

티엘비 356860

NDR 후기: 메모리 기판 업사이클의 선두주자

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

RA 우서현

02. 6454-4907

seohyun.woo@meritz.co.kr

당사가 20일 진행한 티엘비 NDR에서 투자자들의 관심사는 ① 추가적인 ASP 상승 가능성 ② SoCAMP 프로젝트의 진행 상황과 향후 전망, ③ 2026년 증설 계획과 이에 따른 실질적 업사이드 규모에 집중됐다.

1. 멈추지 않는 P상승: 3Q25 기준 동사의 ASP는 m²당 1,045,301원으로 2024년 대비 23.9% 상승했다. 이는 ① 6,400/7,200 Mbps DDR5와 eSSD향 매출 확대에 따라 고부가 제품 비중이 51%까지 확대된 점, ② 메모리 업황 개선 속에 금 가격 상승 등 원자재 비용 변화가 판가 협상에 일부 반영된 점이 동시에 작용한 결과다. 동사가 정의하는 고부가가치 제품은 BVH 공법 적용으로 공정 반복도가 증가하며 생산 난이도가 높은 제품군을 의미한다.

동사의 ASP 상승세가 향후에도 지속될 것으로 예상된다. 이는 1) DDR5의 고용량·고속화 추세가 이어지고, ② eSSD 기판에서 BVH 공법 적용이 확대되며, ③ CXL·SoCAMP·LPCAMP·MRDIMM 등 차세대 기판 라인업이 본격 확대되고 있기 때문이다. 서버용 DDR5는 내년 초 8,000 Mbps 제품 출시가 예상되며, 이를 통해 추가 15~20% 수준의 단가 상승이 이뤄질 전망이다. 기존 제품은 CR로 일부 단가 하락이 발생할 수 있으나, 8,000 Mbps DDR5 전환을 통해 전체 ASP는 오히려 상승할 것으로 기대된다. eSSD 기판 또한 기존 16층에서 20층, 24층 등으로 층수가 증가하면서 BVH 공법 적용 범위가 확대되고 있다. 또한 SoCAMP·CXL·LPCAMP·MRDIMM 등 다양한 차세대 기판 대부분이 커스터마이징 제품으로, 추가적인 ASP 상승 여력이 높다. 특히 SoCAMP는 뒤에서 상세히 설명하겠지만, 일반 노말 제품 대비 약 3배 수준의 ASP 상승이 가능한 제품군으로 판단된다.

2. SoCAMP 기판 2026년 쇼티지 가능성에 주목: 동사는 현재 국내 및 북미 메모리 고객사향 SoCAMP용 메모리모듈 기판을 공급하고 있다. 당사는 SoCAMP 기판이 구조적으로 공급 부족이 심화될 가능성이 높다고 판단한다. 이는 1) SoCAMP 기판은 기존 서버용 DDR5 기판(약 12층) 대비 더 높은 층수와 5단 HDI 공법이 요구되며, 이는 동사가 주력으로 사용하는 BVH(3회 반복) 대비 본질적인 Capa Loss를 수반한다. 2) GB200 NVL72 도입 당시 5단 HDI 기반 Bianca Board의 수율 안정에 상당한 시간이 소요된 전례를 감안하면 SoCAMP 역시 양산 초기 수율 정상화까지 장기간이 필요할 가능성이 높다. 3) 주요 메모리모듈 기판 업체들의 가동률이 이미 높은 수준에 있으나, 증설을 추진하는 업체가 동사 외에는 없는 것으로 파악된다. 이러한 요인을 종합하면 SoCAMP 기판은 구조적 쇼티지 국면에 진입할 가능성이 높고, 수율만 안정화되면 금 비중이 낮은 구조적 특성상 높은 마진이 유지될 것으로 예상된다.

3. 국내+베트남 병행 증설 진행: 당사는 베트남 공장의 병목공정 해소 투자와 국내 안산 2공장 증설을 병행하고 있다. 베트남 병목공정 투자는 고객사 쉼 기간을 감안할 때 내년 하반기 가동이 예상된다. 안산 2공장은 설비를 포함한 유휴 부지를 이미 확보한 상태에서 회로 형성 라인 중심의 추가 투자가 진행 중이며, 베트남보다 빠른 내년 1월부터 선가동이 가능할 전망이다. 두 공장을 합산한 생산 기준 증설 규모는 약 15%이며, 고부가 라인 중심의 증설임을 감안할 때 매출액 기준으로는 2027년 폴가동 시 연간 600억원 전후의 신규 매출 효과가 예상된다.

[메모리 기반 기판 업사이클의 최선후주 관점 유지]

이전 11.13일자 티엘비 리포트에서 언급한 바와 같이, 당사는 이번 기판 업사이클과 '21~'22년 팬데믹 기반 업사이클과는 다른 관점에서 접근하고 있다. 당시에는 팬데믹 효과로 전 범위 IT 수요가 급반등하면서 기판 전 품목에서 공급 부족이 심화되었고, 기판 업체들은 가파른 가동률 상승과 원가 상승을 상회하는 ASP 인상을 기반으로 전면적인 호황을 경험했다. 반면 이번 사이클은 전방 수요가 선택적으로 회복되는 구조로, AI 확산의 낙수효과가 메모리—특히 서버용 메모리—에 집중되고 있다. 메모리 기반은 타이트한 수급과 스펙 상승이 동시에 나타나며 구조적 강세가 이어질 가능성이 높다. 반면 팬데믹 시기와는 달리 IT 세트향 기판은 전방 수요 부진이 지속되고 있어 P-Q 모두 개선될 여지가 크지 않다. 오히려 최근 금·구리 등 주요 원자재 가격 급등을 판가에 충분히 전가하기 어렵다는 점에서 수익성 둔화 가능성이 높다.

즉, 이번 기판 업사이클은 메모리, 그 중 서버용 비중이 높을수록 유리하며, 기타 IT 세트향 비중이 낮을수록 수혜 강도가 커지는 구조라 판단된다. 이러한 환경에서 티엘비는 서버용 메모리 중심의 매출 구조와 제한된 Capa 기반의 극한의 가동률 유지와 하이엔드 중심 수주를 통한 ASP 개선이 지속될 수 있다는 점이 핵심이다. 중장기적으로 구조적 우상향 흐름이 유지될 수 있는 시점인 만큼, 최근 주가 조정은 비중 확대의 기회로 판단된다

표1 티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율	1,328	1,370	1,374	1,394	1,453	1,400	1,390	1,410	1,366	1,413	1,380
매출액	44.2	39.5	46.4	49.8	53.0	64.1	68.9	72.6	180.0	258.6	343.8
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	20.9%	7.5%	5.4%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	62.2%	48.3%	45.8%	5.1%	43.6%	33.0%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	23.1	21.4	22.2	87.4	87.3	113.8
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	37.8	44.1	47.9	67.7	157.4	219.0
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	3.2	3.4	2.5	24.8	13.9	11.0
영업이익	-0.3	-0.1	2.8	0.9	1.9	6.9	8.7	7.8	3.4	25.2	46.4
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	266.0%	26.2%	-9.8%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	212.4%	759.4%	10.3%	650.2%	84.2%
영업이익률 (%)	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.8%	3.5%	10.7%	12.6%	10.7%	1.9%	9.7%	13.5%
세전이익	0.5	1.2	1.3	1.9	1.4	5.6	8.7	7.8	4.9	23.4	46.1
지배주주순이익	0.2	1.1	0.8	1.6	0.9	4.5	6.5	6.5	3.7	18.4	36.5
지배주주순이익률 (%)	0.5%	2.9%	1.7%	3.2%	1.7%	7.1%	9.4%	8.9%	2.1%	7.1%	10.6%

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

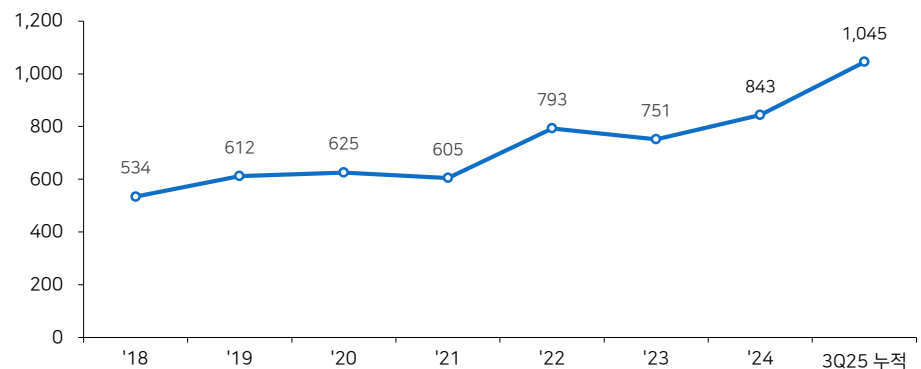
표2 PCB, CCL 밸류체인 밸류에이션 비교

		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	10,195	38.5	27.9	3.1	2.8	18.6	37.9	8.1	10.2	2,665	3,106	391	535	11.9	9.4
	Kinsus	1,875	36.4	18.1	1.8	1.6	3,228.9	100.9	4.5	8.5	1,255	1,480	89	162	8.1	6.5
	Nanya PCB	5,141	100.2	27.9	3.5	3.3	703.0	260.0	3.6	12.4	1,290	1,657	62	209	19.6	11.9
	Toppan	7,753	16.7	12.1	0.8	0.8	-18.4	37.9	5.9	6.8	11,850	12,710	626	793	7.2	6.3
PCB	티엘비	417	33.3	18.2	4.8	3.9	371.2	82.8	15.3	22.7	256	335	26	44	19.2	12.5
	이수페타시스	6,097	53.3	37.9	13.6	10.2	86.7	40.9	33.4	31.0	1,085	1,429	203	300	39.1	27.1
	대덕전자	1,592	49.8	19.4	2.7	2.4	92.3	156.8	5.3	12.8	1,046	1,305	47	140	14.6	9.1
	심텍	1,155	na	14.6	3.7	3.0	-23.9	-526.5	-5.6	22.5	1,399	1,658	19	159	20.6	8.7
	해성디에스	549	25.3	11.1	1.4	1.3	-49.3	127.1	5.6	11.7	649	760	42	89	9.5	6.3
	Unimicron	7,837	45.0	17.4	2.6	2.3	10.5	157.9	5.5	13.7	4,225	5,058	220	544	10.3	7.1
	Victory Giant	31,230	44.1	24.6	14.7	9.7	337.4	79.5	36.6	40.2	2,839	4,534	801	1,453	33.7	18.9
	WUS(Kunshan)	16,651	31.6	22.7	8.2	6.4	46.5	38.9	26.7	29.8	2,581	3,482	614	884	24.9	17.5
	Shennan Circuits	17,651	37.9	28.6	6.6	5.5	78.2	32.6	19.7	22.6	3,213	4,004	477	677	27.0	21.1
	Gold Circuit	8,609	29.2	19.5	10.2	8.2	68.1	49.7	39.9	46.9	1,935	2,520	450	650	17.5	12.5
	Tripod Tech	5,026	15.1	12.8	3.0	2.8	28.5	17.4	20.4	22.5	2,332	2,565	417	485	8.5	7.6
	TTM Tech	6,075	24.1	20.6	3.7	3.5	343.3	17.1	na	na	2,886	3,151	334	392	14.5	13.3
	First-Hi Tech	877	19.7	10.8	8.2	10.6	342.0	82.2	na	na	322	475	59	102	na	na
AI CCL	EMC	14,905	30.9	21.2	10.4	8.4	56.5	46.2	36.3	39.8	3,025	3,890	618	888	22.3	15.9
	TUC	3,450	32.2	19.6	7.0	6.1	31.0	64.1	22.7	31.8	952	1,259	144	236	21.2	13.2
	ITEQ	1,155	23.4	15.4	1.8	1.7	94.7	51.8	7.1	10.7	1,054	1,198	80	120	9.6	7.2
	Shengyi Tech	18,157	37.7	25.7	7.5	6.3	92.6	47.0	20.6	26.0	3,897	5,093	598	880	27.0	19.8
핵심 소재	Ajinomoto	23,371	28.7	25.7	4.9	4.9	78.6	11.6	15.9	17.5	10,215	10,787	1,212	1,314	14.9	13.6
	Nitto Boseki	3,453	38.1	31.2	3.7	3.3	4.4	22.2	10.6	11.6	774	848	121	149	20.0	15.9
	Union Tool	991	21.9	16.9	1.8	1.7	12.5	15.3	8.2	na	245	271	52	60	12.1	10.2
	Topoint	538	48.4	na	3.4	3.5	79.4	80.2	6.4	13.2	137	179	17	29	16.1	11.4
	Mitsui mining	6,708	38.2	23.0	3.0	2.7	-58.3	66.3	7.2	12.3	4,457	4,320	387	441	12.9	11.0
	Co-tech	1,873	54.6	10.3	8.2	6.0	20.6	215.3	15.1	35.4	253	347	47	136	32.3	9.3

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

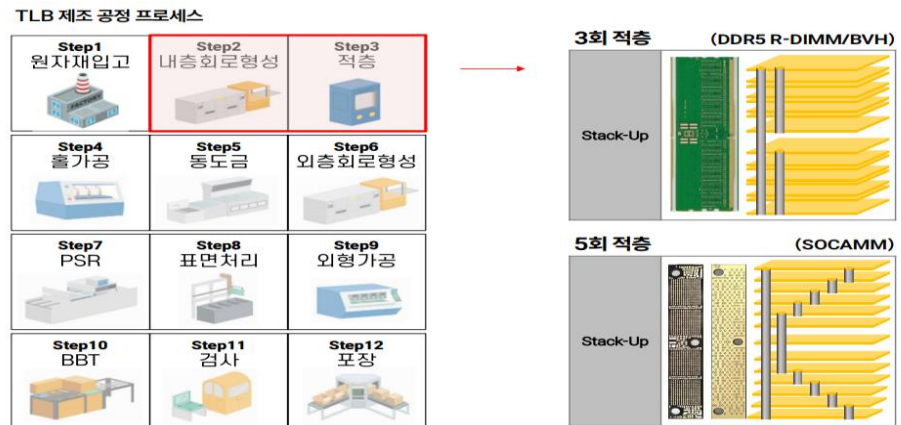
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 티엘비 ASP 추이

(천원/m²)

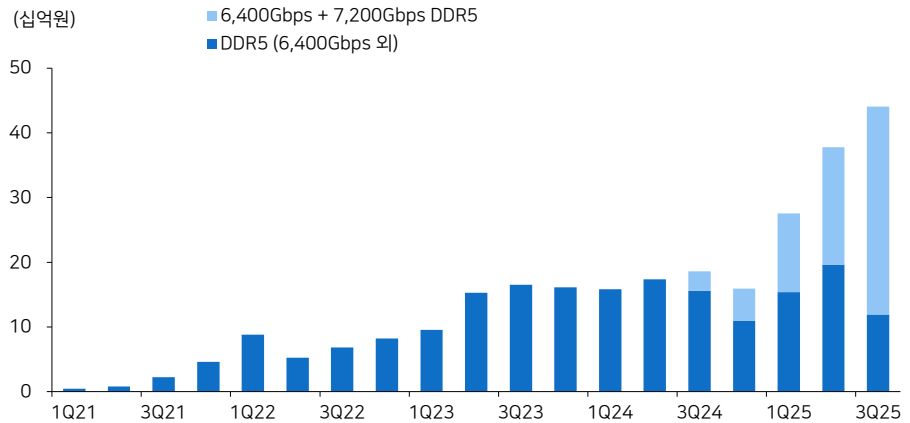
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림2 티엘비 고부가제품 구조



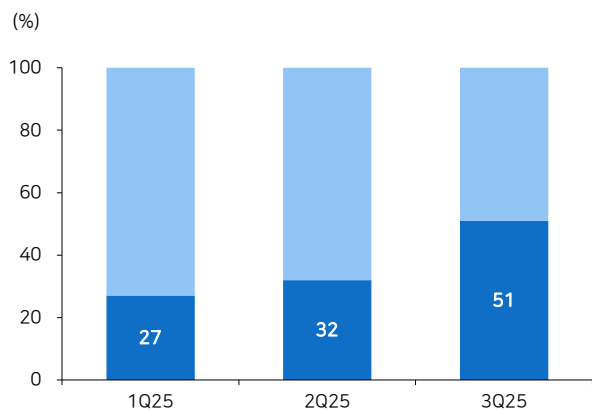
자료: 티엘비

그림3 티엘비 DDR5 매출액 추이



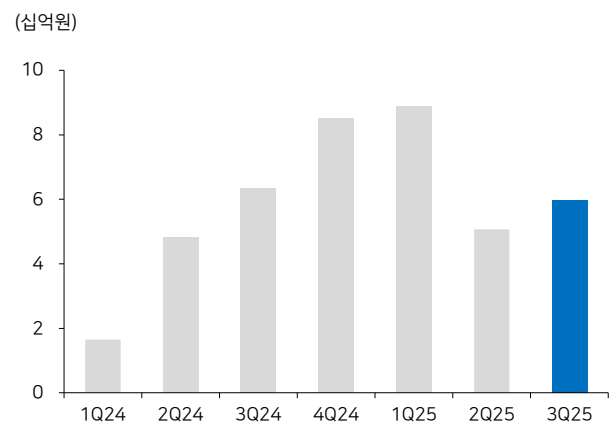
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 고부가제품 매출 비중 추이



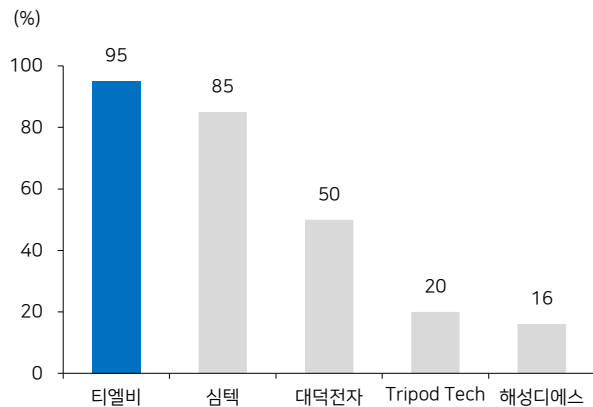
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 eSSD 매출액 추이



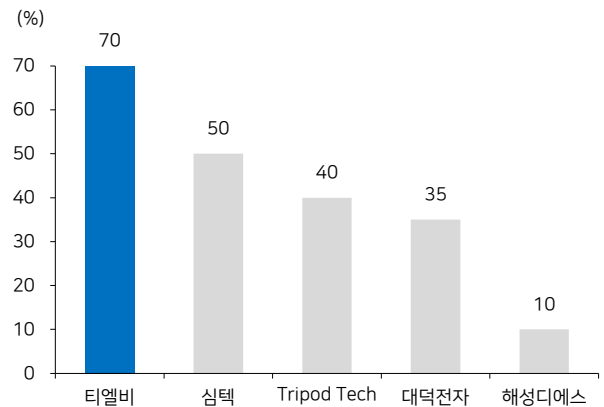
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 메모리 매출 비중 비교



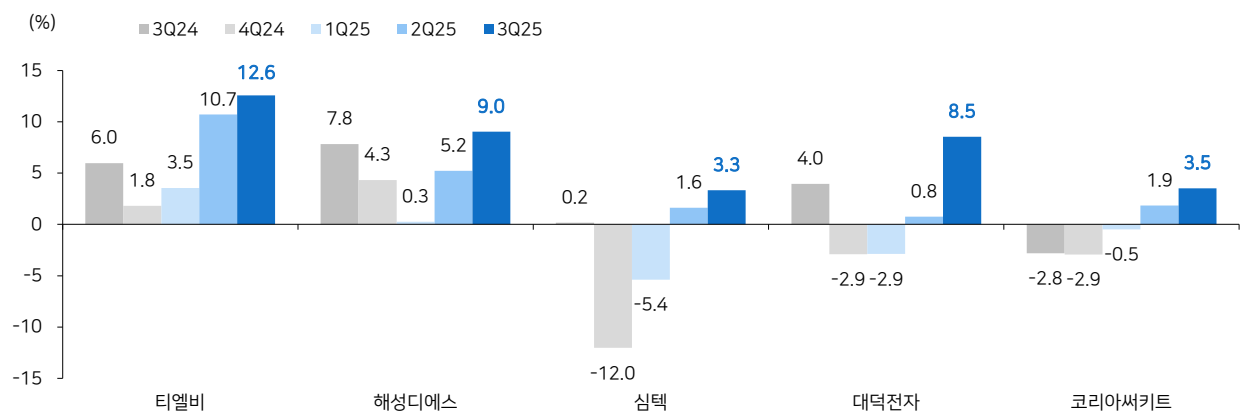
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림7 서버향 매출 비중 비교



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 래거시 기판 업체들 작년 하반기 이후 OPM 비교



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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.