



2020년 10월 30일 | Equity Research

반도체: Western Digital, 낮아진 기대감 대비 무난한 실적 발표

투자의견

반도체 애널리스트 김경민, CFA

RA 김주연

Overweight

clairekm.kim@hanafn.com

kim_juyeon@hanafn.com

10/28, NAND Flash 및 Hard Disk 스토리지 공급사 Western Digital이 분기 실적을 발표했다. 실적 발표 당일의 주가는 정규장 -3.7%, 시간외 +3.4% 이다.

매출은 \$3.9B (-3.5% Y/Y), Non-GAAP EPS는 \$0.65, GAAP EPS는 -\$0.20로 모두 컨센서스를 상회했다. 매출과 EPS는 컨센서스를 소폭 상회하는 수준인데 시간외 주가는 긍정적이었다. 상반기(CY 1H20)에 메모리 반도체 / 스토리지 업종에서 코로나19 영향이 유달리 커 실적에 대한 기대감이 낮았기 때문이다.

공급 측면에서 코로나19 발생 직후 실적의 걸림돌은 동아시아 서플라이 체인의 Bottleneck, 리테일 채널의 Shutdown, 물류/이송 비용이다. 수요 측면에서 이어지는 실적의 걸림돌은 코로나19 발발 이후 Data Center Devices & Solutions and Client Solutions 고객사들의 소비 패턴 변화이다. 지난주에 실적을 먼저 발표한 인텔의 경우에도 Data Center Group 고객사들 중에서 Enterprise 시장의 제품 구매는 코로나19 발발 이전에는 상회하고 있었는데, 코로나19 발발 이후 재택근무 수요 대응으로 인해 상회하지 못했다고 밝혔다.

사업부별 매출은 전방산업의 수요 특성별로 구분된다. 매출 비중이 가장 높은 Client Devices 사업부는 \$1.95B (+2% Q/Q, +20% Y/Y)를 기록했다. 동 분야는 노트북 PC나 데스크톱 PC에 탑재되는 Client SSD, Game Console용 SSD, 스마트 폰용 Emmc를 포함한다. 중국의 5G 스마트폰 출시와 고객 포트폴리오 확대도 실적에 긍정적이었다.

그 밖에 Data Center Devices and Solutions 사업부는 \$1.1B (+33% Q/Q, -26% Y/Y)를 기록했고, Client Solutions 사업부는 \$847M (+23% Q/Q, -5% Y/Y)를 기록했다. Data Center Devices and Solutions 사업부의 주력제품은 Capacity Enterprise hard drive and Enterprise SSD(eSSD)이다. Western Digital도 인텔처럼 전방산업 고객사의 수요 패턴 변화에 따라 부정적인 영향을 받는다. 약재인 것은 맞지만 인텔 실적 발표를 통해 이미 알려진 약재에 해당된다.

한편 디바이스별 실적 지표는 Flash 빗그로스는 +1% Q/Q, Blend ASP는 -9% Q/Q를 기록했고, HDD 빗그로스는 -7% Q/Q, ASP는 \$79를 기록했다. 지난 분기 \$87 대비 -9% Q/Q 수준에 해당한다.

다음 분기 가이드는 컨센서스에 부합하는 수준이다. 매출 \$3.75-3.95B (컨센서스 \$3.86B), EPS \$0.40-\$0.60 (컨센서스 \$0.55) 이다.

발표된 실적이나 가이드가 예상을 크게 상회하지 않지만 매출이 이번 분기 \$3.9B에서 다음 분기 \$3.75-3.95B로 바닥을 통과하는 흐름이라는 것이 시간외 주가 상승에 크게 기여했다.

최근 메모리 업종에서는 DRAM과 NAND를 딱히 구분하지 않고 메모리 전체적으로 업황의 바닥 통과 또는 consolidation(인텔의 사업 매각) 시그널이 감지되면 주가가 동반해서 움직이는 경향이 뚜렷하다. WDC의 실적 발표에 대한 시간외 주가 반응은 메모리 반도체 업종의 투자심리에 긍정적이다.

한편 Western Digital은 Flash와 HDD 사업부를 별도로 분리하고 업계 전문가를 수장으로 영입했다. Western Digital은 M&A를 통해 성장했고 마지막으로 전개했던 대규모 M&A는 2016년의 SanDisk였는데, 이후 SanDisk의 주요 management는 Micron으로 이동했고 Western Digital과 SanDisk의 결합에 따른 시너지는 중장기적으로 드러나지 않은 상황이었다. 그러다가 2020년 초반에 코로나19가 발발하고 Western Digital의 CEO로 David Goeckeler가 신규 선임됐을 때 주가 반응은 일단 부정적이었다.

Cisco 출신의 CEO David Goeckeler 부임 이후 Flash와 HDD 사업부의 수장으로 각각 Robert Soderbery (Cisco 출신), Ashley Gorakhpurwalla (Dell EMC 출신)가 영입되었다. 이와 같은 새로운 변화는 Western Digital의 주가에 중립 이상의 영향을 줄 것으로 예상된다.

표 1. WESTERN DIGITAL의 분기 지표 (USD 기준)

(단위: 백만USD, USD, %)

| | Q3 2019 | Q4 2019 | Q1 2020 | Q2 2020 | Q3 2020 | Q4 2020 | Q1 2021 | Q2 2021 예상 | Q3 2021 예상 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 03/29/2019 | 06/28/2019 | 10/04/2019 | 01/03/2020 | 04/03/2020 | 07/03/2020 | 10/02/2020 | 12/31/2020 | 03/31/2021 |
| 시가총액 | 14,082 | 14,027 | 17,454 | 19,318 | 11,463 | 12,817 | 10,942 | | |
| 현금과 현금등가물 | 3,682 | 3,455 | 3,248 | 3,137 | 2,943 | 3,048 | 2,995 | | |
| 우선주 자본금&기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 총부채 | 10,585 | 10,522 | 10,469 | 10,091 | 9,877 | 9,820 | 9,372 | | |
| 기업가치 | 20,985 | 21,094 | 24,675 | 26,272 | 18,397 | 19,589 | 17,319 | | |
| 매출 | 3,674 | 3,634 | 4,040 | 4,234 | 4,175 | 4,287 | 3,922 | 3,885 | 3,885 |
| 성장률%, YoY | -27 | -29 | -20 | 0 | 14 | 18 | -3 | -8 | -7 |
| 매출총이익 | 727 | 703 | 826 | 936 | 1,007 | 1,083 | 874 | 1,034 | 1,075 |
| 마진 (%) | 20 | 19 | 20 | 22 | 24 | 25 | 22 | 27 | 28 |
| EBITDA | 308 | 337 | 373 | 479 | 572 | 656 | 459 | 654 | 750 |
| 마진 (%) | 8 | 9 | 9 | 11 | 14 | 15 | 12 | 17 | 19 |
| 순이익 | -292 | -45 | -182 | -118 | 42 | 158 | -45 | 203 | 242 |
| 마진 (%) | -8 | -1 | -5 | -3 | 1 | 4 | -1 | 5 | 6 |
| EPS | -1.00 | -0.15 | -0.62 | -0.40 | 0.14 | 0.52 | -0.15 | 0.60 | 0.76 |
| 성장률%, YoY | - | - | - | 62 | - | - | 76 | | 441 |
| 영업활동 현금흐름 | 204 | 169 | 253 | 257 | 142 | 172 | 373 | | |
| 자본지출 | -222 | -38 | -145 | -160 | -127 | -215 | -330 | -283 | -275 |
| 잉여현금흐름 | -18 | 131 | 108 | 97 | 15 | -43 | 43 | 163 | 221 |

자료: Bloomberg (조정 기준), 하나금융투자

표 2. WESTERN DIGITAL의 연간 지표 (USD 기준)

(단위: 백만USD, USD, %)

| | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | FY 2020 | FY 2021 예상 | FY 2022 예상 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 06/27/2014 | 07/03/2015 | 07/01/2016 | 06/30/2017 | 06/29/2018 | 06/28/2019 | 07/03/2020 | 06/30/2021 | 06/30/2022 |
| 시가총액 | 21,739 | 18,600 | 13,197 | 26,048 | 22,913 | 14,027 | 12,817 | | |
| 현금과 현금등가물 | 5,088 | 5,286 | 8,378 | 6,354 | 5,005 | 3,455 | 3,048 | | |
| 우선주 자본금&기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 총부채 | 2,438 | 2,556 | 16,994 | 13,151 | 11,172 | 10,522 | 9,820 | | |
| 기업가치 | 19,089 | 15,870 | 21,813 | 32,845 | 29,080 | 21,094 | 19,589 | | |
| 매출 | 15,130 | 14,572 | 12,994 | 19,093 | 20,647 | 16,569 | 16,736 | 15,751 | 18,064 |
| 성장률%, YoY | -1 | -4 | -11 | 47 | 8 | -20 | 1 | -6 | 15 |
| 매출총이익 | 4,422 | 4,221 | 3,631 | 6,140 | 8,147 | 4,194 | 3,844 | 4,321 | 5,519 |
| 마진 (%) | 29 | 29 | 28 | 32 | 39 | 25 | 23 | 27 | 31 |
| EBITDA | 3,146 | 2,904 | 2,480 | 4,588 | 5,936 | 2,581 | 2,068 | 2,628 | 4,224 |
| 마진 (%) | 21 | 20 | 19 | 24 | 29 | 16 | 12 | 17 | 23 |
| 순이익 | 1,689 | 1,636 | 1,067 | 908 | 2,314 | 29 | -116 | 943 | 1,868 |
| 마진 (%) | 11 | 11 | 8 | 5 | 11 | 0 | -1 | 6 | 10 |
| EPS | 6.98 | 6.90 | 4.41 | 3.07 | 7.54 | 0.10 | -0.39 | 3.03 | 6.15 |
| 성장률%, YoY | 61 | -1 | -36 | -30 | 146 | -99 | - | | 103 |
| 영업활동 현금흐름 | 2,816 | 2,242 | 1,983 | 3,437 | 4,205 | 1,547 | 824 | | |
| 자본지출 | -628 | -612 | -584 | -578 | -835 | -876 | -647 | -1,018 | -1,055 |
| 잉여현금흐름 | 2,188 | 1,630 | 1,399 | 2,859 | 3,370 | 671 | 177 | 1,322 | 2,268 |

자료: Bloomberg (조정 기준), 하나금융투자

표 3. WESTERN DIGITAL의 분기 지표 (KRW 기준)

(단위: 백만KRW, KRW, %)

| | Q3 2019 | Q4 2019 | Q1 2020 | Q2 2020 | Q3 2020 | Q4 2020 | Q1 2021 | Q2 2021 예상 | Q3 2021 예상 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 03/29/2019 | 06/28/2019 | 10/04/2019 | 01/03/2020 | 04/03/2020 | 07/03/2020 | 10/02/2020 | 12/31/2020 | 03/31/2021 |
| 시가총액 | 16,022,163 | 16,250,569 | 20,823,502 | 22,510,174 | 14,207,930 | 15,370,900 | 12,749,715 | | |
| 현금과 현금등가물 | 4,189,416 | 4,002,618 | 3,875,059 | 3,655,295 | 3,647,731 | 3,655,375 | 3,489,864 | | |
| 우선주 자본금&기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 총부채 | 12,043,719 | 12,189,737 | 12,490,145 | 11,758,235 | 12,242,146 | 11,776,831 | 10,920,536 | | |
| 기업가치 | 23,876,465 | 24,437,689 | 29,438,588 | 30,613,114 | 22,802,346 | 23,492,356 | 20,180,386 | | |
| 매출 | 4,133,898 | 4,237,658 | 4,832,627 | 4,968,583 | 4,994,811 | 5,221,375 | 4,654,865 | 4,405,350 | 4,405,216 |
| 성장률%, YoY | -27 | -29 | -20 | 0 | 14 | 18 | -3 | -11 | -12 |
| 매출총이익 | 818,003 | 819,778 | 988,057 | 1,098,392 | 1,204,736 | 1,319,046 | 1,037,316 | 1,172,792 | 1,219,364 |
| 마진 (%) | 20 | 19 | 20 | 22 | 24 | 25 | 22 | 27 | 28 |
| EBITDA | 346,554 | 392,980 | 446,181 | 562,105 | 684,319 | 798,979 | 544,769 | 741,286 | 850,956 |
| 마진 (%) | 8 | 9 | 9 | 11 | 14 | 15 | 12 | 17 | 19 |
| 순이익 | -328,067 | -52,674 | -218,239 | -138,223 | 49,906 | 192,188 | -52,939 | 230,039 | 274,478 |
| 마진 (%) | -8 | -1 | -5 | -3 | 1 | 4 | -1 | 5 | 6 |
| EPS | -1,123.82 | -179.16 | -737.29 | -468.01 | 166.91 | 636.44 | -177.07 | 677.02 | 856.58 |
| 성장률%, YoY | - | - | - | 61 | - | - | 76 | | 413 |
| 영업활동 현금흐름 | 229,536 | 197,073 | 302,637 | 301,589 | 169,883 | 209,488 | 442,699 | | |
| 자본지출 | -249,789 | -44,312 | -173,448 | -187,759 | -151,938 | -261,860 | -391,664 | -320,911 | -312,354 |
| 잉여현금흐름 | -20,253 | 152,761 | 129,189 | 113,829 | 17,945 | -52,372 | 51,035 | 189,919 | 258,185 |

자료: Bloomberg (조정 기준), 하나금융투자

표 4. WESTERN DIGITAL의 연간 지표 (KRW 기준)

(단위: 백만KRW, KRW, %)

| | FY 2014 | FY 2015 | FY 2016 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | FY 2020 | FY 2021 예상 | FY 2022 예상 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 06/27/2014 | 07/03/2015 | 07/01/2016 | 06/30/2017 | 06/29/2018 | 06/28/2019 | 07/03/2020 | 06/30/2021 | 06/30/2022 |
| 시가총액 | 22,053,375 | 20,880,286 | 15,170,635 | 29,793,639 | 25,510,360 | 16,250,569 | 15,370,900 | | |
| 현금과 현금등가물 | 5,161,674 | 5,934,011 | 9,630,595 | 7,267,578 | 5,572,267 | 4,002,618 | 3,655,375 | | |
| 우선주 자본금&기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 총부채 | 2,473,302 | 2,869,340 | 19,534,773 | 15,041,851 | 12,438,234 | 12,189,737 | 11,776,831 | | |
| 기업가치 | 19,365,003 | 17,815,616 | 25,074,813 | 37,567,912 | 32,376,328 | 24,437,689 | 23,492,356 | | |
| 매출 | 16,160,207 | 15,732,283 | 15,240,878 | 21,779,689 | 22,675,176 | 18,809,078 | 20,013,270 | 17,861,084 | 20,483,286 |
| 성장률%, YoY | -1 | -4 | -11 | 47 | 8 | -20 | 1 | -11 | 15 |
| 매출총이익 | 4,723,095 | 4,557,094 | 4,258,860 | 7,003,996 | 8,947,288 | 4,761,016 | 4,596,738 | 4,899,295 | 6,258,463 |
| 마진 (%) | 29 | 29 | 28 | 32 | 39 | 25 | 23 | 27 | 31 |
| EBITDA | 3,360,212 | 3,135,229 | 2,908,833 | 5,233,605 | 6,519,099 | 2,929,943 | 2,472,959 | 2,980,299 | 4,790,130 |
| 마진 (%) | 21 | 20 | 19 | 24 | 29 | 16 | 12 | 17 | 23 |
| 순이익 | 1,804,165 | 1,766,589 | 1,251,151 | 1,035,656 | 2,541,487 | 33,127 | -138,399 | 1,069,376 | 2,117,733 |
| 마진 (%) | 11 | 11 | 8 | 5 | 11 | 0 | -1 | 6 | 10 |
| EPS | 7,453.28 | 7,452.41 | 5,170.05 | 3,497.45 | 8,279.89 | 113.45 | -465.71 | 3,436.29 | 6,977.03 |
| 성장률%, YoY | 55 | 0 | -31 | -32 | 137 | -99 | - | | 103 |
| 영업활동 현금흐름 | 3,007,742 | 2,420,517 | 2,325,894 | 3,920,641 | 4,618,062 | 1,756,150 | 985,357 | | |
| 자본지출 | -670,761 | -660,730 | -684,983 | -659,334 | -917,023 | -994,432 | -773,697 | -1,154,182 | -1,196,781 |
| 잉여현금흐름 | 2,336,982 | 1,759,787 | 1,640,910 | 3,261,307 | 3,701,039 | 761,717 | 211,660 | 1,492,253 | 2,559,057 |

자료: Bloomberg (조정 기준), 하나금융투자

표 5. WESTERN DIGITAL의 실적 지표의 예상 상회 강도와 실적 발표 익일 주가

(단위: %, \$)

| 실적 발표일 | 해당 분기 | EPS 예상 상회 수준 | EPS 발표치 | EPS 컨센서스 | 매출 예상 상회 수준 | 매출 발표치 | 매출 컨센서스 | 실적 발표 익일 주가 |
|------------|-------|-----------------|------------|-------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| 10/28/2020 | Q121 | +18.83% | 0.65 | 0.55 | +2.24% | 3,922,000,000 | 3,835,888,889 | N/A |
| 08/05/2020 | Q420 | +0.08% | 1.23 | 1.23 | -1.22% | 4,287,000,000 | 4,339,800,000 | -16.12% |
| 04/30/2020 | Q320 | -8.31% | 0.85 | 0.93 | -0.02% | 4,175,000,000 | 4,175,956,522 | -12.15% |
| 01/30/2020 | Q220 | +7.45% | 0.62 | 0.58 | +0.25% | 4,234,000,000 | 4,223,416,667 | -2.18% |
| 10/30/2019 | Q120 | +14.48% | 0.34 | 0.30 | +2.84% | 4,040,000,000 | 3,928,333,333 | -16.91% |
| 07/31/2019 | Q419 | +3.66% | 0.17 | 0.16 | -0.66% | 3,634,000,000 | 3,658,285,714 | +3.01% |
| 04/29/2019 | Q319 | -61.80% | 0.17 | 0.45 | -0.10% | 3,674,000,000 | 3,677,695,652 | +1.29% |
| 01/24/2019 | Q219 | -3.14% | 1.45 | 1.50 | -0.42% | 4,233,000,000 | 4,250,833,333 | +7.52% |

자료: Bloomberg (조정 기준), 하나금융투자

표 6. WESTERN DIGITAL의 사업부문별 매출

| | Q2 2019 | Q3 2019 | Q4 2019 | Q1 2020 | Q2 2020 | Q3 2020 | Q4 2020 | Q1 2021 |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 12/28/2018 | 03/29/2019 | 06/28/2019 | 10/04/2019 | 01/03/2020 | 04/03/2020 | 07/03/2020 | 10/02/2020 |
| 매출 | 4,774,623 | 4,133,898 | 4,237,658 | 4,832,627 | 4,968,583 | 4,994,811 | 5,221,375 | 4,654,865 |
| Flash | 2,451,041 | 1,811,534 | 1,756,168 | 1,952,190 | 2,156,886 | 2,465,702 | 2,725,784 | 2,466,295 |
| HDD | 2,323,582 | 2,322,364 | 2,481,491 | 2,880,437 | 2,811,697 | 2,529,109 | 2,495,591 | 2,188,570 |
| 사업부문별 매출 | 4,774,623 | 4,133,898 | 4,237,658 | 4,832,627 | 4,968,583 | 4,994,811 | 5,221,375 | 4,654,865 |
| Client Devices | 2,497,287 | 1,828,412 | 1,872,779 | 1,933,051 | 2,108,773 | 2,190,539 | 2,333,603 | 2,309,629 |
| Data Center Devices & Solutions | 1,065,915 | 1,400,845 | 1,484,463 | 1,832,570 | 1,112,474 | 1,822,059 | 2,051,037 | 1,339,965 |
| Client Solutions | 1,211,421 | 904,642 | 880,416 | 1,067,006 | 1,747,336 | 982,213 | 836,735 | 1,005,270 |
| 판매단위 수 (HDD) | 30,200,000 | 27,800,000 | 27,700,000 | 29,300,000 | 29,200,000 | 24,400,000 | 23,100,000 | 23,000,000 |
| Client Compute | 14,000,000 | 12,900,000 | 12,300,000 | 12,900,000 | 11,800,000 | 9,100,000 | 9,400,000 | 9,300,000 |
| Non-Compute | 11,100,000 | 9,300,000 | 9,200,000 | 8,900,000 | 10,300,000 | 8,000,000 | 6,900,000 | 8,200,000 |
| Enterprise | 5,100,000 | 5,600,000 | 6,200,000 | 7,500,000 | 7,100,000 | 7,300,000 | 6,800,000 | 5,500,000 |

자료: 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY (매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral (중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce (매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight (비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral (중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight (비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY (매수) | Neutral (중립) | Reduce (매도) | 합계 |
|------------|----------|--------------|-------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 92.19% | 7.81% | 0.00% | 100% |

* 기준일: 2020년 10월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트 (김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 (김경민, CFA)는 2020년 10월 30일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.