

2023. 8. 16



▲ 전기전자/IT부품장비

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 29,000 원

현재주가 (8.14) 23,250 원

상승여력 24.7%

KOSDAQ 901.68pt

시가총액 2,286억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 68.41%

외국인비중 1.68%

52주 최고/최저가 30,300원/16,025원

평균거래대금 126.1억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -20.8 27.1 11.6

상대주가 -21.3 9.9 3.0

주가그래프



티엘비 356860

믿음의 DDR5

- ✓ 2Q23 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 1.1%, 13.3% 하회
- ✓ 다만 DDR5 매출 비중은 36.0%(서버용 80%)를 기록하면서 시장 예상을 상회
- ✓ 예상보다 길어지는 전방시장 수요 둔화를 반영, 적정주가는 29,000원으로 하향
- ✓ 다만 1) 서버용 DDR5의 확대 2) SK하이닉스 내 높은 점유율 3) 특수 공법 적용을 통한 ASP 상승 기대감 유효
- ✓ 동사의 DDR5 매출 비중이 4Q23 기준 50%에 도달함과 동시에, 타 기판 업체 대비 가파른 실적 개선이 예상되기 때문에 기판 업체 내 Top-pick 의견 유지

2Q23 Review: 든든한 DDR5

2Q23 매출액(424억원)과 영업이익(15억원)은 컨센서스를 각각 1.1%, 13.3% 하회했다. 글로벌 반도체 수요 부진으로 인해 주요 고객사들의 주문확대가 여전히 제한적인 상황이다. 이에 따라 평년 대비 낮은 가동률(그림5)이 유지되며 예상대비 더딘 회복세를 기록했다. 다만 DDR5 매출액은 153억원(+60.0% QoQ, +190.7% YoY, 매출비중: 36.0%)를 기록, 기대보다 가파른 성장이 계속되고 있다. 1분기 대비 DDR5내 서버용의 매출 비중도 상승(1Q23 75% → 2Q23 80%)한 것으로 파악된다

아쉬우나 가장 견고한 건 사실

당사는 티엘비의 전방 수요 회복 시점을 3분기로 전망해왔다. 그러나 전방시장 수요 둔화가 당사 예상보다 길어지면서 DDR4 및 SSD 재고 소진이 더딘 것으로 파악된다. 이를 반영해 티엘비의 실적 회복 예상 시점을 4분기로 지연한다. 그러나 당사는 티엘비가 1) AMD의 베르가모 출시, 생생형시대의 대중화로 인한 DDR5의 서버 침투 본격화와 2) 동사의 메인 고객사인 SK하이닉스의 DDR5내 경쟁력을 감안 시, 타 기판업체 대비 DDR5의 물량 증대를 통한 실적 개선 속도가 가장 빠른 것으로 판단한다. 티엘비의 DDR5 매출 비중은 4Q23 기준 50%에 도달할 것으로 예상되며, 과거 DDR4 R-DIMM처럼 DDR5에도 레이저드릴빌드업 특수 공법이 적용되어 추가적인 ASP 상승 가능성도 남아있다.

투자의견 Buy를 유지하며, 2023년 실적 추정치 하향 조정을 반영해 적정주가 29,000원을 제시한다. 실적 회복 시점이 지연된 건 아쉬우나 가장 견고하다는 사실은 변함없다. DDR5 확대와 함께 타 기판 업체 대비 가파른 실적 개선이 예상되기 때문에 국내 기판 업체 내 Top-pick 의견을 유지한다.

| (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 | 182.9 | 11.6 | 9.6 | 972 | -68.7 | 12,097 | 23.9 | 1.9 | 10.7 | 8.3 | 38.4 |
| 2024E | 226.4 | 32.6 | 27.3 | 2,772 | 185.3 | 14,571 | 8.4 | 1.6 | 4.6 | 20.8 | 35.5 |
| 2025E | 249.4 | 41.2 | 34.6 | 3,518 | 26.9 | 17,792 | 6.6 | 1.3 | 3.0 | 21.7 | 30.7 |

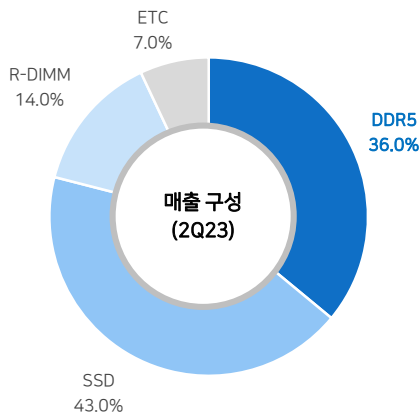
| (십억원) | 2Q23 | 2Q22 | (% YoY) | 1Q23 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff) | 메리츠 | (% diff) |
|----------|------|-------|---------|------|---------|------|----------|------|----------|
| 매출액 | 42.4 | 58.3 | -27.3% | 41.5 | 2.2% | 42.9 | -1.1% | 43.3 | -2.1% |
| 영업이익 | 1.5 | 10.0 | -85.3% | 1.5 | -4.5% | 1.7 | -13.3% | 1.9 | -23.7% |
| 세전이익 | 1.5 | 10.2 | -84.9% | 2.3 | -33.5% | 2.0 | -21.5% | 1.9 | -17.9% |
| 순이익 | 1.2 | 8.4 | -85.7% | 1.8 | -34.7% | 1.8 | -33.2% | 1.0 | 15.1% |
| 영업이익률(%) | 3.5% | 17.2% | | 3.7% | | 4.0% | | 4.5% | |
| 순이익률(%) | 2.8% | 14.4% | | 4.4% | | 4.2% | | 2.4% | |

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 환율 | 1,205 | 1,260 | 1,338 | 1,359 | 1,276 | 1,315 | 1,277 | 1,260 | 1,290 | 1,231 | 1,220 |
| 매출액 | 51.8 | 58.3 | 56.8 | 54.6 | 41.5 | 42.4 | 46.6 | 52.4 | 221.5 | 182.9 | 226.4 |
| (% QoQ) | 1.7% | 12.6% | -2.7% | -3.8% | -24.0% | 2.2% | 10.0% | 12.4% | | | |
| (% YoY) | 22.2% | 44.3% | 28.2% | 7.1% | -20.0% | -27.3% | -17.9% | -4.0% | 24.4% | -17.4% | 23.8% |
| SSD | 21.8 | 30.9 | 29.5 | 25.7 | 21.2 | 18.2 | 18.7 | 18.1 | 107.9 | 76.1 | 0.0 |
| R-DIMM | 17.1 | 17.5 | 15.9 | 18.0 | 7.9 | 5.9 | 4.7 | 4.5 | 68.5 | 22.9 | 0.0 |
| ETC | 4.7 | 4.7 | 4.5 | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 3.3 | 3.7 | 16.6 | 12.8 | 0.0 |
| DDR5 | 8.8 | 5.3 | 6.8 | 8.2 | 9.5 | 15.3 | 20.1 | 26.2 | 29.1 | 71.0 | 0.0 |
| 영업이익 | 9.1 | 10.0 | 12.0 | 7.4 | 1.5 | 1.5 | 3.1 | 5.5 | 38.5 | 11.6 | 32.6 |
| (% QoQ) | 119.9% | 10.5% | 19.7% | -38.2% | -79.2% | -4.5% | 111.2% | 75.2% | | | |
| (% YoY) | 413.7% | 267.0% | 151.4% | 79.7% | -83.0% | -85.3% | -74.0% | -26.4% | 187.5% | -69.9% | 181.6% |
| 영업이익률 (%) | 17.5 | 17.2 | 21.1 | 13.6 | 3.7 | 3.5 | 6.7 | 10.4 | 17.4 | 6.3 | 14.4 |
| 세전이익 | 9.3 | 10.2 | 13.7 | 5.1 | 2.3 | 1.5 | 3.0 | 4.7 | 38.2 | 11.5 | 33.0 |
| 지배주주순이익 | 7.7 | 8.4 | 11.3 | 3.1 | 1.8 | 1.2 | 2.5 | 4.0 | 30.6 | 9.6 | 27.3 |
| 지배주주순이익률(%) | 14.9% | 14.4% | 19.8% | 5.7% | 4.4% | 2.8% | 5.5% | 7.6% | 13.8% | 5.2% | 12.0% |

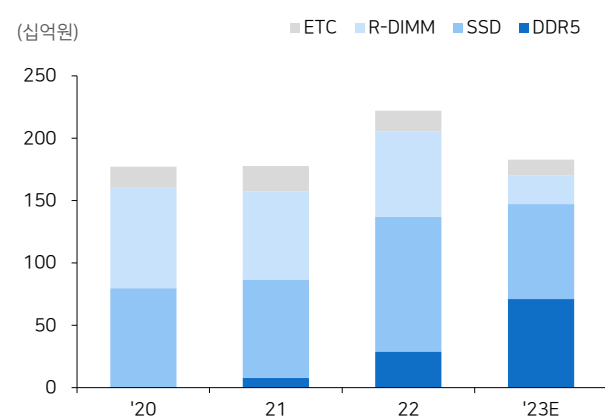
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 1Q23 기준 제품군별 매출 비중 추정



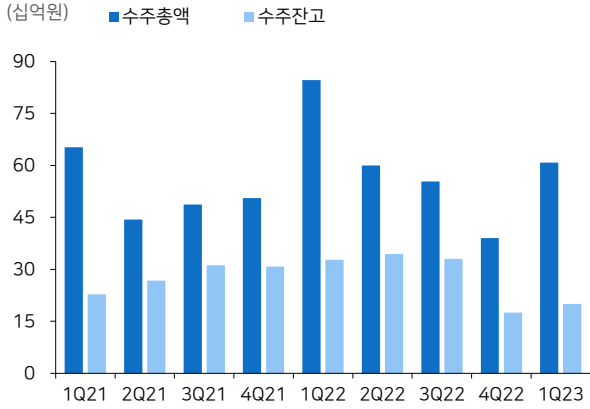
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 연도별 실적 추이 및 전망



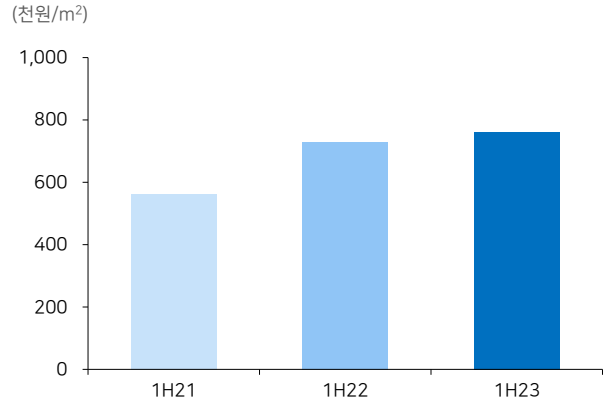
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 수주총액 및 수주잔고 추이



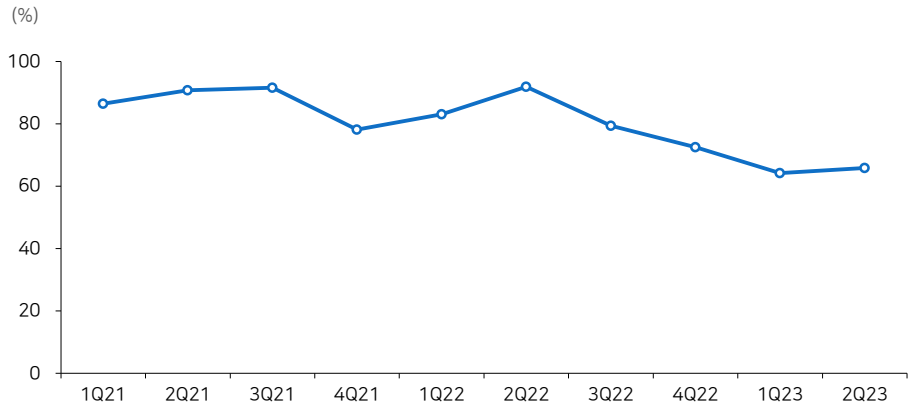
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2분기 누적 기준 티엘비 ASP 비교



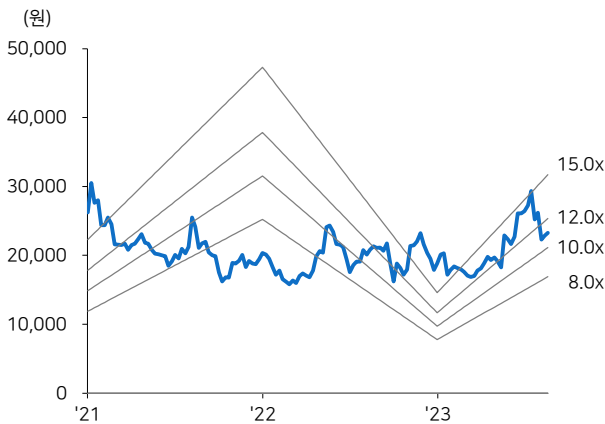
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 가동률 추이



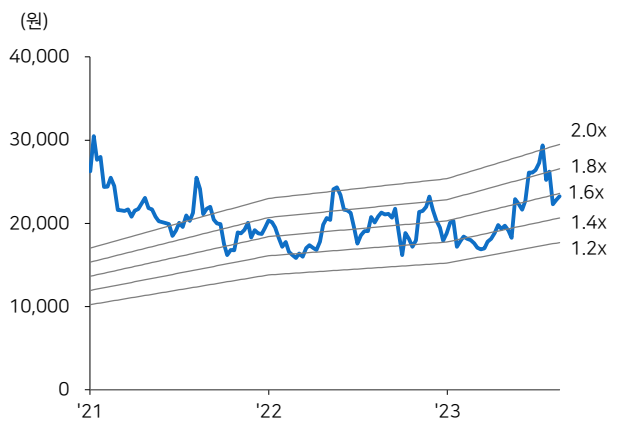
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 PER 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 티엘비 PBR 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 적정주가 산정표

| (원) | 값 | 비고 |
|-----------------|---------------|-----------------|
| EPS | 2,114 | 12MF EPS |
| 적정배수 (배) | 13.9 | 2022년 고점 멀티플 적용 |
| 적정가치 | 29,310 | |
| 적정주가 | 29,000 | |
| 현재주가 | 23,250 | |
| 상승여력 (%) | 24.7% | |

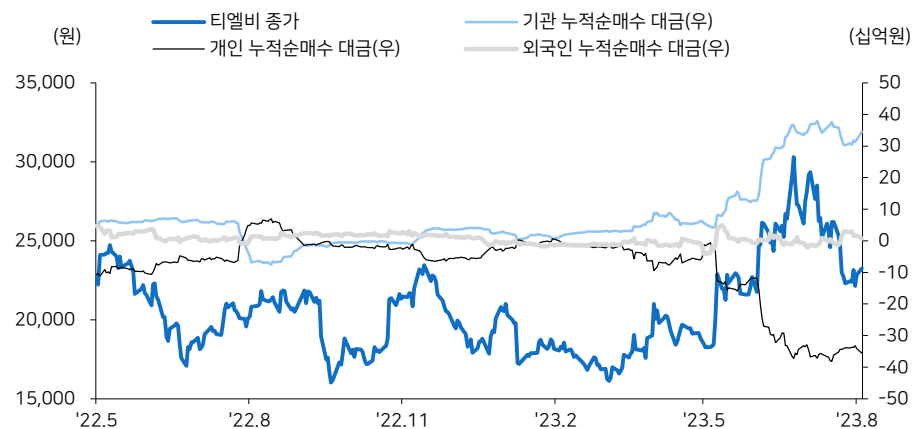
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 밸류에이션 테이블

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E |
|-----------------------|--------|--------|--------|-------|
| 주가 (원) | | | | |
| High | 76,100 | 72,000 | 50,000 | |
| Low | 45,600 | 30,600 | 17,500 | |
| Average | 52,396 | 42,286 | 36,204 | |
| 확정치 기준 PER (배) | | | | |
| High | 52.6 | 56.3 | 15.9 | |
| Low | 31.5 | 23.9 | 5.5 | |
| Average | 36.2 | 33.1 | 11.5 | |
| EPS (원) | 1447.2 | 1278.4 | 3153.8 | 971.9 |
| EPS Growth (%) | 34.2 | -11.7 | 146.7 | -68.7 |
| 컨센서스 기준 PER | | | | |
| High | 47.2 | 54.8 | 13.9 | |
| Low | 28.3 | 23.3 | 4.9 | |
| Average | 32.5 | 32.2 | 10.0 | |
| EPS (원) | 1,613 | 1,315 | 3,607 | 1,214 |
| EPS growth (%) | 49.6 | -9.1 | 182.1 | -60.9 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 수급 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 178.1 | 221.6 | 182.9 | 226.4 | 249.4 |
| 매출액증가율(%) | -3.3 | 24.4 | -17.4 | 23.8 | 10.1 |
| 매출원가 | 155.0 | 174.6 | 162.2 | 181.3 | 194.4 |
| 매출총이익 | 23.1 | 46.9 | 20.7 | 45.1 | 55.0 |
| 판매관리비 | 9.7 | 8.5 | 9.2 | 12.5 | 13.7 |
| 영업이익 | 13.4 | 38.5 | 11.6 | 32.6 | 41.2 |
| 영업이익률(%) | 7.5 | 17.4 | 6.3 | 14.4 | 16.5 |
| 금융손익 | -0.1 | -0.4 | -0.1 | 0.4 | 1.0 |
| 중속/관계기업손익 | 0.0 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 1.6 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 14.9 | 38.2 | 11.5 | 33.0 | 42.2 |
| 법인세비용 | 2.5 | 7.7 | 1.9 | 5.7 | 7.6 |
| 당기순이익 | 12.4 | 30.6 | 9.6 | 27.3 | 34.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 12.4 | 30.6 | 9.6 | 27.3 | 34.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 54.5 | 78.3 | 85.7 | 120.5 | 160.4 |
| 현금및현금성자산 | 14.5 | 31.2 | 46.8 | 72.3 | 107.3 |
| 매출채권 | 13.0 | 19.1 | 15.8 | 19.6 | 21.5 |
| 재고자산 | 23.2 | 20.6 | 17.0 | 21.0 | 23.2 |
| 비유동자산 | 70.6 | 86.6 | 79.0 | 73.7 | 68.2 |
| 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 | 2.0 | 2.5 | 2.7 |
| 자산총계 | 125.0 | 164.9 | 164.7 | 194.2 | 228.6 |
| 유동부채 | 28.0 | 28.7 | 21.8 | 27.0 | 29.7 |
| 매입채무 | 13.5 | 11.2 | 9.3 | 11.5 | 12.6 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 7.3 | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 13.7 | 24.0 | 23.9 | 24.0 | 24.0 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 13.0 | 23.6 | 23.6 | 23.6 | 23.6 |
| 부채총계 | 41.8 | 52.6 | 45.7 | 50.9 | 53.7 |
| 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 | 83.2 | 107.5 | 139.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.0 |
| 자본총계 | 83.2 | 112.3 | 118.9 | 143.3 | 174.9 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업활동 현금흐름 | -0.5 | 35.4 | 19.5 | 29.9 | 38.7 |
| 당기순이익(손실) | 12.4 | 30.6 | 9.6 | 27.3 | 34.6 |
| 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 | 2.8 | -3.1 | -1.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -8.3 | -23.3 | 1.3 | -1.5 | -0.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -27.9 | -19.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 1.7 | -2.5 | 0.4 | -0.5 | -0.3 |
| 재무활동 현금흐름 | 2.6 | 4.1 | -5.3 | -2.9 | -2.9 |
| 차입금의 증감 | 2.9 | 5.4 | -2.3 | 0.1 | 0.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -5.6 | 16.7 | 15.6 | 25.6 | 35.0 |
| 기초현금 | 20.1 | 14.5 | 31.2 | 46.7 | 72.3 |
| 기말현금 | 14.5 | 31.2 | 46.7 | 72.3 | 107.3 |

Key Financial Data

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 18,113 | 22,532 | 18,601 | 23,027 | 25,362 |
| EPS(지배주주) | 1,262 | 3,108 | 972 | 2,772 | 3,518 |
| CFPS | 1,852 | 4,495 | 1,910 | 3,902 | 4,779 |
| EBITDAPS | 1,772 | 4,448 | 1,910 | 3,902 | 4,779 |
| BPS | 8,465 | 11,424 | 12,097 | 14,571 | 17,792 |
| DPS | 125 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 배당수익률(%) | 0.6 | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 16.1 | 6.0 | 23.9 | 8.4 | 6.6 |
| PCR | 11.0 | 4.2 | 12.2 | 6.0 | 4.9 |
| PSR | 1.1 | 0.8 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| PBR | 2.4 | 1.6 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |
| EBITDA(십억원) | 17.4 | 43.7 | 18.8 | 38.4 | 47.0 |
| EV/EBITDA | 11.8 | 4.0 | 10.7 | 4.6 | 3.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 16.1 | 31.3 | 8.3 | 20.8 | 21.7 |
| EBITDA 이익률 | 9.8 | 19.7 | 10.3 | 16.9 | 18.8 |
| 부채비율 | 50.2 | 46.8 | 38.4 | 35.5 | 30.7 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 이자보상배율(x) | 40.9 | 42.0 | 11.9 | 35.0 | 44.1 |
| 매출채권회전율(x) | 18.3 | 13.8 | 10.5 | 12.8 | 12.1 |
| 재고자산회전율(x) | 8.6 | 10.1 | 9.7 | 11.9 | 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |
|------------------------|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | <p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p> |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | <p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p> |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 89.6% |
| 중립 | 10.4% |
| 매도 | 0.0% |

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

