

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

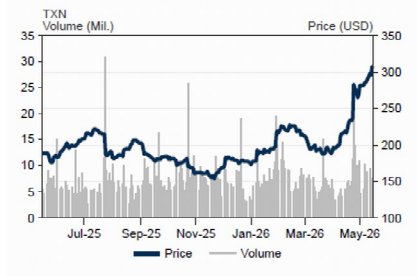
## 매수

목표주가 \$340

### Stock Data

현재가(05/14/26)	\$308.17
52주 범위	\$310.29 - \$152.73
시가총액(백만)	\$281,667
발행주식수(백만)	914.0
평균 일일 거래량(3개월)	7,120,621
결산월	12월

### 주가추이



## NDR 후기: 업계 최초 1조달러 시가총액 달성 가능할까? 목표가 상향

### 기업개요

텍사스 인스트루먼트(Texas Instruments, TXN)는 디지털 신호 프로세서(DSP)와 아날로그 반도체 분야에서 글로벌 선도 기업으로, 통신 및 컴퓨팅을 포함한 다양한 산업에 제품을 공급하고 있다. 이들 사업은 반도체 산업 내에서도 성장성과 수익성이 높은 핵심 영역으로 평가된다. 또한 반도체 사업 외에도 교육 및 생산성 솔루션 사업을 병행하고 있다. 회사는 미국 텍사스주 델러스에 본사를 두고 있으며, 전 세계 25개국 이상에서 생산, 설계, 판매 활동을 영위하고 있다.

### Summary

TXN의 IR 총괄 부사장 Mike Beckman과 함께 기관투자자 미팅을 진행했다. 핵심 포인트는 다음과 같다. 첫째, 1Q26 산업 수요 회복세가 전방위적으로 확산되고 있다는 점이다. 경영진은 지난해의 'false start'와 달리 이번 회복은 지속 가능성이 높다는 점을 명확히 강조했다. 둘째, 데이터센터 사업이 지속적으로 성장하고 있다는 점이다. 현재 전체 매출의 약 12%를 차지하고 있으며 연환산 기준 약 20억달러 규모에 근접하고 있다. 향후에는 XPU 전력 솔루션이 차세대 성장축이 될 전망이며, 이후에는 GaN 기반 800VDC 아키텍처가 새로운 구조적 성장 기회를 제공할 것으로 예상된다. 셋째, 가격 정책에 대해서는 신중한 스탠스를 유지했다. 경영진은 TXN을 가격 선도 업체가 아닌 가격 추종 업체로 규정했다. 넷째, 생산능력과 재고 포지셔닝은 다양한 수요 시나리오를 모두 대응할 수 있는 수준으로 구축되어 있다고 판단된다. 다섯째, 고CAPEX 사이클이 마무리 단계에 진입하면서 향후에는 FCF/share 성장 중심의 구조적 전환이 본격화될 가능성이 높다. 경영진 미팅에서 도출된 핵심 투자 테마(Part 1)와 세부 주제별 코멘트(Part 2)를 본 보고서에서 확인할 수 있다.

### Key points

이번 NDR의 핵심은 TXN의 투자 스토리가 단순한 업황 반등 대기 국면에서 실질적인 회복 검증 국면으로 전환됐다는 점이다. 1Q26 산업 수요 신호는 2025년과 질적으로 달랐다. 모든 산업 세부 영역과 지역에서 회복 조짐이 나타났고, 장기간 부진했던 broad-market 수요까지 반등 흐름에 동참했다. 여기에 약 20억달러 규모의 데이터센터 사업이 2029년 매출의 약 20%까지 확대될 것으로 예상되는 점, CAPEX 집약도 하락에 따른 구조적 FCF 개선, 업계 최고 수준의 생산능력 옵션까지 감안하면 TXN은 차기 아날로그 업사이클에서 점유율 확대를 주도할 가능성이 높다.

*(다음 페이지에 계속)*

# STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매매업자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본 보고서에서 언급된 어떠한 증권권의 매수 또는 매도에 대한 청약을 하는 것으로 볼 수 없습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

더 큰 그림에서 보면, 지난 몇 년간 기술 혁신을 주도하는 프로세싱 기업들이 수조달러 규모의 시가총액에 도달했고, 최고 수준의 파운드리 기업들도 같은 흐름을 이어가고 있다. 메모리 업체들 역시 장기적으로 유사한 경로를 밟을 가능성이 있다. 결국 산업 내 가치가 어디에서 창출되는지를 고려하면, 최고 수준의 아날로그 업체 역시 향후 이러한 규모에 도달할 수 있다고 판단한다. TXN 은 이미 충분한 생산능력 투자를 진행해 시장 방향성이 현실화될 경우 이를 흡수할 수 있는 옵션을 확보한 상태다. 투자의견 Buy 를 유지하며, 12 개월 목표주가는 기존 290 달러에서 340 달러로 상향조정한다. 이는 2027년 예상 P/FCF 32.8배를 적용한 수준이다.

## Part 1 - 경영진 미팅 핵심 테마

### 1. 큰 그림: 올해와 지난해의 차이, 그리고 회복 지속 가능성

경영진은 1Q26 을 단일 분기 실적보다 ‘큰 그림’ 관점에서 해석해야 한다는 점을 강조했다. 이는 당사가 ISM, SIA 등 산업 데이터를 추적하는 방식과도 일치하는 접근이다. 데이터센터 사업이 8 개 분기 연속 성장했고, 2Q26 가이던스도 계절성을 상회하는 50 억-54 억달러(중간값 52 억달러, +7.8% qoq)로 제시되면서 TXN 은 차기 아날로그 업사이클 초입에 진입한 것으로 판단된다.

다만 이번 대화 전반에는 2025년의 경험이 강하게 반영돼 있었다. 당시 상반기 강한 회복세 이후 하반기 수요가 둔화됐고, CEO Havivlan은 이를 솔직하게 ‘head fake’라고 표현했다. 이에 따라 경영진은 회복 국면이 실제로 지속 가능한지 확인하기 위해 산업·지역·고객군 전반에서의 광범위한 확인 신호를 요구하고 있으며, 2Q26 가이던스 역시 이러한 매크로 불확실성을 반영해 보수적으로 설정된 것으로 판단된다.

더 큰 관점에서 보면 경영진은 산업 업황이 4Q24 를 저점으로 통과했다고 보고 있으며, 실제 반등 신호는 1H25 부터 나타나기 시작했다고 설명했다. 반도체 업황 특성상 회복은 먼저 중국에서 시작된 뒤 글로벌로 확산됐다. 이는 중국이 재고 사이클이 짧고 리셋 속도가 빠르기 때문이다. 특히 1H25 초기 회복은 ‘Liberation Day’나 관세 관련 선구매 이전부터 나타났다는 점에서 단순 재고 축적이 아니라 실제 사이클 반등 신호였다고 평가했다. 2H25 의 ‘false start’ 경험 때문에 아직 완전한 업사이클 선언에는 신중하지만, 2026 년 진입 국면은 회복 폭 측면에서 과거와 질적으로 다르다고 판단하고 있다.

최근 4개 분기의 수요 흐름 역시 점진적으로 개선되고 있다. 2Q25는 분기 초 강한 모멘텀을 보였지만 후반으로 갈수록 둔화됐고, 이 흐름이 하반기까지 이어졌다. 3Q25 는 qoq 성장했지만 4Q25 에는 다시 감소세를 기록했다. 당시 회복은 데이터센터 중심에 국한됐고 산업 전반 및 broad-market 고객층은 여전히 본격 업사이클에 진입하지 못한 상태였다.

반면 1Q26 은 의미 있는 전환점이었을 가능성이 높다. 경영진은 1 월, 2 월, 3 월 모두 수요가 가속됐다고 설명했으며, 춘절 이후 수요 흐름은 예상보다 훨씬 강했다고 평가했다. 특히 “산업 수요가 약 5~6 개월 연속 성장하고 있다”고 언급했는데, 이는 이번 사이클에서 가장 명확한 광범위 회복 신호로 판단된다.

### 2. 성장 및 지역별 동향

1Q26 산업 부문은 모든 주요 세부 산업군에서 두 자릿수 성장세를 기록했다. 경영진은 미국, 유럽·중동·아프리카(EMEA), 중국 모두에서 동시에 회복이 나타났다는 점을 강조했다. 산업 부문 전체 매출은 yoy 기준 30% 이상 증가했고 qoq 기준으로도 20% 이상 성장했다.

데이터센터는 yoy 약 +90%, qoq +25% 이상 성장했고, 통신장비 부문도 yoy 약 +25% 증가했다. 반면 자동차는 유일한 예외였다. 중국 자동차 수요는 둔화된 반면 기타 지역은 성장하며 전체적으로는 qoq 기준 보험 수준에 머물렀다. 경영진은 이는 코로나 사이클 당시 자동차 업황과 유사한 흐름이라고 설명했다. 즉 자동차는 항상 업황 회복에 늦게 참여하고 점점 늦게 형성하는 특성이 있다는 것이다.

이번 분기의 가장 중요한 변화는 “모든 지역과 모든 고객 규모에서 회복이 나타났다”는 점이다. 이는 그동안 부진했던 broad-market tail 고객군까지 본격적으로 수요 회복에 참여하기 시작했음을 의미한다.

### 3. 세부 사업부 동향: A&D 사상 최고치, 데이터센터 인접 시장 확대

산업 포트폴리오 내에서는 항공우주·방산(A&D)이 사상 최고 수준의 실적을 기록하고 있다. 신규 프로그램 확대와 지정학적 수요 증가에 힘입어 현재 TXN 산업 부문 내 두 번째로 큰 세부 사업으로 성장했다.

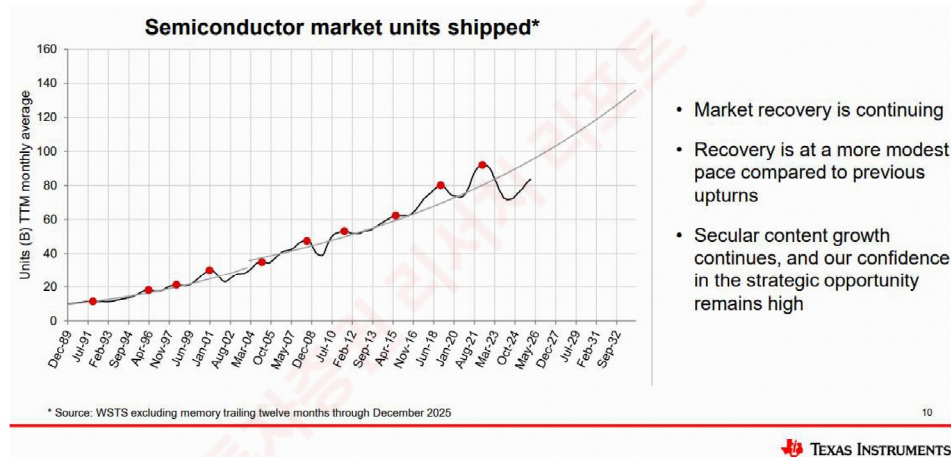
그 외 가장 주목할 만한 부분은 AI 투자 확대가 데이터센터 외부 산업군까지 파급되고 있다는 점이다. 경영진은 이를 ‘AI halo’ 효과라고 표현했다. 특히 에너지 인프라, 전력 공급, 테스트·계측 장비 시장이 대표적인 수혜 영역으로 언급됐다. 이들 시장은 hyperscale 데이터센터 내부에 직접 포함되지는 않지만 AI 인프라 확대의 간접 수혜를 받고 있다는 설명이다.

당사는 이를 TXN 투자 포인트를 강화하는 요소로 판단한다. TXN은 직접적인 데이터센터 인프라 투자뿐 아니라 AI CAPEX 확대에 따른 2차 수혜 산업까지 동시에 노출될 몇 안 되는 diversified analog 업체이기 때문이다.

### 4. 기타 산업 시장: 아직 이전 사이클 정점 대비 낮은 수준

산업 수요의 방향성은 분명 개선됐지만 절대 수요 수준은 아직 과거 정점에 미치지 못하고 있다. 산업 자동화, 건물 관련 시장, 의료 부문 모두 이전 피크 대비 낮은 수준이며, 산업 전체 기준으로도 2022년 정점 대비 약 15% 낮은 수준이라고 경영진은 설명했다.

다만 산업용 반도체는 장기적으로 콘텐츠 증가 구조가 지속돼 왔다는 점에서 다음 업사이클의 정점은 과거보다 더 높아질 가능성이 크다. 투자 관점에서 이는 중요한 의미를 가진다. 과도한 수요 가정을 하지 않더라도, 매출과 매출충이익률 확대 여력이 상당하다는 의미이기 때문이다. 결국 TXN은 데이터센터 성장이라는 추가 동력을 기반으로 과거 정점을 회복하고 이를 넘어서는 흐름만으로도 상당한 실적 확장이 가능할 것으로 판단된다.



## Part 2 - 세부 주제별 논의

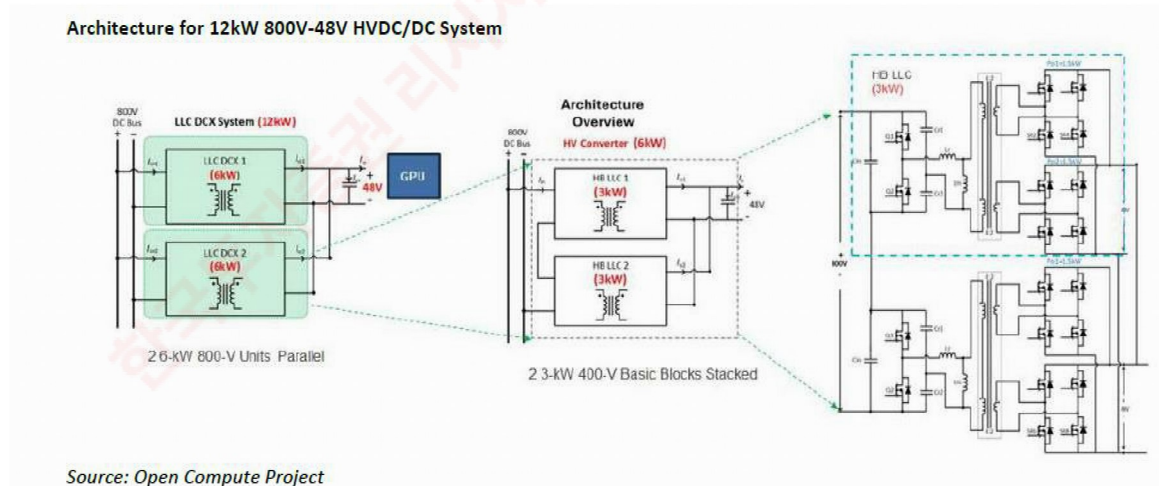
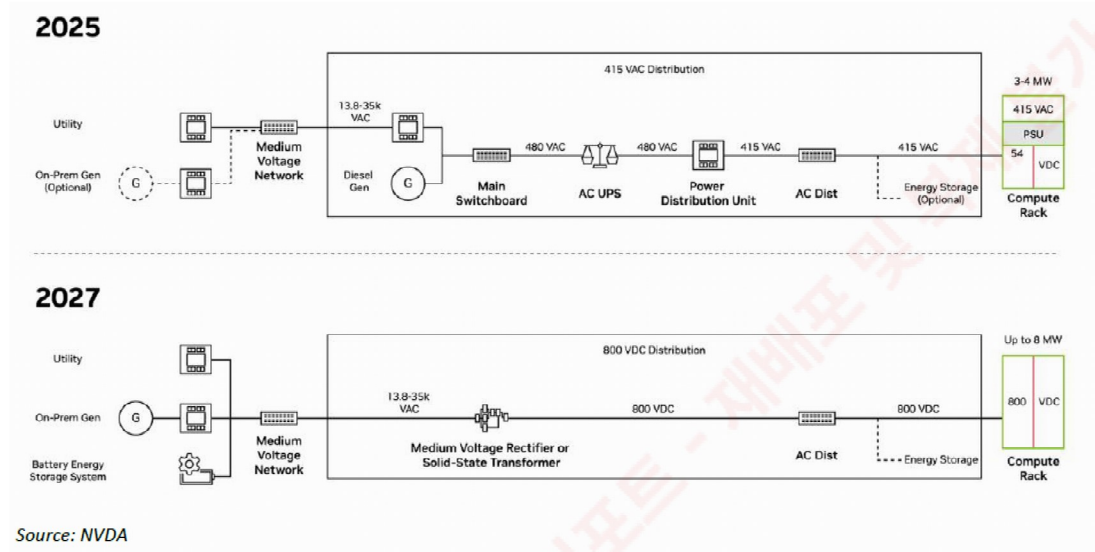
### 1. 데이터센터: 1Q26 매출 비중 12%, 다음 성장축은 800V/GaN

데이터센터 사업은 1Q26 기준 전체 매출의 약 12%를 차지했으며, 연환산 기준 약 20억달러 규모로 확대됐다. 구성은 절반가량이 메인보드 전력 부품이다. 여기에는 전압 레귤레이터, 핫스왑 컨트롤러, 클럭, 온도 센서, ESD 보호 부품 등 핵심 아날로그 전력 솔루션이 포함된다. 약 25%는 데이터센터 네트워킹 관련 매출이며, 나머지 25%는 랙 전력, 냉각 시스템 등 메인보드 외부 인프라 영역이다.

당사는 단기적으로는 ‘Stage 2’ 전력 솔루션이 추가 성장 기회가 될 것으로 판단한다. 2H26 부터 본격적인 램프업 가능성이 있으며, 현재의 480V 전력 아키텍처를 기반으로 약 0.7V 수준의 Vcore 까지 전압을 낮추는 구조다.

다만 장기적으로 더 중요한 기회는 800V 전환이다. 이는 Texas Instruments가 2026년 NVDIAGTC2026에서 공개한 GaN 기반 800VDC 솔루션과도 맞닿아 있다. 궁극적으로는 800V 에서 GPU Vcore(~0.7V)까지 단일 단계(single conversion step)로 전력을 변환하는 구조가 목표다. 다만 초기 상용화는 현실적으로 800V→12V 또는 800V→6V 형태의 아키텍처가 먼저 도입될 가능성이 높으며, 이 경우 기존 'sidecar' 전력 체인 구조 역시 여전히 필요하다.

TXN이 최근 공개한 솔루션 스택은 이러한 차세대 전력 구조와 직접 연결된다. 여기에는 800V 핫스왑 컨트롤러, 통합 GaN 전력 스테이지를 적용한 800V→6V DC/DC 버스 컨버터(최대 효율 97.6%), 그리고 6V→1V 이하 구간을 담당하는 multiphase buck 솔루션이 포함된다. 이는 NVIDIA 의 800VDC 레퍼런스 설계와 상당 부분 일치하며, 향후 MW 급 차세대 AI 랙 전력 아키텍처 전환에서 TXN 이 광범위하게 참여할 수 있는 기반이 될 전망이다. 다만 현재 시점에서는 어떤 업체도 아직 명확한 design win 을 확보하지 못한 상태로 판단된다.



## 2. 재고: 현재 DOI 209 일, 전략적 범위는 150-250 일

경영진은 재고 운영 전략을 다시 한번 강조했다. 목표 재고일수(DOI)는 150-250 일 범위이며, 업황 저점에서는 상단인 약 250 일 수준, 업황 정점에서는 하단인 약 150 일 수준으로 운영하는 전략이다. TXN 은 1Q26 기준 DOI 209 일로 마감했으며, 이는 4Q25 대비 13 일 감소한 수치다. 예상보다 강했던 수요에 대응하는 과정에서 재고를 활용했기 때문이다.

TXN 은 다운사이클 동안 전략적으로 재고를 축적한다. 반도체 생산 리드타임이 3-9 개월까지 걸리는 만큼, 업황 회복 시점의 급격한 수요 증가에 즉각 대응하기 위해서다. 현재 TXN 의 DOI 는 아날로그 업체 중에서도 높은 수준이지만, 경영진은 이것이 의도된 운영 구조라고 설명했다. 특히 direct-to-customer 판매 구조와 함께, 2030 년까지 웨이퍼 생산의 95% 이상을 내재화하려는 전략과도 맞물려 있다.

## 3. 수요의 질: 이중 주문 징후는 없음

현재 수요 강세가 실제 end-demand가 아니라 double-ordering에 기반한 것 아니냐는 질문에 대해 경영진은 강하게 부인했다. 회사는 세 가지 핵심 지표를 지속적으로 점검하고 있다. 첫째는 리드타임, 둘째는 고객이 제시된 리드타임 내에서 주문 일정을 얼마나 준수하는지, 셋째는 정시 납품 비율이다. 이 세 지표 모두 지난 12개월 동안 안정적으로 유지됐다는 설명이다.

물론 일부 고객이 메모리 등 다른 부품 부족 가능성에 대비해 아날로그 반도체를 추가 주문하고 있을 가능성을 완전히 배제할 수는 없다고 인정했다. 다만 TXN이 내부적으로 추적하는 운영 지표에서는 아직 경고 신호가 나타나지 않고 있다고 밝혔다.

당사는 이를 비교적 신뢰할 수 있는 판단 근거로 본다. TXN 은 direct customer 모델 비중이 높아 실제 소비 흐름을 실시간에 가깝게 파악할 수 있기 때문이다. 현재 수요는 단순 행동적 선주문이 아니라 실제 수요 회복에 기반하고 있을 가능성이 높다고 판단된다.

## 4. 가격: 가격 선도 아닌 추종 전략, 실적 반영은 빨라도 2H26

업계 가격은 상승하고 있지만 TXN 은 전통적으로 가격 선도 업체가 아니라 가격 추종 업체로 움직여 왔다. 경영진은 1H26 가격 흐름을 과거의 'flat-to-down'이 아니라 보다 'flat-ish'한 수준이라고 표현했다. 다만 업계 전반 가격 인상에 동참하더라도 실제 실적 반영은 고객 계약 구조상 빨라도 2H26 이후가 될 가능성이 높다.

중요한 점은 TXN 이 임의적으로 가격을 조정하지 않는다는 점이다. 가격 정책은 철저히 수급 상황에 연동된다. 또한 경영진은 TXN 의 300mm 내재 생산 체제를 구조적 원가 우위로 보고 있다. 이를 통해 경쟁사 가격을 따라 공격적으로 가격 경쟁을 하지 않더라도 충분히 경쟁력을 유지할 수 있다는 설명이다.

경영진은 1Q26 실적 발표에서 "TXN 의 가격 경쟁력은 매우 강하다"고 언급했으며, "하반기에는 가격 측면에서도 기회가 존재한다"고 밝혔다. 당사는 이를 가격 인상 가능성이 존재한다는 신호로 해석하지만, 현재 투자 포인트의 핵심은 여전히 물량 회복과 데이터센터 성장에 있다고 판단한다.

## 5. 생산능력: 현재 약 250억달러 규모, 추가 증설 옵션도 상당

생산능력은 여전히 TXN 투자 스토리에서 가장 차별화된 요소 중 하나다. 경영진은 현재 생산능력을 이전 업사이클과 비교하며 상세히 설명했다.

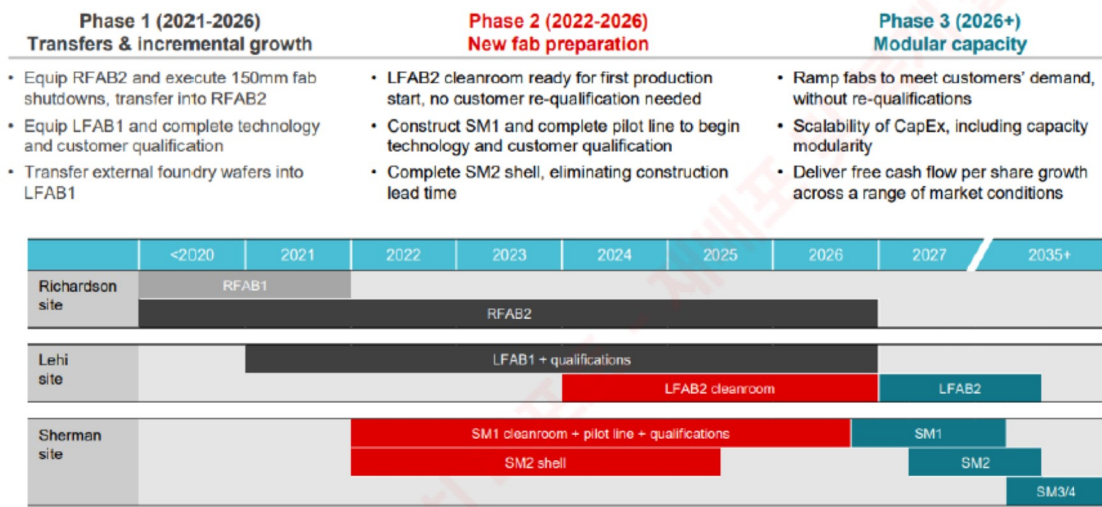
2020-2022년 업사이클 당시 TXN 은 약 160억달러 규모의 내부 생산능력과 약 40억달러 규모의 외부 공급망을 활용했다. 당시 핵심 병목은 클린룸 공간이었다. 신규 클린룸 구축에는 4-5년이 필요하기 때문이다.

현재 내부 생산능력은 약 250억달러 수준까지 확대됐다. 여기에 추가 옵션도 상당하다. 우선 SM1에는 약 70억-80억달러 규모의 클린룸 공간이 이미 확보돼 있으며, 장비만 투입하면 된다. 필요한 시간은 약 12개월 수준으로, 신규 공장 건설 대비 훨씬 짧다. 또한 SM2에는

향후 클린룸 구축을 위한 shell capacity 가 약 70 억-80 억달러 규모로 존재한다. 이외에도 LFAB2 에는 mature/lower-node 제품 생산을 지원할 수 있는 약 110 억달러 규모의 추가 옵션이 남아 있다.

장기적으로는 SM3 와 SM4 역시 추가 증설 옵션으로 남아 있다. 특히 중요한 점은 이 모든 생산능력이 미국 내에 위치하고 있다는 점이다. 이는 지정학적 안정성 측면에서 대부분의 아날로그 경쟁사 대비 차별화되는 요소다. 경영진이 강조한 'Phase 3' 모듈형 확장 전략은 수년이 걸리는 공장 건설과 장비 증설을 분리하는 구조다. 즉, 신규 공장은 미리 확보해 두고 실제 수요 증가 시점에 맞춰 장비만 추가 투입하는 방식이다. 이를 통해 과거 사이클에서 반복됐던 4-5 년 단위의 과잉·과소 투자 리스크를 크게 줄일 수 있다. 당사는 이를 차기 업사이클에서 TXN 이 보유한 가장 중요한 구조적 경쟁력 중 하나로 판단한다. 특히 향후 메모리 업계와 유사한 아날로그 공급 병목 가능성까지 고려하면 의미가 더욱 크다.

## Executed 300mm capacity to support growth Delivered on time, on budget, with high levels of efficiency



Source: TXN Capital Management Presentation

### 6. 2026년 이후 CAPEX: 올해 20 억-30 억달러, 이후 매출 성장률의 1.2 배 수준

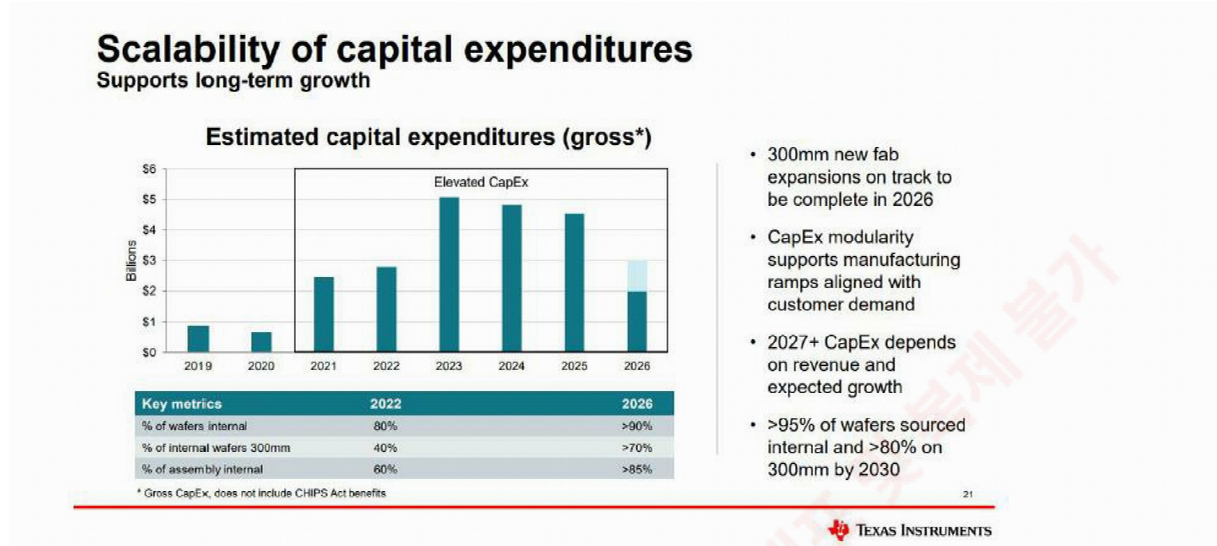
경영진은 2026 년 CAPEX 가이드를 기존과 동일한 20 억-30 억달러로 유지했다. 감가상각비 역시 연간 22 억-24 억달러 수준 전망을 유지했다.

다만 2027 년부터는 장기 CAPEX 프레임워크가 변화한다. 기존에는 매출 성장률의 1.5 배 수준 CAPEX 를 집행하는 구조였다면, 앞으로는 1.2 배 수준으로 낮아진다. 또한 최소 CAPEX 는 매출의 약 4% 수준으로 설정됐다. 즉 매출 성장률이 0%인 상황에서도 backend 생산 내재화가 지속되는 만큼 CAPEX 가 일정 수준 이하로 떨어지지 않는다는 의미다.

이는 자본집약도 구조가 본격적으로 전환되고 있음을 의미하며, 당사가 TXN 의 구조적 FCF 개선 사이클 시작을 전망하는 핵심 근거이기도 하다.

단순 CAPEX 규모 이상의 변화도 진행 중이다. TXN 은 현재 투자 사이클을 활용해 외부 생산 물량을 빠르게 내재화하고 있다. 과거에는 65nm 이하 공정을 외부 생산했지만, 현재는 기준이 22nm 이하까지 내려왔으며 점점 더 많은 생산이 내부로 이전되고 있다.

현재 내부 생산의 약 50%는 300mm 웨이퍼 기반이며, 2030년에는 이를 약 80%까지 확대하는 것이 목표다. 전체 생산 기준 내부 생산 비중도 2030년 약 95%까지 확대될 전망이다. 결국 300mm 비중 확대, 생산 내재화 확대, 모듈형 증설 전략이 결합되면서 차기 업사이클의 incremental margin 구조는 과거 대비 훨씬 개선될 가능성이 높다.



### 7. 매출총이익률(GM): 다음 사이클에서 이전 정점 상회 가능

경영진은 기존의 75-85% incremental gross margin fall-through 프레임워크(감가상각 제외)를 유지했다. 이는 업황 회복 시 추가 매출의 대부분이 이익으로 연결될 수 있다는 의미다.

1Q26 GM은 58.0%로 qoq 기준 +210bp 개선됐다. 회사는 2Q26에도 해당 fall-through 범위 내에서 GM 개선이 이어질 것으로 전망했다.

공식적인 장기 GM 목표는 없지만, 경영진은 “시간이 지나면 과거 정점을 넘지 못할 이유가 없다”고 언급했다. 참고로 과거 최고치는 1Q22의 70.2%였다.

당사는 향후 핵심 변수로 두 가지를 본다. 첫째는 300mm 생산 확대에 따른 고정비 흡수 효과다. 이는 구조적 GM 개선 요인이다. 둘째는 최근 수년간 대규모 CAPEX 집행에 따른 감가상각 부담 증가다. 이는 단기적으로 마진 부담 요인이다.

당사 분석상 300mm 확대 효과는 2026년부터 감가상각 부담을 상쇄하기 시작하며, 2028년 이후에는 구조적으로 긍정 효과가 더욱 커질 전망이다. 따라서 이번 GM 개선은 단순한 단기 실적 반등이 아니라 수년간 지속될 수 있는 구조적 스토리라고 판단한다.

### 8. FCF 창출력 확대 가능성

TXN의 1Q26 실적 서프라이즈는 당사의 FCF 추정에도 긍정적 영향을 미쳤다. 당사는 최신 실적과 경영진 코멘트를 반영해 forward-looking 모델을 업데이트했으며, 아날로그 업황 회복과 TXN의 구조적 경쟁력을 감안해 2027년 FCF/share 전망치를 기존 대비 상향해 10.37달러로 제시한다.

경영진은 회사가 2026년 목표였던 FCF/share 8달러 달성은 물론 이를 상회할 가능성이 높다고 밝혔다. 특히 예상치를 크게 웃돈 실적과 가이던스를 고려하면 충분히 가능한 수준이라는 설명이다.

이에 따라 당사 역시 2026년 FCF/share 추정치를 8.29 달러로 상향조정했다. 더 나아가 TXN 이 당사의 2027년 bull-case FCF/share 전망치인 11.78 달러에 근접할 가능성도 있다고 판단하며, 현재 전망조차 보수적일 수 있다고 본다.

Scenario Analysis

	3/26A	6/26E	9/26E	12/26E	2026E	3/27E	6/27E	9/27E	12/27E	2027E	3/28E	6/28E	9/28E	12/28E	2028E
<b>Base Case</b>															
Revenue	\$4825.0	\$5200.0	\$5460.0	\$5132.4	\$20617.4	\$5081.1	\$5487.6	\$5871.7	\$5578.1	\$22018.4	\$5631.8	\$6023.9	\$6434.6	\$6211.8	\$24302.2
y/y growth					16.6%					6.8%					10.4%
Gross Margin %	58.0%	59.8%	60.3%	59.9%	59.5%	59.7%	60.5%	61.0%	60.9%	60.4%	60.8%	61.0%	61.3%	61.5%	61.1%
Operating margin %	37.5%	40.2%	40.9%	39.4%	39.6%	39.1%	40.9%	42.4%	40.9%	40.9%	41.3%	42.6%	44.1%	43.1%	42.8%
Diluted Shares Out.	914.0	913.5	913.5	911.5	916.7	909.5	907.5	905.5	903.5	909.0	904.5	903.5	902.5	901.5	902.9
EPS (GAAP)	\$1.68	\$1.90	\$2.03	\$1.83	\$7.44	\$1.81	\$2.06	\$2.29	\$2.10	\$8.26	\$2.12	\$2.35	\$2.61	\$2.46	\$9.94
Cash Flow Operation	\$1520.00	\$2298.51	\$2491.39	\$2569.67	\$8879.6	\$2335.72	\$2607.80	\$2869.95	\$2874.84	\$10688.3	\$2588.88	\$2862.70	\$3145.09	\$3201.46	\$11798.1
Cash CapEx	\$676.0	\$643.7	\$628.4	\$456.5	\$2304.6	\$500.7	\$540.7	\$578.6	\$549.6	\$2169.6	\$584.1	\$624.8	\$667.4	\$644.3	\$2520.6
Net CapEx (Incl. ITC)	\$121.0	\$369.8	\$417.5	\$405.5	\$1313.8	\$257.9	\$336.3	\$374.0	\$322.4	\$1289.6	\$310.3	\$403.4	\$450.0	\$387.9	\$1551.6
Free Cash Flow (non-GAAP)	\$1399.0	\$1928.8	\$2073.9	\$2164.1	\$7565.8	\$2077.8	\$2272.5	\$2496.0	\$2552.5	\$9398.8	\$2278.6	\$2459.3	\$2695.1	\$2813.5	\$10246.5
FCF Per Share (non-GAAP)	\$1.53	\$2.11	\$2.27	\$2.37	\$8.29	\$2.28	\$2.50	\$2.76	\$2.83	\$10.37	\$2.52	\$2.72	\$2.99	\$3.12	\$11.35
<b>Bull Case</b>															
Revenue	\$4825.0	\$5280.3	\$5589.3	\$5322.3	\$20996.9	\$5385.9	\$5926.6	\$6400.1	\$5968.6	\$23681.2	\$6026.0	\$6566.1	\$7013.7	\$6646.7	\$24622.5
y/y growth					18.7%					12.8%					10.9%
Gross Margin %	58.0%	61.8%	62.3%	61.9%	61.1%	61.7%	62.5%	63.0%	62.9%	62.5%	62.8%	63.0%	63.3%	63.5%	63.1%
Operating margin %	37.5%	42.2%	42.9%	41.4%	41.1%	42.1%	43.9%	45.4%	43.9%	43.9%	44.3%	45.6%	47.1%	46.1%	45.8%
Diluted Shares Out.	914.0	912.0	911.0	910.0	915.3	907.0	907.0	905.0	903.0	907.6	902.0	901.0	900.0	899.0	900.4
EPS (GAAP)	\$1.68	\$2.02	\$2.19	\$2.01	\$7.90	\$2.08	\$2.40	\$2.69	\$2.43	\$9.60	\$2.46	\$2.77	\$3.06	\$2.84	\$11.12
Cash Flow Operation	\$1520.00	\$2456.7	\$2690.1	\$2797.8	\$9464.6	\$2637.4	\$2994.2	\$3320.2	\$3255.1	\$12207.0	\$2890.6	\$3251.7	\$3568.4	\$3558.5	\$13269.2
Cash CapEx	\$676.0	\$703.8	\$698.8	\$500.0	\$2448.6	\$350.8	\$400.1	\$454.6	\$410.4	\$3422.0	\$602.0	\$695.9	\$700.0	\$664.0	\$2822.5
Net CapEx (Incl. ITC)	\$121.0	\$414.4	\$467.9	\$454.5	\$1457.8	\$308.4	\$400.9	\$447.2	\$385.5	\$1542.0	\$330.7	\$429.9	\$479.5	\$413.4	\$1655.5
Free Cash Flow (non-GAAP)	\$1399.0	\$2042.3	\$2222.3	\$2343.3	\$8006.8	\$2326.0	\$2593.3	\$2873.1	\$2869.6	\$10666.0	\$2359.0	\$2821.8	\$3086.9	\$3145.1	\$11615.7
FCF Per Share (non-GAAP)	\$1.53	\$2.24	\$2.44	\$2.58	\$8.78	\$2.57	\$2.86	\$3.17	\$3.18	\$11.78	\$2.84	\$3.13	\$3.43	\$3.50	\$12.90
<b>Bear Case</b>															
Revenue	\$4825.0	\$5103.5	\$5256.6	\$4836.0	\$20021.1	\$4725.4	\$5213.2	\$5636.8	\$5243.4	\$20618.8	\$5124.9	\$5602.3	\$6112.9	\$5652.8	\$22492.9
y/y growth					13.2%					4.0%					8.0%
Gross Margin %	58.0%	57.8%	58.3%	57.9%	58.0%	58.7%	59.5%	60.0%	59.9%	59.5%	58.8%	59.0%	59.3%	59.5%	59.1%
Operating margin %	37.5%	38.2%	38.9%	37.4%	38.0%	37.1%	38.9%	40.4%	38.9%	38.9%	39.3%	40.6%	42.1%	41.1%	40.8%
Diluted Shares Out.	914.0	915.5	914.5	913.5	917.7	911.5	911.5	909.5	907.5	913.9	906.5	905.5	904.5	903.5	904.9
EPS (GAAP)	\$1.68	\$1.76	\$1.85	\$1.63	\$6.92	\$1.98	\$1.84	\$2.08	\$1.86	\$7.36	\$1.82	\$2.06	\$2.35	\$2.12	\$8.35
Cash Flow Operation	\$1520.00	\$2102.7	\$2340.9	\$2276.2	\$8139.8	\$2090.5	\$2321.0	\$2586.0	\$2545.1	\$9482.6	\$2304.6	\$2606.3	\$2926.7	\$2856.8	\$10694.4
Cash CapEx	\$676.0	\$510.4	\$456.1	\$381.8	\$2024.2	\$423.6	\$407.4	\$505.4	\$470.1	\$1865.5	\$453.3	\$495.5	\$540.7	\$500.0	\$1989.5
Net CapEx (Incl. ITC)	\$121.0	\$282.8	\$319.3	\$310.2	\$1033.4	\$197.3	\$256.5	\$286.1	\$246.6	\$696.5	\$204.1	\$205.3	\$296.0	\$255.1	\$1020.5
Free Cash Flow (non-GAAP)	\$1399.0	\$1819.9	\$1921.5	\$1966.0	\$7106.4	\$1833.2	\$2064.5	\$2300.0	\$2298.4	\$8496.1	\$2100.5	\$2340.9	\$2630.8	\$2501.7	\$8673.9
FCF Per Share (non-GAAP)	\$1.53	\$1.99	\$2.10	\$2.15	\$7.77	\$2.01	\$2.26	\$2.53	\$2.53	\$9.34	\$2.32	\$2.59	\$2.91	\$2.88	\$10.69

Source: Company data, Stifel Estimates

Price Targets based on CY27E FCF/Share

	P/FCF	2027
Bear	\$9.34	\$261
Base	\$10.37	\$290
Bull	\$11.78	\$330

Source: Stifel Estimates

9. 진행 중인 SLAB 인수

TexasInstruments는 2026년 2월 4일 장 시작 전 SiliconLabs를 주당 231달러, 총 약 75억달러 규모의 전액 현금 거래로 인수하는 최종 계약을 공식 발표했다. 인수 자금은 보유 현금과 약 70억달러 규모의 신규 차입으로 조달할 계획이며, 여기에는 투자등급 회사채와 기업어음(CP)이 포함된다. 경영진은 거래 완료 후 약 18-24개월 내 combined entity 기준 중립적인 레버리지 수준으로 복귀할 수 있을 것으로 전망했다.

TXN 입장에서 이번 인수는 embedded processing 포트폴리오를 확장하는 전략적 의미가 크다. 특히 Silicon Labs가 보유한 Bluetooth Low Energy(BLE), Zigbee, Wi-SUN 등 무선 프로토콜 역량을 TXN의 산업·자동차 고객 채널과 결합할 수 있게 된다.

이번 거래는 TXN이 미국 내 300mm 반도체 생산 경쟁력 확보를 목표로 진행 중인 600억달러 규모의 장기 투자와도 맞물려 있다. TXN은 이를 통해 향후 수년간 미국 내 300mm 제조 분야에서 'pole position'을 확보하려는 전략이다.

인수 완료 시 SLAB 의 1,200 개 이상 제품이 TXN 포트폴리오에 추가된다. 특히 저전력 무선 연결성과 mixed-signal 솔루션 영역에서의 경쟁력이 핵심이다. 양사의 포트폴리오는 상호보완적 성격이 강하다. 현재 TXN 의 무선 연결성 강점은 자동차 분야에 집중돼 있으며 이는 SLAB 매출의 5% 미만 수준이다. 반면 SLAB 은 스마트 미터링, ESL, CGM 등 산업·의료용 저전력 무선 연결 시장에서 경쟁우위를 보유하고 있다.

재무 측면에서 당사는 제조 시너지가 이번 거래의 핵심 가치라고 판단한다. TXN 은 2030 년까지 연간 4 억 5,000 만달러 이상의 제조·운영 시너지를 기대하고 있다. 핵심은 외부 파운드리 생산을 내부 300mm 웨이퍼 생산으로 전환하는 것이다.

거래 승인 이후 TXN 은 SLAB 매출의 약 75%를 내부 생산 체제로 이전할 계획이다. 경영진은 우선적으로 10-15 개 핵심 다이를 선정해 공정 이전을 진행할 예정이며, TXN 의 28nm 최신 공정을 포함한 자체 공정 기술이 SLAB 의 무선 연결성 제품군에 최적화돼 있다고 설명했다.

당사 추정 기준 전체 비용 시너지의 약 80%는 매출원가(COGS) 절감에서 발생할 것으로 보이며, 나머지 약 20%는 운영비(OpEx) 절감 효과로 추정된다. 또한 이번 거래는 인수 완료 첫해부터 non-GAAP EPS 기준 이익 증가 효과가 예상되며, GAAP EPS 와 FCF 기준으로는 약 3년 이후부터 본격적인 증가 효과가 나타날 것으로 전망된다.

한국투자증권 리서치 리포트 - 제베포 및 북제

## 투자 의견 제시 근거

TXN은 지난 6년간 이어진 대규모 투자 사이클 종료 이후, 수익성과 자본수익률 개선 구간에 진입하고 있으며 향후 아날로그 업황 회복 국면에서 점유율 확대와 잉여현금흐름(FCF) 증가가 동시에 가능할 것으로 판단된다. 당사는 TXN의 중장기 투자 포인트를 다음 네 가지로 정리한다.

- 1. 자본집약도 완화에 따른 구조적 FCF 개선:** 장기간 이어진 CapEx 사이클이 마무리되면서 잉여현금흐름이 본격적으로 개선될 것으로 예상된다. 여기에 CHIPS Act 인센티브가 더해지며 추가적인 FCF 확대 요인으로 작용할 전망이다.
- 2. SLAB 인수를 통한 전략적 포트폴리오 강화:** 블루투스, Zigbee, Wi-SUN 등 특화된 무선 연결 솔루션을 보유한 SLAB 인수는 TXN 포트폴리오를 한층 강화하는 요소로 평가된다. 특히 생산을 내부 300mm 팹으로 이전하는 과정에서 제조 효율 및 매출 측면의 시너지가 기대된다.
- 3. 데이터센터 성장 수혜:** TXN은 사업 포트폴리오가 다변화된 기업으로, 데이터센터 사업은 기존 사업 대비 더 빠른 성장세를 보이는 영역이다. 이에 따라 중장기적으로 추가적인 매출 성장 동력으로 작용할 것으로 판단된다.
- 4. 300mm 캐파 확대 및 점유율 상승 여력:** 과거 2020~2022년 업황 상승기 동안 캐파 제약으로 인해 점유율 확대 기회를 일부 놓친 점을 감안하면, 최근 진행된 300mm 생산능력 확대 투자는 향후 아날로그 시장에서 점유율 확대 기반을 마련하는 전략으로 평가된다.

이에 TXN에 대해 투자의견 매수를 추천한다.

## 목표주가 산출 방법 및 위험 요인

새로운 12개월 목표주가 340달러는 (기존 290달러) CY27년 예상 P/FCF 32.8배에 해당한다.

목표주가에 대한 위험 요인으로는 거시경제 및 지정학적 리스크, 주요 제품군 성장 둔화 가능성, 신규 시장 진입 실패 가능성, 반도체 산업 특유의 높은 경기 변동성, 기술 변화, 가격 변동, 재고 수준, 제품 사이클 관련 리스크 등이 있다.

### ■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 AI번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배무자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.