

2021.12.9

제이씨케미칼 (137950)

환경 규제 확대에 따른 저평가 수혜주

RFS/RPS 강화로 인한 수혜 예상

전세계적으로 탄소중립 정책 등 환경 규제가 확대되면서 RFS(신재생에너지 연료 혼합 의무화 제도) 및 RPS(신재생에너지 공급 의무화 제도) 또한 강화되는 추세이다. 현재 3.5%인 RFS는 '30년까지 5%로 상향 예정이었으나, 최근 8%까지 추가 상향 목표를 발표하며 추후 RFS 비율 상승은 더욱 가속화될 것으로 전망된다. 현재까지도 RFS 상승에 따른 바이오디젤 수요 증가와 이를 통한 실적 견인이 이어졌다. 추후 RFS 비율 상승이 가속화되며 수요는 더욱 가팔라질 것으로 예상, 대표적인 바이오연료 기업인 동사가 수혜받기 충분한 때다. 바이오중유 부문도 같은 상황이다. IMO2020이 발표되면서 원양항로용 선박들의 유황배출가스를 기존 3.5%에서 0.5%로 제한하는 규제가 도입되었다. 황 함량을 줄이려면 바이오중유를 사용해야 하기 때문에 이로 인한 선박용 바이오중유 수요 또한 지속적으로 증가할 전망이다. 중장기적으로는 하이브리드 항공기 진출에 따른 항공기용 바이오연료 공급도 기대해 볼 수 있겠다.

CPO(Crude Palm Oil) 가격 상승으로 팜 플랜테이션 사업도 순항

동사는 인도네시아의 팜 농장을 인수, 팜 열매를 통해 생산되는 CPO를 판매하고 있다. 만 헥타르가 넘는 부지를 보유하고 있으며 '17년부터 매출이 인식되었다. 현재 CPO 가격은 톤당 약 1,200달러로, 코로나19로 인해 하락했던 가격을 회복하고도 큰 폭으로 상승했다. 이는 '20년 대비 회복한 글로벌 경제와 지속적으로 강화되고 있는 신재생에너지 확대 정책으로 인해 바이오디젤의 원료인 CPO의 수요가 증가했기 때문인 것으로 보인다. 수급 및 대체원료의 상황에 따라 가격의 등락이 존재는 하겠지만 장기적으로 바이오연료의 원료로서 그 수요가 우상향 기조를 유지할 것이라고 판단, 현재 가격 수준 또한 이어질 수 있을 것으로 보인다.

여전한 저평가 기업, '21년 매출액 3,890억원, 영업이익 395억원 전망

'21년 동사의 매출액은 3,890억원(+45.3% yoy), 영업이익은 395억원(+109.9% yoy)을 기록할 것으로 전망된다. 신재생에너지 확장 정책 및 수요 증가에 따른 매출 증가와 영업레버리지 발생으로 인한 이익률 개선이 기대되기 때문이다. RFS 0.5% 상승분이 하반기에 반영되기 시작했다. 이는 사실도 의미적이다. 이에 반해 동사의 P/E는 '21년 3분기 기준 6~7배 수준에 불과, 타 신재생에너지/연료 기업 대비 현저히 낮은 수준이다. 특히 SK케미칼의 바이오에너지 사업부문이 한앤컴퍼니 매각 당시 3,800억원으로 평가된 것과 비교하면 1,850억원 수준인 동사의 시가총액은 여전히 상승여력이 충분한 것으로 보인다. 당시 SK케미칼의 바이오디젤 생산능력이 동사의 1.6배였다는 점을 감안해도 마찬가지다. 거기에 ESG 이슈에 대면한 산업/기업들의 방향성을 고려한다면 추가적인 업사이드도 기대해 볼 만하다.

(억원, 연결)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	1,548	1,718	1,813	2,024	2,677
영업이익	164	58	90	130	192
영업이익률	10.6%	3.4%	5.0%	6.4%	7.2%
순이익[지배]	125	2	43	114	78
EPS(원)	646	8	220	540	352
PER(배)	8.8	510.0	18.0	11.1	19.0
PBR	1.6	1.2	1.1	1.4	1.4
EV/EBITDA	7.4	23.7	13.9	9.9	10.5
ROE(%)	19.0%	-3.2%	3.5%	14.7%	7.8%

자료: 제이씨케미칼, 한양증권

N.R

목표주가(12M)	-
현재주가(2021.12.8)	8,300원
상승여력	-

[신성장/ESG]

Analyst 박민주

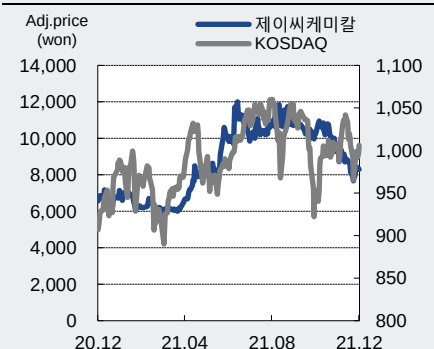
minju.park@hygood.co.kr

02-3770-5144

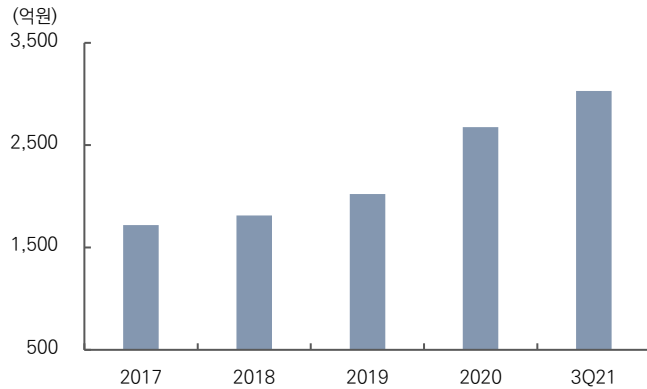
주가지표

KOSPI(12/08))	3,002P
KOSDAQ(12/08)	1,006P
현재주가(12/08)	8,300원
시가총액	185십억원
총발행주식수	2,227만주
120일 평균거래대금	58억원
52주 최고주가	12,800원
52주 최저주가	5,820원
유동주식비율	53.6%
외국인지분율(%)	1.11%
주요주주	서울석유 외 12인 (43.7%)

상대주가차트

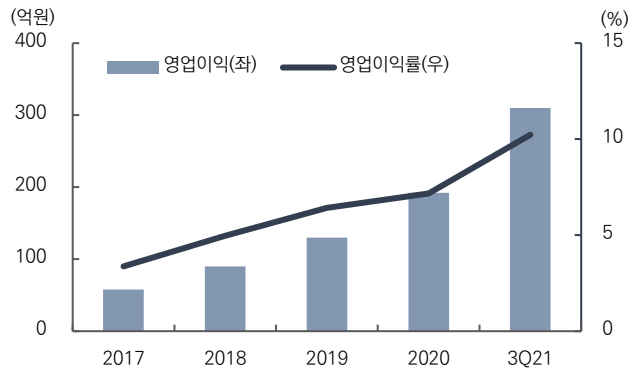


[도표 1] 제이씨케미칼 매출액 추이



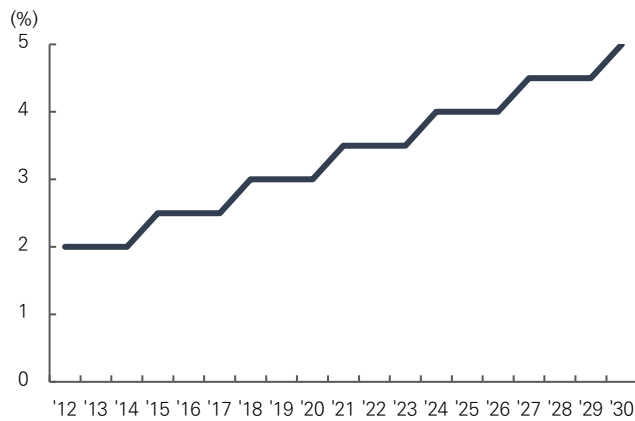
출처: 제이씨케미칼, 한양증권 리서치센터
주: '21년은 3분기 누적

[도표 2] 제이씨케미칼 영업이익(률) 추이



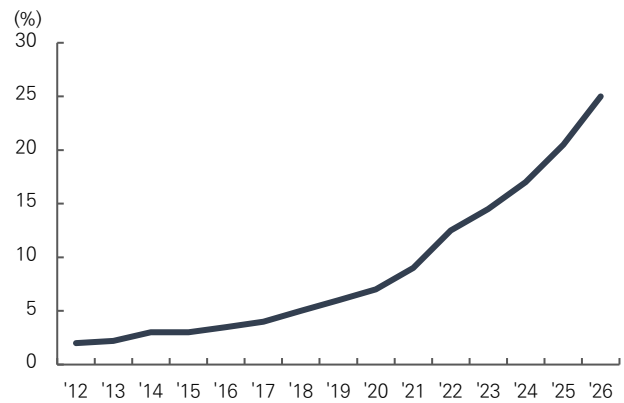
출처: 제이씨케미칼, 한양증권 리서치센터
주: '21년은 3분기 누적

[도표 3] 국내 RFS 비율 추이 및 전망(상향 발표 전)



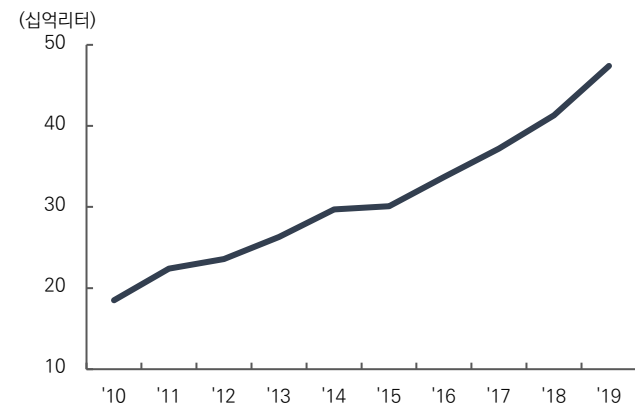
출처: 산업통상자원부, 한양증권 리서치센터

[도표 4] 국내 RPS 비율 추이 및 전망



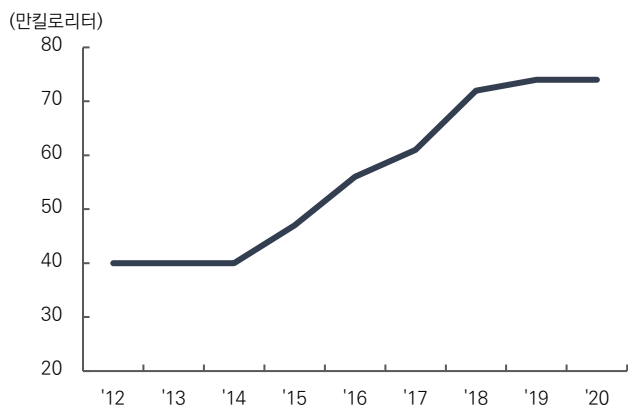
출처: 산업통상자원부, 한양증권 리서치센터

[도표 5] 글로벌 바이오디젤 생산량 추이



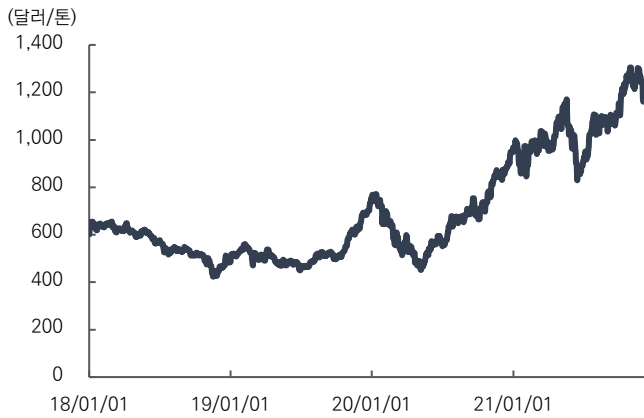
출처: REN21, 한양증권 리서치센터

[도표 6] 국내 바이오디젤 수요 추이



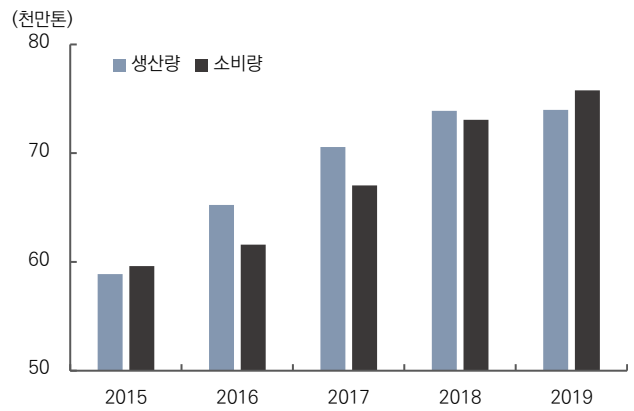
출처: 한국바이오에너지협회, 한양증권 리서치센터

[도표 7] CPO 가격 추이



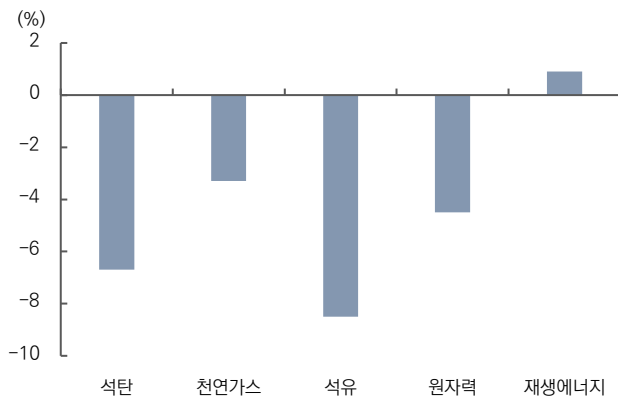
출처: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 팜오일 시장규모 추이



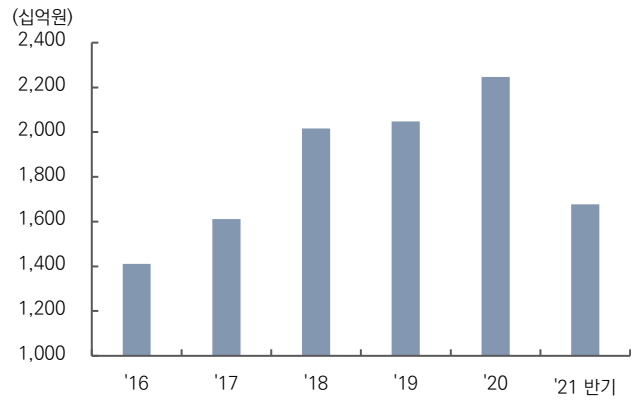
출처: USDA, 한양증권 리서치센터

[도표 9] 2020 주요 에너지 수요(전년 대비)



출처: World Energy Outlook 2020, 한양증권 리서치센터

[도표 10] 한전 신재생에너지 구입/투자 비용



출처: 한국전력공사, 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Balance sheet	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	155	172	181	202	268	유동자산	38	42	49	66	77
매출원가	128	156	161	175	236	재고자산	16	15	16	29	34
매출총이익	26	16	20	27	32	단기금융자산	3	3	4	4	3
매출총이익률(%)	17.1%	9.4%	11.1%	13.4%	11.8%	매출채권및기타채권	5	13	11	12	16
판매비와관리비등	10	10	11	14	12	현금및현금성자산	11	8	14	14	15
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	109	105	125	171	164
영업이익	16	6	9	13	19	유형자산	39	34	43	72	67
영업이익률(%)	10.6%	3.4%	5.0%	6.4%	7.2%	무형자산	5	5	10	10	10
조정영업이익	16	6	9	13	19	투자자산	22	23	25	28	29
EBITDA	22	6	10	23	24	자산총계	147	147	173	237	241
EBITDA 마진율(%)	14.1%	3.5%	5.8%	11.6%	9.0%	유동부채	56	51	80	90	86
조정 EBITDA	19	11	13	19	28	단기차입금	41	42	52	60	66
순금융손익	1	-1	-4	-4	-3	매입채무및기타채무	8	6	14	25	16
이자손익	-2	-2	-3	-2	-3	비유동부채	23	31	24	56	57
외화관련손익	2	0	0	0	0	사채	0	8	0	0	0
기타영업외손익	0	-6	-2	6	-4	장기차입금	21	21	23	47	48
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	부채총계	79	82	105	146	143
법인세차감전계속사업손익	17	-1	3	15	11	지배주주지분	68	67	71	94	101
당기순이익	12	-2	2	12	7	자본금	10	10	10	11	11
당기순이익률(%)	7.7%	-1.2%	1.3%	5.8%	2.8%	자본및이익잉여금	61	59	63	84	91
지배지분순이익	12	0	4	11	8	기타자본	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분순이익	-1	-2	-2	0	0	비지배지분	0	-2	-3	-3	-3
총포괄이익	12	-1	3	11	8	자본총계	68	65	68	91	98

주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판매비

Cash flow statement	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	Valuation Indicator	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	10	-3	14	3	6	Per Share (원)					
당기순이익	12	-2	2	12	7	EPS(당기순이익 기준)	616	-110	120	554	332
현금유출이없는비용및수익	9	15	12	6	21	EPS(지배순이익 기준)	646	8	220	540	352
유형자산감가상각비	3	5	4	6	9	BPS(자본총계 기준)	3,511	3,361	3,509	4,090	4,403
무형자산상각비	0	0	0	0	0	BPS(지배지분 기준)	3,573	3,522	3,730	4,281	4,608
기타	6	10	8	0	12	DPS(보통주)	100	60	60	60	90
영업활동관련자산부채변동	-9	-10	3	-9	-17	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	3	-7	2	-2	-5	PER(당기순이익 기준)	9.2	-36.9	33.1	10.8	20.1
재고자산의감소	-3	1	-1	-13	-5	PER(지배순이익 기준)	8.8	510.0	18.0	11.1	19.0
매입채무및기타채무의증가	-8	-1	2	5	-6	PBR(자본총계 기준)	1.6	1.2	1.1	1.5	1.5
기타	-1	-2	1	0	-1	PBR(지배지분 기준)	1.6	1.2	1.1	1.4	1.4
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-3	-7	-4	-6	-7	EV/EBITDA (발표 기준)	7.4	23.7	13.9	9.9	10.5
투자활동으로인한현금흐름	-15	-9	-19	-34	-13	Financial Ratio	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	-2	-3	-2	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	매출액증가율	40.5%	10.9%	5.5%	11.6%	32.3%
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-3	-12	-28	-8	영업이익증가율	306.5%	-64.8%	56.1%	43.7%	48.0%
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	240.4%	-118%	208.4%	362.8%	-40.1%
단기금융자산의감소(증가)	3	0	-2	0	1	EPS(지배기준) 증가율	219.1%	-98.8%	2658%	145.2%	-34.8%
기타	-7	-6	-4	-2	-4	EBITDA(발표기준) 증가율	167.6%	-72.7%	75.2%	125.1%	2.6%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	0	10	11	31	9	ROE(당기순이익 기준)	19.0%	-3.2%	3.5%	14.7%	7.8%
장기차입금의증가(감소)	0	0	2	26	4	ROE(지배순이익 기준)	20.1%	0.2%	6.2%	13.8%	8.0%
사채의증가(감소)	0	10	0	0	0	ROIC	12.9%	5.6%	5.6%	7.4%	7.5%
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	ROA	8.4%	-1.5%	1.4%	5.7%	3.1%
기타	1	2	10	6	7	배당수익률	1.8%	1.5%	1.5%	1.0%	1.3%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-1	-2	-1	-1	-1	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	0	0	부채비율	116.6%	126.3%	153.5%	160.9%	145.8%
현금의 증가	-7	-3	6	0	2	순차입금비용(자본총계 대비)	75.3%	95.7%	100.4%	108.3%	106.7%
기초현금	17	11	8	14	14	이자보상비율	9.2%	2.8%	2.6%	4.6%	5.1%
기말현금	11	8	14	14	15						

자료 : 제이씨케이칼, 한양증권

TP Trend



투자의견 비율공시

구분	매수	중립	매도
비율	100%	-	-

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	과리율
제이씨케미칼	137950	21/12/09	N.R	-	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박민주)
- 기업 투자의견
 - 매수: 향후 12개월간 15% 이상 상승예상
 - 중립: 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
 - 비중확대: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산프리미어센터	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천프리미어센터	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
