

삼양패키징 (272550)

영업이익률 회복만으로 업사이드 44%

- 음료수용 PET병 제조 및 아셉틱 패키징 OEM/ODM 사업 영위
- 아셉틱 시장 성장, 영업이익률 정상화, R-CHIP 매출 반영
- 24년 목표주가 26,000원, 업사이드 44% 보유

PET병 및 아셉틱 패키징 ODM/OEM 업체

일반 음료수 시장에 사용되는 PET병 제조 및 아셉틱 패키징 OEM/ODM 제조 사업 영위 중. 아셉틱 패키징은 무균패키징 기법으로 RTD(Ready To Drink) 커피, 차, 단백질 음료 등에 사용됨

꾸준히 성장하는 아셉틱 패키징, 정상화될 영업이익률

아셉틱 패키징 시장은 기존의 RTD 커피, 차류시장의 성장에 더해 RTD 단백질 음료의 성장, 자딩 등 신규 브랜드 성장에 따른 적용처 확대. 삼양패키징은 아셉틱 패키징 출하량 2023년 12.8억병에서 2025년 15억병으로 17% 성장 전망

PET병 및 아셉틱 패키징의 원재료는 PET-CHIP으로 유가와 연동성이 높음. 22년 유가의 급격한 상승에 따라 동사의 영업이익률은 22년 5.8%로 급락. 23년부터 판가 인상 진행함에 따라 영업이익률 7.7%로 회복. 24년은 영업이익률 10%대 회복 전망. 동사의 2017년 ~ 2021년 5년 평균 영업이익률은 11%

자회사 삼양에코프로테크(지분율 100%)를 통해 R-CHIP 사업 영위. 2Q23부터 R-CHIP부문 매출 발생. R-CHIP은 사용 후, 플라스틱을 세척 및 분쇄후 알갱이 형태로 재활용하는 것을 뜻함. 친환경 플라스틱 수요 증가에 따른 매출 확대 전망. 24년 R-CHIP 매출액 208억원(YoY+84%) 예상

24년 목표주가 25,000원, 현재주가 대비 업사이드 44% 보유 예상

24년 매출액 억원, 영업이익 억원 전망. 예상 EPS 2,173원에 목표 PER 12 (과거 2017년 ~ 2023년 평균 PER13배에 10% 할인율 부여)를 적용한 목표주가 26,000원 제시. 현재 주가 대비 업사이드 44% 보유

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,074	4,217	4,581	4,855	5,195
영업이익	237	325	469	534	571
세전순이익	203	303	436	500	497
총당기순이익	121	254	340	390	388
지배지분순이익	121	254	340	390	388
EPS	777	1,611	2,173	2,492	2,481
PER	24.0	9.8	8.1	7.1	7.1
BPS	23,213	23,724	25,378	26,856	28,076
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
ROE	3.5	6.9	8.8	9.5	8.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center



박장욱

jangwook.park@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

26,000

현재주가

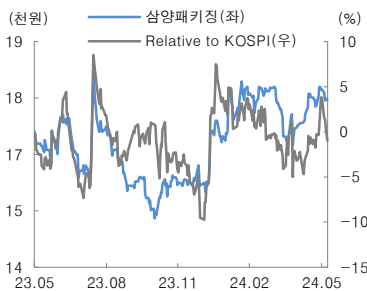
(24.06.14)

18,050

스몰캡업종

KOSPI	2722.67
시가총액	2,850억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	789억원
52주 최고/최저	18,310원 / 15,080원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	6.33%
주요주주	삼양사 59.40% 에스케이지오센트릭 10.00%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	0.9	11.1	5.7
상대수익률	3.3	-1.9	1.7	1.6



Contents

I. 기업소개	3
II. 투자포인트 1. 아셉틱패키징 - 커피, 차류 시장 성장	6
III. 투자포인트 2. 아셉틱패키징 - 확대되는 사용처	9
VI. 투자포인트 3. OPM 정상화 구간 진입	11
V. 투자포인트 4. 새롭게 추가되는 R-CHIP 시장	13
VI. 실적추정 및 밸류에이션	18

1. 기업소개

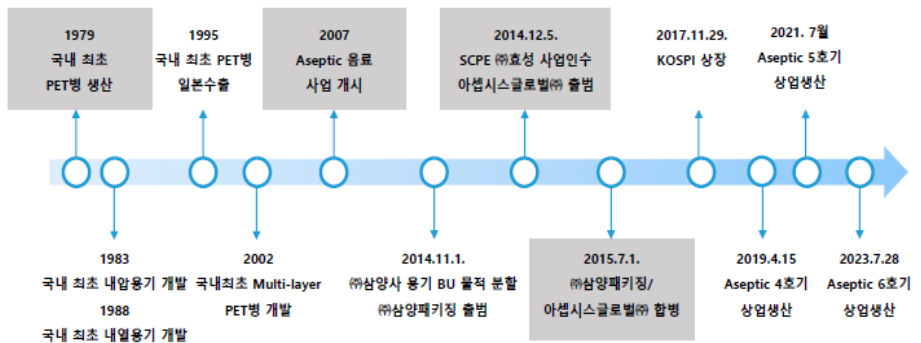
삼양사 PET 용기 제조 및 아셉틱 OEM/ODM 사업 영위

삼양사 PET병 제조 아셉틱 및 PET재활용 으로 사업부문 확장

삼양패키징은 2014년 삼양사 용기, 재활용 사업부문 물적분할을 통해서 설립되었다. 1979년 국내최초로 PET병을 생산하였고, 2007년부터 아셉틱 음료 사업을 개시하기 시작하였다. 100% 자회사 삼양에코테크를 통해서 PET재활용 사업을 영위 중에 있으며, 2Q23부터 재활용사업부문의 매출이 본격적으로 발생하기 시작하였다.

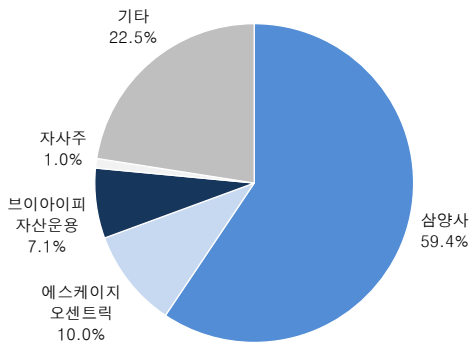
주요주주는 삼양사 59.4%, 에스케이지오센트릭 10%, 브이아이피자산운용 7% 등으로 구성되어있다. 에스케이지오센트릭은 SK그룹의 석유화학 회사로 플라스틱 재활용 사업을 위한 전략적 투자 지분이다. 매출은 제품 96%로 구성되어 있다. 제품부문 매출에는 PET병 제조 및 아셉틱 OEM/ODM 부문이 포함되어있다.

그림 1. 삼양패키징 연혁



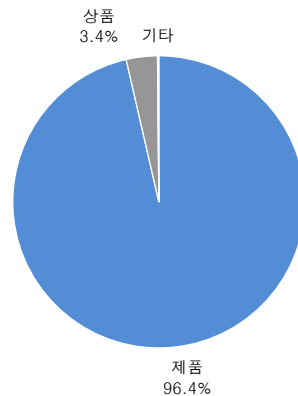
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼양패키징 주요주주



주: 1Q24 기준
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼양패키징 매출구성



주: 1Q24 기준
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

사업부문 – PET 병 제조

PET병: 투명도가 높고 단열성이 좋아 탄산 등 다양한 용도의 병으로 사용

PET병의 주요 소재인 PET는 폴리에틸렌 테레프탈레이트(Polyethylene Terephthalate)를 의미한다. PET병은 유리병을 대체하는 병으로 투명도가 높고 단열성이 좋다. 가벼우며 맛과 냄새가 없고, 열가소성의 성격을 지니고 있다. 일반적으로 페트병으로 불리며 탄산음료 등 다양한 음료의 용기로 사용되고 있다. 용기의 형태는 주로 공용으로 사용된다.

PET병은 PET칩을 원재료로 해서 만들어 진다. PET칩의 기초재료는 원유의 정제 과정을 통해 만들어진 TPA(테레프탈산)와 EG(에틸렌글리콜)이다. 이를 혼합하면 액체형태의 PET레진이 된다. 중합 반응을 통해 PET레진을 고체화하면 PET칩이 만들어진다. 원유기반의 소재인 관계로 기본적으로 유가와외 원가와외의 연동성이 높게 나타난다.

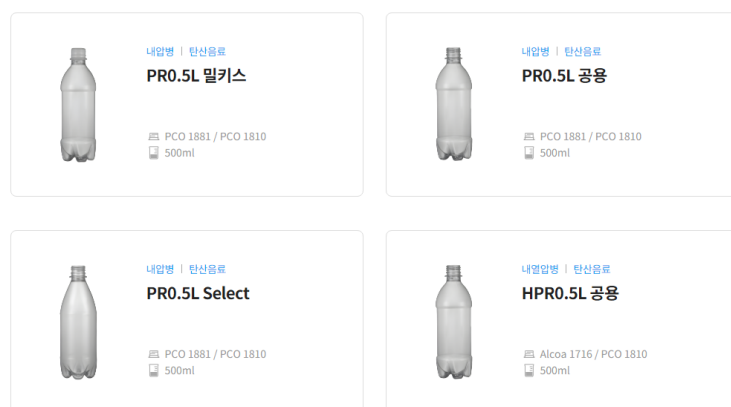
PET병은 내열병, 내열압병, 내압병, 상업병으로 크게 나뉜다. 내열병은 주로 고온(86~92℃)으로 살균한 음료를 담는 용기이다. 용기의 목 부분이 결정화되어 있으며, 몸통 부분의 각 면에 평평한 패널이 있어 병의 변형을 막아 준다.

내열압병은 후살균(65~75℃)처리를 필요로 하는 저과즙 탄산음료나 우유, 탄산음료 등을 담는 용기로 내압과 내열 성능을 동시에 보유해야 하는 높은 기능성이 요구되는 용기이다.

내압병은 탄산가스가 포함된 청량음료를 담는 용기이다. 대표적인 제품은 PR 0.35L 칠성사이다, PR 0.35L 스파클링 썬키스트 등이다.

상업병은 일반적인 압력과 온도의 내용물을 담는 용기이다. 즉, 생수처럼 상수에서 보관해도 되는 상온, 상업의 내용물을 담는 용기이다. 생수, 간장, 식초 등 굳이 냉장고에 보관하지 않아도 되는 경우에 사용된다. 주로 소주나 탁주 등의 주류 용기 등에 사용된다.

그림 4. 삼양패키징 제조 PET 병 이미지



자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

사업부문 – PET 프리폼 매출

PET병 제조 이전의
프리폼 부문도
제작 중

PET병 제조업체는 PET용기 완제품을 만들기 위한 1차 사출 성형한 반제품을 만들기도 한다. PET 병과 비슷한 형태이긴 하지만, 음료 병처럼 울퉁불퉁한 굴곡이 거의 없고 바람이 들어간 길쭉한 풍선이나 대롱처럼 맛있는 형태이다. 이를 PET 프리폼(Pre-form)이라고 부른다.

삼양패키징은 국내 최대 다층 프리폼 생산능력을 보유하고 있다. 연간 200백만본 이상 규모다. 프리폼은 아직 완전한 병의 형태가 아니기 때문에 개별 반제품을 병이라고 부르기 어려우며, 일반적으로 중량(예: 17g, 28g, 29g, 33g)으로 표시한다. PET 프리폼은 완제품의 성격에 맞춰, 상압, 내압, 내열 등의 특성을 구현하며 만들어진다.



그림 5. 삼양패키징 프리폼 부문

제품

상압

		
병구 타입 생수, 30일반	병구 타입 생수, 30숏컵	병구 타입 탁주
중량 (g) 13.5, 14.2, 15, 17, 20, 31, 36.2, 38, 43, 47, 51	중량 (g) 11.1, 29.6, 32.6	중량 (g) 34

내압

	
병구 타입 PCO 1810	병구 타입 PCO 1881
중량 (g) 18, 23, 28, 46, 46.5, 52	중량 (g) 24, 31.6, 41, 43

내열압

		
병구 타입 Alcoa	병구 타입 PCO	병구 타입 Ø38, 결정화
중량 (g) 17, 29, 33, 36.5, 47, 51, 57, 61, 64, 68	중량 (g) 23, 27, 28, 32	중량 (g) 29, 33, 59, 67

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

II. 투자포인트 1.아셉틱패키징 – 커피, 차 시장 성장

아셉틱 패키징이란 ?

아셉틱 패키징.
무균 상태로 병에
음료 주입하는 기법

아셉틱 패키징은 병 속에 들어 있는 음료의 내용물을 되도록 그대로 보존하면서, 상온에서 유통기한을 증대시킬 수 있는 방법으로 고안된 패키징 방법이다. 음료를 무균 상태로 병에 주입하는 기법을 말한다. 아셉틱 패키징에서는 기존 PET병에 음료를 넣을 때와 마찬가지로 100℃ 이상에서 초고온 살균을 하지만, 장시간 살균이 아닌 순간 멸균을 통해 음료 속 영양소의 파괴나 변형을 최소화한다.

기존 PET병과 달리
OEM/ODM으로
제조되는 아셉틱

아셉틱 패키징도 PET병을 이용한다는 점에서 기존의 PET병 패키징과 유사해보이지만, 음료의 근본적인 맛과 형태를 보존하기 위해서 다양한 공정을 거친다. 기존 사업은 PET병만 납품했다면 아셉틱 공정은 무균상태로 병에 음료를 주입해야 하기 때문에 OEM/ODM 방식으로 제조되고 있다.

아셉틱의 다양한 장점
위생/안전, 맛/풍미 등

아셉틱은 위생적이고 안전하며, 맛과 풍미가 보존된다는 점, 영양 손실이 최소화된다는 점, PET병 중량을 감소시켜 탄소배출량을 감소시킨다는 점, 다양한 종류의 디자인을 할 수 있다는 점 등 다양한 장점을 가지고 있다. 국내에서 아셉틱 패키징으로 제조된 대표적인 음료는 옥수수 수염차가 있다.

그림 6. 아셉틱 패키징의 정의와 장점

1. Why Aseptic?

Aseptic 정의, 의의

그리스어 "septic"에서 유래한 용어

- 부패하여 악취가 나는 상태
- "a" 붙어 정반대의 "무균 상태"를 의미

영어사전 aseptic 상세 검색

aseptic 미국 영국 [erˈseptɪk] aseptic packaging 미국식 영국식 영국식

형용사 의학 무균성의 (→septic) 명사 살균 처리[무균화(無菌化)] 포장.

Aseptic 장점

- 1 **위생/안전**
 - 제조공정 철저히 무균 상태 관리
 - PET병, Cap까지 살균
- 2 **맛/풍미**
 - 전자동 다기능 추출기 활용
 - 차와 커피의 고유한 맛과 향 유지
- 3 **영양 손실 최소화**
 - 초고온 순간멸균으로
 - 음료가 지닌 영양소 파괴 최소화
- 4 **친환경 저 탄소**
 - PET병 중량을 감소시켜
 - 연료비 절감 및 탄소배출 감소
- 5 **다양한 디자인**
 - Aseptic PET는 상온 충전 방식으로
 - 용기 디자인 제약이 적어 다양한 디자인 제공 가능

Aseptic 도입 배경

유통 중 부패 때문에 생산과정 중 살균이 중요

" 기존에는 온도를 높여 살균하거나, 냉장 유통을 해야했음 "

국내 2007년 이후

" 내용물을 그대로 보존하면서, 상온에서 유통기한을 증대시킬 수 있는 Aseptic 생산방식 도입 "

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

Hot Filling(고온 충전)과 비교되는 아셉틱의 장점

아셉틱 패키징의 장점
친환경, 디자인 장점,
다양한 음료에 적용
가능함

아셉틱 패키징은 기존의 핫 필링(고온 충전)과 비교된다. 기존의 고온 충전방식은 뜨거운 온도를 가열하여 세균 등을 없애 PET병에 충전하는 방식이었다.

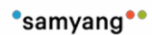
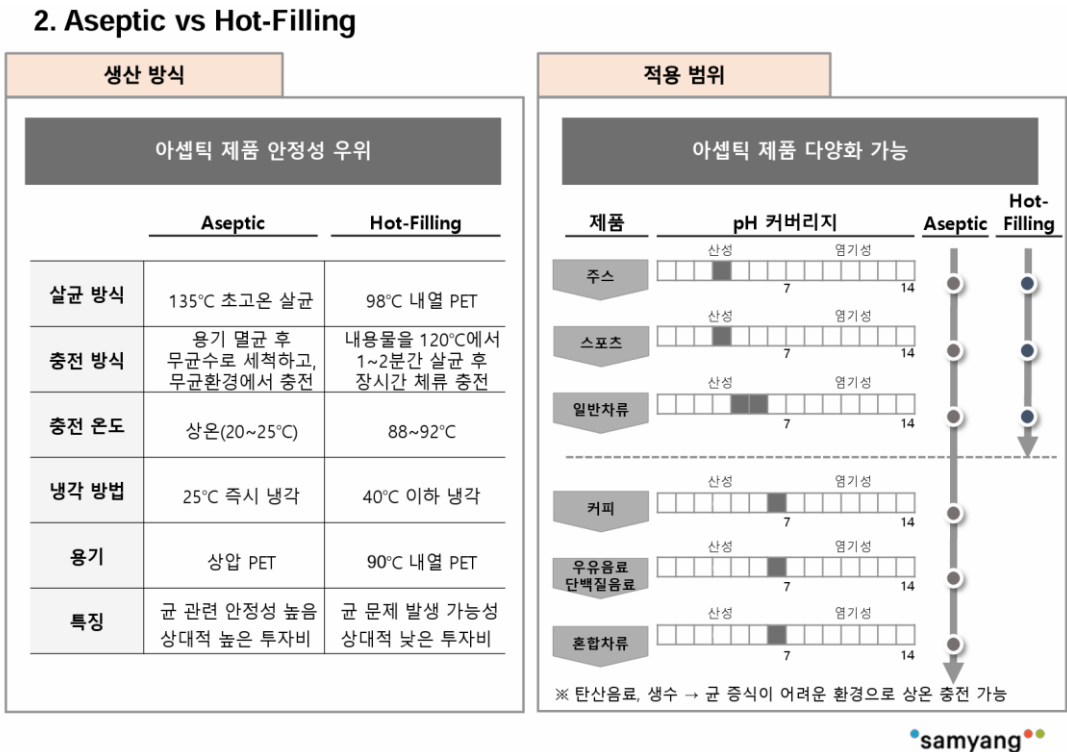
이와 비교해서 아셉틱 공정은 무균 챔버에서 용기를 멸균한 다음 무균수로 세척한 이후 음료를 PET병에 주입한다. 음료의 충전 온도가 20 ~ 25°C로 고온 충전의 88 ~ 92°C대비 낮다. 고온 충전의 경우, 열에 잘 견디는 내열 PET만을 사용해야 한 반면, 아셉틱은 PET가 얇아도 되기 때문에 일반 상압 PET를 사용한다. 아셉틱병은 일반 PET병 대비 플라스틱 사용량이 약 2/3 수준이다.

또, 내열 PET를 사용하지 않아도 되기 때문에 다양한 형태의 디자인이 가능하다는 장점 역시 있다.

초기 투자비용이 높다는 점을 제외하고는 아셉틱병은 재료투입비용과 열처리 비용이 기존의 고온 충전대비해서 강점이 있다.

기존의 고온 충전 방식이 주스, 스포츠, 일반 차류에만 적용이 가능했다고 한다면, 아셉틱 패키징은 커피, 우유음료, 단백질음료, 혼합차류 등 다양한 제품으로의 적용이 가능한 장점이 있다.

그림 7. 아셉틱 패키징의 생산 방식과 적용 범위



자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

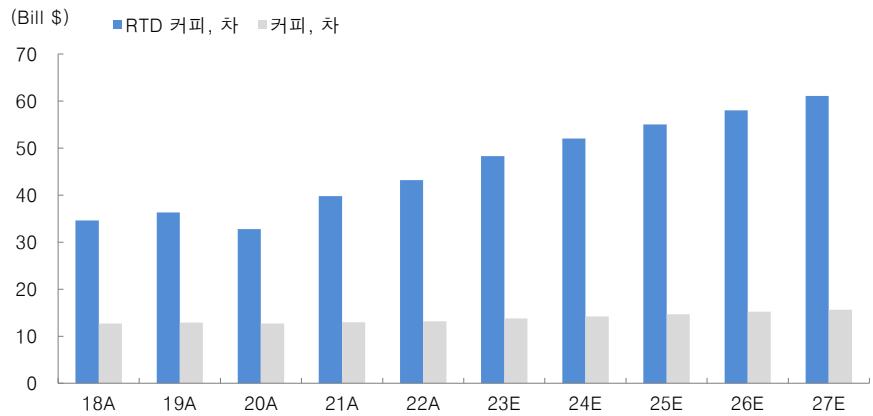
성장하는 커피, 차 시장 – 커지는 아셉틱 패키징 시장

RTD 커피, 차 시장
2023년 \$48.3 Bill에서
2027년 \$61.1 Bill로
27% 성장 예상

현재 아셉틱 패키징이 주로 사용되는 시장은 RTD(Ready To Drink) 커피 및 차류 시장이다. RTD란 용기에 담겨서 커피 및 차를 바로 섭취할 수 있는 형태를 말한다. 한국농수산식품유통공사에 따르면, 미국 RTD 커피, 차 시장은 2023년 \$48.3 Bill에서 2027년 \$61.1Bill로 27% 성장할 것으로 예상된다. 이는 커피, 차 시장이 2023년 \$13.8Bill에서 2027년 \$15.6 Bill로 13% 성장할 것과 대비된다.

삼양패키징은 현재 자택 시그니처 카페리얼 아메리카노, 동서식품 맥스웰 마스터, 하이트진로음료 블랙보리 라이트 등 다양한 브랜드의 RTD 커피, 차를 OEM/ODM 생산하고 있는 중이다.

그림 8. 미국 RTD커피, 차 시장과 커피, 차의 시장 성장 추이 및 전망



자료: 한국농수산식품유통공사, 대신증권 Research Center

그림 9. 삼양패키징의 RTD 커피 제품

전용병 | 커피
시그니처




☞ 자령
☞ 1100ml
① - Flavor: 디카페인 블랙, 아메리카노 블랙, 아메리카노 스위트, 로얄 헤이즐넛

공용병 | 커피
카페리얼 아메리카노



☞ 자령
☞ 1500ml
① - Flavor: 아메리카노, 헤이즐넛 - 편의점 얼음컵 제공

공용병 | 커피
워터커피



☞ 자령
☞ 340ml
① -

공용병 | 커피
맥스웰 마스터



☞ 동서식품
☞ 500ml
① - Flavor: 라떼, 블랙

자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

III. 투자포인트 2.확대되는 활용처

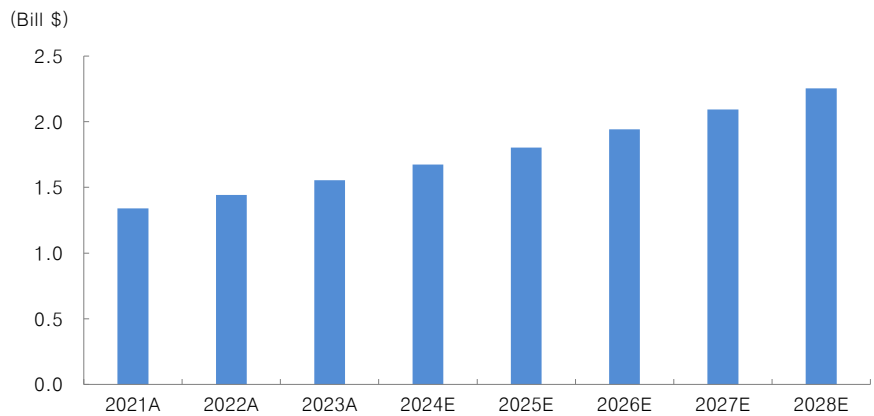
아셉틱 패키징 – 커피와 차 시장을 넘어서 확대되는 적용처

RTD 단백질 음료 시장의 성장의 수혜가 예상되는 삼양 패키징

아셉틱 패키징이 확대될 것으로 예상되는 시장은 간편 단백질 음료시장이다. Global Information에 따르면, 전 세계 RTD 단백질 음료 시장은 \$ 1.34 Bill 에서 CAGR 7.75% 성장하여 2028년에는 \$ 2.25 Bill 시장 규모로 성장할 것으로 예상된다.

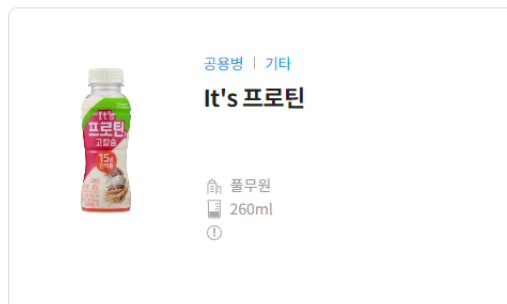
건강에 대한 관심과 단백질 음료에 대한 관심으로 RTD 단백질 음료시장이 성장할 것으로 예상된다. 삼양패키징은 풀무원 It's 프로틴, 잠백이 단백질 워터, 이그니스 랩노쉬 프로틴 드링크 등 다양한 브랜드의 단백질 음료를 아셉틱 패키징해 판매하고 있다.

그림 10. 전 세계 RTD 단백질 음료 시장 성장 전망



자료: Global Information, 대신증권 Research Center

그림 11. 삼양패키징이 제조한 풀무원 프로틴 음료 It's 프로틴



자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

RTD 커피, 차 → RTD 단백질 시장으로 확대되는 아셉틱 패키징

아셉틱 패키징 수요
2016년 ~ 2020년
RTD 커피, 차
2021년 이후
RTD 단백질, 탄산

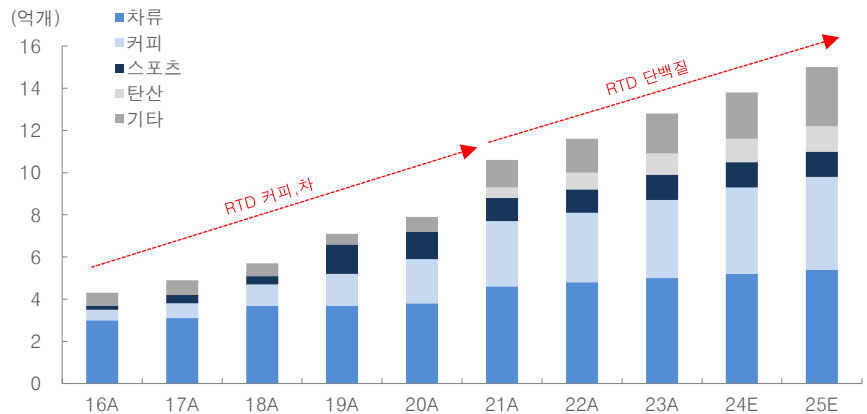
기존에 아셉틱 패키징이 판매되던 커피 및 차류 시장의 성장에 더불어 RTD 단백질 음료 등 신규 시장의 성장에 따라 아셉틱 패키징의 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

현재 패키징 시장내에서 아셉틱 패키징의 침투율은 30% 미만으로 알려져 있는데, 일본은 전체 PET 시장에서 아셉틱패키징의 침투율이 70% 수준으로 알려져 있어 중장기적으로 침투율 증가 + 신규 시장 성장에 따른 수혜가 기대된다.

PET 시장내 가장 큰 시장은 생수시장인데, 일본의 경우, 생수도 아셉틱 패키징을 통해서 제조되고 있다. 국내의 경우, 생수 시장에서 아셉틱 패키징의 적용된다고 하면, 큰 폭의 성장이 기대된다.

삼양패키징은 23년 12.8억개에서 2025년 15억개로 17% 성장할 것으로 추정하고 있다. 2016년에서 2020년까지의 성장은 RTD 커피,차 시장의 성장이었다면, 21년 이후의 성장은 RTD 단백질 음료 및 탄산시장의 성장이 아셉틱 패키징의 성장을 이끌 전망이다.

그림 12. 아셉틱 부문별 수요전망



자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

음료시장에서도 불어오는 벤처 브랜드 바람

음료시장도 점차 화장품 시장처럼 벤처 브랜드의 약진이 나타나고 있음

RTD단백질음료와 같은 신규 카테고리 시장의 성장뿐 아니라 신규 브랜드의 성장도 눈여겨볼만하다. 신규 브랜드인 자뎡, 잠백이, 정식품 등의 브랜드들이 성장하고 있다. 스타티스타에 따르면, 식품의약처에 따르면, 2022년 국내 음료시장 점유율 1위 업체는 롯데칠성음료로 약 20%의 점유율 차지하고 있다. 2016년 롯데칠성음료의 사업보고서에 기재된 시장점유율이 40% 였던 것과 비교해 상위 브랜드의 점유율이 하락하고 신규 브랜드들의 성장이 나타나고 있다.

실질적인 경쟁 시장내 동사의 점유율은 70% 수준

음료 시장도 점차 화장품 시장처럼 변화하고 있다. 아셉틱 패키징의 경우, 기존과 달리 OEM/ODM 형태이기 때문에 벤처 브랜드들이 아이디어만 있으면 충분히 신규 브랜드를 론칭해서 시장에서 판매할 수 있는 상황이다.

현재 아셉틱 패키징기는 롯데칠성음료에서 2대, 코카콜라에서 1대, 동원시스템즈 3대, 동사 6대를 보유하고 있는 것으로 알려져 있다. 이 중 외부 브랜드를 적극적으로 생산할 수 있는 업체는 동원과 동사 뿐으로 실질적인 시장점유율은 70% 수준이다.

당분간 동사의 시장 우위는 유지될 전망

현재 아셉틱 패키징 기기 1대의 투자비용은 약 600 ~ 700 억원 규모다. 토지비용까지 포함하면 약 1,000억원의 투자금액이 필요하다. 1개 호기당 최대 1.5억병을 생산할 수 있다. 신규 브랜드들의 연간 출하병수가 약 30만 병 수준이다.

높은 투자비용과 최소 생산량이 뒷받침되어야 한다는 점에서 아셉틱패키징의 시장내에서 동사의 경쟁우위는 당분간 유지될 것으로 예상된다.

그림 13. 삼양패키징 아셉틱 패키징 공정



자료: 삼양패키징, 언론보도, 대신증권 Research Center

VI. 투자포인트 2. OPM 정상화 구간 진입

안정화되는 유가 안정화되는 원가

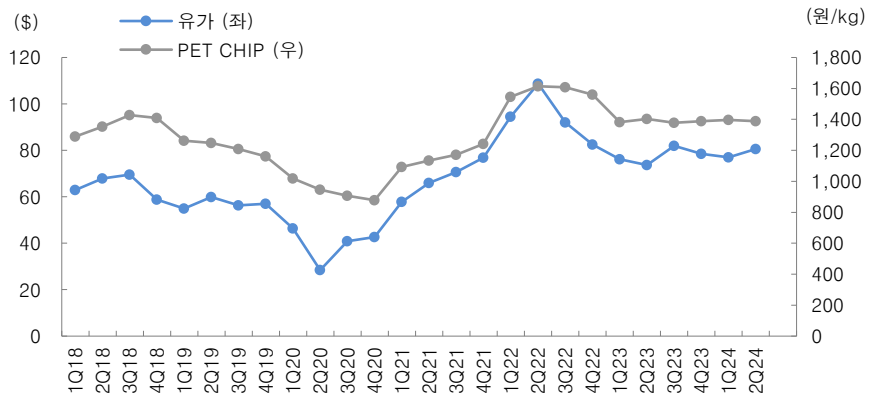
유가와 역의
상관관계를 지니고
있는 동사의 영업이익

동사의 주요 원재료인 PET칩은 유가와 역의 연관성이 매우 높다. 1Q18년 이후, 유가와 PET칩의 가격 변화를 추적해보면, 유가와 PET칩의 연동성이 매우 유사하게 이어졌다. PET병과 아세트산은 PET칩에 가공비 등을 반영하여 가격을 산정하는 방식을 취하고 있다. 원가 상승에 대한 가격 반영은 대략 3개월 정도 소요되는데, 22년은 유가 및 전력비 등의 급등으로 가격을 제때 반영하지 못 하였다.

중국내 PET칩 공급과
잉으로 유가 영향력
과거대비 제한적

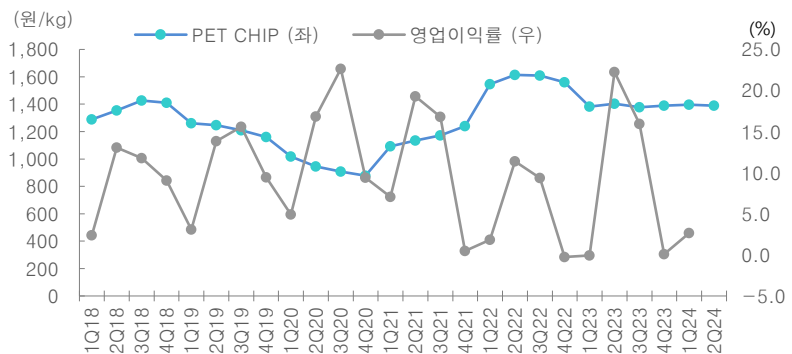
23년부터 상승한 원재료비를 반영하여 판가에 반영함에 따라서 영업이익률이 회복하고 있다. PET칩은 중국산과 국내산을 7:3의 비율로 사용하고 있다. 중국산이 국내산 대비 약 15% 정도 더 저렴한 상황이고, 중국내에서 PET칩이 공급과잉인 상황으로 유가가 다소 상승하더라도 원재료에 미치는 영향은 과거대비 제한적일 것으로 예상된다.

그림 14. 유가 - PET CHIP



자료: dataguide, 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 15. PET CHIP - 영업이익률 상관관계



자료: dataguide, 삼양패키징, 대신증권 Research Center

영업이익률 회복에 더해질 아설텍 비중 증가

가파른 유가 상승으로 하락했던 영업이익률이 점차 회복할 전망

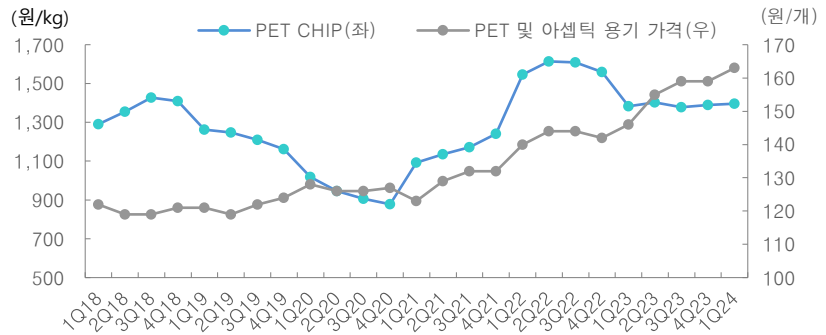
- 21년: 11.8 %
- 22년: 5.8 %
- 23년: 7.7 %
- 24년E: 10 %

동사의 2017년에서 2021년 5년 평균 영업이익률은 11% 였다. 2022년에는 유가 및 전력 비 등의 급격한 상승으로 부진한 영업이익률을 기록하였다. 23년부터 점진적인 판가 인상에 따른 과거 평균 영업이익률인 10%대 영업이익률 회복이 기대된다.

주요 원재료인 PET칩이 중국내 공급과잉이라는 점 뿐 아니라 과거와 달라진 점은 전사 매출에서 아설텍이 차지하는 비중이 점차적으로 확대되고 있다는 점이다. 아설텍패키징에 대한 꾸준한 수요 증가에 따른 것이며, 아설텍의 경우도 PET칩의 영향을 받지만, 상대적으로 PET병 대비 가격이 비탄력적이라는 특징이 있다.

유가에 따른 영향력이 과거대비 제한적인 가운데, 매출에서 아설텍이 차지하는 비중이 커짐에 따라 점차적으로 과거 평균 영업이익률을 넘어서는 영업이익률도 보여줄 수 있을 것으로 기대된다.

그림 16. 커지는 아설텍 비중



자료: dataguide, 삼양패키징, 대신증권 Research Center

V. 투자포인트 3. 새롭게 추가되는 R-CHIP 시장

R-CHIP 시장 진출

자회사 통해 R-CHIP
매출 발생 중.

2Q23부터 매출액
발생. 매출액 기준
400억원 캐파 보유

삼양패키징은 100%자회사 삼양에코프로테크를 통해 폐플라스틱 재활용 시장에 진출한 상황이다. 삼양에코프로테크는 R-CHIP을 제조하고 있다. R-CHIP은 사용완료한 플라스틱 병을 세척후 분쇄하여 다시 알갱이 형태로 만든 것을 말한다. 이를 플라스틱의 물리적 재활용이라고 하는데, 비용이나 에너지 그리고 탄소배출량이 상대적으로 낮다는 장점을 보유하고 있다.

삼양패키징은 22년 7월 ~23년 6월 430억원 규모의 투자를 단행했다. 2Q23부터 R-CHIP관련 매출이 발생하고 있다. 현재 매출액 캐파 기준 400억원의 매출이 발생한 규모를 보유하고 있다.

삼양에코테크의 매출 51%는 동사향으로 49%는 SK지오센트릭향으로 발생하고 있다.

그림 17. R-CHIP 과정 - 코카콜라



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 18. R-CHIP 이미지 (Pellet 형)



자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 19. 재활용 고도화 투자 개요

투자 금액	430억원 (제조설비 280억원, 건물 150억원)
투자 기간	'22년 7월 ~ '23년 6월
생산 개시	<ul style="list-style-type: none"> • PET-Flake 생산 : 23년 3월 • R-Chip 생산 : 23년 7월
생산 제품	<ul style="list-style-type: none"> • PET-Flake <ul style="list-style-type: none"> - 고순도 Clear PET-Flake - Color, Amber PET-Flake • R-Chip (Pellet형) <ul style="list-style-type: none"> - Bottle 용 - 장섬유 용
진행 현황	<ul style="list-style-type: none"> • 건물 : 준공 승인 • Flake 제조설비 : 설치 완료 • R-Chip 제조설비 : 설치 완료

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

글로벌 국가들의 플라스틱 규제

EU
PET 음료 재생
플라스틱 비율 규제
25년 25%
30년 30%

미국 및 EU를 중심으로 탈플라스틱 규제가 정비되고 있다. 플라스틱 재활용에 대한 글로벌 관심이 확대되고 있다.

미국의 경우, 인프라 투자 및 고용병에서 자국내 폐기물 재활용을 위한 인프라 투자 계획을 발표한 바 있다. 국가 재활용 전략을 현재 폐기물 재활용률 25%를 2030년까지 50%까지 올릴 계획이다.

한국
주요 품목 재생원료
인증 마련 예정

플라스틱 규제에 가장 적극적인 국가는 EU다. EU는 플라스틱 전략을 통해 플라스틱 재활용 수거율을 현재 36%에서 2025년 77%, 2029년 90%로 점진적으로 높일 것을 목표로 하고 있다. 또, PET 음료수에 사용되는 재생플라스틱 비율을 현재 17%에서 2025년에는 25%, 2030년에는 30%까지 올리는 것을 목표로 하고 있다. 또, 2021년 1월부터 재활용되지 않은 플라스틱 포장 폐기물 1kg당 0.8유로의 세금을 부과하고 있다.

한국의 경우도 기존의 자원순환기본법을 순환경제사회 전환 촉진법으로 개정하여 순환 자원과 폐기물을 분리하여 관리하는 시스템의 도입을 추진하고 있다. 우선, 과대포장기준법을 시행하여 택배 등의 포장공간 비율을 규제하는 것을 골자로 한 제품 포장 규제를 시행할 예정이다.

또, EU와 미국 등 주요 선진국의 사례를 따라서 재생원료 인증제도의 국제표준을 준용한 국내 인증을 마련하고, 주요 수출품목에서 재생원료 인증을 마련할 예정이다.

그림 20. 주요 국가별 플라스틱 규제 현황



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

점차적으로 커질 국내 R-CHIP 시장

국내 플라스틱 의무 사용비율 법제화 기대

R-CHIP은 현재 PET칩 대비해서 경제성을 보유하지 못 하고 있다. 이런 이유로 의무사용비율 등 친환경 규제의 마련이 중요한 상황이다.

국내의 경우, 아직 R-CHIP 시장의 의무비율 등이 법제화되지 않았다. 시기를 가늠하기는 어려우나, 2025년 PET병 사용내 재활용플라스틱 의무사용비율 10%이 법제화로 마련될 것으로 기대된다.

동사의 R-CHIP은 식품용과 Fiber용으로 판매될 예정이다. 현재는 Fiber용으로만 매출이 발생하고 있고, 식품용으로는 판매되고 있지 못 하다. R-CHIP의 판매가는 식품용이 더 비싸다.

판가가 더 높은 식품 용 R-CHIP 시장 개화

이 부분은 규제와 관련한 부분이다. 재활용 PET병은 압축된 베일형태로 수거되는데, 투명 베일, 컬러 베일, 혼합 베일로 구분된다. 현재는 투명 베일만 R-CHIP으로 가공하여 식품용으로 사용할 수 있다. 동사는 현재 혼합 베일을 구매하고 있어, 식품용으로 R-CHIP을 판매하고 있지 못 했다.

현재 혼합 베일도 식품용 R-CHIP을 제조할 수 있도록 승인이 난 상황이며, 식품용 R-CHIP 제조 설비에 대한 승인이 3Q24중에 날 것으로 기대된다. 이에 따라 식품용 R-CHIP 매출이 3Q24 ~ 4Q24중에 발생할 것으로 예상된다.

중국산 R-CHIP 규제 예정

현재 국내에서 사용되는 R-CHIP은 중국산 R-CHIP을 주로 사용하고 있는데, 중국산 R-CHIP의 경우, PET칩 공급과잉에 따라 사용하지 않은 PET칩을 가공하여 R-CHIP으로 판매하여 국내에 수입되고 있다. R-CHIP의 가격이 PET칩 가격대비 높음에 따라 이러한 현상이 나타나고 있는 것으로 추정된다. 이는 친환경 정책이라는 정책 기조에 부합하지 않음에 따라 중국산 R-CHIP에 대해서는 수입 규제가 발생할 예정이다.

그림 21. PET 병 압축 베일



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

플라스틱 부문별 향후 수요 전망

**부문별 플라스틱 전망
2030년**

기존 플라스틱
11,315 만톤

저탄소 플라스틱
2,325 만톤

물리적 재활용
1,085 만톤

화학적 재활용
465 만톤

바이오 플라스틱
310 만톤

보스턴 컨설팅 그룹(BCG) 폴리에틸렌 시장이 2030년 15,500만톤에서 2050년 27,600만톤으로 78% 성장할 것으로 예상하였다. 지속적인 친환경 정책에 대한 노력으로 기존 플라스틱의 2030년에서 2050년까지의 성장율은 4.9%인 반면, CCUS 기술을 활용한 저탄소 플라스틱, 물리적, 화학적 플라스틱 재활용 및 바이오플라스틱 시장이 대부분의 성장을 견인할 것으로 전망하였다.

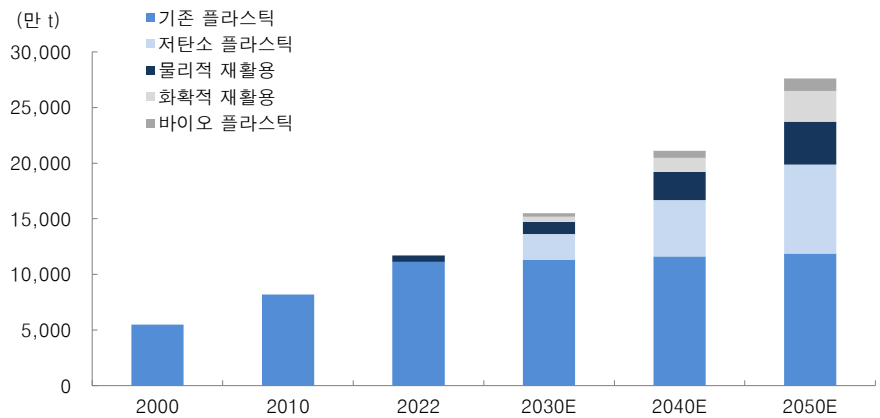
저탄소 플라스틱 시장은 CCUS기술을 통해서 생산된 플라스틱을 말한다. 저탄소 플라스틱은 2030년 2,325 만톤에서 2050년 8,004만톤 으로 244% 성장할 것을 예상하였다.

물리적 재활용은 플라스틱을 사용한 후 물성의 변화 없이 세척하고 분쇄하여 다시 알갱이(R-CHIP) 형태로 만들어서 재활용하는 것을 말한다. 현재 삼양패키징이 물리적 재활용을 통해 R-CHIP을 제조 및 판매하고 있다. 물리적 재활용 시장은 2022년 585만톤 2030년 1,085만톤, 2050년 3,864만톤으로 성장할 것을 전망하고 있다.

화학적 재활용은 페플라스틱에 열을 가해 중간단계의 소재로 되돌리거나 가스나 액화상태의 연료로 활용하는 것을 말한다. 열분해, 가스화, 해중합 등이 이에 해당한다. 화학적 재활용은 기본적으로 원료를 확보하기 쉽다는 강점이 있다. 화학적 재활용 시장은 2030년 465만톤에서 2050년 2,760만톤으로 성장을 전망하였다.

바이오플라스틱은 재생가능한 원재료로 만들어지는 플라스틱을 말한다. 세균에 의해서 분해되는 생분해성 플라스틱을 포함한다. 바이오 플라스틱 시장도 확대되어 2030년 310만톤에서 2050년 1,104만톤의 성장을 예상하였다. .

그림 22. 보스턴 컨설팅 그룹 부문별 향후 플라스틱 시장 성장 전망



자료: BCG, 대신증권 Research Center

V. 실적추정 및 밸류에이션

2024년 매출액 4,581억원(+YoY 9%), 영업이익 470억원(+YoY 45%) 전망

2024년은 영업이익률 정상화 구간 진입 예상

아설텍 패키징의 꾸준한 수요 성장에 따라 2024년 매출액 4,581억원(+YoY 9%), 영업이익 470억원(+YoY 45%)을 전망한다. 아설텍 패키징의 꾸준한 수요 성장이 예상된다. 또, 2021년 유가 급등으로 훼손되었던 영업이익률이 판가 인상으로 과거 영업이익률 수준으로 회복할 것으로 전망한다.

R-CHIP이 포함된 상품(Flake)의 매출액도 208억원(+YoY 252%)으로 성장이전망된다. R-CHIP은 식품과 Fiber 부문에서의 사용을 목표로 하고 있다. R-CHIP의 가격은 식품 부문이 더 높다. 현재 R-CHIP은 Fiber 부문에서만 사용되고 있다. 식약처 허가에 따라 R-CHIP이 식품부문으로 사용가능하게 되면, R-CHIP부문의 매출 성장도 점차 동사 매출에 기여하게 될 것이다.

자사주 매입 등 적극적인 주주환원 정책 도입

동사는 2024년 2월 40억원의 자사주 매입을 공시한 바 있다. 올해 총 80억원의 자사주 매입후 25년에 전량 소각할 예정이다. 아직 중장기 주주환원정책 등에 대해서 공표된 바는 없으나 업황 회복에 따라 좀 더 적극적인 주주환원정책으로 이어질 것으로 기대된다.

표1. 삼양패키징 분기 및 연도별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	910	1,209	1,209	889	1,042	1,311	1,314	914	4,217	4,581	4,855
YoY(%)	-6	5	5	11	14	8	9	3	4	9	6
제품(PET 용기, 아설텍 음료)	894	1,196	1,121	844	974	1,243	1,239	859	4,055	4,315	4,563
상품(PET 용기)	15	11	23	-7	14	11	22	3	42	50	51
기타(임대수익등)	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	8
상품(Flake)	-	-	-	59	52	55	51	50	59	208	233
매출총이익	120	306	275	125	162	354	329	155	826	1,000	1,117
YoY(%)	-9	20	26	14	34	16	19	24	15	21	12
총이익률(%)	13.2	25.3	22.8	14.1	15.5	27.0	25.0	17.0	19.6	21.8	23.0
영업이익	-1	179	145	1	32	221	171	46	325	470	534
YoY(%)	적자전환	37	60	흑자전환	흑자전환	23	18	4,366	37	45	14
영업이익률(%)	-0.1	14.8	12.0	0.1	3.1	17.0	14.0	7.0	0.1	10.3	11.0
세전이익	-4	178	135	-6	23	213	162	38	303	436	500
YoY(%)	적자전환	51	73	적자전환	흑자전환	20	20	-756	49	44	15
세전이익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	16.2	12.3	4.2	0.1	9.5	10.3
당기순이익	-6	144	106	10	6	156	151	33	254	340	390
YoY(%)	적자전환	55	77	흑자전환	흑자전환	9	42	228	110	34	15
당기순이익률(%)	-0.6	11.9	8.8	1.1	0.5	11.9	11.5	3.6	6.0	7.4	8.0

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center 추정

목표주가 26,000 원. 업사이드 44% 보유

목표주가 26,000원
업사이드 44% 보유

2024년 예상 EPS 2,173원에 목표 PER 12배를 적용한 목표주가 25,000원을 제시한다. 현재 주가대비 약 44%의 업사이드를 보유한 것으로 판단한다. 목표 PER은 과거 2017년에서 2023년의 평균 PER을 13배에 코로나 급등기 부문을 고려해 할인율 10%를 부여하였다.

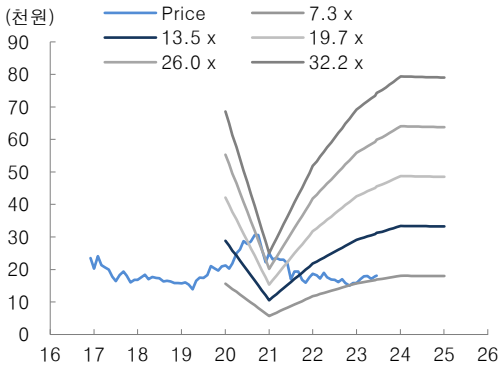
코로나 시기에는 배달 시장 등의 성장에 따른 수요 증가 및 멀티플의 급격한 리레이팅이 발생했던 시기다.

표2. 삼양패키징 P/E 밸류에이션

항목명	단위		비고
EPS	원	2,173	(a): 24년 예상 EPS
비교 PER	배	13.2	(b): 삼양패키징 2017년 ~ 2023년 7년 평균 PER
할인율	%	10	(c): 코로나 급등기 부문 제외
적정 PER	배	12	(d): (b) / (1+(c))
목표주가	원	26,000	
현재주가	원	18,050	2024년 6월 14일 종가 기준
상승여력	%	44	

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center 추정

그림 23. 삼양패키징 P/E 밴드



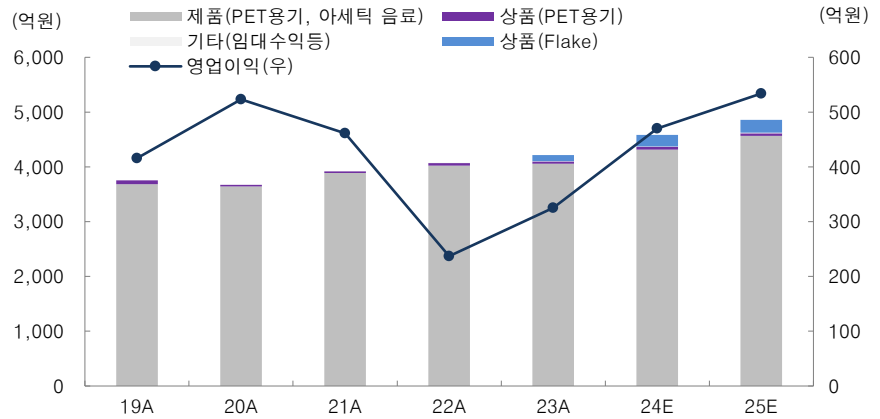
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 24. 삼양패키징 P/B 밴드



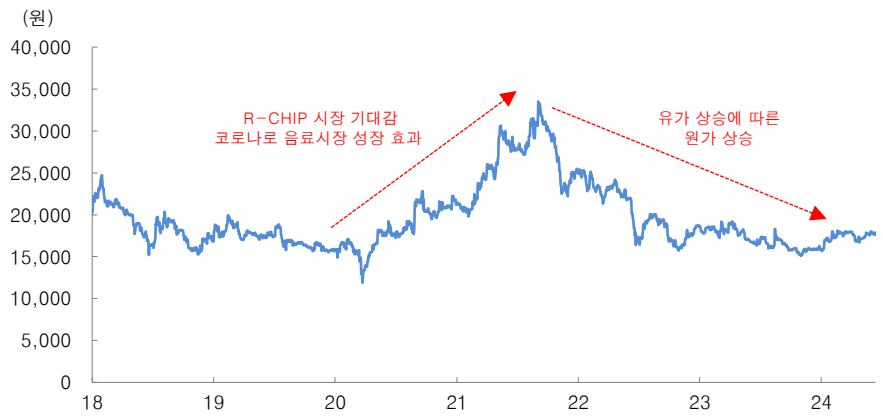
자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

그림 25. 삼양패키징 연도별 실적 전망



자료: Dataguide, 삼양패키징, 대신증권 Research Center 추정

그림 26. 삼양패키징 역사적 주가



자료: Dataguide, 삼양패키징, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,074	4,217	4,581	4,855	5,195
매출원가	3,358	3,390	3,581	3,738	4,000
매출총이익	716	826	1,000	1,117	1,195
판매비와관리비	479	502	530	583	623
영업이익	237	325	469	534	571
영업이익률	5.8	7.7	10.2	11.0	11.0
EBITDA	458	563	730	826	892
영업외손익	-33	-22	-34	-34	-74
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	34	28	13	11	10
외환관련이익	24	28	24	24	24
금융비용	-66	-64	-74	-112	-150
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	14	27	66	66
법인세비용차감전순손익	203	303	436	500	497
법인세비용	-83	-49	-96	-110	-109
계속사업순손익	121	254	340	390	388
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	121	254	340	390	388
당기순이익률	3.0	6.0	7.4	8.0	7.5
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	121	254	340	390	388
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	40	-1	0	0	0
포괄순이익	161	253	340	390	388
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	161	253	340	390	388

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	777	1,611	2,173	2,492	2,481
PER	240	98	8.1	7.1	7.1
BPS	23,213	23,724	25,378	26,856	28,076
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	2,944	3,563	4,623	5,229	5,648
EV/EBITDA	9.1	7.1	5.6	5.1	4.8
SPS	26,188	26,707	29,012	30,750	32,902
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
CFPS	3,226	3,828	4,984	5,825	6,234
DPS	750	500	1,000	1,250	1,500

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	39	35	86	60	7.0
영업이익 증가율	-486	37.0	44.5	138	7.0
순이익 증가율	-60.1	110.4	33.6	14.7	-0.4
수익성					
ROC	28	5.0	6.4	7.0	7.0
ROA	38	5.1	7.2	7.3	6.7
ROE	35	6.9	8.8	9.5	8.9
안정성					
부채비율	78.0	71.4	66.1	87.0	107.2
순차입금비율	34.3	39.5	30.9	31.4	32.1
이자보상배율	42	60	7.3	5.2	4.2

재무상태표

(단위: 억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,774	1,423	1,259	2,168	3,085
현금및현금성자산	281	219	219	1,071	1,919
매출채권 및 기타채권	677	732	603	639	682
재고자산	282	309	269	286	306
기타유동자산	535	163	168	173	178
비유동자산	4,652	4,997	5,395	5,763	6,101
유형자산	2,684	3,082	3,498	3,880	4,230
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1,968	1,915	1,897	1,882	1,871
자산총계	6,426	6,420	6,655	7,931	9,186
유동부채	811	1,830	1,447	2,123	2,805
매입채무 및 기타채무	512	523	673	690	711
차입금	97	92	142	192	241
유동성채무	188	1,189	0	0	0
기타유동부채	15	26	633	1,242	1,853
비유동부채	2,004	844	1,201	1,568	1,948
차입금	1,751	563	863	1,163	1,463
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	253	282	338	405	486
부채총계	2,815	2,675	2,648	3,690	4,753
자배지분	3,611	3,746	4,007	4,240	4,433
자본금	789	789	789	789	789
자본잉여금	1,458	1,458	1,458	1,458	1,458
이익잉여금	1,364	1,499	1,760	1,993	2,186
기타지분변동	-1	0	0	0	0
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,611	3,746	4,007	4,240	4,433
순차입금	1,240	1,479	1,237	1,331	1,428

현금흐름표

(단위: 억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	309	534	971	700	719
당기순이익	121	254	340	390	388
비현금항목의 가감	381	350	447	530	596
감가상각비	221	238	261	292	320
외환손익	-10	-4	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	170	116	185	237	274
자산부채의 증감	-130	-34	339	-13	-21
기타현금흐름	-62	-36	-155	-207	-245
투자활동 현금흐름	-327	-281	-657	-657	-657
투자자산	1,418	1,212	0	0	0
유형자산					-501
기타	-1,244	-835	1	1	1
재무활동 현금흐름	88	-316	-327	785	746
단기차입금	8	-2	50	50	50
사채	0	0	600	600	600
장기차입금	1,000	0	300	300	300
유상증자	79	0	0	0	0
현금배당	-142	-118	-79	-156	-195
기타	-857	-196	-1,198	-8	-8
현금의 증감	72	-61	-1	852	848
기초 현금	209	281	219	219	1,071
기말 현금	281	219	219	1,071	1,919
NOPLAT	141	273	366	417	446
FCF	-157	-151	-32	50	108

자료: 삼양패키징, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼양패키징(272550) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240608)													
		구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)										
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>24.06.16</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td>Buy</td></tr> <tr><td>목표주가</td><td>26,000</td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	24.06.16	투자의견	Buy	목표주가	26,000	과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		비율	96.1%	3.9%	0.0%
제시일자	24.06.16														
투자의견	Buy														
목표주가	26,000														
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		산업 투자의견 - Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)		기업 투자의견 - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>00.06.29</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과리율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	00.06.29	투자의견		목표주가		과리율(평균%)		과리율(최대/최소%)					
제시일자	00.06.29														
투자의견															
목표주가															
과리율(평균%)															
과리율(최대/최소%)															