2025. 7. 1

티엘비 356860

진짜는 모두가 알아보는 법(ft. DDR5, SOCAMM)

▲ 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 (12 개월)	28,000 원
현재주가 (6.30)	22,100 원
상승여력	26.7%
KOSDAQ	781.50pt
시가총액	2,173억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	67.90%
외국인비중	4.24%
52주 최고/최저가	24,900원/10,720원
평균거래대금	38.3억원
주요주주(%)	
백성현 외 9 인	30.60
한국증권금융	5.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.7	69.3	-6.4
상대주가	20.0	47.0	0.7

주가그래프

- ✓ 2Q25 연결 매출액과 영업이익 각각 컨센서스 5.4%, 12.6% 상회 전망
- ✓ 1Q25에 이어 서버용 6,400Gbps DDR5에 대한 강력한 수요가 지속되고 있기 때문
- ✓ 2025년 영업이익 192억원으로 컨센서스(154억원) 25% 상회 예상
- ✓ Socamm 조기 상용화(Rubin→내년 초 GB300)로 관련 성장 모멘텀 재차 부각 기대
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 28,000원으로 상향 제시

2Q25 Preview: 서버용 6,400Gbps DDR5 모듈로 고공행진

2Q25 연결 실적은 매출액 611억원(+54.8% YoY), 영업이익 45억원(흑전 YoY)으로 각각 시장 컨센서스를 +5.4%, +12.6% 상회할 전망이다. 1Q25에 이어 DDR5 매출의 추가 성장이 예상되며(그림3), 특히 BVH 공법이 적용되는 서버용 6,400Gbps DDR5 모듈은 전분기 대비 40% 이상의 고성장이 기대된다. 영업이익 측면에서는 노후 설비 교체에 따른 일회성 비용이 반영됨에도, 매출 확대에 따른 영업 레버리지 효과로 기대치를 상회하는 수익성이 전망된다.

2025년 영업이익 192억원으로 컨센서스(154억원) 25% 상회 예상

DDR4 가격 상승으로 인한 일시적인 재고 확보 움직임, 이로 인한 기판 주문 증가가 최근 국내 기판 업체들의 주가 반등을 주도하였다. 그러나 DDR4가 중장기적으로 생산 종료 수순에 접어들고 있다는 점을 고려하면, 이러한 수요 증가를 구조적인 흐름으로 보기는 어렵다. 반면 DDR5는 DDR4와 달리 국내 메모리 업체들의 DDR5로의 전환 가속화로 실수요 중심의 성장이 예상된다(그림7). DDR5 비중이 매출의 절반 이상을 차지하고, 고부가가치 제품인 6,400Gbps DDR5 모듈 내 경쟁우위를 확보한 동사의 실적 개선 흐름이 뚜렷할 것으로 기대되는 이유이다. 당사는 2025년 영업이익(192억원)이 컨센서스(154억원)를 25% 상회할 것으로 예상한다.

SOCAMM 조기 상용화 예상 → 적정주가 28,000원으로 상향 제시

CXL, LPCAMM, SOCAMM 등 차세대 메모리 모듈이 양산도 순조롭게 진행되고 있다. 특히 엔비디아가 독자 표준으로 개발하며 시장의 주목을 받고 있는 SOCAMM의 경우 초기 발열 이슈로 인해 Rubin 플랫폼 탑재가 연기되며 기대감이 한차례 꺾였으나, 최근 내년 초 양산되는 GB300부터 적용이 확정되며 상용화 시점이 앞당겨질 전망이다. 이에 따라 동사의 SOCAMM 관련 성장 모멘텀이 재차 부각될 것으로 기대된다. '25년과 '26년 영업이익 추정치 상향을 반영해 적정주가를 28,000원으로 상향하며 기판 업종 내 투자 매력도가 높다는 기존 의견을 유지한다.

(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	241.7	19.2	15.4	1,566	325.7	12,768	14.1	1.7	8.2	13.0	52.9
2026E	264.4	27.3	23.6	2,402	53.4	14,972	9.2	1.5	6.1	17.3	43.8
2027E	278.4	31.0	26.6	2,701	12.4	17,475	8.2	1.3	5.1	16.6	35.8

표1 티엘비 2Q25E 실적 Preview

(십억원)	2Q25E	2Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff)	컨센서스	(% diff)
매출액	**61.1**	39.5	54.8%	53.0	15.3%	58.8	3.9%	58.0	5.4%
영업이익	**4.5**	-0.1	흑전	1.9	140.3%	4.2	7.6%	4.0	12.6%
세전이익	**4.6**	1.2	275.8%	1.4	239.3%	4.2	9.5%	4.0	16.0%
순이익	**3.5**	1.1	214.2%	0.9	292.6%	3.4	5.5%	3.2	10.8%
영업이익률(%)	**7.4%**	-0.2%		3.5%		7.1%		6.9%	
세전이익률(%)	**7.6%**	3.1%		2.6%		7.2%		6.9%	
순이익률(%)	**5.8%**	2.9%		1.7%		5.7%		5.5%	

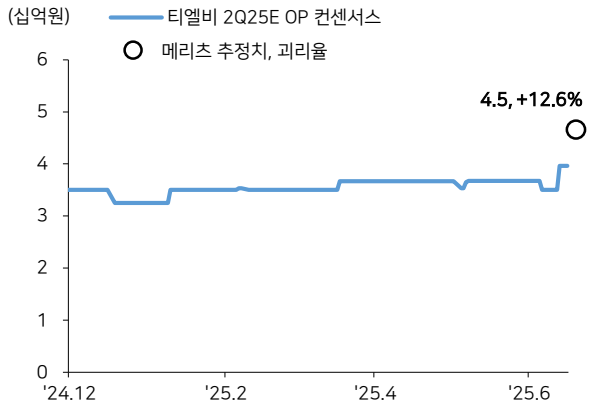
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

표2 티엘비 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	**241.7**	180.0	34.3%	234.3	3.2%	226.9	6.5%
영업이익	**19.2**	3.4	473.0%	18.0	6.9%	15.4	25.3%
세전이익	**19.1**	4.9	290.6%	17.9	6.8%	16.9	13.5%
지배주주 순이익	**15.4**	3.7	311.0%	14.4	6.8%	12.8	20.3%
영업이익률(%)	**8.0%**	1.9%		7.7%		6.8%	
세전이익률(%)	**7.9%**	2.7%		7.6%		7.4%	
순이익률(%)	**6.4%**	2.1%		6.2%		5.6%	

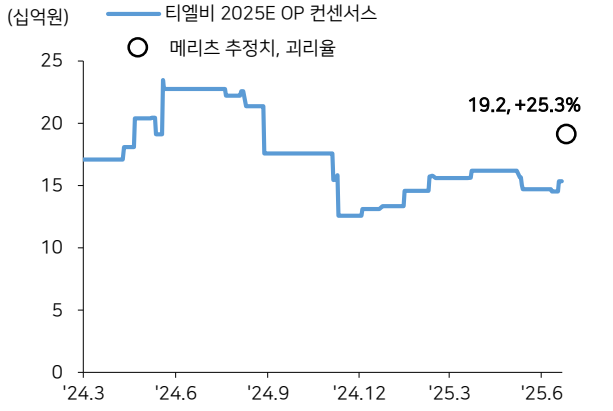
자료: Bloomberg, 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 +12.6% 상회 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 +25.3% 상회 전망



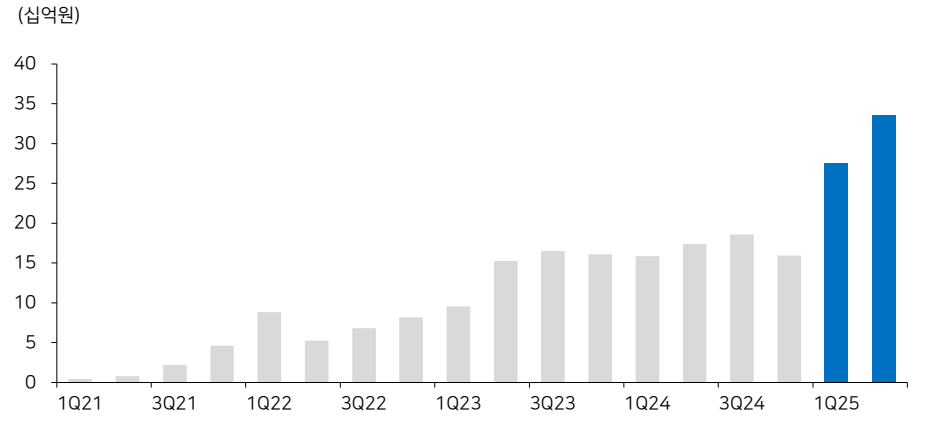
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	1,390	1,400	1,366	1,408	1,380
매출액	**44.2**	**39.5**	**46.4**	**49.8**	**53.0**	**61.1**	**65.0**	**62.6**	**180.0**	**241.7**	**264.4**
(% QoQ)	-8.0%	-10.8%	17.6%	7.3%	6.4%	15.3%	6.4%	-3.8%			
(% YoY)	6.7%	-6.9%	18.1%	3.6%	19.8%	54.8%	40.0%	25.6%	5.1%	34.3%	9.4%
SSD	20.6	16.6	21.8	28.4	20.7	22.1	23.8	22.9	87.4	89.4	102.2
DDR5	15.8	17.4	18.6	15.9	27.6	33.6	35.8	35.1	67.7	132.0	144.2
ETC	7.8	5.5	6.0	5.5	4.8	5.4	5.5	4.6	24.8	20.3	18.0
영업이익	**-0.3**	**-0.1**	**2.8**	**0.9**	**1.9**	**4.5**	**7.1**	**5.8**	**3.4**	**19.2**	**27.3**
(% QoQ)	적전	적축	흑전	-67.2%	106.2%	140.3%	57.5%	-18.6%			
(% YoY)	적전	적전	흑전	-20.8%	흑전	흑전	156.1%	535.4%	10.3%	473.0%	42.1%
영업이익률 (%)	**-0.6%**	**-0.2%**	**6.0%**	**1.8%**	**3.5%**	**7.4%**	**10.9%**	**9.2%**	**1.9%**	**8.0%**	**10.3%**

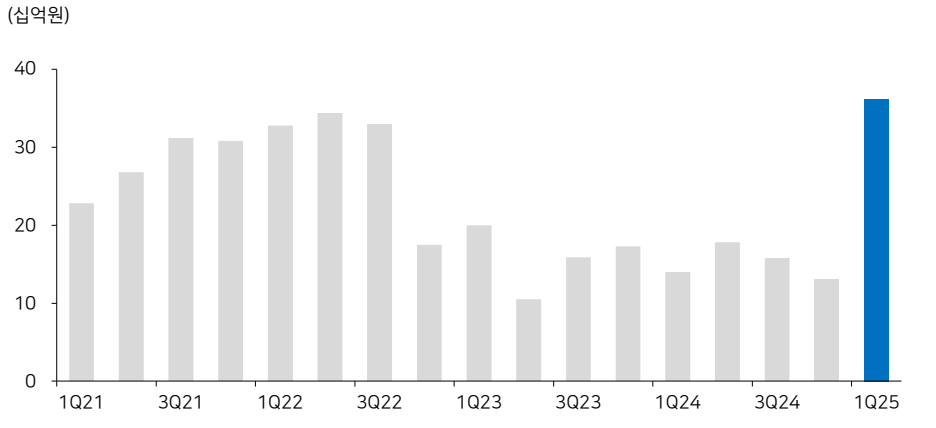
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림3 티엘비 DDR5 매출액 추이



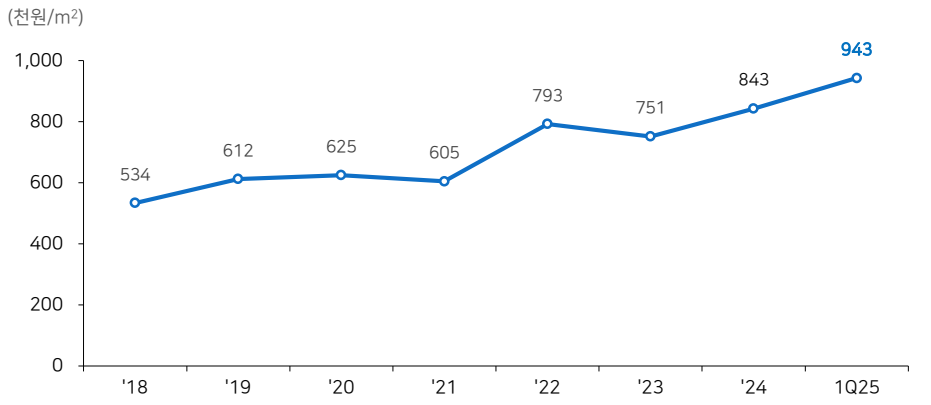
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림4 티엘비 수주잔고 추이



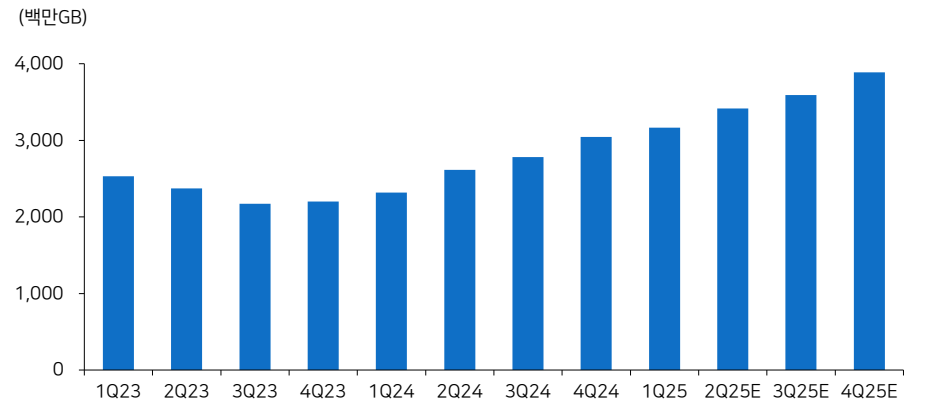
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

그림5 티엘비 Blended ASP 추이



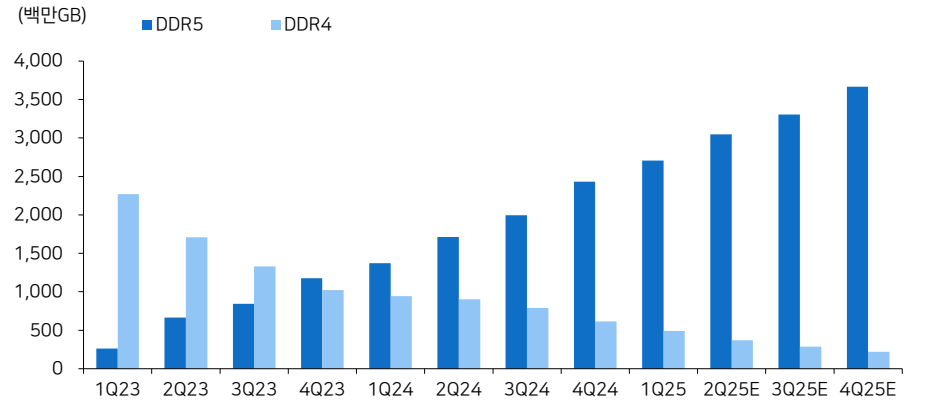
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

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
EPS	1,984	12MF EPS
적정배수 (배)	14.1	컨센서스 기준 2020년 저점 PER 적용
적정가치	28,044	
적정주가	**28,000**	
현재주가	22,100	
상승여력 (%)	**26.7%**	

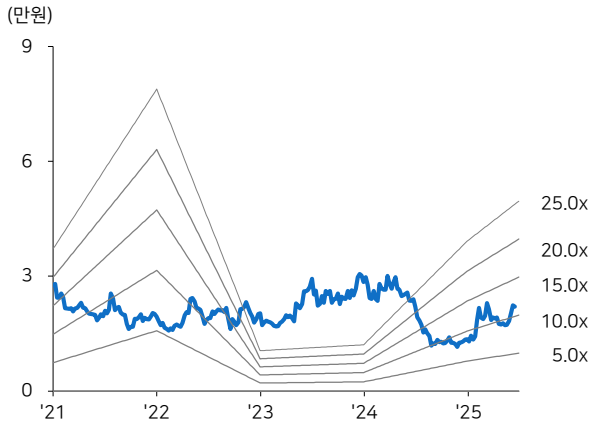
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	1,566
EPS Growth (%)	35.0	-13.3	146.2	-91.8	43.9	325.7
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

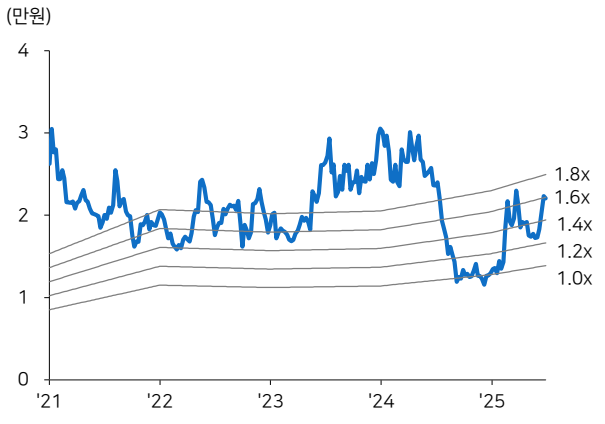
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 티엘비 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 티엘비 PBR 추이



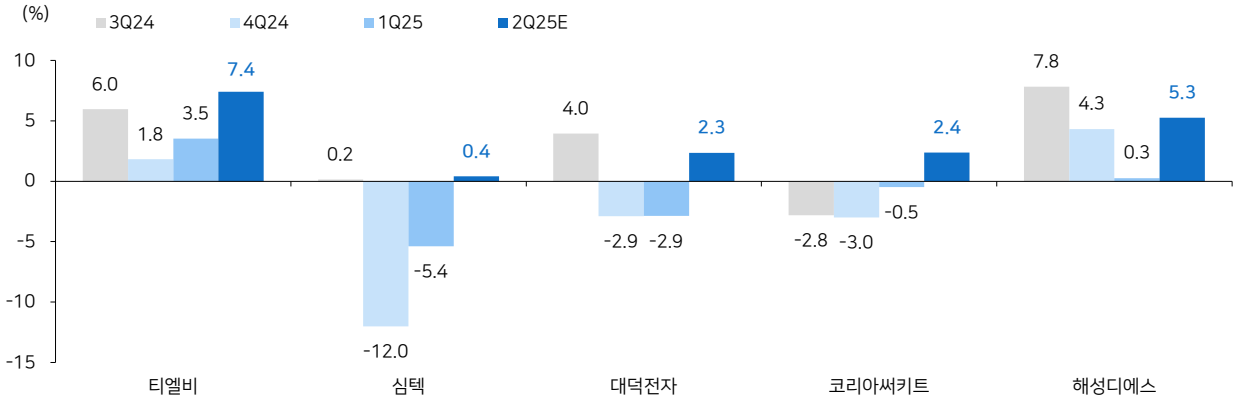
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

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	6,206.9	29.4	25.5	1.7	1.7	-3.0	12.7	6.1	7.3	2,567	2,836	305	360	8.9	6.9
	Kinsus	1,275.7	21.6	16.3	1.1	1.0	3,725.3	32.1	4.8	6.2	1,230	1,293	100	133	5.5	4.9
	Nanya PCB	2,335.2	53.4	21.7	1.5	1.4	582.6	147.1	3.1	7.3	1,259	1,480	35	118	8.3	6.1
	Toppan	7,479.5	12.9	12.9	0.8	0.7	25.1	-0.7	6.1	6.0	11,953	12,664	628	696	5.2	4.6
PCB	**티엘비**	**2,632.0**	**14.1**	**9.2**	**1.7**	**1.5**	**325.7**	**53.4**	**13.0**	**17.3**	**242**	**264**	**19**	**27**	**8.2**	**6.1**
	이수페타시스	2,835.7	25.2	21.2	7.5	5.6	81.4	19.0	35.8	30.6	1,060	1,233	189	227	17.5	14.6
	대덕전자	632.2	28.1	13.0	1.0	0.9	32.8	115.4	3.4	7.3	967	1,119	23	67	5.1	4.0
	심텍	567.0	na	11.0	1.7	1.5	-83.3	-1,474.4	-1.3	14.6	1,305	1,489	17	109	11.2	6.2
	해성디에스	352.8	12.1	7.9	0.8	0.7	-32.4	53.2	6.9	9.8	605	671	45	72	5.4	4.0
	Unimicron	5,965.5	19.7	11.6	1.7	1.5	91.4	70.4	9.3	14.5	4,660	5,346	358	613	6.4	5.0
	Victory Giant	16,182.5	25.9	19.5	8.8	6.2	287.9	33.4	31.9	30.5	2,742	3,514	744	990	19.5	15.0
	WUS(Kunshan)	11,432.2	23.3	19.1	5.7	4.6	35.8	22.0	25.2	25.5	2,415	2,880	565	704	17.8	14.4
	Shennan Circuits	10,034.0	24.4	19.8	3.4	3.0	57.5	23.1	15.1	16.4	2,981	3,464	353	437	17.6	15.1
	Gold Circuit	4,963.5	18.6	14.7	5.6	4.5	52.3	26.7	33.1	33.5	1,868	2,121	413	500	11.0	9.3
	Tripod	4,450.2	13.3	12.1	2.3	2.1	25.9	9.8	18.1	18.3	2,434	2,648	399	438	7.3	6.0
	TTM Tech	4,148.6	18.9	17.1	2.6	2.5	291.8	10.7	na	na	2,672	2,820	282	314	11.5	10.7
	First-Hi Tech	758.6	18.3	13.8	8.5	na	304.5	30.8	44.3	45.1	282	352	51	66	14.8	10.3
AI CCL	EMC	10,463.0	20.8	17.1	7.7	6.1	69.0	21.5	39.3	37.6	3,136	3,615	661	793	14.7	12.3
	TUC	2,149.7	18.8	13.7	4.4	3.8	39.1	36.2	22.5	27.5	967	1,118	150	200	12.2	9.3
	ITEQ	1,082.7	19.1	15.5	1.5	1.4	120.3	22.6	8.6	8.9	1,153	1,262	87	104	7.6	6.5
	Shengyi Tech	10,223.9	28.3	22.5	4.5	4.1	44.0	26.4	16.3	19.0	3,344	3,875	424	531	19.5	17.2
핵심 소재	Ajinomoto	27,291.3	40.5	30.7	5.0	5.3	17.3	29.4	12.4	16.9	10,852	11,085	1,098	1,319	17.7	15.5
	Nitto Boseki	1,592.3	19.1	16.3	1.7	1.6	60.8	15.1	9.8	10.7	769	838	113	131	10.8	9.2

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 Quantiwise 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**171.3**	**180.0**	**241.7**	**264.4**	**278.4**
매출액증가율(%)	-22.7	5.1	34.3	9.4	5.3
매출원가	160.0	165.9	209.1	223.2	232.7
매출총이익	11.4	14.1	32.6	41.3	45.6
판매관리비	8.3	10.8	13.4	13.9	14.7
영업이익	**3.0**	**3.4**	**19.2**	**27.3**	**31.0**
영업이익률(%)	1.8	1.9	8.0	10.3	11.1
금융손익	-0.3	-1.1	-1.2	-0.8	-0.0
종속/관계기업손익	-0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	2.2	1.1	3.1	3.1
세전계속사업이익	3.3	4.9	19.1	29.6	34.1
법인세비용	0.8	1.3	3.8	6.2	7.7
당기순이익	**2.5**	**3.6**	**15.3**	**23.5**	**26.4**
지배주주지분 순이익	2.5	3.6	15.4	23.6	26.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-1.5**	**4.7**	**15.5**	**27.7**	**30.5**
당기순이익(손실)	2.5	3.6	15.3	23.5	26.4
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	-9.4	-3.5	-2.1
투자활동 현금흐름	**-29.8**	**-4.1**	**-12.1**	**-7.7**	**-7.0**
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	-16.6	13.1	16.6
기초현금	31.2	11.5	18.3	1.7	14.8
기말현금	11.5	18.3	1.7	14.8	31.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67.5	71.1	72.6	92.4	113.0
현금및현금성자산	11.5	18.3	1.7	14.8	31.4
매출채권	21.9	23.7	31.8	34.8	36.6
재고자산	20.6	24.7	33.1	36.2	38.1
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**	**191.9**	**211.5**	**232.8**
유동부채	35.4	52.7	42.7	40.7	37.5
매입채무	13.2	12.6	17.0	18.6	19.5
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**	**66.4**	**64.5**	**61.3**
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	90.8	112.5	137.1
비지배주주지분	-0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.4
자본총계	**110.2**	**112.1**	**125.5**	**147.0**	**171.5**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	17,422	18,307	24,585	26,895	28,312
EPS(지배주주)	256	368	1,566	2,402	2,701
CFPS	1,208	1,230	3,043	3,872	4,101
EBITDAPS	939	1,036	3,084	3,812	4,101
BPS	11,213	11,399	12,768	14,972	17,475
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.7	1.5	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	119.5	35.5	14.1	9.2	8.2
PCR	25.3	10.6	7.3	5.7	5.4
PSR	1.8	0.7	0.9	0.8	0.8
PBR	2.7	1.1	1.7	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	9.2	10.2	30.3	37.5	40.3
EV/EBITDA	34.6	15.8	8.2	6.1	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.3	3.3	13.0	17.3	16.6
EBITDA 이익률	5.4	5.7	12.5	14.2	14.5
부채비율	56.5	68.1	52.9	43.8	35.8
금융비용부담률	0.7	1.0	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.4	1.9	11.6	22.5	30.2
매출채권회전율(x)	8.3	7.9	8.7	8.0	7.8
재고자산회전율(x)	8.3	7.9	8.4	7.6	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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

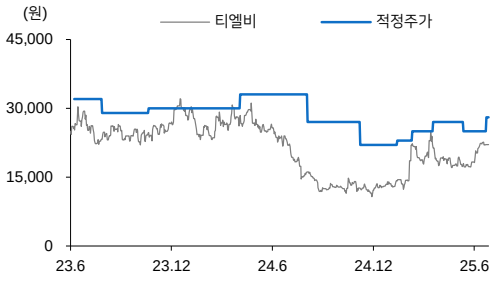
투자의견 비율

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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이