

2024. 6. 21

아나패스 123860

탐방노트: AI PC가 확대된다면

● 전기전자/IT부품
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

[회사개요]

아나패스는 2002년 설립된 디스플레이용 반도체인 T-Con(Timing Controller) 전문 펌리스 업체. T-CON은 DDI(Display Driver IC)에 전송되는 데이터의 양을 조절함으로써 화질을 개선해주는 디스플레이용 반도체. 주요 고객은 국내 디스플레이 패널 업체로 2023년 기준 동사 매출의 81.5%가 OLED용 T-Con/TED(스마트폰에 사용될 경우 T-콘에 DDI를 결합한 TED로 통칭)에서 발생. 작년 기준 OLED용 매출의 대부분이 IT OLED에서 발생했으며, IT OLED 시장의 성장과 올해부터 확대될 모바일용 매출이 향후 아나패스의 신규 성장동력이 될 전망.

[투자 포인트]

1) AI PC용 매출 확대

동사의 OLED용 매출의 대부분은 국내 디스플레이 고객사의 IT OLED용 제품에서 발생. 국내 디스플레이 고객사의 공급 물량 중 북미 스마트폰 세트사용 물량은 국내 경쟁사가 담당하며 그 외 물량을 동사가 담당하는 구조. 시장조사기관 Omida에 의하면 가격적인 부담으로 인해 2023년 기준 IT용 패널 시장 내 OLED 침투율은 1.6%에 불과하나 국내 디스플레이 고객사의 점유율은 약 86%를 기록 중. 이 중 작년 동사가 공급한 IT OLED용 T-CON 물량은 약 500만대로 추정

다만 올해부터 생성형 AI기능이 탑재된 AI PC 제품의 출시와 함께 저전력에서 강점이 있는 OLED 패널의 IT OLED 시장 침투율 확대 본격화 예상. 이는 소비전력이 높은 AI PC의 특성상 소비전력과 반응속도에서 OLED가 LCD 대비 강점이 뚜렷하기 때문. PC 내 하이엔드 제품 위주로 AI 기능이 우선적으로 탑재되기 때문에 OLED 패널의 가격 부담도 일정부분 해소 기대. 마이크로소프트의 AI 탑재 '코파일럿+'가 적용된 다수의 AI PC 신제품 출시와 Windows 10 지원 종료로 인한 교체수요 등이 맞물려 다수의 시장조사기관에서는 AI PC의 가파른 침투율 상승을 예상 중(그림6). 이에 맞춰 동사는 최근 인텔의 AI PC 파트너사로 공식 선정되었으며 켈컴과의 AI GPU 호환성 인증도 완료. AI PC로 인한 OLED의 침투율 상승과 함께 동사의 IT OLED용 T-CON 매출액의 의미 있는 성장 기대

2) 모바일향 매출 확대

국내 디스플레이 고객사는 연간 3~4억대의 모바일 OLED 패널을 공급 중. 동사는 2018년부터 중화권 위주로 일부 모델에 동사의 모바일향 TED 제품을 공급했지만 반도체 쇼티지로 인해 작년까지 유의미한 물량 확대에 실패. 다만 올해부터는 고객사의 주요 스마트폰 모델 물량 확보에 성공함에 따라 1Q24 기준 창사 이후 역대 두번째로 높은 분기 매출(369억원)을 달성. 이는 국내 주요 경쟁사가 중국 매각 이슈로 인해 고객사 내 점유율이 급격하게 감소하고 있고 반도체 쇼티지가 해소됨에 따라 동사가 선제적으로 파운드리 물량 확보에 성공했기 때문. 아쉬운 점은 급격한 모바일향 물량 증가 및 추가 비용 반영으로 인해 1Q24는 예상보다 마진이 훼손. 다만 모바일은 물량 확대가 이뤄진다면 마진 정상화가 가능한 사업 구조. 향후 동사의 모바일향 공급 물량 증가와 함께 가파른 마진 정상화 전망

3) 관계회사 GCT Semiconductor Holdings(GCTS) 정상화

동사의 관계회사인 GTCS는 4G LTE 및 5G SoC 반도체 솔루션을 제공하는 팹리스 전문기업으로 올해 3월 미국 뉴욕증시 스펙 상장에 성공(현재 시가총액 원화 기준 약 3,200억원). 동사는 작년말 기준 약 26%의 지분을 보유한 최대주주로, 현재는 상장에 따른 지분 희석으로 약 16%의 지분을 보유 중. GCTS는 미국 1위 통신 사업자인 버라이즌의 통신칩 인증을 받은 전세계 4개 업체(퀄컴, 삼성 LSI, 미디어텍, GCTS) 중 한곳으로 4Q부터 버라이즌향 5G 통신칩 공급을 시작할 예정. 이 외에 사우디아라비아 아랍코와 사우디 내 4G/5G 네트워크 생태계 구축 관련 MOU도 체결. 점진적인 사업 확장을 통한 수익 개선으로, 지분법 회계처리를 하고 있는 동사의 지분법 수익 인식 가능성 상존

[실적 전망 및 결론]

2024년 매출액 1,478억원(+106.9% YoY), 영업이익 113억원(+152.9% YoY) 전망. 모바일향 견고한 물량이 지속됨과 동시에 IT OLED향 물량 확대에 1분기에 이어서 양호한 실적 흐름이 유지될 전망. 점진적인 비용 구조 정상화에 따라 1Q 대비 이익률도 지속적으로 상승할 것으로 예상

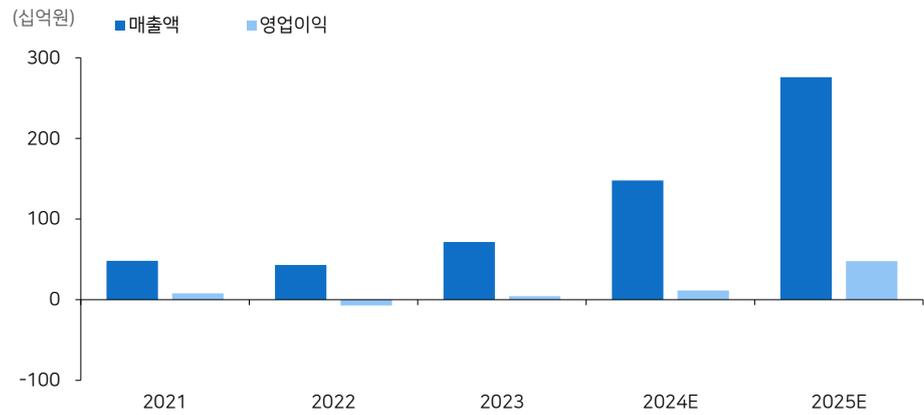
2025년 매출액은 2,760억원(+86.7% YoY), 영업이익 479억원(+323.7% YoY, OPM: 17.3%)으로 창사 이후 최대 실적 달성 예상. 1) AI PC 확대를 통한 IT OLED향 매출 성장 + 2) 모바일향 공급 물량 증가 및 레버리지 효과를 통한 이익 개선 효과로 외형과 수익성 동반 성장 기대

아나패스 현 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 7.6배에 거래 중. 최근 단기 주가 상승에도 1) AI PC 시장의 성장성 2) 이를 기반한 동사의 향후 실적 성장성을 감안 시 추가적인 주가 상승이 가능한 국면이라 판단. AI PC 기반 IT OLED 시장의 확대, 모바일향 공급 물량 증가로 향후 실적 성장에 대한 가시성이 높고, 국내 몇 안 되는 AI PC 수혜주로서의 밸류에이션 리레이팅 가능성도 상존하기 때문에 중장기적 관심 유효

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	48.4	43.3	71.5	147.8	276.0
YoY (%)	-52.1%	-10.5%	65.1%	106.9%	86.7%
LCD항 T-Con	3.9	2.0	0.3	0.3	0.3
OLED항 T-Con/TED	36.3	39.5	58.2	137.0	263.3
기타(용역매출)	8.1	1.8	12.9	10.5	12.5
영업이익	7.8	(7.0)	4.5	11.3	47.9
YoY (%)	-39.0%	적전	흑전	152.9	323.7
지배순이익	12.7	(13.1)	2.7	10.2	44.1
주식수(백만주)	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3
EPS (원)	1,124	-1,122	227	886	3,634

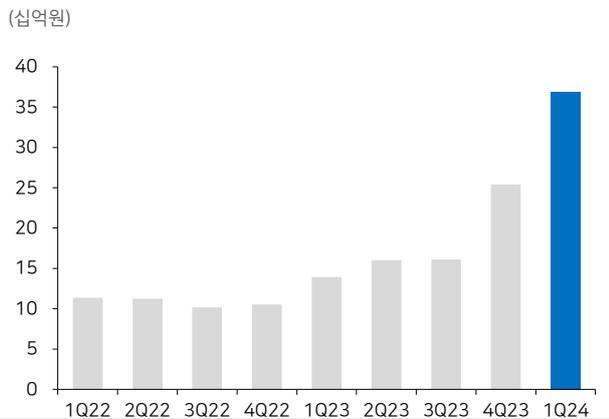
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 아나패스 매출액, 영업이익 추이 및 전망



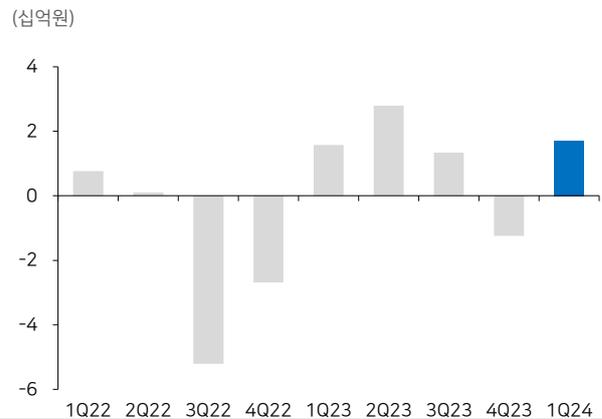
자료: 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아나패스 분기 매출액 추이



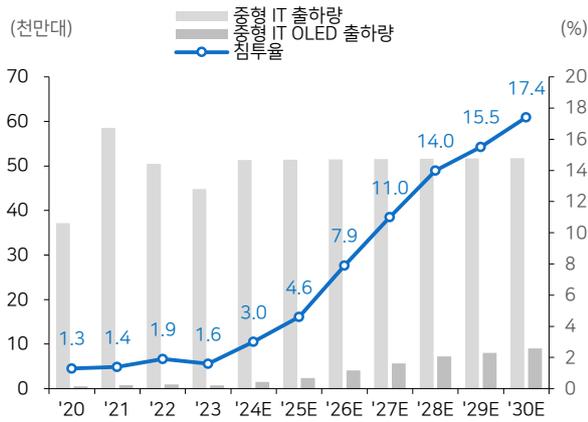
자료: 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아나패스 분기 영업이익 추이



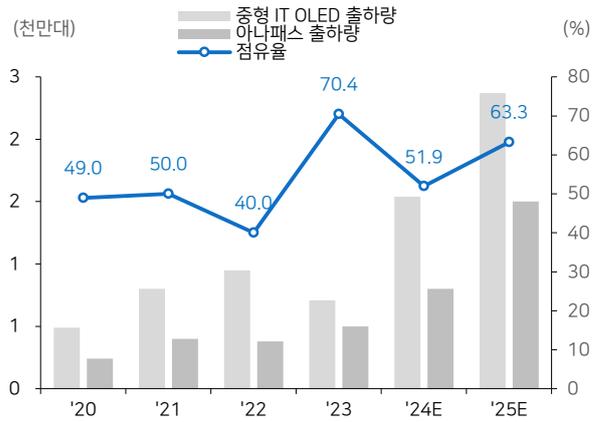
자료: 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 IT OLED 침투율 전망



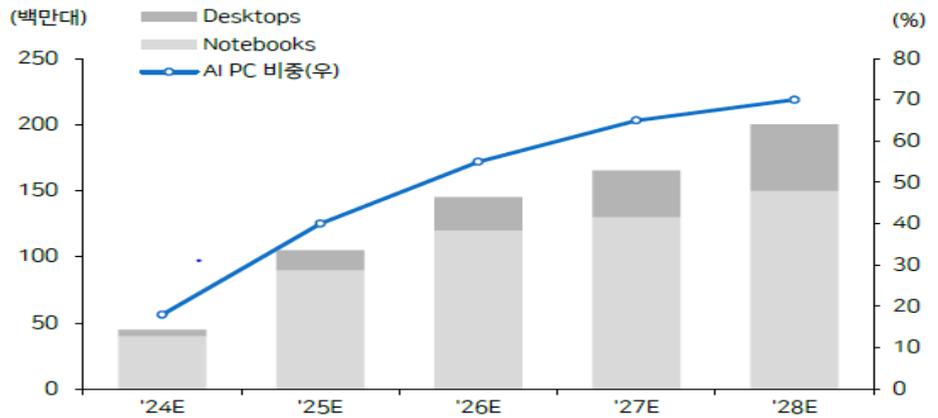
자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림5 IT OLED 출하량 및 아나패스 점유율 추이 및 전망



자료: Omdia, 아나패스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 AI PC 시장 전망



자료: Canals, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 PC 제조업체 별 AI PC 출시일 및 사양

	HP	Dell	Microsoft	ASUS	Lenovo	삼성전자	Acer	Apple
대표 모델	Specter x350, Elitebook x360	Dell Inspiron, Dell Latitude, Dell XPS 13	Surface Pro, Surface Laptop	Vivobook S15	ThinkPad T14s, Yoga Slim 7x	Samsung Galaxy Book 4 Edge	Acer Swift 14 AI	iPad Pro 11, M4 탑재 맥북 (예상)
출시일	2024.5	2024.5	2024.5	2024.6	2024.6	2024.6	2024.7	2024.5 / 2H24
SoC	퀄컴 Snapdragon X 시리즈 - CPU: 퀄컴 Oryon, GPU: 퀄컴 Adreno, NPU: 퀄컴 Hexagon							M4
운영 체제	Windows							macOS
배터리	26h	27h	22h	18h	Multi Day	22h	26h	-

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

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.