

# 티엘비(356860)

## 28년을 고려해 봐야할 때

**BUY**

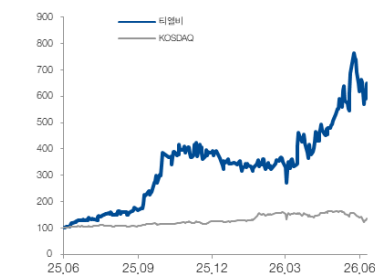
**TP 130,000원**

현재주가 (6/11)	106,100원	
상승여력	22.5%	
시가총액	1,043십억원	
발행주식수	11,906천주	
자본금/액면가	12십억원/500원	
52주 최고가/최저가	125,062원/18,290원	
일평균 거래대금 (60일)	28십억원	
외국인 지분율	15.77%	
주요주주 지분율		
백성현외8인	29.18%	
주가상승률	1M	3M
절대주가(%)	11.5	79.6
상대주가(%p)	35.0	104.8

\* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	3,248	5,273	83,000
After	2,567	2,252	130,000
Consensus	3,931	4,910	117,207
Cons. 차이	-34.7%	-54.1%	10.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- Memory Module PCB에 대해 업종 내 강한 긍정 의견 제시. 기존 Server향 Memory 수요가 증가함에 따라 RDIMM 등의 수요가 지속적으로 증가 중. 이에 더해 최근 SOCAMM2 Module PCB의 용량축소로 인해 당사는 SOCAMM2의 Module PCB의 Q가 더욱 증가할 것으로 예상. SOCAMM2의 성장과 더불어 Server향 Exposure가 높은 동사는 향후 Vera CPU의 확장 스토리와 맞물려 지속 성장 가능할 것으로 보임. 투자 의견 BUY, 목표주가는 130,000원으로 상향(기존 목표주가는 26F EPS 3,248원에 Target P/E는 25.4배(25년 12M Fwd. P/E Peer 평균)를 적용한 83,000원 제시)

### 주요이슈 및 실적전망

- 2Q26 매출액은 817억원(YoY+27.6%), 영업이익은 112억원(YoY+62.8%, OPM+13.7%)을 예상
- BVH 공법이 적용된 Module 및 SOCAMM, LPCAMM PCB의 비중이 지속적으로 확대되며 고부가 Server향 비중은 지속적으로 확대 중. 이미 연초부터 DDR4의 비중은 대부분 축소되었고, DDR5 및 eSSD 위주의 매출 발생이 지속되고 있음. 향후에도 이러한 추세는 지속될 것으로 보이고 2Q 내에는 High-End 비중이 60% 중후반 수준에 도달할 것으로 예상. 특히 긍정적인 점은 최근 저사양 제품군에 대한 가격 인상으로 인해 수익성에 대해 소폭 긍정적으로 해석할 수 있다는 점임. 고부가 비중 확대에 따른 Mix 개선, 저부가 제품의 가격 인상 등으로 수익성은 완만하지만 점차 개선될 것으로 전망
- 증설 물량이 3분기부터 반영되며 3Q 물량은 더욱 확대될 것으로 보임. 국내 안산 2공장 및 베트남 후공장 라인이 추가로 확대되며, Capa는 더욱 확대될 것이고 가동률 역시 지속해서 높은 수준을 유지할 것으로 보임. 이에 따라 하반기는 상반기 대비 외형 성장이 지속되고, SOCAMM2의 반영으로 인해 수익성 역시 더욱 개선될 것으로 예상. 또한 자금 조달을 통한 대규모 증설 물량은 2028년부터 본격적으로 반영될 것이고, 이로 인해 매출 기준 Capa는 최소 YoY +50% 이상 증가할 것으로 예상. SOCAMM2 및 고부가의 비중에 따라 이는 더욱 확대될 수 있는 부분으로 해석됨
- SOCAMM2는 이미 상반기에 일부 매출이 발생하고 있으나 본격적인 매출은 하반기에 인식될 것으로 예상. 올해는 전체 매출의 약 10% 비중을 차지할 것으로 예상되나, 이는 내년 Vera CPU의 빠른 침투율 확대에 따라 가파른 성장을 지속할 것. SOCAMM2 Module PCB는 기존 BVH공법 기반 PCB 대비 ASP가 2배 이상 높은 수준이며, 이는 반복 공정 횟수가 증가하고 기술적 난도가 더욱 어렵기 때문. 원재료 비중과 기술적 난이도, 높은 평가 등을 종합적으로 고려한다면 SOCAMM2의 매출이 본격화될 시 수익성은 더욱 가파르게 증가할 것으로 전망

### 주가전망 및 Valuation

- Memory Module PCB 수요는 매우 강하며, 빠른 증설에도 불구하고 당분간 공급부족이 지속될 것으로 전망. 이러한 상황 속에서 일부 제품은 가격인상까지 이어지고 있으며, 향후 SOCAMM, LPCAMM 등의 고부가가치 PCB의 수요 비중이 확대되면 Mix가 지속 개선되며 동사의 Multiple은 지속 Re-rating 될 것으로 판단됨. 다만, 대규모 자금 조달을 고려할 때, Peer 대비 높은 Valuation에 유의할 필요는 있음. 베트남 공장이 완공되고 연간 Fully 반영되는 28년을 기준으로 Valuation 진행. 목표주가는 28F EPS 4,372원에 Target Multiple 29.3배(25년 동사 Historical P/E, 25년의 기대감이 Capa 확대와 동시에 반영될 수 있다고 판단)를 적용한 130,000원 산출(자세한 Valuation 논리는 2p 참고)

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	180	3	4	10	368	43.9	33.6	1.1	15.8	3.3	1.6
2025	258	26	19	34	1,937	426.5	29.3	4.4	18.9	16.0	0.8
2026F	363	47	40	57	2,567	32.5	41.3	7.3	16.2	16.9	0.4
2027F	491	63	53	74	2,252	-12.3	47.1	6.5	13.2	14.7	0.4
2028F	655	121	104	139	4,372	94.2	24.3	5.3	6.9	24.0	0.4

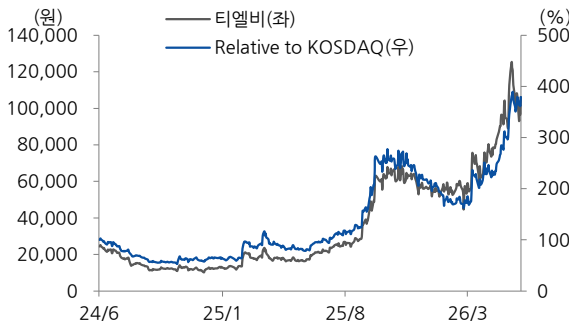
\* KIFRS 연결 기준

<표1> 티엘비 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>53.0</b>	<b>64.1</b>	<b>68.9</b>	<b>72.6</b>	<b>75.8</b>	<b>81.7</b>	<b>100.4</b>	<b>104.6</b>	<b>258.5</b>	<b>362.6</b>	<b>490.9</b>
YoY	19.8%	62.2%	48.3%	45.7%	43.1%	27.6%	45.8%	44.2%	43.6%	40.3%	35.4%
QoQ	6.4%	20.9%	7.6%	5.3%	4.5%	7.8%	22.8%	4.2%			
<b>SSD</b>	<b>20.7</b>	<b>23.1</b>	<b>21.4</b>	<b>19.6</b>	<b>21.4</b>	<b>25.3</b>	<b>29.1</b>	<b>29.3</b>	<b>84.8</b>	<b>105.2</b>	<b>130.0</b>
<b>DDR5</b>	<b>27.6</b>	<b>37.8</b>	<b>44.1</b>	<b>49.3</b>	<b>44.1</b>	<b>53.9</b>	<b>68.3</b>	<b>73.2</b>	<b>158.8</b>	<b>239.6</b>	<b>351.1</b>
<b>기타</b>	<b>4.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>15.0</b>	<b>11.0</b>	<b>9.8</b>
<b>매출원가</b>	<b>48.3</b>	<b>54.4</b>	<b>56.9</b>	<b>60.7</b>	<b>61.7</b>	<b>66.8</b>	<b>84.3</b>	<b>87.5</b>	<b>220.3</b>	<b>300.3</b>	<b>409.5</b>
% of Sales	91.1%	85.0%	82.6%	83.6%	81.3%	81.7%	84.0%	83.6%	85.2%	82.8%	83.4%
<b>매출총이익</b>	<b>4.7</b>	<b>9.6</b>	<b>12.0</b>	<b>11.9</b>	<b>14.2</b>	<b>15.0</b>	<b>16.1</b>	<b>17.2</b>	<b>38.2</b>	<b>62.4</b>	<b>81.5</b>
GPM	8.9%	15.0%	17.4%	16.4%	18.7%	18.3%	16.0%	16.4%	14.8%	17.2%	16.6%
<b>판매관리비</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>12.3</b>	<b>14.9</b>	<b>18.6</b>
% of Sales	5.4%	4.3%	4.8%	4.5%	4.5%	4.6%	3.8%	3.7%	4.7%	4.1%	3.8%
<b>영업이익</b>	<b>1.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>	<b>10.7</b>	<b>11.2</b>	<b>12.2</b>	<b>13.3</b>	<b>26.0</b>	<b>47.4</b>	<b>62.8</b>
OPM	3.5%	10.7%	12.6%	11.8%	14.1%	13.7%	12.2%	12.7%	10.0%	13.1%	12.8%

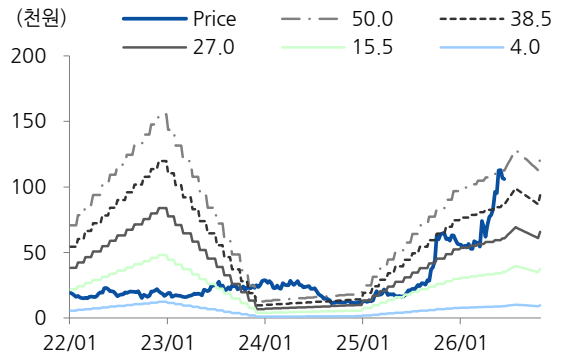
자료: 현대차증권

<그림1> 티엘비 주가추이



자료: 티엘비, 현대차증권

<그림2> 티엘비 P/E Band



자료: 티엘비, 현대차증권

<표2> 주가전망 및 Valuation

구분	내용	비고
28F EPS (원)	4,372	
Target Multiple (배)	29.3	- 2025 P/E 적용. Memory Cycle이 본격적으로 시작한 2025년을 기준으로 제시. 2025년부터 Module PCB 업계 전반적으로 가동률이 상승하였음. 동사가 2028년에 베트남 Capa가 확장된다면 현재 부족한 Capa 문제를 해결하고 본격적인 성장이 이어질 것으로 예상. 이에 더해, SOCAMM, LPCAMM 등의 고부가 기판 Mix가 개선된다면 P, Q 동반 Cycle이 예상되고 이는 Capa 확장 기대감이 있었던 2025년 당시의 Multiple을 적용할 수 있다고 판단
목표주가 (원)	130,000	
현재주가 (원)	106,100	
Upside Potential (%)	22.5	

주: EPS는 증자 이후 주식수를 반영  
자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	180	258	363	491	655
증가율 (%)	5.1	43.6	40.3	35.4	33.4
매출원가	166	220	300	409	512
매출원가율 (%)	92.2	85.2	82.8	83.4	78.2
매출총이익	14	38	62	81	143
매출이익률 (%)	7.8	14.8	17.2	16.6	21.8
증가율 (%)	24.2	171.0	63.1	30.6	75.3
판매관리비	11	12	15	19	22
판매관리비율 (%)	6.0	4.7	4.1	3.8	3.4
EBITDA	10	34	57	74	139
EBITDA 이익률 (%)	5.7	13.3	15.7	15.0	21.2
증가율 (%)	10.2	237.0	65.6	29.5	88.4
영업이익	3	26	47	63	121
영업이익률 (%)	1.9	10.0	13.1	12.8	18.4
증가율 (%)	10.3	673.2	82.6	32.6	91.7
영업외손익	1	-2	1	2	0
금융수익	1	1	1	3	3
금융비용	2	3	3	3	3
기타영업외손익	2	0	3	2	0
중속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	5	24	49	65	120
세전계속사업이익률	2.7	9.4	13.4	13.2	18.3
증가율 (%)	50.1	397.4	99.8	33.2	85.1
법인세비용	1	5	9	12	17
계속사업이익	4	19	39	53	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	19	39	53	103
당기순이익률 (%)	2.0	7.3	10.9	10.8	15.8
증가율 (%)	43.4	426.8	107.8	35.1	94.2
지배주주지분 순이익	4	19	40	53	104
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-1	1	0	0
총포괄이익	4	18	41	53	103

(단위: 십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	5	8	26	50	92
당기순이익	4	19	39	53	103
유형자산 상각비	7	8	9	10	18
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-7	-23	-23	-14	-30
기타	1	4	1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-4	-34	-23	-90	-70
투자자산의 감소(증가)	3	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-37	-22	-90	-70
기타	11	3	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	6	32	183	-11	-10
차입금의 증가(감소)	2	25	6	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-10	185	0	0
배당금	-2	-4	-7	-11	-11
기타	5	20	-1	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0
현금의증가(감소)	7	6	188	-50	11
기초현금	11	18	25	212	162
기말현금	18	25	212	162	173

\* 증자 이후 주식을 2026년 3분기 중으로 반영

\*\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	71	103	326	300	363
현금성자산	18	25	212	162	173
단기투자자산	2	0	0	0	1
매출채권	24	27	40	48	66
채고자산	25	45	65	79	109
기타유동자산	3	6	9	10	14
비유동자산	117	143	157	237	289
유형자산	105	130	145	224	276
무형자산	1	2	2	2	1
투자자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	12	11	11	11	11
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	188	246	484	536	652
유동부채	53	103	124	134	156
단기차입금	11	42	49	49	49
매입채무	13	18	26	32	44
유동성장기부채	18	27	27	27	27
기타유동부채	11	15	21	26	36
비유동부채	24	18	17	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	23	17	16	16	16
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	2
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	76	120	141	151	174
지배주주지분	112	126	343	385	478
자본금	5	5	12	12	12
자본잉여금	31	21	199	199	199
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	1	0	2	2	2
이익잉여금	77	102	132	175	268
비지배주주지분	0	0	0	0	-1
자본총계	112	126	342	385	478

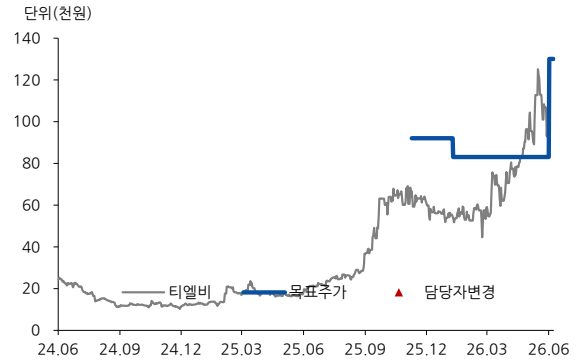
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	366	1,928	2,558	2,244	4,357
EPS(지배순이익 기준)	368	1,937	2,567	2,252	4,372
BPS(자본총계 기준)	11,401	12,819	14,450	16,246	20,155
BPS(지배지분 기준)	11,399	12,827	14,458	16,262	20,186
DPS	200	450	450	450	450
P/E(당기순이익 기준)	33.8	29.4	41.5	47.3	24.3
P/E(지배순이익 기준)	33.6	29.3	41.3	47.1	24.3
P/B(자본총계 기준)	1.1	4.4	7.3	6.5	5.3
P/B(지배지분 기준)	1.1	4.4	7.3	6.5	5.3
EV/EBITDA(Reported)	15.8	18.9	16.2	13.2	6.9
배당수익률	1.6	0.8	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	43.4	426.8	32.7	-12.3	94.2
EPS(지배순이익 기준)	43.9	426.5	32.5	-12.3	94.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.2	15.9	16.8	14.6	23.9
ROE(지배순이익 기준)	3.3	16.0	16.9	14.7	24.0
ROA	2.0	8.7	10.8	10.4	17.4
안정성 (%)					
부채비율	68.1	95.4	41.2	39.3	36.4
순차입금비율	28.8	49.0	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	1.9	10.2	15.8	20.7	39.6

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.11.19	BUY	92,000	-36.31	-29.71
2026.01.20	BUY	83,000	-10.78	50.68
2026.06.12	BUY	130,000		

▶ 최근 2년간 티엘비 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.