Global Credit 신용분석

2021. 10.26

대만 TSMC, 주가는 프리미엄, 채권은 저평가

- 대만 TSMC 45억달러 규모의 채권발행, AA급 신용도에 비해 발행금리 매력적
- 세계1위의 파운드리 기업으로 초미세공정에서 차별적 경쟁력 보유
- 대규모 투자부담이 진입장벽, 우수한 수익성이 이를 뒷받침

대만 TSMC 45억달러 규모의 채권발행, AA급 신용도에 비해 발행금리 매력적: 대만의 세계 1위의 파운드리업체인 TSMC가 지난주 USD채권을 발행하기 위한 수요예측을 실시하였다. TSMC의 신용등급은 Moody's Aa3/Stable, S&P AA-/Stable로 대만 국가신용등급과 동일하며, 공기업을 제외한 아시아 일반 기업들 중에서는 최고 수준이다. 최종금리는 5년, 10년, 20년, 30년물 각각 동일 만기 국채 대비 60bp, 90bp, 110bp, 120bp 가산된 금리로 결정되어 투자자에게 우호적인 조건으로 발행되었다. 이후 30년물은 20bp, 5~20년물은 10bp 가량 스프레드가 축소되었다. 그럼에도 불구하고 반도체업체 중 TSMC보다 신용등급이 낮은 인텔(Moody's A1/S, S&P A+/S), Texas Instrument(Moody's Aa3/S, S&P A+/S)보다 여전히 스프레드는 20~40bp 높은 수준이다. TSMC가 글로벌 반도체 업계에서는 시가총액 선두기업으로 삼성전자에 비해서도 프리미엄을 받고 있으나, 채권시장에서는 오히려 상당한 저평가 상태라고 볼 수 있다.

초미세공정에서 차별적 경쟁력 보유, 대규모 투자 감당 가능한 수익성과 재무구조 보유: TSMC는 팹리스(Fabless)들과 파운드리(Foundry)업체들이 설계와 생산을 분업하는 흐름에 맞춰, 공격적인 설비투자와 양산노하우 축적으로 글로벌 시장의 50%를 점유하는 반도체 파운드리업체로 성장하였다. 특히, 고객과 경쟁하지 않는다는 전략 하에 잠재적인 기술유출 우려를 제거한 점도 애플 등 글로벌 대형 IT업체과 안정적인 거래관계 유지에 기여하였다. 파운드리업체의 핵심경쟁력인 초미세공정 양산능력 측면에서 TSMC는 가장 앞서 있다. 5G 통신 반도체칩, 인공지능 등 가속화된 디지털시대에 반도체 설계는 보다 세분화, 고도화되고 있으나, 이를 제품으로 양산할 수 있는 업체는 TSMC, 삼성전자 외에는 대안이 없어 Capa 부족이 장기화되고 있다. 초미세공정 양산을 위해서는 EUV 노광장비 등 대규모 투자가 선행되어야 하나 막대한 투자부담을 감당할 수 있는 기업은 극소수에 불과하다. TSMC의 우수한 영업현금흐름 창출능력은 첨단 미세공정 투자를 뒷받침하는 재원으로 활용되어 다시 고마진의 사업을 유지하는 선순환구조가 구축되어 있는 것이다. TSMC는 2021년~2023년 1,000억달러 투자를 계획 중이다. 이미 순현금상태여서 USD채권 발행이 거의 없었지만 향후에는 Capex 조달 목적의 회사채 발행이 이어질 것으로 예상된다. 투자자에게는 글로벌 초우량 반도체 기업에 투자할 수 있는 기회로 활용해 봄직하다.

Analyst 유승우 02 369 3426 seyoo@db-fi.com

대만 TSMC USD채권 발행

5년~30년물 발행, 발행금리는 AA급의 신용도에 비해 높은 수준

대만의 세계 1위의 파운드리업체인 TSMC(Taiwan Semiconductor Manufacturing Co)가 지난주 USD 채권을 발행하기 위한 수요예측을 실시하였다. 총 45억달러 규모였으며 만기는 5년, 10년, 20년, 30년으로 중기물에서 초장기물까지 다양한 만기영역에서 발행된다. TSMC의 신용등급은 Moody's Aa3/Stable, S&P AA-/Stable로 대만 국가신용등급과 동일하며, 공기업을 제외한 아시아 일반 기업들 중에서는 최고 수준이다. 글로벌 IT기업 내에서도 마이크로소프트(Moody's Aaa, S&P AA+), 애플(Moody's Aa1, S&P AA+), 구글(Moody's Aa2, S&P AA) 다음으로 신용도가 우수하다.

도표 1. TSMC 달러채권 공모내역

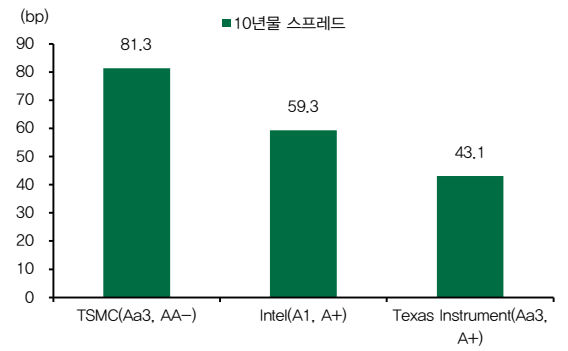
(단위: 백만 USD, %, bp)

발행액(백만 USD)	만기	쿠폰(%)	발행 스프레드(bp)	유통시장 스프레드(bp)
1,250	5년	1.750	60	48.9
1,250	10년	2.500	90	81.3
1,000	20년	3.125	110	100.1
1,000	30년	3.250	120	102.4

자료: Bloomberg, DB금융투자

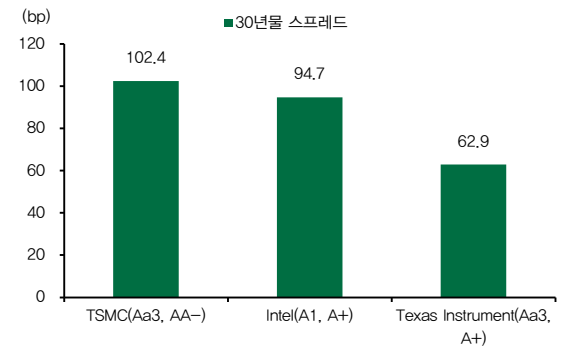
최종금리는 5년, 10년, 20년, 30년물 각각 동일 만기 미국채대비 60bp, 90bp, 110bp, 120bp 가산된 금리로 결정되어 투자자에게 우호적인 조건으로 발행되었다. 이후 30년물은 20bp, 5~20년물은 10bp 가량 스프레드가 축소되었다. 그럼에도 불구하고 반도체 업체 중 TSMC보다 신용등급이 낮은 인텔(Moody's A1/S, S&P A+/S), Texas Instrument(Moody's Aa3/S, S&P A+/S) 동일 만기 채권보다 여전히 스프레드는 20~40bp 높은 수준이다. TSMC가 글로벌 반도체 업계에서는 시총 선두기업으로 삼성전자에 비해서도 프리미엄을 받고 있으나, 채권시장에서는 오히려 저평가 상태라고 볼 수 있다.

도표 2. 미국 IT기업과 10년물 스프레드 비교



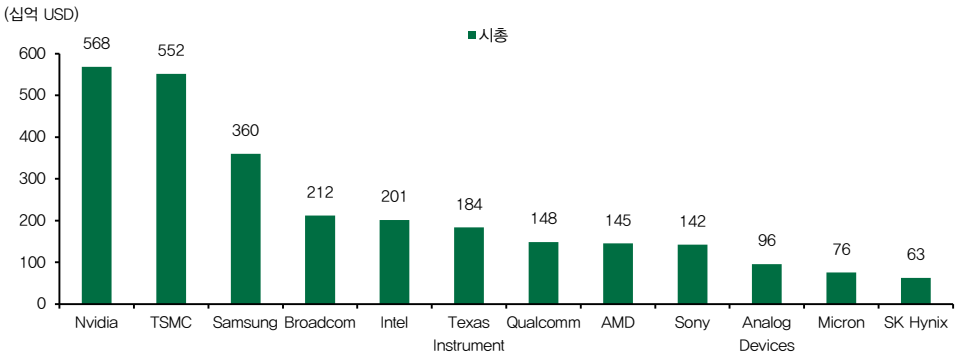
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 미국 IT기업과 10년물 스프레드 비교



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 4. 글로벌 반도체기업 시총 순위–TSMC와 NVIDIA가 선두권



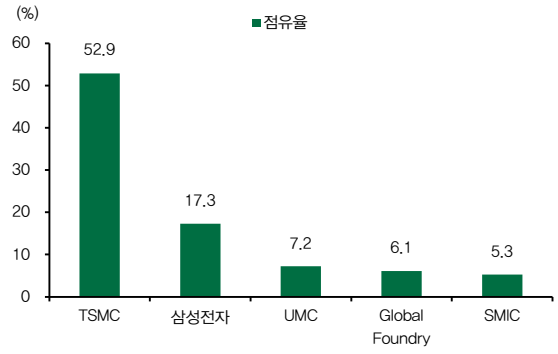
자료: Bloomberg, DB금융투자

TSMC 소개

세계1위의 파운드리 기업으로 초미세공정에서 차별적 경쟁력 보유

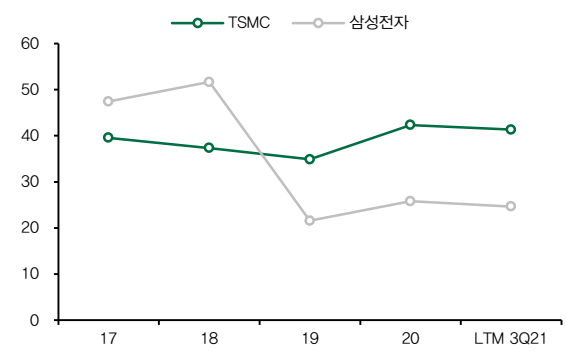
TSMC는 1987년 대만의 반도체 아버지라 불리는 모리스 창에 의해 설립되었다. 팹리스(Fabless)들과 파운드리(Foundry)업체들이 설계와 생산을 분업하는 흐름에 맞춰, 공격적인 설비투자와 양산노하우 축적으로 글로벌 1위의 반도체 파운드리업체로 성장하였다. 특히, 고객과 경쟁하지 않는다는 전략 하에 잠재적인 기술유출 우려를 제거한 점도 애플 등 글로벌 대형 IT업체과 안정적인 거래관계 유지에 기여하였다. 2020년 12인치 웨이퍼 기준 1,200만개의 생산능력을 보유하고 있다.

도표 5. 파운드리 시장 점유율–TSMC가 과반 점유



자료: 트랜드포스, DB금융투자

도표 6. 영업이익률 우수하고 삼성전자보다 안정적

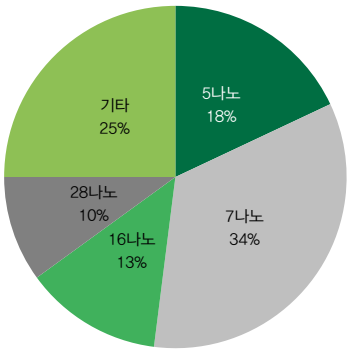


자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 삼성전자 2021년은 상반기 기준

파운드리업체의 핵심경쟁력은 초미세공정 양산능력이다. 미세공정은 반도체의 처리속도와 전력소비량 등 성능과 효율과 직결된다. 5G 통신 반도체칩, 고성능 컴퓨팅, 사물인터넷, 인공지능 등 가속화된 디지털시대에 반도체 설계는 보다 세분화, 고도화되고 있다. 이를 제품으로 양산할 수 있는 업체는 TSMC, 삼성전자 외에는 대안이 없어 Capa 부족이 장기화되고 있다. TSMC와 삼성전자는

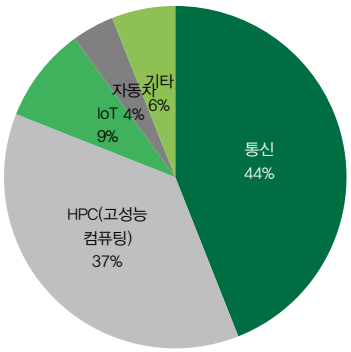
10나노 이하 미세공정에서 생산하고 있는 유일한 업체들이다. TSMC는 5나노공정에서 제품 양산을 하고 있으며 애플 등 주요 고객과의 협력 하에 내년 하반기부터 3나노공정 가동에 들어갈 계획이다.

도표 7. 미세공정별 매출 비중



자료: 분기보고서, DB금융투자

도표 8. 제품별 매출 비중



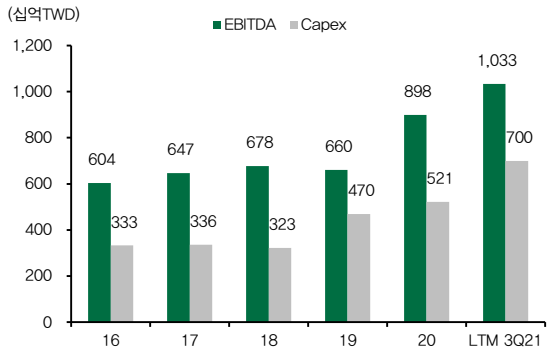
자료: 분기보고서, DB금융투자

대규모 투자부담이 진입장벽, 우수한 수익성이 이를 극복

이러한 기술적 우위와 고객과의 오랜 신뢰관계를 바탕으로 글로벌 파운드리 시장의 50%를 점유하고 있다. 2위인 삼성전자보다 점유율이 3배 가량 높을 정도로 시장지배력을 확보하고 있으며 이는 40% 내외의 영업이익률로 이어지고 있다. 초미세공정 양산을 위해서는 EUV 노광장비 등 대규모 투자가 선행되어야 하나 막대한 투자부담을 감당할 수 있는 기업은 극소수에 불과하다. 인텔조차도 대규모 투자부담에 한때 초미세공정 경쟁에서 이탈했을 정도다. 대규모 투자비가 진입장벽 역할을 역할을 하고 있다. TSMC는 초미세공정을 위해 반드시 확보해야 하는 고가의 EUV 노광장비 누적 생산량의 과반 정도를 보유하고 있는 것으로 알려져 삼성전자 파운드리부문보다 설비능력 측면에서 우위에 있다. TSMC의 우수한 영업현금흐름 창출능력은 첨단 미세공정 투자를 뒷받침하는 재원으로 활용되어 다시 고마진의 사업을 유지하는 선순환구조가 구축되어 있는 것이다.

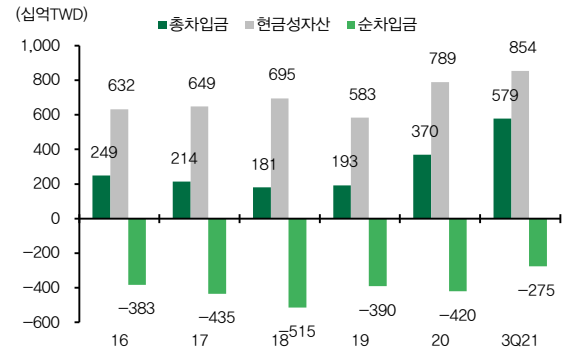
Gartner에 의하면 반도체 수요의 폭발적인 성장에 따라 글로벌 파운드리시장은 2020년~2025년 CAGR이 13.5%에 달할 것으로 예상하고 있다. 초미세공정 수요는 시장보다 더 빠를 것으로 예상되며 TSMC는 2021년~2023년 1,000억달러 투자를 계획 중이다. 이미 순현금상태여서 USD채권 발행이 거의 없었지만 향후에는 Capex 조달 목적의 회사채 발행이 이어질 것으로 예상된다. 투자자에게는 글로벌 초우량 반도체 기업에 투자할 수 있는 기회로 활용해 봄직하다. 주가에 비해 채권가격도 착한 편이다.

도표 9. EBITDA로 CAPEX 충당 가능



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 순현금상태의 재무구조 보유



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. 주요 재무지표

(단위: 십억 TWD, %, 배)

	16	17	18	19	20	LTM 3Q21
매출	948	977	1,031	1,070	1,339	1,511
영업이익	380	387	385	373	567	624
당기순이익	334	343	351	345	518	574
EBITDA	604	647	678	660	898	1,033
Capex	333	336	323	470	521	700
총자산	1,886	1,992	2,090	2,265	2,761	3,332
총부채	496	469	413	643	910	1,254
총자본	1,390	1,523	1,677	1,622	1,851	2,078
총차입금	249	214	181	193	370	579
현금성자산	632	649	695	583	789	854
순차입금	−383	−435	−515	−390	−420	−275
영업이익률	40.1%	39.6%	37.3%	34.9%	42.3%	41.3%
EBITDA마진	63.7%	66.2%	65.7%	61.7%	67.1%	68.4%
부채비율	35.7%	30.8%	24.6%	39.6%	49.2%	60.3%
총차입금의존도	13.2%	10.7%	8.6%	8.5%	13.4%	17.4%
순차입금의존도	−20.3%	−21.8%	−24.6%	−17.2%	−15.2%	−8.3%
총차입금/EBITDA	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
순차입금/EBITDA	−0.6	−0.7	−0.8	−0.6	−0.5	−0.3
매출증가율	12.4%	3.1%	5.5%	3.7%	25.2%	12.8%
영업이익증가율	18.1%	1.6%	−0.4%	−3.0%	51.8%	10.1%

자료: Bloomberg, DB금융투자

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.