

2025. 7. 23



▲ 전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

02. 6454-4907

seohyun.woo@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **31,000 원****현재주가 (7.22)** **25,600 원****상승여력** **21.1%**

KOSDAQ 812.97pt

시가총액 2,517억원

발행주식수 983만주

유동주식비율 67.90%

외국인비중 2.48%

52주 최고/최저가 25,600원/10,720원

평균거래대금 42.9억원

주요주주(%)

백성현 외 9 인 30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.5	79.6	36.9
상대주가	11.5	61.8	36.4

주가그래프**티엘비** 356860**보법이 다르다**

- ✓ 2Q25 연결 영업이익 68억원으로 컨센서스 54.5% 상회 전망
- ✓ 고부가가치 제품 중심의 믹스 개선 효과로 10개 분기 만에 두 자릿수 수익성 예상
- ✓ 메모리모듈용 PCB 역시 MLB 기판처럼, 고부가 산업으로 전환 국면에 진입
- ✓ 그 과정에서 메모리모듈용 PCB에 특화된 동사의 기술적 경쟁우위 지속 부각 예상
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 31,000원으로 상향 제시

2Q25 Preview: 두 자릿수 영업이익률로 복귀

2Q25 영업이익 추정치를 기존 추정치(45억원)에서 68억원(흑전 YoY)으로 51.0% 상향조정한다. 현재 시장 컨센서스(44억원)을 54.5% 상회하는 수치이다. 서버용 6,400Gbps DDR5 메모리 모듈 등 고부가가치 제품 중심의 믹스 개선 효과가 기존 당사 예상치를 크게 상회한 것으로 파악된다. 이에 따라 이전 당사 리포트에서 언급한 노후 설비 교체에 따른 일회성 비용이 반영됨에도 불구하고, 10개 분기 만에 두 자릿수 영업이익률로의 회복이 예상된다.

MLB와 유사한 Cycle → ASP 지속 상승 예상

메모리모듈용 PCB 역시 과거 MLB 기판과 유사하게, 저부가 산업에서 고부가 산업으로의 구조적 변화 국면에 진입하고 있다고 판단된다. MLB 기판은 한때 기판 제품군 중 가장 저부가가치 시장으로 평가받으며, 다수의 선두권 업체들이 생산을 중단하거나 기술 개발을 축소했다. 그러나 AI서버용으로 수요가 급증하고 스펙 고도화가 동시에 진행되면서 시장 위상이 재조명되었고, 시장에 잔존한 일부 업체(ex 이수페타시스)들의 구조적 성장이 지속되고 있다.

메모리모듈용 PCB 역시 MLB기판과 유사하게 오랫동안 저부가 시장으로 인식되어 왔으나, DDR5의 고용량화, eSSD 확산, CXL, LPCAMM, SOCAMM 등 차세대 메모리 모듈의 등장과 함께 기판의 고밀도화가 빠르게 진행되고 있다. 이에 따른 기술적 진입장벽 상승과 공정 난이도 증가는 메모리모듈용 PCB에 특화된 동사의 경쟁우위를 더욱 부각시키는 요인으로 작용하고 있다. 당사 예상 올해 동사의 영업이익 (220억원)은 시장 컨센서스를 28.4% 상회할 전망이며 중장기적으로도 구조적인 ASP 상승으로 타 기판 업종 대비 안정적인 실적 흐름이 예상된다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 적정주가를 기존 28,000원에서 31,000원으로 상향한다. '25년 영업이익 추정치 14.4% 상향 조정을 반영했으며, 기판 업종 내 상대적 아웃퍼폼이 지속될 것으로 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	171.3	3.0	2.5	256	-91.8	11,213	119.5	2.7	34.6	2.3	56.5
2024	180.0	3.4	3.6	368	43.9	11,399	35.5	1.1	15.8	3.3	68.1
2025E	242.8	22.0	17.6	1,791	386.7	12,992	14.3	2.0	8.5	14.7	52.1
2026E	258.9	27.2	24.0	2,438	36.2	15,233	10.5	1.7	7.0	17.3	42.6
2027E	273.1	30.9	27.0	2,750	12.8	17,785	9.3	1.4	5.9	16.7	34.7

표1 티엘비 2Q25E 실적 Preview

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	63.8	39.5	61.5%	53.0	20.3%	61.1	4.3%	59.3	7.5%
영업이익	6.8	-0.1	흑전	1.9	262.8%	4.5	51.0%	4.4	54.5%
세전이익	6.9	1.2	462.3%	1.4	407.7%	4.6	50.9%	5.6	24.0%
순이익	5.7	1.1	403.1%	0.9	528.8%	3.5	62.2%	5.2	9.2%
영업이익률(%)	10.7%	-0.2%		3.5%		7.4%		7.4%	
세전이익률(%)	10.9%	3.1%		2.6%		7.5%		9.4%	
순이익률(%)	8.9%	2.9%		1.7%		5.7%		8.8%	

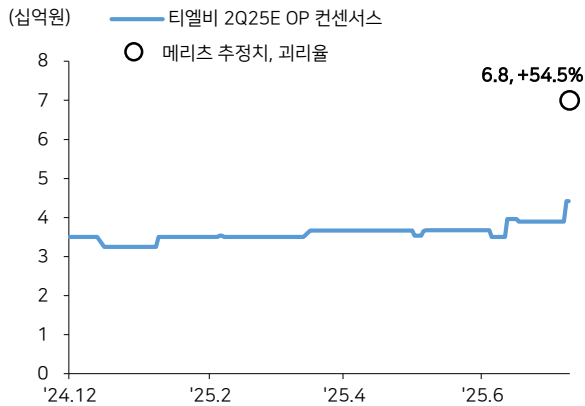
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	242.8	180.0	34.9%	241.7	0.4%	233.4	4.0%
영업이익	22.0	3.4	553.8%	19.2	14.4%	17.1	28.4%
세전이익	21.9	4.9	346.6%	19.1	14.6%	16.9	29.5%
지배주주 순이익	17.6	3.7	369.9%	15.4	14.3%	13.5	30.4%
영업이익률(%)	9.0%	1.9%		7.9%		7.3%	
세전이익률(%)	9.0%	2.7%		7.9%		7.2%	
순이익률(%)	7.3%	2.1%		6.4%		5.8%	

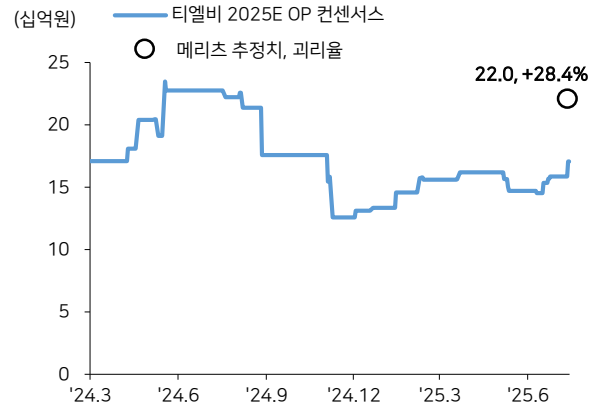
자료: Bloomberg, 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 +54.5% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +28.4% 상회 전망



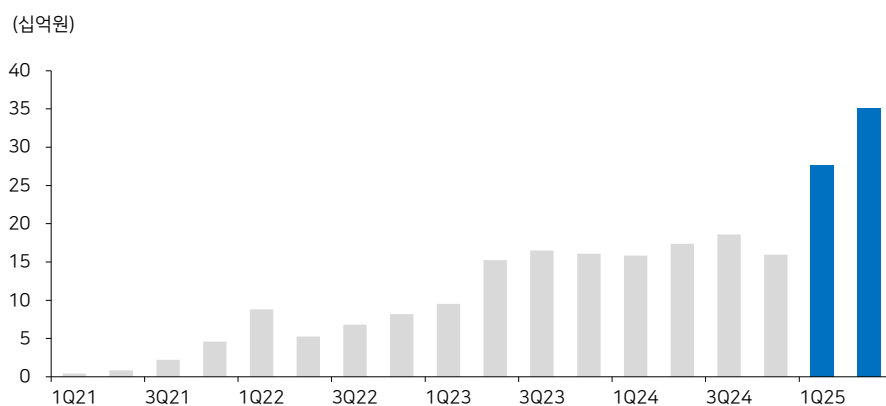
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,450	1,390	1,380	1,350	1,366	1,393	1,360
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	53.0	63.8	65.2	60.8	180.0	242.8	258.9
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	20.3%	2.3%	-6.7%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	61.5%	40.4%	22.1%	5.1%	34.9%	6.6%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	23.0	23.9	22.3	87.4	89.8	100.0
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	35.1	35.9	34.1	67.7	132.5	141.2
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	5.7	5.5	4.5	24.8	20.4	17.6
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	6.8	7.8	5.5	3.4	22.0	27.2
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	262.8%	14.3%	-28.9%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	180.4%	507.5%	10.3%	553.8%	24.1%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	10.7%	11.9%	9.1%	1.9%	9.0%	10.5%

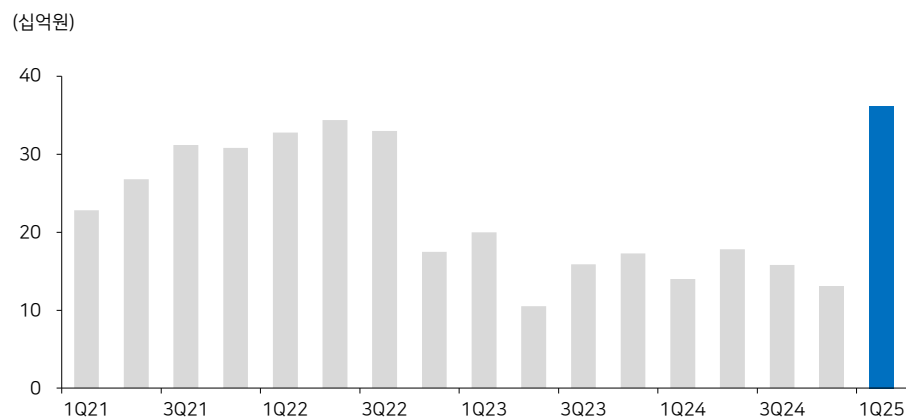
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 DDR5 매출액 추이



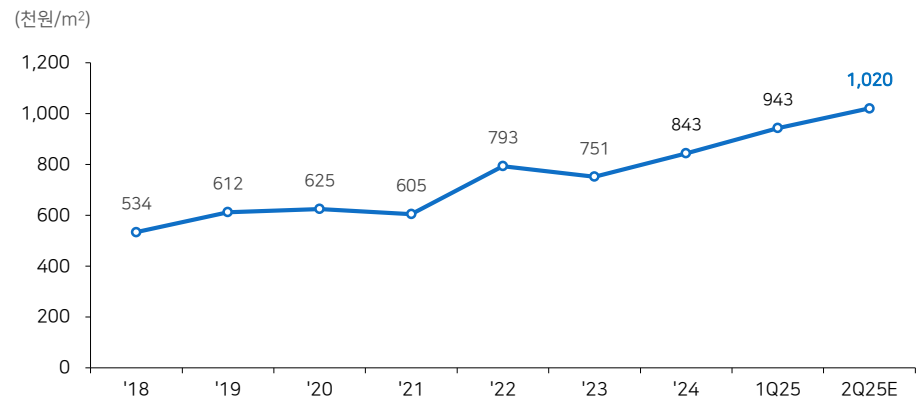
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 수주잔고 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

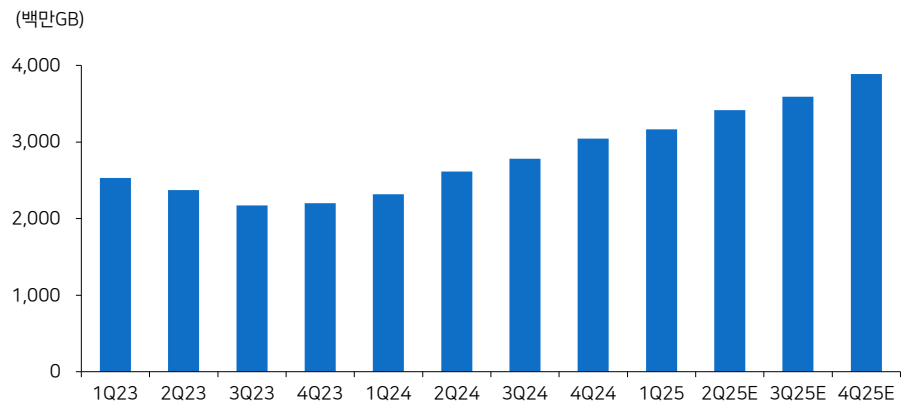
그림5 티엘비 Blended ASP 추이



주: 2Q25E는 당사 추정치

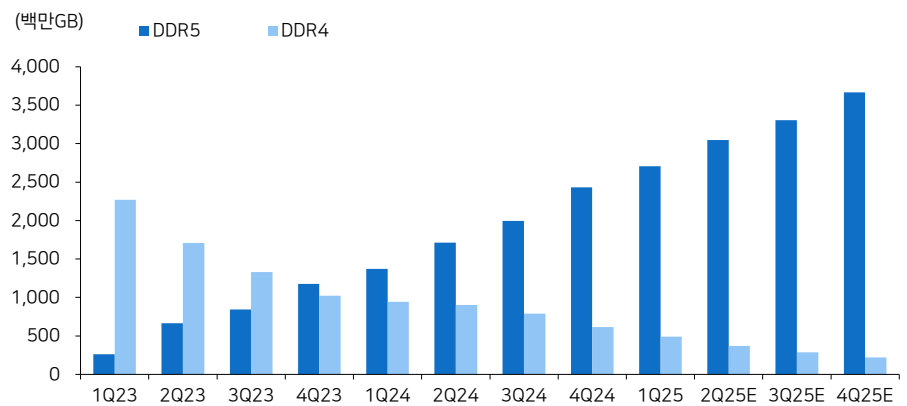
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림6 서버용 디램 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 제품별 서버용 디램 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
12MF EPS	2,164	
적정배수 (배)	14.1	컨센서스 기준 2020년 저점 PER 적용
적정가치	30,595	
적정주가	31,000	
현재주가	25,600	
상승여력 (%)	21.1%	

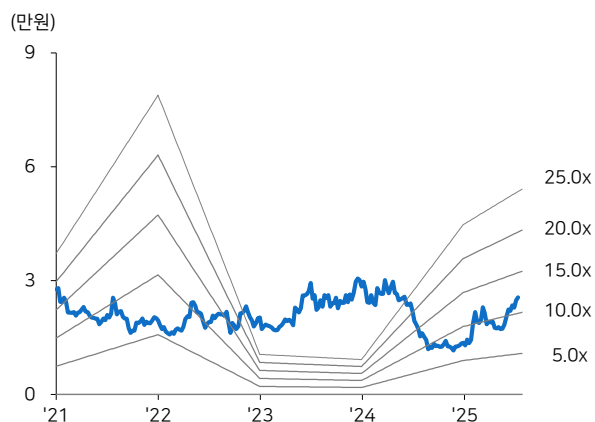
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 티엘비 밸류에이션 테이블

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
주가 (원)						
High	38,050	36,000	25,000	32,250	33,000	
Low	22,800	15,300	15,000	15,710	10,650	
Average	26,198	21,143	19,445	22,473	20,714	
확정치 기준 PER (배)						
High	26.1	28.5	8.0	126.1	89.7	
Low	15.7	12.1	4.8	61.4	28.9	
Average	18.0	16.8	6.3	87.9	56.3	
EPS (원)	1,455	1,262	3,108	256	368	1,791
EPS Growth (%)	35.0	-13.3	146.2	-91.8	43.9	386.7
컨센서스 기준 PER						
High	23.6	27.4	6.9	76.4	77.3	
Low	14.1	11.6	4.2	37.2	24.9	
Average	16.2	16.1	5.4	53.3	48.5	
EPS (원)	1,613	1,315	3,607	422	427	1,302
EPS growth (%)	49.6	-9.6	185.8	-86.4	67.0	253.9

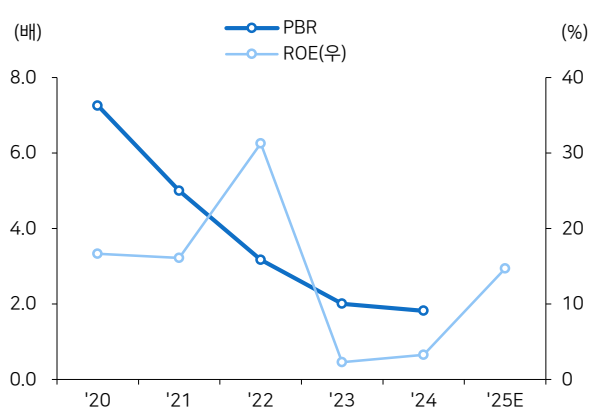
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PBR vs ROE 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

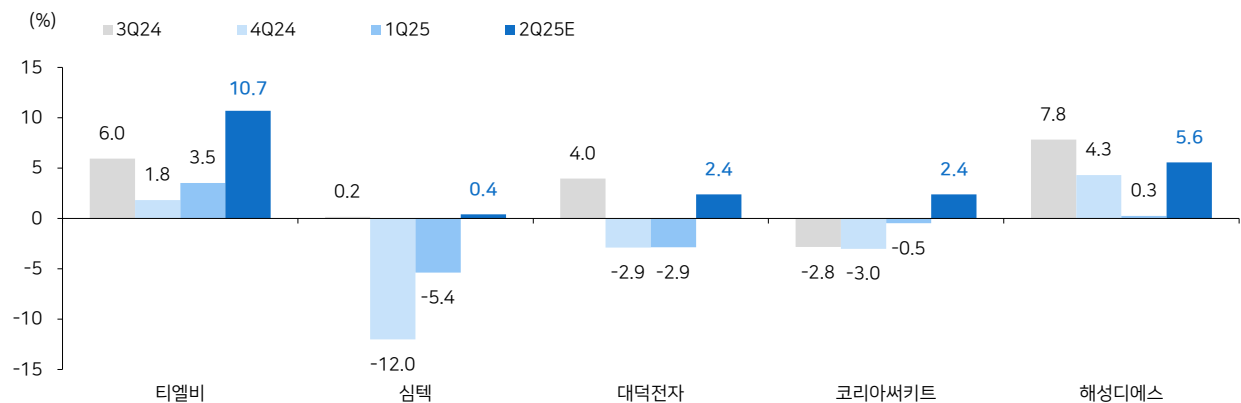
		시가총액	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)	
		(백만달러)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
ABF Substrate	Ibiden	5,957.2	29.0	25.0	1.7	1.7	-3.0	10.8	6.1	6.9	2,567	2,773	305	354	8.7	6.7
	Kinsus	1,557.8	27.5	19.4	1.3	1.2	3,550.1	40.8	4.6	6.1	1,258	1,363	101	141	6.7	5.9
	Nanya PCB	3,575.1	58.4	29.0	2.3	2.2	853.6	101.1	3.1	8.0	1,320	1,536	54	131	12.7	11.5
	Toppan	7,786.5	13.5	13.6	0.8	0.8	25.4	-3.3	6.1	6.0	11,953	12,333	628	678	5.6	5.0
PCB	티엘비	181.4	14.3	10.5	2.0	1.7	386.7	36.2	14.7	17.3	242.8	258.9	22.0	27.2	8.5	7.0
	이수페타시스	3,131.0	27.9	23.0	8.5	6.3	84.4	21.6	36.6	31.9	1,066	1,266	193	238	19.5	15.8
	대덕전자	710.6	35.4	14.0	1.2	1.1	20.4	152.1	3.4	7.8	967	1,132	24	74	6.0	4.5
	심텍	535.9	na	10.8	1.7	1.5	-75.0	-989.1	-2.1	14.5	1,311	1,519	20	121	10.6	5.7
	해성디에스	306.2	11.4	7.1	0.7	0.7	-37.4	60.4	6.5	9.8	611	672	44	70	5.2	3.8
	Unimicron	6,672.0	24.9	14.3	2.0	1.8	69.3	73.3	8.0	13.2	4,574	5,182	311	555	7.5	5.9
	Victory Giant	18,407.4	28.6	20.7	10.0	7.1	301.4	37.6	33.1	32.8	2,756	3,573	756	1,030	21.4	15.8
	WUS(Kunshan)	13,795.8	27.5	21.2	6.9	5.6	38.5	30.0	25.8	27.1	2,449	3,045	576	749	21.3	16.1
	Shennan Circuits	12,732.0	36.3	29.2	5.3	4.6	34.5	24.1	15.0	16.2	2,970	3,454	350	430	23.1	19.5
	Gold Circuit	5,450.8	19.9	15.0	6.2	4.9	55.6	32.6	33.3	34.1	1,880	2,221	414	532	12.0	9.6
	Tripod	4,754.6	14.3	13.2	2.5	2.3	27.3	8.9	18.2	18.2	2,473	2,652	405	438	7.1	6.6
	TTM Tech	4,824.4	22.0	19.9	3.0	2.9	291.8	10.9	na	na	2,672	2,823	293	331	13.1	12.2
	First-Hi Tech	716.4	18.4	14.0	8.0	na	285.3	31.6	44.2	42.8	295	347	48	63	14.1	10.4
AI CCL	EMC	11,652.9	22.9	18.4	8.6	6.8	69.7	24.7	38.6	38.9	3,134	3,670	662	816	16.4	13.6
	TUC	2,381.5	20.7	15.0	4.9	4.2	40.1	38.4	22.8	27.7	963	1,132	150	205	13.5	10.1
	ITEQ	1,081.7	19.4	15.1	1.5	1.4	118.9	27.9	8.7	9.4	1,171	1,293	87	108	8.4	6.9
	Shengyi Tech	13,022.8	32.2	25.3	5.7	5.1	62.5	26.9	18.2	21.8	3,589	4,287	484	624	22.9	18.8
핵심 소재	Ajinomoto	27,216.8	41.4	31.4	5.1	5.4	17.3	27.1	12.4	17.0	10,853	10,923	1,098	1,297	18.0	15.8
	Nitto Boseki	1,697.7	20.9	17.6	1.9	1.7	60.8	15.0	9.8	10.6	769	827	113	129	11.7	9.9

주: 티엘비는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준

국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 국내 래거시 기판 업체들 작년 하반기 이후 OPM 비교



주: 2Q 티엘비는 당사 추정치 기준, 타사는 Quantwise 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	171.3	180.0	242.8	258.9	273.1
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	34.9	6.6	5.5
매출원가	160.0	165.9	207.4	218.0	227.8
매출총이익	11.4	14.1	35.4	40.9	45.3
판매관리비	8.3	10.8	13.4	13.7	14.4
영업이익	3.0	3.4	22.0	27.2	30.9
영업이익률(%)	1.8	1.9	9.0	10.5	11.3
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.7	0.1
종속/관계기업손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	1.1	3.6	3.7
세전계속사업이익	3.3	4.9	21.9	30.1	34.7
법인세비용	0.8	1.3	4.4	6.2	7.8
당기순이익	2.5	3.6	17.5	23.8	26.9
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	17.6	24.0	27.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1.5	4.7	17.6	28.6	30.4
당기순이익(손실)	2.5	3.6	17.5	23.8	26.9
유형자산상각비	6.0	6.7	11.0	10.0	9.3
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-6.6	-9.5	-2.4	-2.2
투자활동 현금흐름	-29.8	-4.1	-12.1	-7.2	-6.5
유형자산의증가(CAPEX)	-25.0	-17.8	-13.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	0.4	2.5	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	11.1	5.9	-20.0	-6.9	-6.9
차입금의 증감	15.6	10.4	-18.1	-5.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	6.8	-14.6	14.5	17.0
기초현금	31.2	11.5	18.3	3.8	18.2
기말현금	11.5	18.3	3.8	18.2	35.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	75.0	94.1	115.3
현금및현금성자산	11.5	18.3	3.8	18.2	35.2
매출채권	21.9	23.7	31.9	34.0	35.9
재고자산	20.6	24.7	33.3	35.5	37.4
비유동자산	105.0	117.3	119.3	119.1	119.8
유형자산	91.1	104.9	107.0	106.9	107.6
무형자산	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
투자자산	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	172.6	188.4	194.2	213.3	235.1
유동부채	35.4	52.7	42.8	39.9	36.8
매입채무	13.2	12.6	17.0	18.2	19.2
단기차입금	5.0	10.7	10.7	5.7	0.7
유동성장기부채	10.3	18.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	27.0	23.6	23.7	23.8	23.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	22.8	22.8	22.8	22.8
부채총계	62.3	76.3	66.5	63.7	60.6
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	30.7	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	75.9	77.4	93.1	115.1	140.2
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.4
자본총계	110.2	112.1	127.7	149.6	174.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	24,692	26,327	27,777
EPS(지배주주)	256	368	1,791	2,438	2,750
CFPS	1,208	1,230	3,319	3,862	4,094
EBITDAPS	939	1,036	3,360	3,801	4,094
BPS	11,213	11,399	12,992	15,233	17,785
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	14.3	10.5	9.3
PCR	25.3	10.6	7.7	6.6	6.3
PSR	1.8	0.7	1.0	1.0	0.9
PBR	2.7	1.1	2.0	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	33.0	37.4	40.3
EV/EBITDA	34.6	15.8	8.5	7.0	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	14.7	17.3	16.7
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.6	14.4	14.7
부채비율	56.5	68.1	52.1	42.6	34.7
금융비용부담률	0.7	1.0	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.4	1.9	13.3	22.4	30.2
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	8.7	7.9	7.8
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.4	7.5	7.5

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	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.06.27	기업브리프	Buy	32,000	양승수	-19.3	-5.3	
2023.08.16	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-15.9	-8.8	
2023.11.07	산업분석	Buy	30,000	양승수	-10.8	7.0	
2024.04.18	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-29.0	-5.6	
2024.08.16	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-50.7	-40.3	
2024.11.18	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-41.6	-35.2	
2025.01.23	기업브리프	Buy	23,000	양승수	-33.9	-4.6	
2025.02.19	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-17.8	-0.4	
2025.03.28	기업브리프	Buy	27,000	양승수	-31.3	-20.9	
2025.05.21	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-21.1	-9.6	
2025.07.01	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-15.0	-8.6	
2025.07.23	기업브리프	Buy	31,000	양승수	-	-	