Analyst 김종배
kjb6551@hmsec.com

# 유티아이 (179900)

## 반전의 서막(Feat. Foldable, 유리기판)

**BUY** **TP 40,000원**

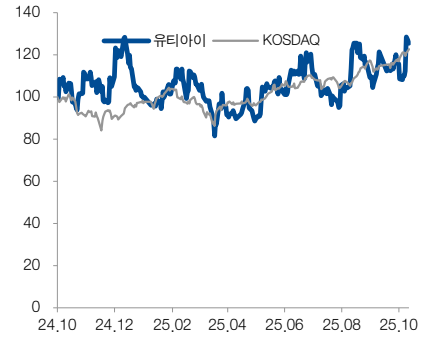
| | |
|---|---|
| 현재주가 (11/3) | 27,500원 |
| 상승여력 | 45.5% |
| 시가총액 | 538십억원 |
| 발행주식수 | 19,579천주 |
| 자본금/액면가 | 9십억원/500원 |
| 52주 최고가/최저가 | 28,150원/17,860원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 2십억원 |
| 외국인 지분율 | 14.03% |
| 주요주주 지분율 | |
| 박덕영 외 5인 | 23.66% |

| 주가상승률 | 1M | 3M | 6M |
|---|---|---|---|
| 절대주가(%) | 3.4 | 24.7 | 40.1 |
| 상대주가(%p) | -3.4 | 5.4 | 10.6 |

* K-IFRS 연결 기준

| (단위: 원) | EPS(25F) | EPS(26F) | T/P |
|---|---|---|---|
| Before | 128 | 6,094 | 36,000 |
| After | -2,421 | 2,361 | 40,000 |
| Consensus | -1,989 | 2,043 | 36,000 |
| Cons. 차이 | 21.7% | 15.6% | 11.1% |

최근 12개월 주가수익률




자료: WiseFn, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 지난 10/31에 발표된 투자공시는 동사의 북미향 Foldable 신규설비 투자를 위한 잔여 금액으로 사실상 전략 고객사향 양산을 위한 핵심 자금 조달은 마무리됐음. 금번 투자를 통해 동사는 북미 고객사 Foldable Smartphone향 UTG 양산 Fab Capa를 최대 월 130만장-140만장까지 확보할 것으로 추정됨. 이미 현지 인력을 채용 중이고 고객사향 Prototype Test는 순조롭게 진행 중이며 고객사의 수주 역시 임박한 것으로 보임. 투자의견 Buy, 목표주가는 26F EPS 상향 조정에 따른 40,000원으로 상향(직전 목표주가 36,000원, 직전 목표주가 산출 시 26F EPS 2,116원에 Target P/E는 Global Foldable Peer 평균 17배 동일 적용)

### 주요이슈 및 실적전망

- 동사는 오래전 UTG 개발을 완료하고도 오랫동안 UTG 고객사를 확보하지 못하였음. 이는 Foldable 시장은 한국과 중국으로 양분되는데, 국내 세트업체는 이미 타 국내 업체와의 계약 및 자체 내재화를 하였고, 중국 세트 업체들 역시 자국 내에서 부품을 조달하기 때문. 다만, 이번 북미 고객사의 UTG 납품이 본격화된다면 타 글로벌 고객사향 납품으로 확대될 것으로 전망. 특히 UTG 외 UFG(HTG/VTG)는 현재 UTG의 단점(내구성, 주름)을 해결할 수 있는 대안으로 여러 세트업체들이 주목하고 있는 기술로 파악됨. 이에 대해 동사는 기술력에 있어 독보적이고 IP를 확보하였음(특허 침해가 어려움). 당장 내년 신제품에서는 UTG가 적용되지만 27년 이후 UFG의 적용이 예상되며, 이로 인해 Foldable Smartphone의 Cover Window 소재에서의 지배력 향상이 예상됨. 내년 북미향 진입에 이어 추가적으로 글로벌 고객사향으로 진입하여 동사의 Flexible Glass의 외형성장을 기대
- 북미 고객사향 전용 Fab(UTI VINA VINH PHUC)은 이미 베트남에 1공장이 준공되었고, 2공장 증설 역시 진행 중. 2026년 고객사의 물량은 약 1,000만대 전후 수준으로 예상되고 이에 따른 부품은 약 1,300-1,500만장(A/S 물량, 재고 등을 감안)이 필요할 것으로 예상. 현재 Capa 및 기술 상황을 고려한다면 이 중 최소 50% 이상의 M/S 확보가 가능할 것. 올해 3차례에 걸쳐 발행한 자금 조달(약 700억원)로 2공장 Capa 역시 기확보된 상황
- Foldable 부품 관련해서는 최종 고객사가 직접 벤더를 선정을 하게 됨. 비록, 패널 상하단에 들어가는 것에 대해서는 패널사의 오랜 양산 경험이 기술력으로 인정되지만, 고객사는 자사 세트의 기술적인 방향성에 부합하는 부품사를 직접 선정. 패널사 역시 이에 해당하는 상황. 이번 북미 진출 이후 기술 및 양산 Reference를 기반으로 고객사 확대 및 Foldable UTG를 떠나 유리기판 TGV 시장까지 확보할 것으로 보임(10p 참고)

### 주가전망 및 Valuation

- 26F EPS 2,361원(CB 전환 주식수 포함)에 글로벌 Foldable Value Chain Peer Group 평균인 Target Multiple 17배를 적용한 목표주가 40,000으로 상향(표4 참고)

### 요약 실적 및 Valuation

| 구분 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감율 (%) | P/E (배) | P/B (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 배당수익률 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 19 | -20 | -30 | -12 | -1,814 | 적지 | NA | 37.6 | NA | -91.7 | 0.0 |
| 2024 | 19 | -32 | -23 | -25 | -1,394 | 적지 | NA | 6.6 | NA | -49.6 | 0.0 |
| 2025F | 20 | -35 | -45 | -27 | -2,421 | 적지 | NA | 24.3 | NA | -93.8 | 0.0 |
| 2026F | 329 | 71 | 57 | 78 | 2,361 | 흑전 | 11.6 | 8.4 | 8.0 | 112.5 | 0.0 |
| 2027F | 629 | 172 | 140 | 178 | 5,802 | 145.8 | 4.7 | 3.0 | 2.8 | 94.0 | 0.0 |

* K-IFRS 연결 기준

### UTG, UFG에 대한 개발완료는 이미 오래 전. 결국 UTG에서 UFG 전환이 이뤄질 것

Flexible Glass에 대한 기술력은 이미 고객사향으로 검증된 바 있으며, 특히 UFG에 대해서는 글로벌 최초 기술 개발 및 IP를 확보하였다. 동사의 양산 경험이 없음에도 불구하고 기술력을 증명할 수 있는 것은 UFG에 대한 IP라고 판단된다. UFG는 UTG 대비 성능이 향상되고 더 높은 수준의 기술력을 요구하기 때문이다.

UFG는 UTG의 얇은 두께(30~50um, 기존에 30um를 채용하였지만 점차 내구성 문제로 두께를 늘려나가고 있음)를 보완하기 위한 것이다. 초기 UTG는 기존 CPI(50um) 대비 약 2배 두꺼웠다(약 100um). UTG를 적용하면서 CPI의 불투명한 시인성과 외부 스크래치라는 단점은 극복했지만, CPI 대비 곡률반경이 커(곡률이 작음) Folding 부분의 미세한 공백이 발생하는 문제가 발생하였다. 이에 따라, UTG의 두께를 줄이려는 시도가 지속되어왔고, 현재 적용되는 수준(30um)까지 도달한 것이다. 다만 UTG의 두께가 얇아지다 보니 2가지 문제가 발생하였는데 1) 내구성, 2) 주름이다. 우선 두께가 얇아지다 보니 내구성이 기존 두꺼운 Glass 대비 약해질 수밖에 없다. Cover Window 소재로써 OLED 패널의 시인성을 확보하는 것도 중요하지만 패널을 보호하는 역할도 수행하여야 하는데, 충격에 다소 약한 얇은 Glass는 외부 충격에 보다 취약하다는 단점이 발생한다. 비록 이를 보호하기 위한 보호층(PL, PF)을 상단 Layer에 접착한다고 하더라도 Crack에 대한 문제는 여전히 상존할 수밖에 없다. 주름이 발생하는 문제 역시 얇은 Glass에 발생할 수 있는 문제이다. Glass가 얇을수록 곡률반경이 작기 때문에 가운데 부분이 더 잘 접히지만 다만 접합 부위가 주름이 더 발생할 수밖에 없게 된다.

UFG는 이러한 UTG의 단점을 극복하기 위한 Cover Window 소재 기술이다. 내구성을 보완하기 위해 Glass 두께를 100um 이상으로 늘리되, 가운데 접합 부분만 식각하여 얇게 만드는 기술이다. 단연, UTG 대비 더 높은 기술력을 요구한다. UFG가 UTG 대비 기술적으로 난도가 높은 이유는 1) 부분 식각(접합 부위만 얇게 식각)에 대한 기술적 해자가 있고, 2) 중앙 부위 식각에 대해서는 Resin(충진제)로 채워넣어야 한다. 특히 Resin은 유리와 같은 물성으로 맞춰야 하는데 이렇기 때문에 이에 적합한 Resin 소재를 수급하기는 더욱 어렵다. 글로벌 업체 중 이 Resin 소재를 공급할 수 있는 회사는 1-2개 정도이고, 동사는 이 Resin 소재에 대한 수급이 확보되어 있는 상황이다. 특히 이를 외부 조달하기 위해서는 소재 비용이 높기 때문에 최종 제품에서

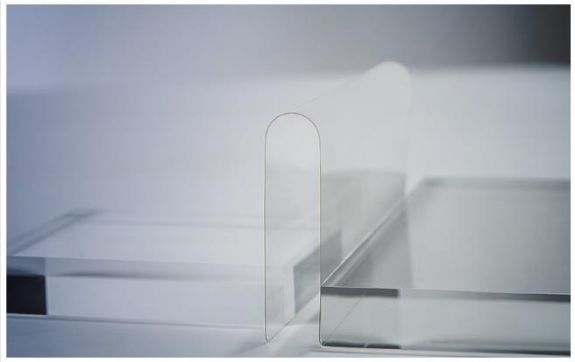
의 수익성 확보 역시 어렵다. 다른 경쟁업체가 진입하기 어려운 주요 이유이다.

뿐만 아니라, 동사는 UFG에 대한 기술개발이 5년 전에 완료됐고, 글로벌 세트업체들과 논의하며 고객사가 요구하는 수준에 맞춰 각 고객사에 대한 최적화 작업을 지난 기간동안 진행해왔다. 글로벌 최초로 UFG에 대한 기술개발을 완료하였고 관련 특허(IP)를 구축하였기 때문에 향후 다른 업체가 동사의 특허를 우회하여 기술개발하기는 어려울 것으로 판단된다. UFG에 대한 기술적 해자가 구축되는 주요 이유 중 하나이다.

〈그림1〉 유티아이 UTG: 26년 적용

자료: 유티아이, 현대차증권

〈그림2〉 유티아이 UFG: 27년 이후 예상



자료: 유티아이, 현대차증권

### 양산 Reference에 대한 우려는 기우

IT 제조업 내에서 양산 경험은 절대적으로 중요하다. Pilot 라인에서 수율이 아무리 높아도 대량 양산 체제 초기 수율 확보는 어려울 수밖에 없다. 다만, 공정에 있어 설비 비중이 높고 인력 비율이 낮은 경우(자동화율이 높은 경우) 빠르게 수율을 높일 수 있다. 동사의 베트남 UTG 라인은 설비 중심의 라인으로 구축되어 있기 때문에, 빠른 수율 확보가 가능한 것으로 보인다.

단연 기존 Pilot 라인에서의 기술력 및 수율 역시 중요하다. 동사의 경우 지난 5년 이상 고객사와 R&D를 진행하였고, 기존 Flexible Glass(UTG) Pilot 라인에서도 90% 이상의 수율을 확보하였다. 특히 이는 현재 공급 논의 중인 고객사향 제품과 유사한 스펙의 UTG를 양산했다는 점에서 유의미하다고 볼 수 있다. 고객사와 장기간에 걸쳐 샘플 테스트를 하였고, 유리가공에 대한 원천 기술을 보유하였기 때문에 수율 확보에 큰 어려움을 겪지 않은 것으로 보인다. UTG 양산에서 핵심이 되는 식각 기술 역시 전체 수율에 큰 영향을 미치는데, 관련하여 동사는 불산(HF), 수산화나트륨

(NaOH)을 활용한 식각(Etching) 기술을 보유하고 있다. 이러한 식각(Etching) 기술은 Glass 절단, 표면 처리 등 핵심 공정에 활용된다.

IT 제조업 내에서 양산 경험은 절대적으로 중요하다. Pilot 라인에서 수율이 아무리 높아도 대량 양산 체제 초기 수율 확보는 어려울 수밖에 없다. 다만, 공정에 있어 설비 비중이 높고 인력 비율이 낮은 경우(자동화율이 높은 경우) 빠르게 수율을 높일 수 있다. 동사의 베트남 UTG 라인은 설비 중심의 라인으로 구축되어 있기 때문에, 빠른 수율 확보가 가능한 것으로 보인다.

단연 기존 Pilot 라인에서의 기술력 및 수율 역시 중요하다. 동사의 경우 지난 5년 이상 고객사와 R&D를 진행하였고, 기존 Flexible Glass(UTG) Pilot 라인에서도 90% 이상의 수율을 확보하였다. 특히 이는 현재 공급 논의 중인 고객사향 제품과 유사한 스펙의 UTG를 양산했다는 점에서 유의미하다고 볼 수 있다. 고객사와 장기간에 걸쳐 샘플 테스트를 하였고, 유리가공에 대한 원천 기술을 보유하였기 때문에 수율 확보에 큰 어려움을 겪지 않은 것으로 보인다. UTG 양산에서 핵심이 되는 식각 기술 역시 전체 수율에 큰 영향을 미치는데, 관련하여 동사는 불산(HF), 수산화나트륨(NaOH)을 활용한 식각(Etching) 기술을 보유하고 있다. 이러한 식각(Etching) 기술은 Glass 절단, 표면 처리 등 핵심 공정에 활용된다.

〈표1〉 식각 기술 비교

| 구분 | 불산(HF) | 수산화나트륨(NaOH) |
|---|---|---|
| 장점 | 가격이 쌈<br>공정 시간 단축 | 상대적으로 정교함<br>불산 대비 친환경적 |
| 단점 | 정교함에 있어 상대적으로 열위<br>허가권을 받아내기 어려움 | 가격이 비쌈<br>공정 시간이 길어짐 |

자료: 현대차증권 정리

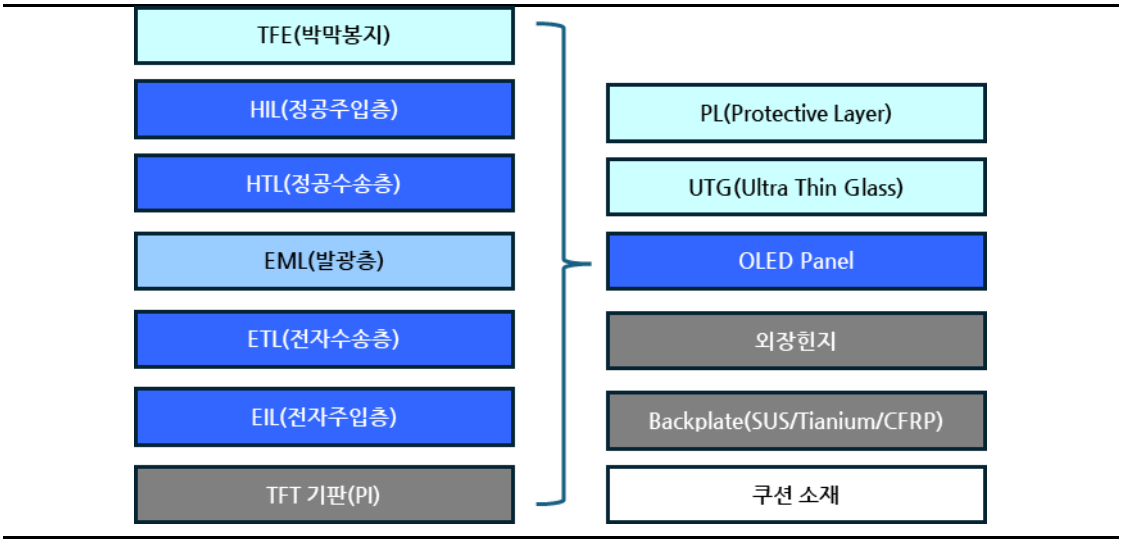
### Lamination 역시 오래전부터 기술 경험을 갖고 있음

동사는 유리가공 전문업체지만 Lamination에 대한 기술력 역시 보유하고 있다. UFG 개발 당시 Folding 부위의 식각 부위에 Resin을 접합하는 과정에서 Lamination이 필요하고 이와 관련된 기술을 오래전부터 개발하며 보완해왔다. 커버글래스 상부에 Film Lamination하는 기술은 이러한 기술과 어느정도 유사하면서도 다른 부분이다. 다만, 과거 Camera Cover Window Glass에서의 Film Lamination과 더불어 UFG에서의 기술경험 등을 통해 Lamination에 대한 기술 검증을 어느정도 해왔고, 이번 UTG 개발

에 있어서도 장기간 고객사의 검증을 받아온 것으로 파악된다. 작년 하반기에 Lamination 장비를 국내업체로부터 반입하여 라인 내 셋업을 하였고 이는 Roll-to-Roll 방식이다. 이 장비를 통해 지속적인 테스트를 과정을 진행했고, 현재 Lamination을 포함한 UTG 전후공정의 수율은 안정적인 수준까지 확보되었다.

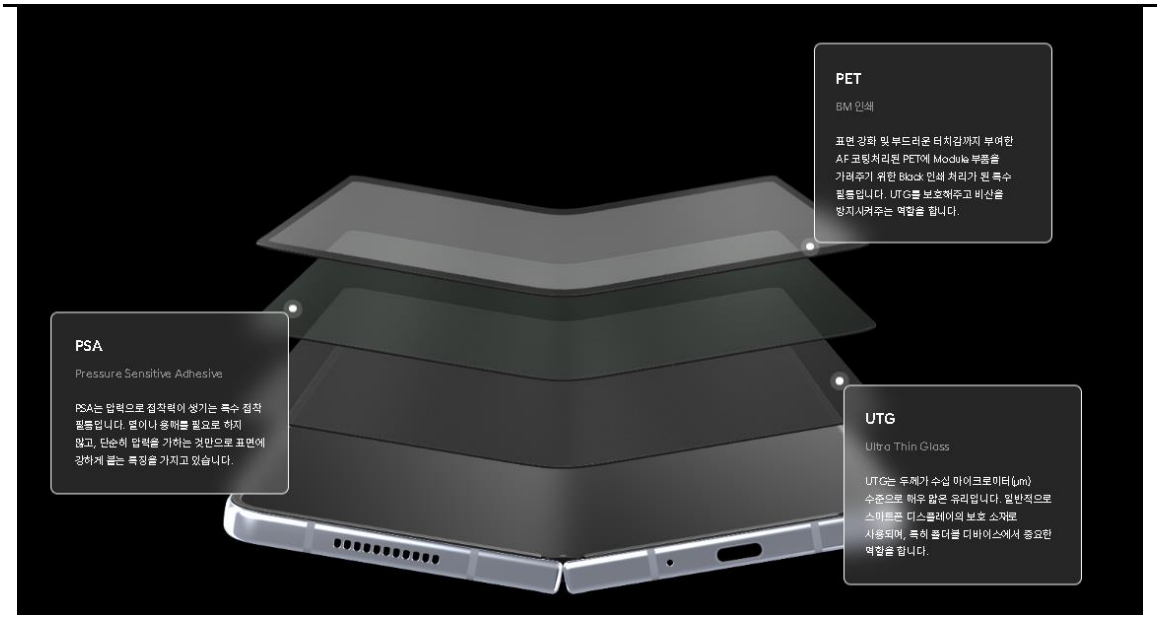
동사는 유리가공 전문업체지만 Lamination에 대한 기술력 역시 보유하고 있다. UFG 개발 당시 Folding 부위의 식각 부위에 Resin을 접합하는 과정에서 Lamination이 필요하고 이와 관련된 기술을 오래전부터 개발하며 보완해왔다. 커버글래스 상부에 Film Lamination하는 기술은 이러한 기술과 어느정도 유사하면서도 다른 부분이다. 다만, 과거 Camera Cover Window Glass에서의 Film Lamination과 더불어 UFG에서의 기술경험 등을 통해 Lamination에 대한 기술 검증을 어느정도 해왔고, 이번 UTG 개발에 있어서도 장기간 고객사의 검증을 받아온 것으로 파악된다. 작년 하반기에 Lamination 장비를 국내업체로부터 반입하여 라인 내 셋업을 하였고 이는 Roll-to-Roll 방식이다. 이 장비를 통해 지속적인 테스트를 과정을 진행했고, 현재 Lamination을 포함한 UTG 전후공정의 수율은 안정적인 수준까지 확보되었다.

〈그림3〉 Foldable Pane의 구성: 유티아이는 UTG+Film Lamination을 담당




자료: 현대차증권

〈그림4〉 PI 라미네이팅(UTG+ PSA/PET Film): 유티아이의 Lamination 기술은 기존 UFG 기술 개발로부터 확보




자료: 세경하이테크, 현대차증권

### 폴더블 Capa는 이미 충분히 확보, 이번 자금 조달을 통한 내년 양산 전 추가 확보

지난해 자금조달을 통해 올해 베트남 폴더블 양산라인 일부는 이미 준공되었고, 올해 세 차례에 걸쳐 조달된 자금을 통해 1공장에서의 추가적인 Capa 확보 및 2공장 증설이 진행될 예정이다. 1공장에는 토지를 포함한 약 1,000억원 수준의 자금이 투입되었고, 2공장에도 이번 CB 조달을 통한 자금(1공장 잔금 포함)이 집행될 예정이다. 특히 지난 10월 31일에 공시된 CB 자금은 420억원은 시설 투자, 100억원은 운영비용에 사용될 예정이다. 현재 1공장 Capa는 월 90만장 수준이고 2공장 Capa 확보를 통해 총 월 130-140만장의 Capa를 확보할 것으로 추정된다.

아직까지 고객사의 물량에 대해 확정할 수 없지만, 현재 경쟁사 대비 기술력 및 수율이 더 안정화된 것으로 파악되며 자금 조달을 통한 Capa까지 고려했을 때 최소 50% 이상의 점유율을 확보할 수 있을 것으로 추정된다. 내년 2분기부터 양산한다고 하여도 1공장 기준으로 UTG를 약 700만장 양산이 가능하다(수율 85% 가정시). 물론, 제품 출시가 하반기인만큼 계절성이 있기 때문에 매월 출하량은 변동성이 있겠지만, 이를 감안하더라도 추가 투자를 확보하는 점에 주목할 필요가 있다. 추가 투자를 통해 연간 최대 1,500만장의 Capa를 확보할 수 있게 된다. 현재 상황에서 동사의 재무적인 상황을 고려했을 때, 이러한 자금 조달 상황을 고려할 필요가 있다.

지난해 자금조달을 통해 올해 베트남 폴더블 양산라인 일부는 이미 준공되었고, 올해 세 차례에 걸쳐 조달된 자금을 통해 1공장에서의 추가적인 Capa 확보 및 2공장 증설이 진행될 예정이다. 1공장에는 토지를 포함한 약 1,000억원 수준의 자금이 투입되었고, 2공장에도 이번 CB 조달을 통한 자금(1공장 잔금 포함)이 집행될 예정이다. 특히 지난 10월 31일에 공시된 CB 자금은 420억원은 시설 투자, 100억원은 운영비용에 사용될 예정이다. 현재 1공장 Capa는 월 90만장 수준이고 2공장 Capa 확보를 통해 총 월 130-140만장의 Capa를 확보할 것으로 추정된다.

〈그림5〉 유티아이 유상증자(24년 6월) 자금 활용 계획(총 258억원)

유상증자 결정

| | | |
|---|---|---|
| 1. 신주의 종류와 수 | 보통주식 (주) | - |
| | 기타주식 (주) | 707,052 |
| 2. 1주당 액면가액 (원) | | 500 |
| 3. 증자전 발행주식총수 (주) | 보통주식 (주) | 16,286,895 |
| | 기타주식 (주) | 1,665,734 |
| 4. 자금조달의 목적 | 시설자금 (원) | 17,000,000,000 |
| | 영업양수자금 (원) | - |
| | 운영자금 (원) | 8,849,114,068 |
| | 채무상환자금 (원) | - |
| | 타법인 증권 취득자금 (원) | - |
| | 기타자금 (원) | - |
| 5. 증자방식 | | 제3자배정증자 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈그림6〉 유티아이 1차 CB(24년 6월) 자금 활용 계획(총 542억원)

【조달자금의 구체적 사용 목적】

【운영자금 · 기타자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 자금용도 | 세부내역* | 연도별 사용 예정 금액 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | '24년 | '25년 | '26년 이후 | 합계 |
| 운영자금 | 연구개발을 위한 운영자금 | 12,000 | 4,150 | - | 16,150 |

【시설자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 신규사업 양산을 위한 공장 신축 | 2024.06~2025.06 | 38,000 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈그림7〉 유티아이 2차 CB(24년 6월) 자금 활용 계획(총 63억원)

【운영자금 · 기타자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 자금용도 | 세부내역* | 연도별 사용 예정 금액 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | '24년 | '25년 | '26년 이후 | 합계 |
| 운영자금 | 연구개발을 위한 운영자금 | 1,300 | 1,000 | - | 2,300 |

【시설자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 신규사업 양산을 위한 시설투자 | 2024.07~2024.12 | 4,000 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈그림8〉 유티아이 3차 CB(25년 6월) 자금 활용 계획(총 150억원)

【조달자금의 구체적 사용 목적】

【운영자금 · 기타자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 자금용도 | 세부내역* | 연도별 사용 예정 금액 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | '25년 | '26년 | '27년 이후 | 합계 |
| 운영자금 | 인건비 및 폴더블 연구개발을 위한 운영자금 | 5,000 | - | - | 5,000 |

【시설자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 폴더블 양산라인 설비 구축 | 2025.07 ~ 2026.03 | 10,000 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈그림9〉 유티아이 EB(25년 10월) 자금 활용 계획(총 52억원)

【조달자금의 구체적 사용 목적】

【시설자금의 경우】

(단위 : 원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 폴더블 양산라인 설비투자 | 2025년 10월~12월 | 5,200,000,000 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈그림10〉 유티아이 4차 CB(25년 10월) 자금 활용 계획(총 520억원)

【조달자금의 구체적 사용 목적】

【운영자금 · 기타자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 자금용도 | 세부내역* | 연도별 사용 예정 금액 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | '25년 | '26년 | '27년 이후 | 합계 |
| 운영자금 | 인건비 및 폴더블, 유리기판 연구개발을 위한 운영자금 | 5,000 | 5,000 | - | 10,000 |

【시설자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 폴더블 양산라인 및 유리기판 관련 설비 구축 | 2025.11 ~ 2026.03 | 42,000 |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

〈표2〉 유티아이 24-25년 자금조달을 통한 자금활용 계획 정리

| (단위: 억원) | 시설투자 | 운영자금 | Total |
|---|---|---|---|
| 유상증자(24년 6월) | 170 | 88 | 258 |
| 1차 CB(24년 6월) | 380 | 162 | 542 |
| 2차 CB(24년 6월) | 40 | 23 | 63 |
| 3차 CB(25년 6월) | 100 | 50 | 150 |
| EB(25년 10월) | 52 | | 52 |
| 4차 CB(25년 10월) | 420 | 100 | 520 |
| **Total** | **1,162** | **423** | **1,585** |

자료: 현대차증권 정리

〈그림11〉 유티아이 CB 전환 가능 물량: 추후 전환으로 인한 희석은 고려해야 함

【미상환 주권 관련 사채권에 관한 사항】

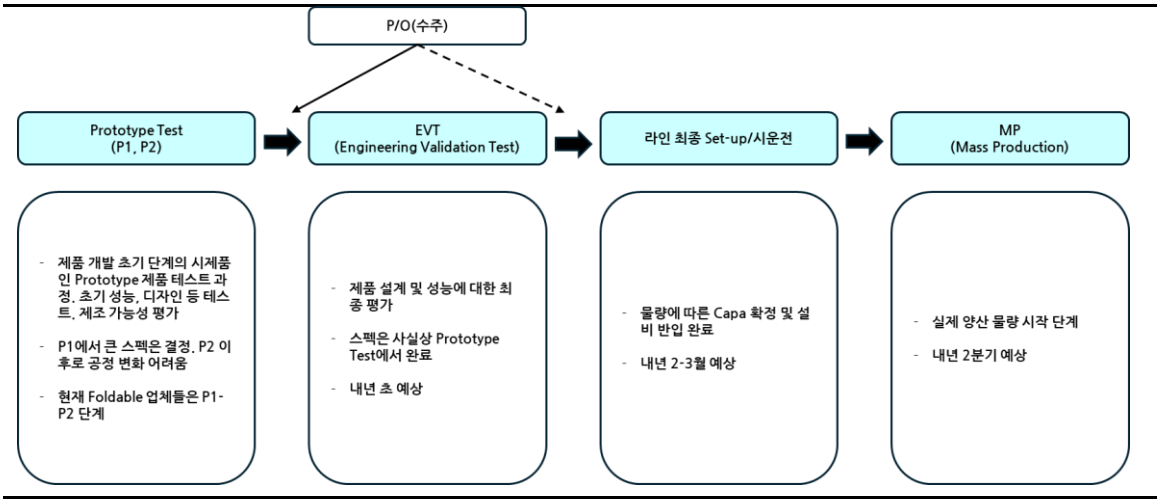
| | | 종류 | 잔액(원) | 전환(행사) 가액(원) | 전환(행사) 가능주식수(주) | 전환(행사) 가능기간 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 전환(행사) 가능 주식 | 기발행 미상환 사채권 | 제1회 무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채 | 46,950,000,000 | 26,213 | 1,791,096 | 2025년 05월 22일 ~ 2029년 04월 22일 | - |
| | | 제2회 무기명식 무이권부 무보증 사모 전환사채 | 700,000,000 | 22,886 | 30,586 | 2025년 06월 28일 ~ 2029년 05월 28일 | - |
| | | 제3회 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채 | 15,000,000,000 | 22,651 | 662,222 | 2026년 07월 07일 ~ 2030년 06월 07일 | - |
| | | 소계 | 62,650,000,000 | - | (A) 2,483,904 | - | - |
| | 신규 발행 사채권 | | 52,000,000,000 | 24,575 | (B) 2,115,971 | 2026년 11월 27일 ~ 2030년 10월 27일 | - |
| | 합계 | | 114,650,000,000 | - | 4,599,875 | - | - |
| 기발행주식 총수(주) (C) | | | | | 19,579,416 | | |
| 기발행주식총수 대비 비율(%) (D=(A+B)/C) | | | | | 23.49 | | |

자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

### 생산 Timeline: 그리 멀지 않았다

P1 Test 이후 P2 Test가 진행될 예정이며, Prototype Test 이후 EVT(Engineering Verification Test)가 진행될 예정이다. 모든 Test를 마치고 나서 대량 양산체제를 구축하기 위한 마지막 점검 단계를 거치고 나서 내년 2분기부터는 본격적인 물량을 양산할 것으로 추정된다. 통상 제품 출시가 9월이라고 하였을 때, 패널 출하가 2분기 말부터 진행이 되고(퀄 테스트 적기 통과 가정), 이에 필요한 부품은 2분기 중 양산이 시작되어야 하기 때문이다. 대량 양산이 시작되기 전 수율 등을 감안한 Design Capa가 고려되어야 되고, 물량에 대한 논의도 단연 사전에 이뤄질 수밖에 없다. 이를 고려했을 때, 물량에 대한 구체적인 논의는 연내에 진행될 것으로 예상되고, 동사의 Capa는 이에 맞춰 확보될 것으로 예상된다. 2공장(북미 UTG 전용 Fab)에 대한 자금조달이 확보되었기 때문에, 물량에 대한 논의만 고객사와 합의된다면 Capa 증설은 큰 무리가 없을 것으로 판단된다. 이미 토지와, 건축물은 구축이 되었고 이외 필요한 설비 등을 반입하는데 조달한 자금이 집행될 것으로 추정된다.

〈그림12〉 북미 Foldable 예상 Timeline




자료: 현대차증권

### 유리기판 역시 미래 성장 동력

반도체 패키지 유리기판의 두가지 방향성은 Glass Core Substrate, Glass Interposer이다. 두 방향성의 공통분모는 앞단의 유리 가공, TGV(Through Glass Via)+도금이 이뤄져야 한다는 것이다. TGV는 현재 Laser TGV 장비를 활용하여 표면에 미세한 Hole을 뚫거나 형상을 변화하고, 식각액을 통해 Glass를 관통하는 Hole을 뚫는 것이다. Laser나 Plasma를 활용하는 것이 아닌 식각액(Etchant)를 활용하기 때문에 습식 식각 방식이 적용된다.

아직까지 기술적 방향성이 명확하게 정해져 있지는 않지만, 현재 TGV 기술은 불산을 활용할 가능성이 높다. 불산은 수산화나트륨 대비 식각 속도가 매우 빠르고 경제적이기 때문에 현재 TGV에서 가장 유력한 대안으로 논의 중이다. 수산화나트륨 대비 다소 정확도가 낮은 부분은 현재 기술적으로 빠르게 보완되고 있다.

다만, 이 불산을 취급하는 업체들이 많지 않다는 점이 중요하다. 국내에는 약 3-4군데 정도로 파악되며, 특히 최종 기판 조립업체는 이러한 이유로 TGV를 외주화할 수밖에 없다. 동사는, 불산을 취급할뿐 아니라 UTG 등 Flexible Glass를 통해 Glass에 대한 가공 기술 Reference가 확보되어있다. 현재 국내외 업체들과 이러한 기술에 대해 논의 중에 있으며, 아직 구체적인 양산이나 수주에 대한 계획은 없지만 이러한 기술력을 통해 다가오는 유리기판 시장의 핵심 Player로 참여할 수 있을 것으로 예상된다.

다른 업체 대비 아직 구체화가 느리다고 볼 수도 있지만 대부분의 업체들의 매출 발생 시점은 현재로부터 2년 후인 2027년 말 이후이다. 아직까지 동사의 입장에서는 충분히 시간이 있는 상황이고 기술적인 부분에 대한 검증을 지속적으로 받고 있어, 향후 충분히 확장 가능할 것으로 예상된다.

<그림13> 유티아이 유리기판 R&D 관련 자금조달 계획

【조달자금의 구체적 사용 목적】

【운영자금 · 기타자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 자금용도 | 세부내역* | 연도별 사용 예정 금액 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | '25년 | '26년 | '27년 이후 | 합계 |
| 운영자금 | 인건비 및 폴더블, 유리기판 연구개발을 위한 운영자금 | 5,000 | 5,000 | - | 10,000 |

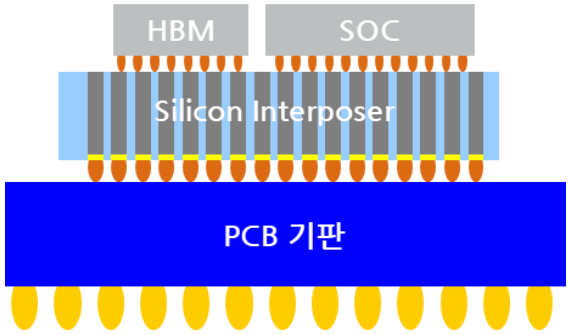
【시설자금의 경우】

(단위 : 백만원)

| 세부내역* | 투자기간 | 투자금액 |
|---|---|---|
| 폴더블 양산라인 및 유리기판 관련 설비 구축 | 2025.11 ~ 2026.03 | 42,000 |

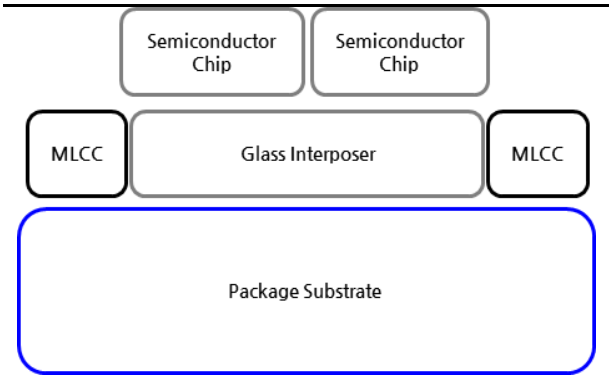
자료: 전자공시시스템(dart), 현대차증권

<그림14> 실리콘 인터포저



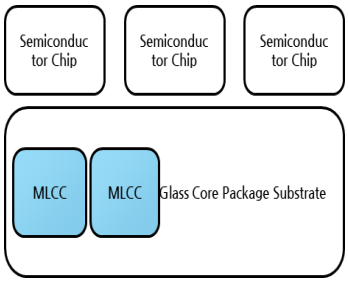

자료: 현대차증권

<그림15> 유리인터포저(기존의 2.5D Packaging과 유사)




자료: 현대차증권

<그림16> 유리 코어 기판(코어층 유리로 대체)




자료: 현대차증권

## Valuation 및 목표주가 산출

내년도 Foldable 관련 부품들의 총 공급량을 약 1,300개-1,500개 수준으로 추정한다. 이는 패널 조립 과정에 있어 불량, 추후 A/S 대응 물량 등을 대응하기 위해 패널 수 대비 약 20-30% 이상의 물량이 필요하기 때문이다. 여기에 더해 현재 기술 수준이나 확보된 Capa 등을 고려해 M/S는 보수적으로 가정해도 50% 이상을 확보할 것으로 보인다(M/S는 보수적으로 50% 가정). 추후 경쟁업체의 기술 수준이나 수율 등에 따라 추가적인 물량 확보가 가능할 것으로 예상된다. 이로 인해 2026년 매출액은 3,285억원(YoY +1,504%), 영업이익은 714억원(YoY 흑자전환, OPM 21.7%)으로 전망한다.

여기에 더해 Global 북미향 Foldable 핵심 부품 Supplier들의 Peer Group Multiple인 Target P/E 17배를 적용하여 Valuation 및 목표주가를 산출하였다. Target Multiple은 기존과 같은 Multiple을 적용하였다. Peer Group으로는 Lens Technology, Lingyi itech,

Amphenol, Shin Zu Shing 등 주요 Foldable Supply-Chain 등을 우선 선정하였다. 이 공급사들은 대부분 26F 기준 17-20배 수준의 P/E를 적용 받아왔다. 선정 기준은 1) 북미향 Foldable Value-Chain, 2) Foldable Display을 구현하기 위해 필요한 핵심 부품 공급사이다. Foldable Smartphone은 기존 Smartphone과 마찬가지로 AP, Memory, Camera, Display 등이 탑재되지만, 이외에 Foldable Display를 구현하기 위해 힌지, Backplate, Cover Glass(UTG) 등이 새롭게 필요하다. 이와 관련해 기존 Smartphone Value-Chain이 아닌 Foldable Value-Chain으로 Peer Group을 선정하는 것이 적절하다고 판단하였다. 다만, 이들 업체 대비 동사는 Foldable 부품만을 공급하기 때문에 Foldable 시장의 성장세를 따라갈 것이고, 이들 대비 더욱 가파른 성장세를 예상하기 때문에 이는 매우 보수적인 Multiple 수준이다. 또한, 목표주가 산출 시 총 주식 수는 기발행주식수에 현재 CB 물량 중 전환가능 주식수를 더해 보수적으로 적용하였다.

〈표3〉 Apple Foldable Smartphone 예상 value-chain

| Foldable 부품 | 예상 공급사 | 비고 |
|---|---|---|
| OLED Panel | 삼성디스플레이 | 26년 패널 공급물량 약 1,100만대로 추정 |
| OLED 소재, Black PDL | 덕산네오룩스 | 소재 평가 진행 중. CoE 기술 적용으로 Black PDL은 덕산네오룩스 독점 공급 |
| UTG(Ultra Thin Glass)+ Lamination(PET Film) | 유티아이, Lens Technology | UTG(전공정)과 Film Lamination(후공정) Turn-key 진행, OCA Film 등은 외부 조달 |
| 외장힌지 | Shin Zu Shing+Foxconn, Amphenol | 27년 이후 신규 공급업체 진입 가능성(Luxshare) |
| Backplate(내장힌지) | 파인엠텍, Ligyi iTech | Laser 방식 Etching, Titanium 혹은 Stainless 소재 채택 예상 |

자료: 현대차증권

〈표4〉 Valuation 및 목표주가 산출

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| 26F 당기순이익 (십억원) (A) | 57 | |
| Target P/E (배) (B) | 17 | 북미 Foldable Value Chain(Lens Tech, Lingyi iTech, Shin zu shing) 26F P/E 적용 (기존 Multiple 유지) |
| 시가총액 (십억원) (C)=(A x B) | 967 | |
| 유통주식수(CB 전환 물량 포함 가정) (주) (D) | 24,179,291 | 19,579,416(기발행 주식 총수) + 4,599,875(전환 가능 주식) |
| 목표주가 (C/D) (원) | 40,000 | |
| 현재주가 (원) | 27,500 | |
| Upside Potential(%) | 45 | |

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

| 포괄손익계산서 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 19 | 19 | 20 | 329 | 629 |
| 증가율 (%) | -47.2 | 0.0 | 5.3 | 1,545.0 | 91.2 |
| **매출원가** | 15 | 26 | 22 | 225 | 418 |
| 매출원가율 (%) | 78.9 | 136.8 | 110.0 | 68.4 | 66.5 |
| **매출총이익** | 4 | -7 | -2 | 104 | 211 |
| 매출이익률 (%) | 21.1 | -36.8 | -10.0 | 31.6 | 33.5 |
| 증가율 (%) | -63.6 | 적전 | 적지 | 흑전 | 102.9 |
| **판매관리비** | 24 | 25 | 34 | 32 | 38 |
| 판관비율(%) | 126.3 | 131.6 | 170.0 | 9.7 | 6.0 |
| **EBITDA** | -12 | -25 | -27 | 78 | 178 |
| EBITDA 이익률 (%) | -63.2 | -131.6 | -135.0 | 23.7 | 28.3 |
| 증가율 (%) | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 128.2 |
| **영업이익** | -20 | -32 | -35 | 71 | 172 |
| 영업이익률 (%) | -105.3 | -168.4 | -175.0 | 21.6 | 27.3 |
| 증가율 (%) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 142.3 |
| **영업외손익** | -16 | 13 | -4 | -14 | -13 |
| 금융수익 | 1 | 23 | 10 | 1 | 2 |
| 금융비용 | 17 | 10 | 14 | 15 | 15 |
| 기타영업외손익 | 0 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| 종속/관계기업관련손익 | -0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | -36 | -19 | -39 | 57 | 159 |
| 세전계속사업이익률 | -189.5 | -100.0 | -195.0 | 17.3 | 25.3 |
| 증가율 (%) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 178.9 |
| 법인세비용 | -6 | 4 | 6 | 1 | 19 |
| 계속사업이익 | -30 | -23 | -45 | 57 | 140 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -30 | -23 | -45 | 57 | 140 |
| 당기순이익률 (%) | -157.9 | -121.1 | -225.0 | 17.3 | 22.3 |
| 증가율 (%) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 145.6 |
| 지배주주지분 순이익 | -30 | -23 | -45 | 57 | 140 |
| 비지배주주지분 순이익 | -0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1 | 5 | -8 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -30 | -18 | -53 | 57 | 140 |

(단위: 십억원)

| 재무상태표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 45 | 95 | 50 | 64 | 196 |
| 현금성자산 | 11 | 54 | 8 | 20 | 150 |
| 단기투자자산 | 10 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 매출채권 | 2 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 재고자산 | 10 | 13 | 15 | 15 | 16 |
| 기타유동자산 | 5 | 11 | 13 | 13 | 13 |
| **비유동자산** | 55 | 66 | 102 | 146 | 155 |
| 유형자산 | 40 | 52 | 86 | 79 | 74 |
| 무형자산 | 1 | 2 | 4 | 4 | 3 |
| 투자자산 | 2 | 4 | 3 | 53 | 68 |
| 기타비유동자산 | 12 | 8 | 9 | 10 | 10 |
| **기타금융업자산** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 101 | 161 | 152 | 210 | 351 |
| **유동부채** | 83 | 61 | 70 | 70 | 71 |
| 단기차입금 | 14 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 매입채무 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 유동성장기부채 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동부채 | 66 | 46 | 54 | 54 | 55 |
| **비유동부채** | 0 | 25 | 60 | 60 | 60 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 60 | 60 | 60 |
| 장기금융부채 | 0 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **기타금융업부채** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 84 | 86 | 130 | 131 | 131 |
| **지배주주지분** | 17 | 75 | 22 | 79 | 219 |
| 자본금 | 8 | 9 | 9 | 12 | 12 |
| 자본잉여금 | 28 | 102 | 102 | 100 | 100 |
| 자본조정 등 | -5 | -5 | -4 | -4 | -4 |
| 기타포괄이익누계액 | -1 | 4 | -4 | -4 | -4 |
| 이익잉여금 | -14 | -36 | -82 | -25 | 116 |
| **비지배주주지분** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 17 | 75 | 22 | 79 | 219 |

(단위: 십억원)

| 현금흐름표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | -8 | -31 | -60 | 62 | 144 |
| **당기순이익** | -30 | -23 | -45 | 57 | 140 |
| 유형자산 상각비 | 8 | 7 | 8 | 6 | 5 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -0 | -11 | -25 | -2 | -2 |
| 기타 | 14 | -4 | 2 | 1 | 1 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | 3 | -11 | -30 | -51 | -15 |
| 투자자산의 감소(증가) | 2 | -1 | 1 | -50 | -15 |
| 유형자산의 감소 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -10 | -15 | -31 | 0 | 0 |
| 기타 | 10 | 5 | 0 | -1 | 0 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | -3 | 85 | 46 | 0 | 1 |
| 차입금의 증가(감소) | -47 | 25 | 36 | 0 | 0 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 20 | 3 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 75 | -0 | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 44 | -35 | 7 | 0 | 1 |
| **기타현금흐름** | -0 | 1 | -1 | 0 | 0 |
| **현금의증가(감소)** | -8 | 43 | -46 | 12 | 130 |
| 기초현금 | 19 | 11 | 54 | 8 | 20 |
| 기말현금 | 11 | 54 | 8 | 20 | 150 |

(단위: 원, 배, %)

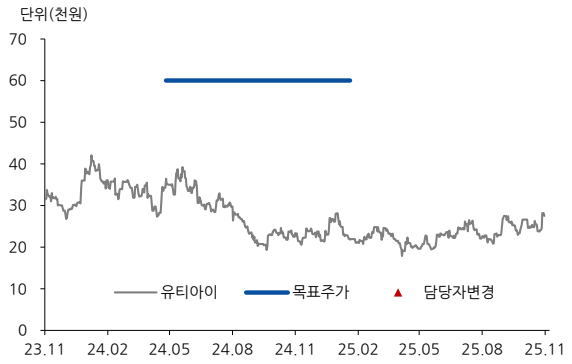
| 주요투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(당기순이익 기준) | -1,815 | -1,394 | -2,421 | 2,361 | 5,803 |
| EPS(지배순이익 기준) | -1,814 | -1,394 | -2,421 | 2,361 | 5,802 |
| BPS(자본총계 기준) | 959 | 3,977 | 1,133 | 3,274 | 9,077 |
| BPS(지배지분 기준) | 957 | 3,975 | 1,132 | 3,273 | 9,075 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| P/E(당기순이익 기준) | NA | NA | NA | 11.6 | 4.7 |
| P/E(지배순이익 기준) | NA | NA | NA | 11.6 | 4.7 |
| P/B(자본총계 기준) | 37.5 | 6.6 | 24.3 | 8.4 | 3.0 |
| P/B(지배지분 기준) | 37.6 | 6.6 | 24.3 | 8.4 | 3.0 |
| EV/EBITDA(Reported) | -52.7 | -17.6 | -23.7 | 8.0 | 2.8 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 145.8 |
| EPS(지배순이익 기준) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 145.8 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | -91.7 | -49.6 | -93.7 | 112.4 | 94.0 |
| ROE(지배순이익 기준) | -91.7 | -49.6 | -93.8 | 112.5 | 94.0 |
| ROA | -27.4 | -17.4 | -29.0 | 31.5 | 50.1 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 485.7 | 115.5 | 585.6 | 165.0 | 59.8 |
| 순차입금비율 | 285.2 | 12.9 | 456.3 | 113.3 | 순현금 |
| 이자보상배율 | NA | NA | NA | 4.9 | 11.8 |

** K-IFRS 연결 기준*

### ▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일 자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.04.29 | BUY | 60,000 | -52.49 | -34.67 |
| 2024.10.29 | AFTER 6M | 60,000 | -61.08 | -53.17 |
| 2025.07.01 | BUY | 36,000 | -32.28 | -21.81 |
| 2025.11.04 | BUY | 40,000 | | |

### ▶ 최근 2년간 유티아이 주가 및 목표주가




### ▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

### ▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

### ▶ 투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|---|---|---|
| 매수 | 142건 | 89.3% |
| 보유 | 17건 | 10.7% |
| 매도 | 0건 | 0% |


- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.