YoY 1%, QoQ -9%), 영업이익 84억원(YoY 103%, QoQ -30%)을 전망하는데, 최근 고객사인 메모리 반도체 제조사들의 재고 조정 영향이 4분기부터 동사의 실적에 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

메모리 반도체 업체들의 D램 재고 조정은 23년 연초에도 이어질 것으로 예상된다. 이에 동사는 연초로 예정된 Intel의 Sapphire Rapids 출시 이후 DDR5를 지원하는 서버용 프로세서의 교체 수요를 기대한다. 3분기 기준 동사의 매출 비중은 SSD 모듈 기판이 52%, DDR5 및 서버용 R-DIMM이 40%, 기타가 8%를 차지한다.

#### >>> 23년은 DDR5 비중 확대 통한 성장

23년 전방 시장의 불확실성에도 동사 성장을 이끌 핵심은 DDR5용 기판 비중 확대이다. 22년 DDR5 매출 중 일부만이 서버용 테스트 물량으로 파악되며, 23년부터 본격적인 성장이 예상된다. DDR5 기판은 기존 대비 높은 단가 적용이 예상되며, 기능적으로도 전력 효율성을 증가시켜 고객 수요 확대가 가능하다. 또한, DDR5 기판이 개화됨에 따라 향후 고부가 모델 확대 등 제품 다변화도 예상된다.

최근 동사의 외형 성장 및 수익성 개선을 이끈 서버용 SSD 기판도 주목한다. SSD 모듈 기판 시장 내 공고한 입지가 유지되고 있으며, 선도적인 차세대 기판 공법 개발 등을 통해 지속 성장이 가능할 전망이다.

#### >>> 단기 실적 둔화 우려에도 동사의 기술 경쟁력을 주목

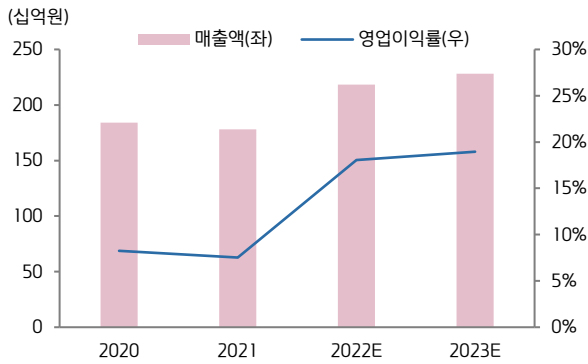
동사의 23년 영업이익은 432억원(YoY 10%)을 전망한다. 단기 실적 둔화에 대한 우려에도, 고도화되어 가는 기판 기술 변화 내 동사의 경쟁력을 주목한다. 경쟁업체들이 패키지기판 등 다른 사업을 확대함에 따라 메모리 기판 집중도가 높은 동사의 기술 경쟁력이 향후 더욱 돋보일 전망이다. 동사의 현재 주가는 23년 기준 PER 5배 수준이다.

티엘비 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	51.8	58.3	56.8	51.4	178.1	218.4	228.1
%YoY	22.2	44.3	28.2	0.9	-3.3	22.6	4.4
영업이익	9.1	10.0	12.0	8.4	13.4	39.4	43.2
%YoY	413.7	267.0	151.4	103.3	-12.0	194.7	9.6
영업이익률(%)	17.5	17.2	21.1	16.3	7.5	18.1	19.0

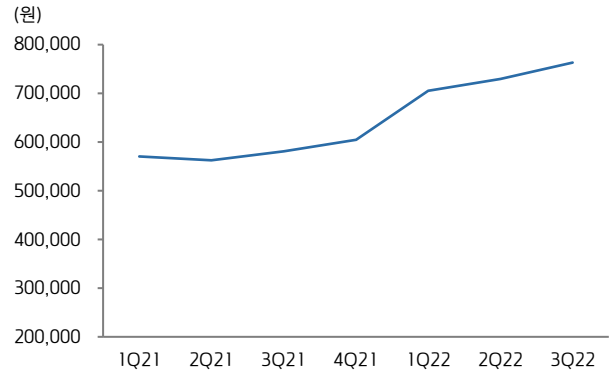
자료: 키움증권

티엘비 실적 추이 및 전망



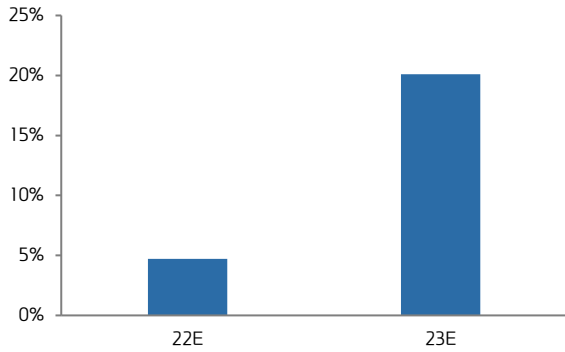
자료: 티엘비, 키움증권

평균 공급 단가 추이



자료: 티엘비, 키움증권

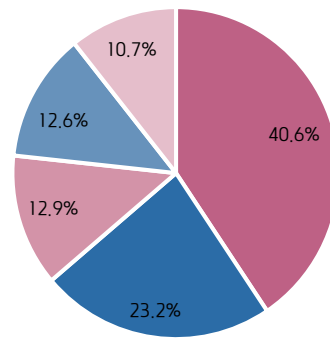
DDR5 D램 비중 전망



자료: Omdia, 키움증권

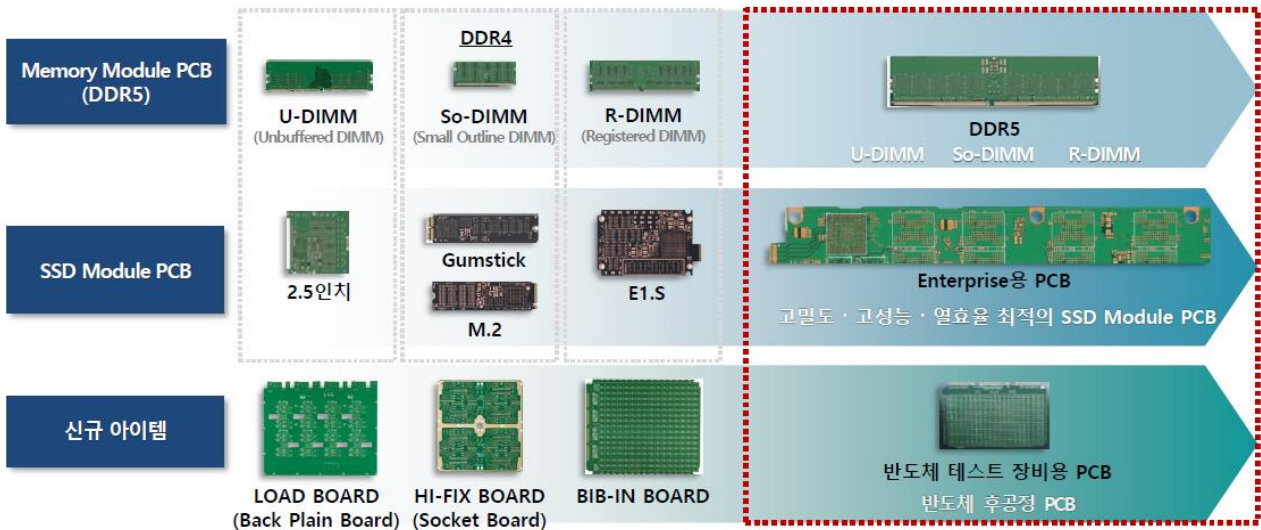
기업용 SSD 시장 점유율(3Q22 기준)

■ 삼성전자 ■ SK하이닉스(솔리다임) ■ WDC ■ 마이크론 ■ 키옥시아



자료: TrendForce, 키움증권

티엘비 제품 Line-up



자료: 티엘비, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>매출액</b>	0.0	184.1	178.1	218.4	228.1
매출원가	0.0	160.2	155.0	170.4	172.5
<b>매출총이익</b>	0.0	23.9	23.1	48.0	55.6
판관비	0.0	8.7	9.7	8.5	12.4
<b>영업이익</b>	0.0	15.2	13.4	39.4	43.2
<b>EBITDA</b>	0.0	18.8	17.4	44.1	47.1
영업외손익	0.0	-0.9	1.5	1.9	1.7
이자수익	0.0	0.0	0.3	0.7	1.1
이자비용	0.0	0.5	0.3	0.3	0.4
외환관련이익	0.0	1.6	1.7	1.5	1.0
외환관련손실	0.0	2.0	0.7	0.7	0.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.5	0.7	0.7
<b>법인세차감전이익</b>	0.0	14.3	14.9	41.3	44.9
법인세비용	0.0	2.5	2.5	6.0	6.5
계속사업손익	0.0	11.8	12.4	35.3	38.4
<b>당기순이익</b>	0.0	11.8	12.4	35.3	38.4
<b>지배주주순이익</b>	0.0	11.8	12.4	35.3	38.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	NA	-3.3	22.6	4.4
영업이익 증감율	NA	NA	-11.8	194.0	9.6
EBITDA 증감율	NA	NA	-7.4	153.4	6.8
지배주주순이익 증감율	NA	NA	5.1	184.7	8.8
EPS 증감율	NA	NA	-13.3	184.8	8.6
매출총이익율(%)	0.0	13.0	13.0	22.0	24.4
영업이익률(%)	0.0	8.3	7.5	18.0	18.9
EBITDA Margin(%)	0.0	10.2	9.8	20.2	20.6
지배주주순이익률(%)	0.0	6.4	7.0	16.2	16.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	0.0	66.4	54.4	93.4	121.0
현금 및 현금성자산	0.0	20.1	14.5	45.0	70.6
단기금융자산	0.0	20.1	1.5	1.5	1.5
매출채권 및 기타채권	0.0	7.0	13.4	16.4	17.2
재고자산	0.0	18.4	23.2	28.5	29.7
기타유동자산	0.0	0.8	1.8	2.0	2.0
<b>비유동자산</b>	0.0	47.2	70.5	65.9	82.0
투자자산	0.0	1.8	0.7	0.7	0.7
유형자산	0.0	41.0	65.2	60.7	76.8
무형자산	0.0	0.7	0.6	0.5	0.5
기타비유동자산	0.0	3.7	4.0	4.0	4.0
<b>자산총계</b>	0.0	113.6	125.0	159.3	203.0
<b>유동부채</b>	0.0	26.4	28.0	30.2	40.2
매입채무 및 기타채무	0.0	22.4	18.6	20.8	20.8
단기금융부채	0.0	2.1	7.7	7.7	17.7
기타유동부채	0.0	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>비유동부채</b>	0.0	16.2	13.7	10.7	8.7
장기금융부채	0.0	15.7	13.3	10.3	8.3
기타비유동부채	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>부채총계</b>	0.0	42.6	41.8	40.9	49.0
<b>지배지분</b>	0.0	71.0	83.2	118.4	154.1
자본금	0.0	2.5	2.5	4.9	4.9
자본잉여금	0.0	33.2	33.2	33.2	33.2
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.4
이익잉여금	0.0	35.4	47.6	80.5	116.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	0.0	71.0	83.2	118.4	154.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	0.0	16.7	-0.5	31.9	39.6
당기순이익	0.0	11.8	12.4	35.3	38.4
비현금항목의 가감	0.0	8.7	5.8	9.6	9.1
유형자산감가상각비	0.0	3.5	3.9	4.5	3.8
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	5.1	1.8	5.0	5.2
영업활동자산부채증감	0.0	-1.3	-16.1	-7.4	-2.1
매출채권및기타채권의감소	0.0	3.1	-6.4	-3.0	-0.7
재고자산의감소	0.0	-2.5	-4.2	-5.3	-1.3
매입채무및기타채무의증가	0.0	-1.3	-3.4	2.2	0.0
기타	0.0	-0.6	-2.1	-1.3	-0.1
기타현금흐름	0.0	-2.5	-2.6	-5.6	-5.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	0.0	-26.6	-8.3	-0.2	-20.2
유형자산의 취득	0.0	-5.7	-27.9	0.0	-20.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-1.8	1.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-20.1	18.6	0.0	0.0
기타	0.0	1.2	-0.3	-0.2	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	0.0	28.2	2.6	-2.1	5.2
차입금의 증가(감소)	0.0	-4.8	2.9	-3.0	8.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	33.7	0.0	2.5	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-0.3	0.0	-1.2	-2.5
기타	0.0	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3
기타현금흐름	0.0	-0.4	0.7	0.9	0.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	0.0	18.0	-5.6	30.6	25.6
기초현금 및 현금성자산	0.0	2.1	20.1	14.5	45.0
기말현금 및 현금성자산	0.0	20.1	14.5	45.0	70.6

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 십억원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS		1,455	1,262	3,595	3,905
BPS		7,222	8,465	12,039	15,674
CFPS		2,522	1,852	4,567	4,829
DPS		0	250	250	250
<b>주가배수(배)</b>					
PER		18.0	16.1	5.4	5.0
PER(최고)		26.1	28.5		
PER(최저)		15.7	12.1		
PBR		3.63	2.40	1.62	1.24
PBR(최고)		5.27	4.25		
PBR(최저)		3.16	1.81		
PSR		1.16	1.12	0.88	0.84
PCFR		10.4	11.0	4.3	4.0
EV/EBITDA		12.6	11.8	3.7	3.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%,보통주,현금)		0.0	9.9	7.0	6.4
배당수익률(%,보통주,현금)		0.0	0.6	1.3	1.3
ROA		10.4	10.4	24.9	21.2
ROE		16.6	16.1	35.1	28.2
ROIC		25.3	16.8	38.2	37.7
매출채권회전율		52.9	17.5	14.6	13.6
재고자산회전율		20.0	8.6	8.4	7.8
부채비율		60.0	50.2	34.6	31.8
순차입금비율		-31.4	6.0	-24.2	-29.9
이자보상배율		30.2	40.9	140.6	106.6
<b>총차입금</b>	0.0	17.8	21.0	18.0	26.0
<b>순차입금</b>	0.0	-22.3	5.0	-28.6	-46.1
<b>NOPLAT</b>	0.0	18.8	17.4	44.1	47.1
<b>FCF</b>	0.0	8.2	-28.6	30.9	18.8

Compliance Notice

- 당사는 12월 14일 현재 '티엘비(356860)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%