

# 하나 글로벌 리서치

2020년 7월 23일 | 미국

## 텍사스 인스트루먼트(TXN US)



### 높은 재고수준, 뉴노멀로 될 것인가

#### 2분기 실적과 3분기 가이던스가 모두 컨센서스를 상회했다

아날로그 반도체 1위 공급사 텍사스 인스트루먼트(이하 TXN)의 FQ2 매출과 GAAP EPS는 각각 \$3.24B(-12% Y/Y), \$1.48로 컨센서스를 상회했다. 서플라이 체인의 병목 현상에 대비하기 위해 고객사들이 주문을 확대했기 때문이다. FQ3 매출 가이던스는 \$3.26-3.54B로 시장 기대치 \$3.1B를 상회했다. TXN의 주가는 정규장 -0.8%, 시간외 +1.2%를 기록했다. 시간외 주가 상승률이 제한적인 이유는 (1) TXN 주가의 베타가 필라델피아 반도체지수 대비 0.85로 1보다 낮아 주가의 움직임이 무거운 편이고, (2) 3월 급락 이후 최근 3개월간 +21% 상승해 사상 최고가(\$137.65)를 기록한 이후 피로감이 누적되었기 때문이다. 코로나19 발발 이후 주주이익 환원을 축소하거나 중단했던 경쟁사들과 달리 TXN은 잉여현금흐름의 100%를 환원하는 정책을 유지했다. 영업활동현금흐름 \$1.7B 중에서 시설투자는 제한적 수준(\$0.1B)으로 전개되었고 배당과 자사주 매입으로 각각 \$0.8B, \$0.9B가 집행됐다.

#### 자동차 외 모든 부문의 매출이 QoQ 기준 회복했다

전사 기준 매출은 여전히 전년 대비 감소하는 흐름이다. 자동차용 반도체 매출이 부진하기 때문이다. 한국 기업 중에서 이미 잠정실적을 발표한 고영의 경우, 자동차용 검사장비 매출이 -54% YoY로 부진했다. TXN의 경우, 부문별 매출에서 자동차용 반도체 매출은 전 분기 및 전년 동기 대비 각각 -40%였다. 나머지 분야의 매출은 QoQ 기준, 회복세이다. 산업용 +2%, Personal Electronics +20%, 통신장비용 +20%를 기록했다. 실적 컨콜에서 자동차용 수요 전망에 대한 질문이 많았는데, TXN 측에서는 중장기 전망을 긍정적으로 제시(1대당 아날로그 반도체 탑재량 증가)했고, 단기 전망에 대해서는 장밋빛 전망을 제시하지 않았다.

#### 코로나19 이후 재고 축적 확대가 뉴노멀이 될지 지켜보자

TXN은 1Q 실적 발표 때부터 2~3Q 가동률을 높게 유지한다는 전략을 고수했다. 재고일수는 170일까지 상승했다. 취급 제품에 40,000종이 즉시 출하 가능하도록 대기 중이다. 재고를 <짜깁 채운> 전략에 대해 의구심이 많다. 수요 급감 시 공급 과잉의 원인이 되기 때문이다. 그러나 TXN보다 먼저 실적을 발표한 TSMC의 경우에도 재고일수가 55일 내외이다. 2019년 무역분쟁 시기의 최고수준(68일) 대비 낮지만 과거와 같이 30~40일 수준으로 하락하지 않을 것 같다. 게다가 최근 한국의 반도체 공정소재(케미칼, 소모품) 밸류체인에서 고객사의 재고 요구량이 일부 증가했다는 점이 확인되고 있다. 이런 현상이 발생하는 이유는 코로나19와 미중 무역분쟁, 일본 수출규제라는 이벤트가 동시다발적으로 발생했기 때문으로 판단된다. 최종고객사 입장에서 TXN 제품의 재고를 평소보다 늘리더라도, 비용 부담은 제한적이다. 아날로그 반도체의 평균가격이 0.3~0.4\$로 저렴하기 때문이다. 코로나19로 서플라이 체인의 불확실성이 지속되는 이상, 재고 축적 강도는 높게 유지될 것으로 예상되고 이러한 흐름은 반도체 공급사의 실적 서프라이즈 원인으로 자리잡을 것으로 전망된다.

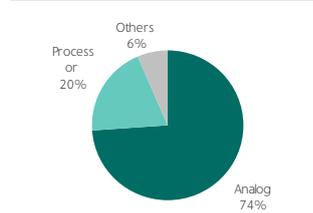
투자선호도 ★★★★★☆

성장성 ★☆☆ 모멘텀 ★☆☆ 밸류에이션 ★★★

#### Key Data

국가	UNITED STATES		
상장거래소	NASDAQ GS		
산업 분류	정보기술		
주요 영업	반도체 & 반도체 장비		
홈페이지	www.ti.com		
시가총액(십억USD)	124.3		
시가총액(조원)	149.0		
52주최고/최저(₩)	137.65/93.09		
주요주주 지분율(%)			
VANGUARD GROUP	9.92		
블랙록	7.61		
블룸버그 목표가(USD)	135.93		
최근 증가(USD)	135.48		
주가 상승률	1M	6M	12M
절대	8.5	3.5	14.6
상대	3.3	5.4	5.5

#### 사업부별 매출비중



#### Stock Price



#### Financial Data

(백만 USD)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	15,784	14,383	13,219	14,341
영업이익	6,713	5,723	5,009	5,826
순이익	5,580	5,017	4,661	5,024
EPS(USD)	5.7	5.2	4.9	5.4
EPS(YOY, %)	29.8	(7.1)	(6.7)	10.2
ROE(%)	57.3	55.7	58.8	71.5
PER(배)	16.7	24.4	27.7	25.1
PBR(배)	9.9	13.4	17.1	17.8
배당률(%)	2.8	2.5	2.7	2.9

자료: Bloomberg 컨센서스, 하나금융투자



Semiconductor Analyst  
김경민, CFA  
02-3771-3398  
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA  
김주연  
02-3771-7775  
kim\_juyeon@hanafn.com

표 1-1. 텍사스 인스트루먼트의 핵심 지표(분기 기준)

(단위: USDmn, US\$, %)

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020 예상	Q4 2020 예상	Q1 2021 예상	Q2 2021 예상
	03/31/2019	06/30/2019	09/30/2019	12/31/2019	03/31/2020	06/30/2020	09/30/2020	12/31/2020	03/31/2021	06/30/2021
시가총액	99,578	107,251	120,862	119,570	92,084	116,253				
현금과 현금등가물	4,086	4,218	5,067	5,387	4,742	4,960				
우선주자본금&기타	0	0	0	0	0	0				
총부채	6,153	6,159	6,147	6,135	6,550	6,796				
기업가치	101,645	109,192	121,942	120,318	93,892	118,089				
Revenue, Adj	3,594	3,668	3,771	3,350	3,329	3,239	3,344	3,294	3,362	3,550
성장률%, YoY	-5	-9	-11	-10	-7	-12	-11	-2	1	10
Gross Profit, Adj	2,261	2,360	2,446	2,097	2,088	2,082	2,131	2,086	2,135	2,283
마진(%)	63	64	65	63	63	64	64	63	64	64
EBITDA, Adj	1,732	1,812	1,959	1,565	1,544	1,550	1,505	1,451	1,388	1,530
마진(%)	48	49	52	47	46	48	45	44	41	43
Net Income, Adj	1,210	1,286	1,377	1,103	1,092	1,166	1,083	1,042	1,057	1,182
마진(%)	34	35	37	33	33	36	32	32	31	33
GAAP EPS, Adj	1.26	1.35	1.45	1.16	1.16	1.26	1.30	1.19	1.25	1.38
성장률%, YoY	-2	-5	-11	-12	-8	-7	-10	3	8	10
영업활동 현금흐름	1,107	1,796	1,992	1,754	851	1,720				
자본지출	-251	-284	-149	-163	-161	-130	-205	-209	-217	-228
잉여현금흐름	856	1,512	1,843	1,591	690	1,590	1,210	1,303	1,225	1,213

자료: Bloomberg 조정치이므로 기업측 발표치와 다를 수 있음, 하나금융투자

표 1-2. 텍사스 인스트루먼트의 핵심 지표(연간 기준)

(단위: USDmn, US\$, %)

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020 예상	FY 2021 예상
	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
시가총액	47,546	55,958	55,428	72,677	102,681	89,317	119,570		
현금과 현금등가물	3,829	3,541	3,218	3,490	4,469	4,233	5,387		
우선주자본금&기타	0	0	0	0	0	0	0		
총부채	5,158	4,631	4,120	3,609	4,077	5,068	6,135		
기업가치	48,875	57,048	56,330	72,796	102,289	90,152	120,318		
Revenue, Adj	12,205	13,045	13,000	13,370	14,961	15,784	14,383	13,219	14,341
성장률%, YoY	-5	7	0	3	12	6	-9	-8	8
Gross Profit, Adj	6,364	7,427	7,575	8,257	9,614	10,277	9,164	8,380	9,221
마진(%)	52	57	58	62	64	65	64	63	64
EBITDA, Adj	4,262	5,452	5,788	6,074	7,316	7,994	7,091	5,903	6,787
마진(%)	35	42	45	45	49	51	49	45	47
Net Income, Adj	2,212	2,957	3,160	3,569	4,403	5,598	4,993	4,488	4,850
마진(%)	18	23	24	27	29	35	35	34	34
GAAP EPS, Adj	1.99	2.74	3.03	3.50	4.35	5.65	5.25	4.90	5.40
성장률%, YoY	-1	38	11	16	25	30	-7	-7	10
영업활동 현금흐름	3,384	4,054	4,397	4,614	5,363	7,189	6,649		
자본지출	-412	-385	-551	-531	-695	-1,131	-847	-731	-943
잉여현금흐름	2,972	3,669	3,846	4,083	4,668	6,058	5,802	4,623	5,204

자료: Bloomberg 조정치이므로 기업측 발표치와 다를 수 있음, 하나금융투자

표 2. 부문별 매출(분기 기준)

(단위: USDmn, %)

	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020
	09/30/2018	12/31/2018	03/31/2019	06/30/2019	09/30/2019	12/31/2019	03/31/2020	06/30/2020
<b>매출</b>	4,261	3,717	3,594	3,668	3,771	3,350	3,329	3,239
Analog	2,907	2,638	2,518	2,534	2,674	2,497	2,460	2,434
Embedded Processing	894	791	796	790	724	633	653	546
Other Business Activities	460	288	280	344	373	220	216	259
<b>영업이익</b>	1,937	1,516	1,379	1,506	1,589	1,249	1,244	1,228
Analog	1,447	1,233	1,088	1,108	1,231	1,050	1,025	1,053
Embedded Processing	309	234	249	265	233	160	182	125
Other Business Activities	181	49	42	133	125	39	37	50
<b>영업 마진</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Embedded Processing	49.80	-	43.20	43.70	46.00	-	41.70	-
Other Business Activities	34.60	-	31.30	33.50	32.20	-	27.90	-
Analog	39.30	-	15.00	38.70	33.50	-	17.10	-
<b>영업이익 성장률%</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Analog	14.00	4.00	-7.00	-12.00	-15.00	-15.00	-6.00	-5.00
Other Business Activities	-5.00	-24.00	-24.00	-21.00	-25.00	-32.00	-27.00	-53.00
Embedded Processing	-7.00	-28.00	-22.00	16.00	-31.00	-20.00	-12.00	-62.00
<b>매출 성장률%</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Analog	8.00	4.00	-2.00	-6.00	-8.00	-5.00	-2.00	-4.00
Embedded Processing	-6.00	-10.00	-6.00	-10.00	-19.00	-24.00	-23.00	-25.00
Other Business Activities	-4.00	-12.00	-14.00	-16.00	-19.00	-20.00	-18.00	-31.00

주: (1) Analog: Power, Signal Chain and High Volume, (2) Embedded Processing: Connected Microcontrollers and Processors, (3) Other: DLP(디지털 소형 거울장치(DMD) 칩으로 거울 반사 원리를 이용해 선명한 영상을 구현) products, calculators and custom ASIC products

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 전방산업별 매출(연간 기준)

(단위: USDmn, %)

	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019
	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019
<b>최종 사용자별 수익</b>	12,825	12,205	13,045	13,000	13,370	14,961	15,784	14,383
Industrial	2,180	2,929	4,044	4,030	4,412	5,236	5,682	5,178
Personal Electronics	1,667	4,516	3,783	3,900	3,476	3,740	3,630	3,308
Automotive	1,411	1,587	1,696	1,950	2,407	2,843	3,157	3,020
Communications Equipment	3,976	1,953	2,218	1,690	1,738	1,795	1,736	1,582
Enterprise Systems	3,206	732	783	780	802	898	1,105	863
Other-Calculators & Other	385	488	522	650	535	449	474	431
<b>매출비중(%)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
Industrial	17%	24%	31%	31%	33%	35%	36%	36%
Personal Electronics	13%	37%	29%	30%	26%	25%	23%	23%
Automotive	11%	13%	13%	15%	18%	19%	20%	21%
Communications Equipment	31%	16%	17%	13%	13%	12%	11%	11%
Enterprise Systems	25%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%
Other-Calculators & Other	3%	4%	4%	5%	4%	3%	3%	3%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. 분기 실적 서프라이즈 여부

(단위: %, \$)

실적발표일	회계 기준	Non-GAAP EPS 예상 상회 수준	Non-GAAP EPS (발표치)	Non-GAAP EPS (컨센서스)	매출 예상 상회 수준	매출 (발표치)	매출 (컨센서스)	실적발표 이후 주가
07/21/2020	Q220	+69.72%	1.48	0.87	+9.96%	3,239,000,000	2,945,560,000	N/A
04/21/2020	Q120	+25.63%	1.24	0.99	+5.96%	3,329,000,000	3,141,888,889	+4.81%
01/22/2020	Q419	+10.67%	1.12	1.01	+4.21%	3,350,000,000	3,214,583,333	+0.68%
10/22/2019	Q319	+5.15%	1.49	1.42	-1.14%	3,771,000,000	3,814,458,333	-7.48%
07/23/2019	Q219	+11.57%	1.36	1.22	+1.99%	3,668,000,000	3,596,320,000	+7.44%
04/23/2019	Q119	+11.70%	1.26	1.13	+3.23%	3,594,000,000	3,481,434,783	+1.76%
01/23/2019	Q418	+3.00%	1.27	1.23	-0.99%	3,717,000,000	3,754,076,923	+6.91%
10/23/2018	Q318	+3.00%	1.58	1.53	-0.89%	4,261,000,000	4,299,115,385	-8.22%
07/21/2020	Q220	+69.72%	1.48	0.87	+9.96%	3,239,000,000	2,945,560,000	+0.00%
04/21/2020	Q120	+25.63%	1.24	0.99	+5.96%	3,329,000,000	3,141,888,889	+4.81%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 5. 아날로그 반도체 공급사의 자체 생산능력 비교

(단위: %, K, nm)

아날로그 반도체 공급사	아웃소싱 비중	지역	8인치 기준 생산능력(K)	공정(nm)	제품
NXP	25%	네덜란드	55	140	아날로그
		미국	30	90	로직
		미국	30	130	로직
Texas Instruments	20%	미국	101	65	아날로그
		미국	75	130	아날로그
		미국	56	65	아날로그
Infineon	10%	Austria	131	130	Discrete
		Malaysia	110	130	Discrete
		독일	83	130	Discrete
ST마이크로	50%	Singapore	110	500	아날로그
		Singapore	86	1,500	Discrete
		France	79	140	로직

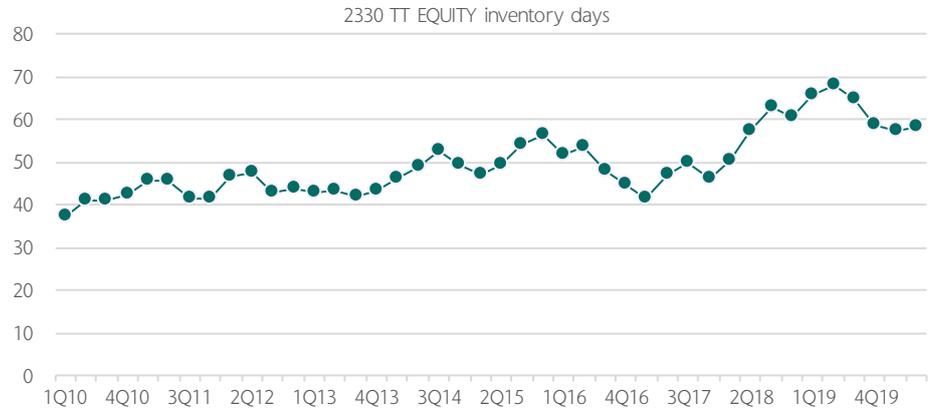
자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 6. 전방산업별 매출의 해당 제품

Market	Sector
Industrial	Factory automation & control Building automation Grid infrastructure Medical Test & measurement Aerospace & defense Appliances Motor drives Pro audio, video & signage Power delivery Electronic point of sale(EPOS) Industrial transport Lighting
Automotive	Infotainment & cluster Advanced driver assistance systems(ADAS) Passive safety Hybrid, electric & powertrain systems Body electronics & lighting
Personal electronics	Mobile phones PC & notebooks Portable electronics Connected peripherals & printers Tablets Data storage Home theatre & entertainment TV Wearable(non-medical) Gaming
Communications equipment	Wireless infrastructure Wired networking Broadband fixed line access Datacom module
Enterprise systems	Enterprise projectors Data center & enterprise computing Enterprise machine
Other(calculators and other)	

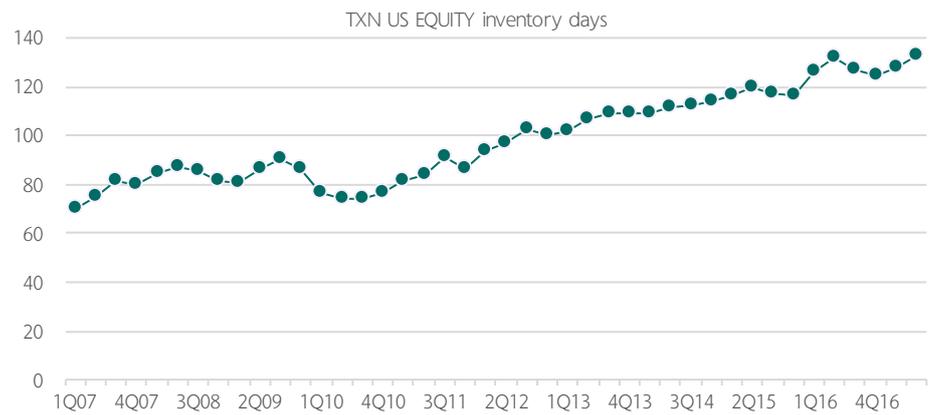
자료: Texas Instruments, 하나금융투자

그림 1-1. 전방위적 재고 수준 레벨업이 코로나19 발발과 무역분쟁 이후 뉴노멀이 될지 지켜봐야(TSMC)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1-2. 전방위적 재고 수준 레벨업이 코로나19 발발과 무역분쟁 이후 뉴노멀이 될지 지켜봐야(TXN)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

**추정 재무제표**

**손익계산서**

(단위: 백만USD)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출	14,961	15,784	14,383	13,219	14,341
매출총이익	9,614	10,277	9,164	8,389	9,223
판매비	3,531	3,564	3,441		
영업이익	6,083	6,713	5,723	5,009	5,826
이자 비용	78	125	170		
기타영업손익	(75)	(98)	(175)		
세전이익	6,080	6,686	5,728		
법인세	2,398	1,106	711		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,682	5,580	5,017	4,661	5,024
성장율(YoY)					
매출	11.9	5.5	(8.9)	(8.1)	8.5
영업이익	25.3	10.4	(14.7)	(12.5)	16.3
순이익	2.4	51.5	(10.1)	(7.1)	7.8
수익성(%)					
매출총이익률	64.3	65.1	63.7	63.5	64.3
영업이익률	40.7	42.5	39.8	37.9	40.6
순이익률	24.6	35.4	34.9	35.3	35.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

주: 회계연도(FY) 기준

**대차대조표**

(단위: 백만USD)

	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	7,074	7,457	8,734	8,097	8,761
현금성자산	1,000	1,154	1,656	2,438	2,437
매출채권	1,165	1,267	1,278	1,207	1,074
비유동자산	9,156	8,974	8,908	9,040	9,257
투자자산	221	235	268	251	300
유형자산	2,596	2,512	2,664	3,183	3,640
자산총계	16,230	16,431	17,642	17,137	18,018
유동부채	2,555	2,264	2,258	2,123	2,123
비유동부채	3,729	3,694	5,047	5,669	6,988
부채총계	6,284	5,958	7,305	8,143	9,111
자본금	3,370	3,415	3,517	3,691	3,851
이익잉여금	6,576	7,058	6,820	5,303	5,056
자본총계	9,946	10,473	10,337	8,994	8,907

**투자지표**

(단위: USD, 배, %)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
조정 EPS	4.4	5.7	5.2	4.9	5.4
BPS	10.5	9.5	9.6	7.9	7.6
SPS	15.1	16.3	15.4	13.9	15.4
DPS	2.1	2.6	3.2	3.7	3.9
주가지표					
PER	24.0	16.7	24.4	27.7	25.1
PBR	9.9	9.9	13.4	17.1	17.8
EV/EBITDA	14.6	11.8	17.6	21.4	18.6
PSR	6.9	5.8	8.3	9.4	8.7
배당수익률(%)	2.0	2.8	2.5	2.7	2.9
재무비율(%)					
ROE	35.1	57.3	55.7	58.8	71.5
ROA	21.6	32.1	28.5	28.4	30.9
ROIC	43.1	47.5	39.7	-	-
부채비율	39.4	56.3	68.9	-	-
유동비율	3.9	3.3	4.1	-	-
이자보상배율(배)	78.0	53.7	33.7	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

주: 회계연도(FY) 기준

**현금흐름표**

(단위: 백만USD)

	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	4,397	4,614	5,363	7,189	6,649
감가/무형상각비	1,133	955	904	954	1,050
비현금자본증감	140	153	418	602	313
투자활동	(302)	(650)	(1,127)	(78)	(1,920)
유형자산처분	110	0	40	9	30
유형자산취득	(551)	(531)	(695)	(1,131)	(847)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(4,294)	(3,810)	(3,734)	(6,329)	(4,730)
배당금	(1,444)	(1,646)	(2,104)	(2,555)	(3,008)
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	(502)	(501)	474	1,000	741
자본금증감	(2,345)	(1,660)	(2,073)	(4,727)	(2,421)
잉여현금흐름	3,846	4,083	4,668	6,058	5,802

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 7월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2020년 7월 23일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.