

2025. 9. 10



▲ 전기전자/IT부품

Analyst **양승수**  
 02. 6454-4875  
 seungsoo.yang@meritz.co.kr  
 RA **우서현**  
 seohyun.woo@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **41,000 원**

**현재주가 (9.9)** **33,200 원**

**상승여력** **23.5%**

KOSDAQ	824.82pt
시가총액	3,264억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	67.90%
외국인비중	13.32%
52주 최고/최저가	33,200원/10,720원
평균거래대금	72.0억원

**주요주주(%)**

백성현 외 9 인	30.60
미래에셋자산운용 외 1 인	5.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.9	76.6	172.4
상대주가	15.7	55.8	135.9

주가그래프



# 티엘비 356860

## 가보지 않은 길로

- ✓ 3Q25 연결 영업이익 84억원(+202.6% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ DDR5 매출 내 BVH 공법 적용 고마진 제품 매출 비중이 60%까지 상승 예상
- ✓ 초과 수요에 대응하기 위한 일부 병목 공정 중심의 생산 능력 확장 기대
- ✓ 이를 반영하여 2026년 매출액과 영업이익 전망치를 각각 15.9%, 20.2% 상향 조정
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 41,000원으로 상향 제시

### 3Q25 Preview: 수익성 개선 지속

3Q25 연결 실적은 매출액 675억원(+45.4% YoY), 영업이익 84억원(+202.6% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. DDR5 매출 내 BHV 공법이 적용되는 고마진 제품(6,400Gbps, 7,200Gbps)의 매출 비중 상승(2Q25 48% → 3Q25E 60%)으로 추가적인 수익성 개선이 예상된다. 해당 제품은 데이터센터 투자 확대 흐름 속에서 수요가 공급을 초과하는 상황이 지속되고 있는 것으로 파악된다.

### 초과수요 지속 → 2026년 추정치 상향 조정

전방 수요의 급증과 함께 동사는 2분기부터 사실상 풀가동률 체제를 유지하고 있다. 기존 당사의 추정치에서는 동사의 생산 Capa의 한계로 인해 DDR5 7,200Gbps → 8,000Gbps로의 전환과 CXL, LPCAMM, SoCMM 등 차세대 디램 제품 출시로 인한 ASP 상승 효과만을 반영했었다. 그러나 올해 말부터 초과 수요에 대응하기 위한 BVH 공정 중심의 생산능력 확장이 우선적으로 진행될 것으로 파악된다. 고부가가치 제품 집중 생산을 통해 매출액 기준 약 400~500억원의 추가 생산능력이 확보될 것으로 예상되며, 이를 반영해 2026년 매출액과 영업이익 전망치를 각각 15.9%, 20.2% 상향한다.

### 2026년: 서버용 DDR5 + AI Storage 기반 eSSD

전방 수요는 의심할 여지 없이 견조하다. 특히 내년에는 기존 서버용 고용량 DDR5뿐만 아니라, AI 기반 스토리지 확산에 따른 eSSD 수요 강세도 기대된다. 지금의 고용량 DDR5 메모리모듈처럼 eSSD용 메모리 모듈 역시 공정 난이도가 높은 제품이기 때문에 동사의 높은 점유율 확보가 예상된다. 당사가 지난 리포트에서 강조한 바와 같이 메모리 모듈용 PCB 또한 MLB 기판과 유사하게 전방 수요 확대와 공정 난이도 상승에 따른 ASP 상승 사이클이 동시에 전개되고 있다. 이러한 환경 속에서 기술적 진입장벽을 확보한 동사의 경쟁력은 한층 부각될 것으로 전망된다. 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 41,000원으로 17.1% 상향 제시한다.

(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	250.4	23.2	17.4	1,766	380.1	12,968	18.8	2.6	10.7	14.5	53.0
2026E	302.0	33.7	28.3	2,879	63.0	15,649	11.5	2.1	7.9	20.1	45.3
2027E	326.0	39.1	33.4	3,398	18.0	18,850	9.8	1.8	6.5	19.7	36.6

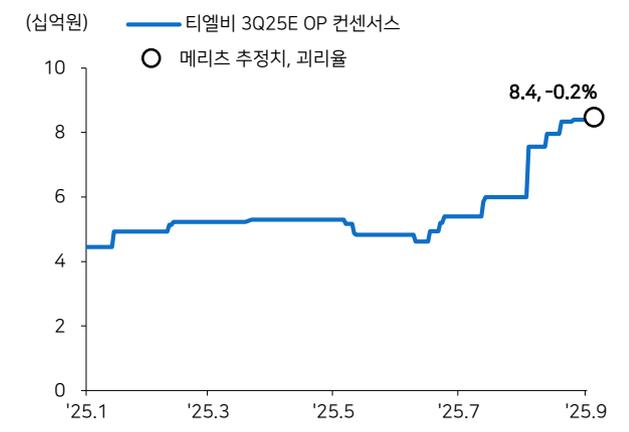
(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	67.5	46.4	45.4%	64.1	5.4%	66.0	2.4%	66.9	1.0%
영업이익	8.4	2.8	202.6%	6.9	22.2%	8.1	3.1%	8.4	-0.2%
세전이익	8.5	1.3	545.9%	5.6	52.6%	8.3	3.0%	7.1	19.7%
순이익	7.2	0.8	803.2%	4.5	58.1%	6.9	3.3%	5.6	27.8%
영업이익률(%)	12.4%	6.0%		10.7%		12.3%		12.6%	
세전이익률(%)	12.6%	2.8%		8.7%		12.5%		10.6%	
순이익률(%)	10.6%	1.7%		7.1%		10.5%		8.4%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	250.4	180.0	39.1%	244.5	2.4%	250.0	0.2%
영업이익	23.2	3.4	588.0%	22.9	1.0%	24.3	-4.9%
세전이익	21.5	4.9	339.5%	21.3	1.0%	23.3	-7.4%
지배주주 순이익	17.3	3.7	362.5%	17.2	1.0%	17.9	-3.2%
영업이익률(%)	9.2%	1.9%		9.4%		9.7%	
세전이익률(%)	8.6%	2.7%		8.7%		9.3%	
순이익률(%)	6.9%	2.1%		7.0%		7.2%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 4.9% 하회 전망



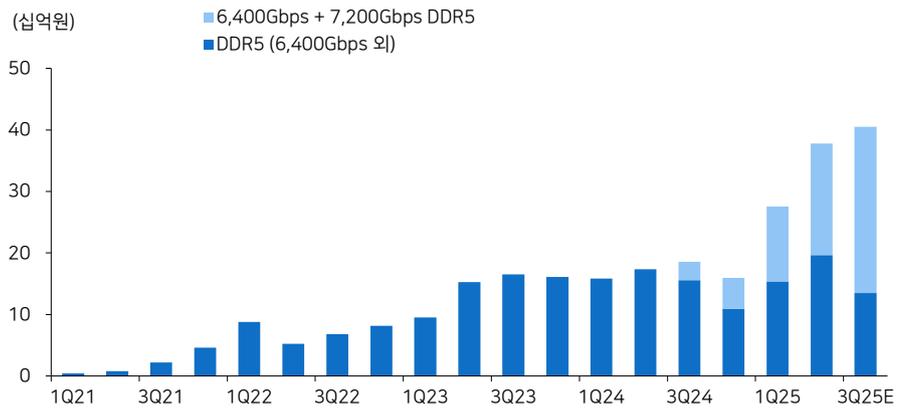
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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	64.1	67.5	65.8	180.0	250.4	302.0
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	20.9%	5.4%	-2.5%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	62.2%	45.4%	32.2%	5.1%	39.1%	20.6%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	23.1	24.7	24.1	87.4	92.5	109.3
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	37.8	40.5	39.5	67.7	145.4	183.6
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	3.2	2.3	2.2	24.8	12.5	9.2
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	6.9	8.4	6.0	3.4	23.2	33.7
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	266.0%	22.2%	-28.0%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	202.6%	564.6%	10.3%	589.4%	45.4%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	10.7%	12.4%	9.2%	1.9%	9.2%	11.1%

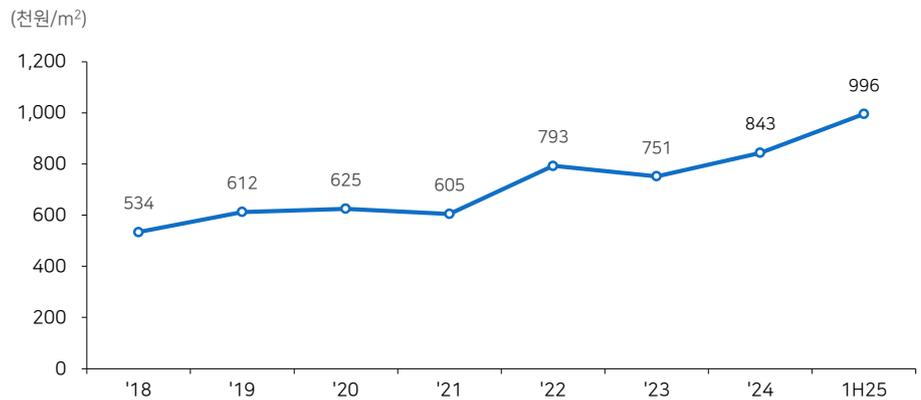
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 DDR5 매출액 추이



자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 Blended ASP 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

표4 티엘비 적정주가 산정표

(원)	Fair Value(원)	비고
12MF EPS	2,537	
적정배수 (배)	16.2	컨센서스 기준 2020년 저점 PER 적용
적정가치	41,205	
<b>적정주가</b>	<b>41,000</b>	
현재주가	33,200	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>23.5%</b>	

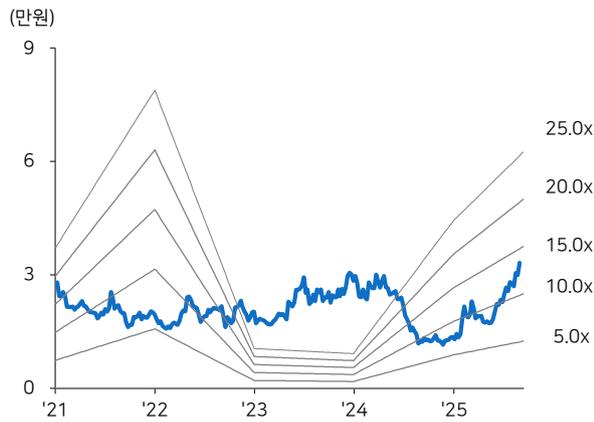
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 티엘비 밸류에이션 테이블

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
<b>주가 (원)</b>						
High	36,000	25,000	32,250	33,000		
Low	15,300	15,000	15,710	10,650		
Average	21,143	19,445	22,473	20,714		
<b>확정치 기준 PER (배)</b>						
High	28.5	8.0	126.1	89.7		
Low	12.1	4.8	61.4	28.9		
Average	16.8	6.3	87.9	56.3		
EPS (원)	1,262	3,108	256	368	1,766	2,879
EPS Growth (%)	-13.3	146.2	-91.8	43.9	380.1	63.0
<b>컨센서스 기준 PER</b>						
High	27.4	6.9	76.4	77.3		
Low	11.6	4.2	37.2	24.9		
Average	16.1	5.4	53.3	48.5		
EPS (원)	1,315	3,607	422	427	1,820	2,577
EPS growth (%)	-9.6	185.8	-86.4	67.0	394.6	45.9

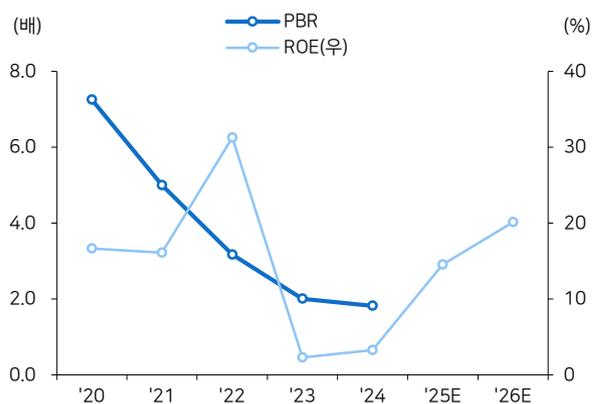
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 티엘비 PBR vs ROE 추이

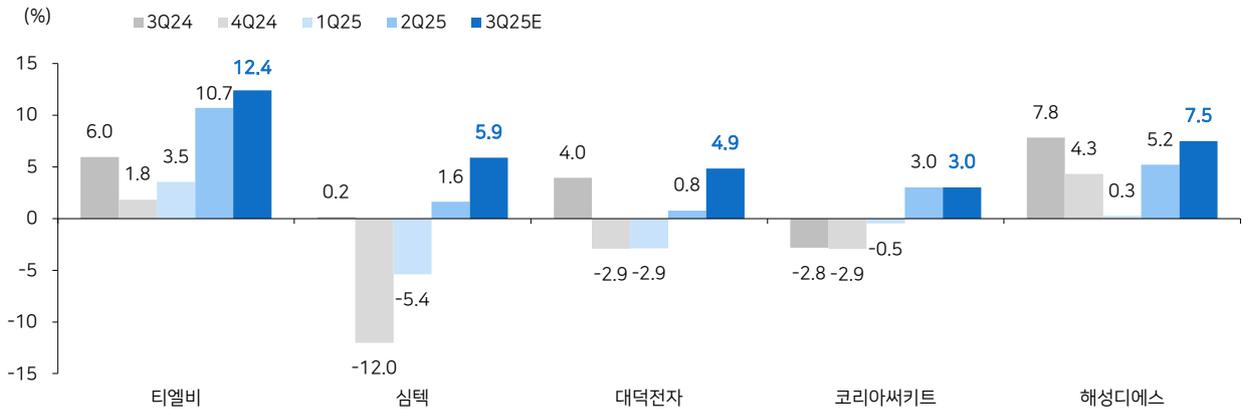


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
ABF Substrate	Ibiden	6,879	27.2	20.3	1.9	1.8	12.9	34.2	7.3	9.2	2,806	3,158	381	495	7.7	6.3
	Kinsus	1,566	29.6	17.7	1.3	1.3	3,258.1	67.0	4.3	6.5	1,257	1,407	95	145	6.7	5.7
	Nanya PCB	3,921	74.9	26.8	2.6	2.5	703.0	181.3	3.5	8.9	1,283	1,536	69	161	14.2	10.2
	Toppan	7,902	14.4	11.4	0.8	0.7	-5.0	26.9	5.9	6.8	12,251	13,005	671	842	7.0	6.1
PCB	티엘비	235	18.8	11.5	2.6	2.1	380.1	63.0	14.5	20.1	250	302	23	34	10.7	7.9
	이수페타시스	3,822	33.6	26.1	8.7	6.7	86.1	28.4	32.9	29.0	1,049	1,272	190	248	24.1	18.2
	대덕전자	900	43.3	16.8	1.5	1.4	24.5	157.7	3.2	8.3	997	1,186	25	82	8.3	5.9
	심텍	669	na	10.7	2.1	1.8	-86.8	-2,175.0	-1.0	17.8	1,370	1,580	30	124	11.7	6.5
	해성디에스	293	14.1	7.3	0.7	0.7	-51.7	93.0	5.2	9.4	632	706	41	68	5.5	4.1
	Unimicron	6,810	38.5	15.6	2.1	2.0	10.6	146.1	5.3	12.8	4,327	5,013	262	529	8.5	6.4
	Victory Giant	31,425	42.9	28.1	16.4	10.9	355.6	52.6	40.1	40.0	2,805	3,868	820	1,250	33.7	23.7
	WUS(Kunshan)	16,037	31.0	23.3	8.0	6.4	43.3	32.7	26.2	27.9	2,494	3,181	598	788	24.4	18.4
	Shennan Circuits	16,280	40.8	32.0	6.2	5.3	52.7	27.5	17.1	19.1	3,064	3,675	401	532	27.9	22.8
	Gold Circuit	7,542	25.9	17.8	8.7	7.1	63.7	45.4	37.0	40.2	1,969	2,509	443	622	15.6	11.4
	TTM Tech	4,918	20.5	18.3	3.0	2.8	321.3	12.1	na	na	2,819	2,974	316	358	12.7	11.8
First-Hi Tech	1,027	28.1	18.3	9.2	12.0	260.6	53.8	44.2	42.8	307	399	47	70	21.2	15.6	
AI CCL	EMC	14,009	27.7	20.4	10.3	8.5	67.4	35.7	39.0	42.6	3,087	3,841	658	886	19.1	14.7
	TUC	2,869	26.0	17.0	6.0	5.4	33.7	53.3	22.7	29.8	959	1,189	147	223	17.5	11.6
	ITEQ	1,406	23.9	17.0	2.0	1.9	128.8	41.0	8.4	11.0	1,130	1,279	95	127	10.7	8.7
	Shengyi Tech	15,645	36.2	27.2	6.7	5.9	73.2	32.6	19.1	22.3	3,704	4,540	518	692	24.8	20.6
핵심 소재	Ajinomoto	28,622	32.8	29.4	5.6	5.4	89.7	11.4	16.3	18.0	10,839	11,435	1,299	1,385	16.9	15.7
	Nitto Boseki	1,715	17.8	15.1	1.8	1.6	10.2	17.9	10.5	11.7	823	897	126	151	10.0	8.2

주: 티엘비는 당사 추정치, 그 외는 블룸버그 컨센서스 기준  
 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 래거시 기판 업체들 작년 하반기 이후 OPM 비교



주: 3Q 티엘비는 당사 추정치 기준, 타사는 Quantwise 컨센서스 기준  
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 티엘비 (356860)

### Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>171.3</b>	<b>180.0</b>	<b>250.4</b>	<b>302.0</b>	<b>326.0</b>
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	39.1	20.6	7.9
매출원가	160.0	165.9	213.9	253.0	270.3
매출총이익	11.4	14.1	36.5	49.1	55.7
판매관리비	8.3	10.8	13.4	15.4	16.6
<b>영업이익</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>23.2</b>	<b>33.7</b>	<b>39.1</b>
영업이익률(%)	1.8	1.9	9.2	11.1	12.0
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.7	0.1
중속/관계기업손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	-0.4	2.6	3.7
세전계속사업이익	3.3	4.9	21.6	35.5	42.8
법인세비용	0.8	1.3	4.3	7.4	9.6
<b>당기순이익</b>	<b>2.5</b>	<b>3.6</b>	<b>17.3</b>	<b>28.2</b>	<b>33.2</b>
지배주주지분 손이익	2.5	3.6	17.4	28.3	33.4

### Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>67.5</b>	<b>71.1</b>	<b>77.5</b>	<b>104.8</b>	<b>132.9</b>
현금및현금성자산	11.5	18.3	4.0	16.2	37.3
매출채권	21.9	23.7	32.9	39.7	42.9
재고자산	20.6	24.7	34.3	41.4	44.7
<b>비유동자산</b>	<b>105.0</b>	<b>117.3</b>	<b>117.5</b>	<b>118.3</b>	<b>119.8</b>
유형자산	91.1	104.9	105.2	106.1	107.6
무형자산	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
투자자산	2.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>자산총계</b>	<b>172.6</b>	<b>188.4</b>	<b>195.0</b>	<b>223.2</b>	<b>252.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>35.4</b>	<b>52.7</b>	<b>43.8</b>	<b>45.6</b>	<b>43.8</b>
매입채무	13.2	12.6	17.6	21.2	22.9
단기차입금	5.0	10.7	10.7	5.7	0.7
유동성장기부채	10.3	18.2	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>27.0</b>	<b>23.6</b>	<b>23.8</b>	<b>23.9</b>	<b>24.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	26.0	22.8	22.8	22.8	22.8
<b>부채총계</b>	<b>62.3</b>	<b>76.3</b>	<b>67.6</b>	<b>69.5</b>	<b>67.8</b>
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	92.8	119.2	150.7
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.4
<b>자본총계</b>	<b>110.2</b>	<b>112.1</b>	<b>127.4</b>	<b>153.6</b>	<b>184.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-1.5</b>	<b>4.7</b>	<b>16.5</b>	<b>27.5</b>	<b>34.5</b>
당기순이익(손실)	2.5	3.6	17.3	28.2	33.2
유형자산상각비	6.0	6.7	9.8	9.1	8.5
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.9	-6.6	-10.7	-7.8	-3.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-29.8</b>	<b>-4.1</b>	<b>-10.7</b>	<b>-8.5</b>	<b>-6.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-25.0	-17.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	0.4	2.5	-0.0	-0.0	-0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>11.1</b>	<b>5.9</b>	<b>-20.0</b>	<b>-6.8</b>	<b>-6.9</b>
차입금의 증감	15.6	10.4	-18.1	-4.9	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.7	6.8	-14.2	12.2	21.0
기초현금	31.2	11.5	18.3	4.1	16.2
기말현금	11.5	18.3	4.1	16.2	37.3

### Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	17,422	18,307	25,469	30,717	33,156
EPS(지배주주)	256	368	1,766	2,879	3,398
CFPS	1,208	1,230	3,317	4,417	4,845
EBITDAPS	939	1,036	3,359	4,356	4,845
BPS	11,213	11,399	12,968	15,649	18,850
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	119.5	35.5	18.8	11.5	9.8
PCR	25.3	10.6	10.0	7.5	6.9
PSR	1.8	0.7	1.3	1.1	1.0
PBR	2.7	1.1	2.6	2.1	1.8
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	33.0	42.8	47.6
EV/EBITDA	34.6	15.8	10.7	7.9	6.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	14.5	20.1	19.7
EBITDA 이익률	5.4	5.7	13.2	14.2	14.6
부채비율	56.5	68.1	53.0	45.3	36.6
금융비용부담률	0.7	1.0	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	1.9	14.0	27.7	38.0
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	8.9	8.3	7.9
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.5	8.0	7.6

**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 증가대비 3등급	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	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)

**투자의견 비율**

투자의견	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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-13.8	-9.0	
2025.08.13	기업브리프	Buy	35,000	양승수	-17.9	-5.1	
2025.09.10	기업브리프	Buy	41,000	양승수	-	-	