

제이씨케미칼

137950

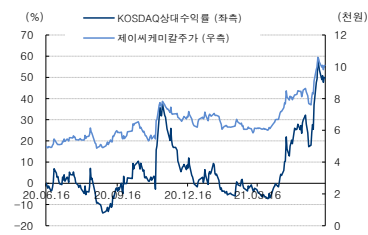
Jun 14, 2021

Not Rated

Company Data

현재가(06/11)	10,100 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	10,600 원
52 주 최저가(보통주)	4,795 원
KOSPI (06/11)	3,249.32p
KOSDAQ (06/11)	991.13p
자본금	111 억원
시가총액	2,249 억원
발행주식수(보통주)	2,227 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	125.4 만주
평균거래대금(60 일)	117 억원
외국인지분(보통주)	4.57%
주요주주	
서울석유 외 10 인	43.74%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.4	47.0	83.6
상대주가	17.9	37.7	40.3



미드/스몰캡 김한경

3771-9733, 20200028@iprovest.com



KYOBO 교보증권

구조적 성장의 초입

바이오연료 전문 회사

제이씨케미칼은 바이오연료 전문 회사로 육상 운송용 바이오디젤 및 친환경 발전 연료 바이오중유 등을 제조 및 판매하고 있다. 바이오연료는 팜유, 대두유 등 자연에 존재하는 유지 성분을 물리, 화학적 처리 과정을 거쳐 석유계 디젤과 유사한 액체 연료로 변환시킨 것을 의미한다. 바이오연료는 화석 연료 대비 대기오염 물질의 배출이 현저히 적으며 기존의 엔진이나 발전설비를 개조 없이 그대로 활용 할 수 있어 친환경 에너지원으로 각광 받고 있다. 2021년 실적은 매출액 3,344억원(+ 24.9% yoy), 영업이익 370억원(+ 93.1% yoy, OPM 11.1%)로 전망한다.

씨클리컬이 아닌 성장주로서의 잠재력

2021년 하반기부터는 RFS(신재생에너지 의무 혼합 비율)이 3.0% → 3.5%로 증가한다. 혼합 비율 상승 만으로 바이오디젤 수요는 약 17% 순증한다. RFS는 향후에도 3년 단위로 혼합 비율이 0.5%p씩 증가해 2030년에는 혼합비율이 5.0%까지 확대된다. 단계적 혼합 비율 상승으로 중장기 수요가 담보됐다.

바이오중유 사업 전망도 밝다. 바이오중유는 석유대체연료 법제화로 발전 및 선박용 병커C유를 대체해나갈 전망이다. RPS 제도 도입으로 500MW 이상 발전사업자는 전체 전력 발전의 일정 비율('21년 9% → '22년 10%)을 신재생에너지로 공급해야 하는데 바이오중유는 신규 설비 투자나 기계장치의 개조 없이 바로 활용할 수 있다는 장점이 부각되며 제주, 울산 등지를 중심으로 이용률이 높아지는 추세다.

인도네시아 팜 플랜테이션 사업도 본궤도에 올라왔다. 더욱이 최근의 CPO 가격 상승으로 탄력적인 실적 성장이 기대된다. 수년간의 경작으로 생산량 역시 계속해서 증가하고 있다. 팜플랜테이션 매출은 2019 253억원 → 2020 330억원 → 2021 381억원으로 성장할 전망이다 올해 35억원의 영업이익을 기록할 전망이다.

Forecast earnings & Valuation

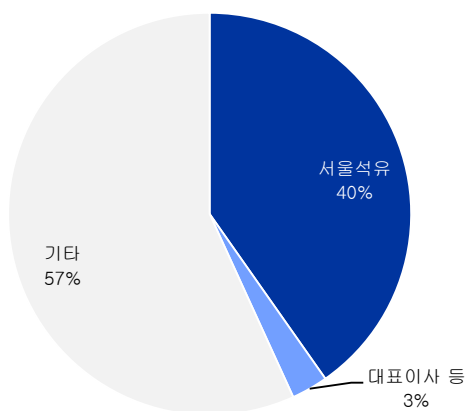
12 결산(십억원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액(십억원)	155	172	181	202	268
YoY(%)	40.5	10.9	5.5	11.6	32.3
영업이익(십억원)	16	6	9	13	19
OP 마진(%)	10.3	3.5	5.0	6.4	7.1
순이익(십억원)	12	-2	2	12	7
EPS(원)	646	8	220	540	352
YoY(%)	219.1	-98.8	2,657.9	145.2	-34.8
PER(배)	8.8	510.0	18.0	11.1	19.0
PCR(배)	5.0	5.1	4.7	7.3	5.1
PBR(배)	1.6	1.2	1.1	1.4	1.5
EV/EBITDA(배)	8.3	13.1	10.4	11.9	8.8
ROE(%)	20.1	0.2	6.2	13.8	8.0

바이오연료 전문 회사

제이씨케미칼은 바이오연료 전문 회사로 육상 운송용 바이오디젤 및 친환경 발전 연료 바이오중유 등을 제조 및 판매하고 있다. 바이오연료는 팜유, 대두유 등 자연에 존재하는 동·식물성 유지 성분을 물리, 화학적 처리 과정을 거쳐 석유계 디젤과 유사한 액체 연료로 변환시킨 것을 의미한다. 바이오연료는 화석 연료 대비 대기오염 물질의 배출이 현저히 적으며 기존의 엔진이나 발전 설비를 개조 없이 그대로 활용 할 수 있어 친환경 에너지원으로 각광 받고 있다. 향후 RFS, RPS 등 신재생에너지 의무 이용 비율이 확대될 전망이어서 중장기 수요는 담보됐다. 2020년 매출 구성은 바이오디젤 2,279억원, 팜플랜테이션 330억원, 부산물 68억원이다.

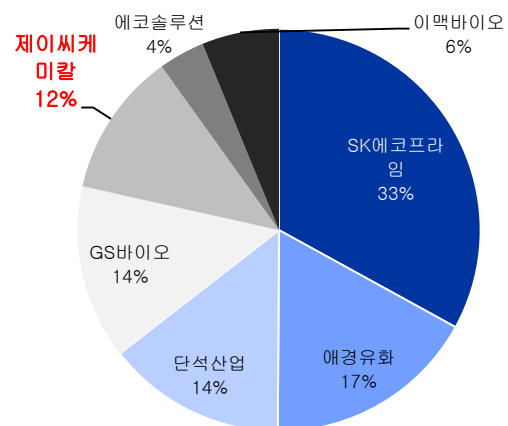
1분기 실적은 비수기임에도 불구하고 견조한 바이오연료 수요와 팜유 가격 상승 및 생산성 증가에 따른 팜 플랜테이션 사업 실적 개선으로 매출액 798억원(+30.2% yoy), 영업이익 87억원(+94.3% yoy, OPM 10.9%)을 기록하며 크게 개선됐다. 2~3분기 성수기 시즌에 진입하며 더욱 뚜렷한 실적 성장이 기대된다. 1) 2021년 하반기 RFS(신재생연료 의무 혼합비율) 상승에 따른 수혜가 예상되며, 2) 지속적인 RPS 상승으로 발전용 바이오중유에 대한 수요 역시 중장기 견조한 수요가 전망되며, 3) 인도네시아 팜플랜테이션 사업이 본궤도에 오르며 채산성이 빠르게 개선되고 있어 가파른 실적 개선이 기대된다.

[도표 1] 제이씨케미칼 주주 구성



자료: DART, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 바이오디젤 국내 시장 점유율

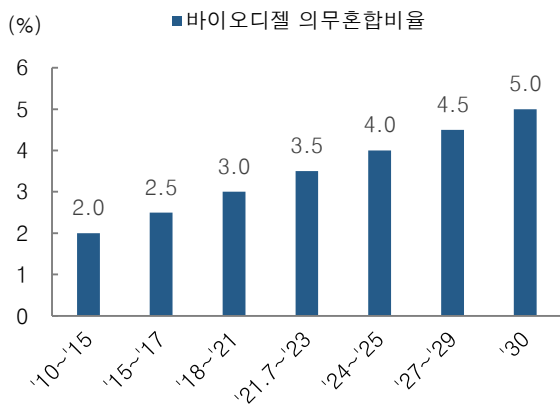


자료: 한국바이오에너지협회, 교보증권 리서치센터

바이오디젤, 하반기 RFS 상향에 따른 수혜

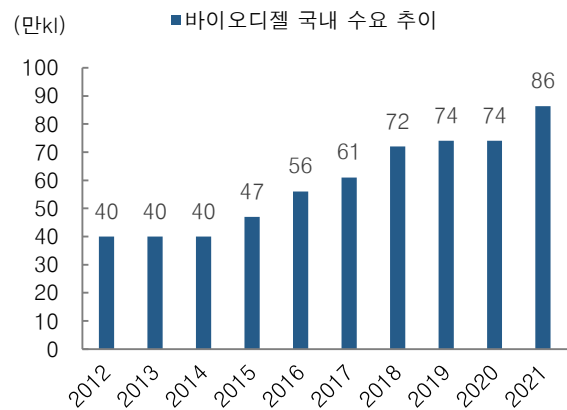
바이오디젤 사업은 RFS(Renewable Fuel Standard) 상향에 따른 수혜가 예상된다. 바이오디젤은 IPCC(국제기후변화협약기구)가 인정한 탄소중립연료로 자동차 경유에 정해진 비율만큼 혼합되어 활용되고 있다. 산업부는 '신에너지 및 재생에너지 개발·이용·보급 촉진법' 시행령 개정안을 마련해 RFS 비율의 단계적 상승을 예고했다. 당장 오는 하반기부터는 RFS(신재생연료 의무 혼합 비율)이 3.0% → 3.5%로 증가한다. 혼합 비율 상승만으로 바이오디젤 수요는 약 17% 증가하게 된다. RFS는 향후에도 3년 단위로 혼합 비율이 0.5%p씩 증가해 2030년에는 혼합비율이 5.0%까지 확대된다. 단계적 혼합 비율 상승으로 중장기 견조한 수요가 예상된다. 바이오연료 매출은 2019년 1,701억원 → 2020년 2,279억원 → 2021년 2,887억원으로 증가할 전망이다.

[도표 3] 바이오디젤 의무혼합비율 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 바이오디젤 국내 수요 추이 및 전망



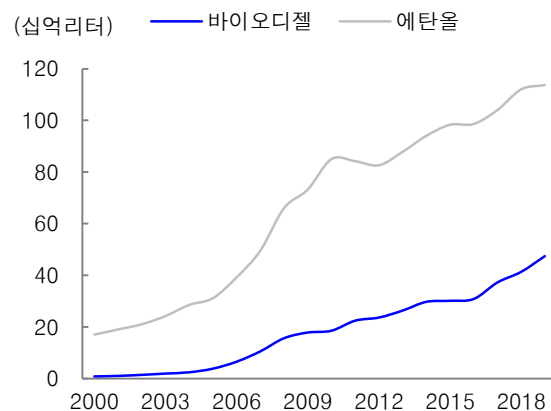
자료: 한국바이오에너지협회, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 바이오디젤의 공해 감소 효과

	BD100	BD20
총미연소탄화수소	-93%	-30%
황산화물	-100%	-20%
질소산화물	13%	2%
일산화탄소	-50%	-20%
분진	-30%	-22%
오존발생잠재도	-50%	-10%
발암성 방향족 화합물	-80%	-13%
질화 발암성 방향족 화합물	-90%	-50%
Life Cycle CO2 저감량	-78.5	-15.7

자료: 국립 바이오디젤 협회 USA(2010), 교보증권 리서치센터

[도표 6] 글로벌 바이오연료 생산량 추이



자료: Renewables Global Status Report(2020), 교보증권 리서치센터

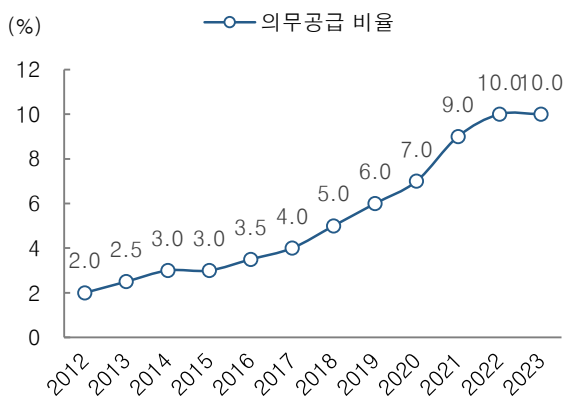
바이오중유, 석유대체연료 법제화로 중장기 담보된 성장

바이오중유는 석유대체연료 법제화로 발전, 선박용 병커C유를 대체해나가고 있다. 바이오중유는 병커씨유 대비 미세먼지 28%, 질소산화물 39%, 황산화물을 100% 저감하여 탈황 및 탈질설비 없이도 환경 규제치를 만족하게 된다. 현재 발전소에 일부 도입되는 추세며 향후 선박용, 보일러용 연료로서도 유용성이 부각될 수 있다.

산업부에 따르면 신재생에너지 의무 공급량은 전체 발전량의 9%(‘21년)으로 지난해 대비 2%p 증가할 전망이다. 2022년에는 10%까지 의무공급비율이 증가한다. RPS 제도 도입으로 500MW 이상 발전사업자는 전체 전력 발전의 9%(2021년) 이상을 신재생에너지로 보급해야 하는데 신규 투자가 필요한 태양광, 풍력뿐만 아니라 기존 설비를 그대로 활용할 수 있는 바이오 중유의 활용도 역시 높아지는 추세다. 이에 따라 현재 탄소제로섬을 표방한 제주를 비롯해 울산 등지에서 이용 비율이 증가하는 추세다. 국내 발전사의 바이오중유 사용량은 2014년 18만kl에서 2020년 약 60만kl까지 증가했으며 RPS 공급의무자의 의무공급률이 매년 증가함에 따라 바이오중유 수요도 중장기 우상향 곡선을 그릴 전망이다.

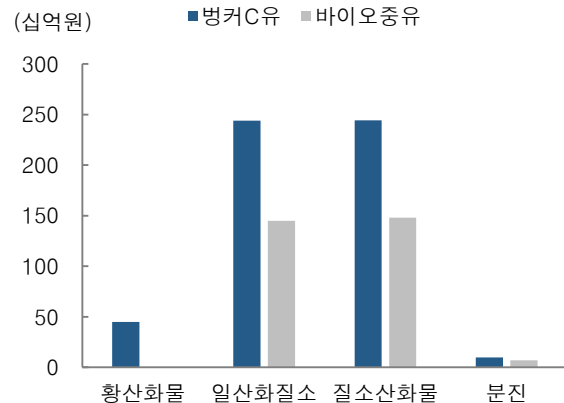
제이씨케이칼은 기존 온산공장과 더불어 2019년 울산 신항부지에 바이오중유 생산시설 및 탱크 터미널을 신규로 준공했다. 이에 따라 생산 CAPA(바이오디젤 165,000kl, 바이오중유 619,000kl) 증가 효과와 더불어 탱크터미널 확보(45,500kl)에 따른 원료 저장 및 출하 효율 상승으로 연간 4~50억원의 비용 절감 효과를 누릴 수 있을 전망이다. 또한 국내 주요 정유사 및 발전소와 지리적으로 인접해 있어 고객사 유치에 있어서도 우위를 점할 수 있게 됐다.

[도표 7] 신재생에너지 연도별 의무공급 비율



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 병커C유와 바이오중유 오염물질 배출량 비교



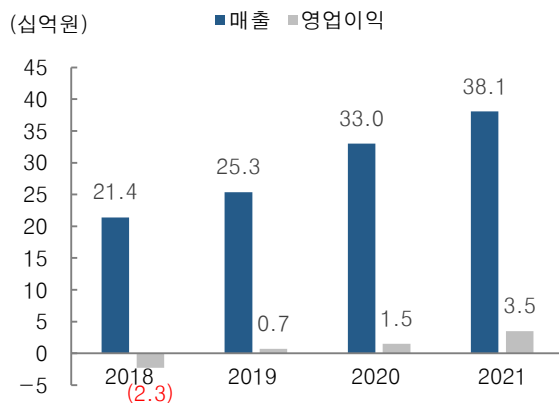
자료: 한국바이오에너지협회, 교보증권 리서치센터

본궤도에 오른 팜 플랜테이션 사업

제이씨케미칼은 자회사 PT NIAGAMAS GEMILANG, PT SUKSES BINA ALAM을 통해 인도네시아 동부 칼리만탄 지역에 약 10,700ha 규모의 농장을 인수해 오일팜 플랜테이션 사업을 영위하고 있다. 해외에서는 대규모 유지작물 재배를 통해 원료의 대량 생산을, 국내에서는 바이오에너지 제품을 판매하며 수직계열화를 완료했다. 2016년말 CPO(Crude Palm Oil) 농장 준공 이후 수년간의 투자와 경작으로 생산성이 매년 증가하고 있으며 2019년부터 흑전에 성공하며 본격적인 실적 기여가 시작됐다.

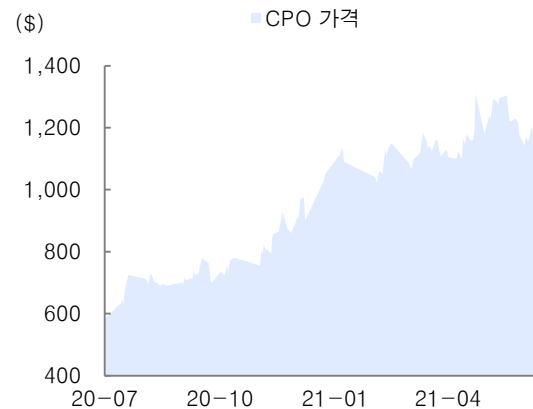
CPO 가격은 지난해부터 꾸준한 상승세(+94.8% yoy)를 이어가고 있어 플랜테이션 실적 개선에 더욱 탄력이 붙을 전망이다. 가격 상승에 따른 수혜를 떼어놓고 보더라도 수확량이 지속적으로 증가한다는 점이 긍정적이다. 팜플랜테이션 매출은 2019년 253억원 → 2020년 330억원 → 2021년 381억원으로 추정하며 영업이익은 2019년 7억원 → 2020년 15억원 → 2021년 35억원으로 추정한다.

[도표 9] 팜플랜테이션 사업 매출 및 영업이익



자료: DART, 교보증권 리서치센터

[도표 10] CPO 가격 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 제이씨케미칼 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	61.3	80.4	65.8	60.3	79.8	87.2	87.3	80.1
% YoY	60.1	39.1	3.6	40.6	30.2	8.5	32.7	32.9
부분별 매출								
바이도디젤	51.8	69.6	57.0	49.5	68.7	74.8	75.4	69.8
팜 플랜테이션	8.8	7.3	7.1	9.7	9.2	10.0	9.9	9.0
부산물	0.7	3.4	1.7	1.0	1.9	2.4	2.0	1.3
매출원가	53.2	72.4	58.9	51.7	68.4	74.4	74.5	68.5
매출총이익	8.1	8.0	6.9	8.6	11.4	12.8	12.8	11.6
% GPM	13.2	9.9	10.4	14.3	14.3	14.7	14.7	14.5
판매관리비	3.6	3.1	2.4	3.2	2.7	3.0	2.8	3.1
영업이익	4.5	4.9	4.4	5.4	8.7	9.8	10.0	8.5
본사	4.3	5.5	4.6	3.4	8.1	8.9	9.5	7.0
팜 플랜테이션	0.2	(0.6)	(0.1)	2.0	0.6	0.9	0.5	1.5
% OPM	7.3	6.0	6.7	9.0	10.9	11.3	11.5	10.6
% YoY	1,236.9	8.6	(25.8)	147.8	94.3	102.4	126.2	56.7
영업외손익	(10.2)	9.3	(5.8)	(1.2)	(0.1)	0.2	(0.2)	(0.3)
세전이익	(5.7)	14.2	(1.3)	4.2	8.5	10.0	9.8	8.2
법인세	1.7	1.3	0.6	0.3	2.4	2.2	2.2	1.8
당기순이익	(7.4)	12.8	(2.0)	3.9	6.2	7.8	7.7	6.4
% NPM	(12.1)	16.0	(3.0)	6.5	7.8	9.0	8.8	8.0
% YoY	적전	302.5	적전	612.9	흑전	(39.2)	흑전	62.8
당기순이익(지배)	(4.2)	10.4	(1.0)	2.6	6.7	7.1	7.3	5.3

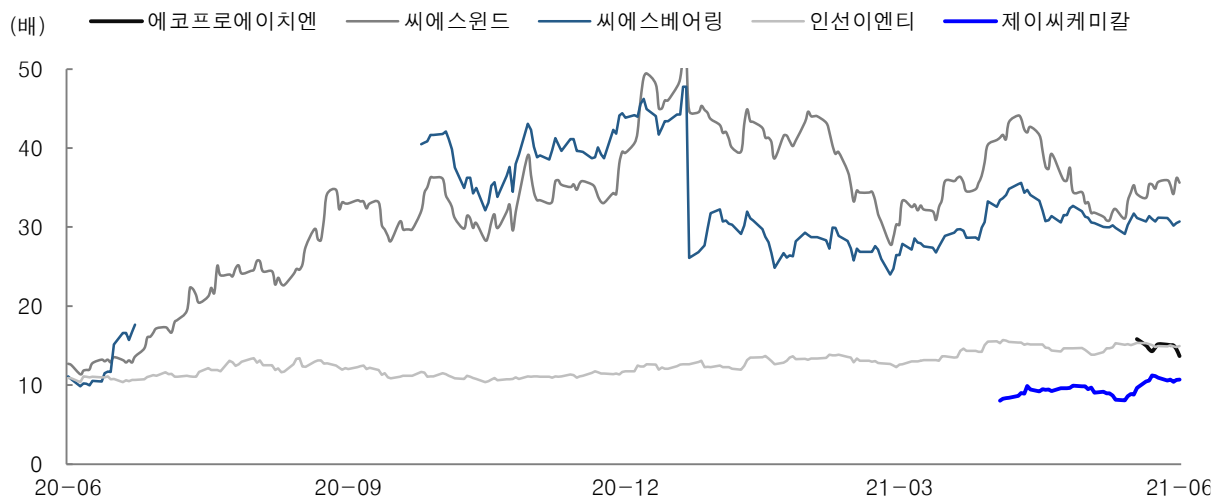
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 제이씨케미칼 연간 실적 추이 및 전망

	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	171.8	181.3	202.4	267.7	334.4
% YoY	10.9	5.5	11.7	32.3	24.9
부문별 매출					
바이도디젤	151.0	152.6	170.1	227.9	288.7
팜플랜테이션	16.7	21.4	25.3	33.0	38.1
부산물	4.0	7.3	6.9	6.8	7.6
매출원가	155.7	161.1	175.3	236.2	285.8
매출총이익	16.1	20.2	27.1	31.5	48.6
% GPM	9.4	11.1	13.4	11.8	14.5
판매관리비	10.3	11.2	14.1	12.3	11.6
영업이익	5.8	9.0	13.0	19.2	37.0
% OPM	3.4	5.0	6.4	7.2	11.1
% YoY	(64.8)	56.1	43.7	48.0	93.1
영업외손익	6.3	5.8	(2.0)	7.8	(0.4)
세전이익	(0.6)	3.3	15.0	11.4	36.6
당기순이익	(2.1)	2.3	11.7	7.4	28.1
% NPM	(1.2)	1.3	5.8	2.8	8.4
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익(지배)	0.2	4.3	11.4	7.8	26.4

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 친환경, 폐기물 관련 회사 P/E 멀티플 추이



자료: 퀀티와이즈, 교보증권 리서치센터

제이씨케미칼 [137950]

구조적 성장의 초입

[제이씨케미칼 137950]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	155	172	181	202	268
매출원가	128	156	161	175	236
매출총이익	26	16	20	27	32
매출총이익률 (%)	17.1	9.4	11.1	13.4	11.8
판매비와관리비	10	10	11	14	12
영업이익	16	6	9	13	19
영업이익률 (%)	10.6	3.4	5.0	6.4	7.2
EBITDA	19	11	13	19	28
EBITDA Margin (%)	12.6	6.1	7.4	9.5	10.6
영업외손익	1	-6	-6	2	-8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	1	1	1	0
금융비용	-4	-2	-4	-5	-4
기타	0	-6	-2	6	-4
법인세비용차감전순이익	17	-1	3	15	11
법인세비용	5	2	1	3	4
계속사업순이익	12	-2	2	12	7
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	-2	2	12	7
당기순이익률 (%)	7.7	-1.2	1.3	5.8	2.8
비지배지분순이익	-1	-2	-2	0	0
지배지분순이익	12	0	4	11	8
지배순이익률 (%)	8.1	0.1	2.4	5.6	2.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	-1	1
포괄순이익	12	-1	3	11	8
비지배지분포괄이익	-1	-2	-2	0	0
지배지분포괄이익	12	1	5	11	8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	10	-3	14	3	6
당기순이익	12	-2	2	12	7
비현금항목의 가감	9	15	12	6	21
감가상각비	3	5	4	6	9
외환손익	-1	8	2	-6	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	3	6	5	7
자산부채의 증감	-9	-10	3	-9	-17
기타현금흐름	-3	-7	-4	-6	-7
투자활동 현금흐름	-15	-9	-19	-34	-13
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	9	3	12	28	8
기타	-24	-12	-30	-62	-21
재무활동 현금흐름	0	10	11	31	9
단기차입금	3	4	8	6	8
사채	0	10	0	0	0
장기차입금	0	0	2	26	4
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-1	-1	-1
기타	-2	-2	2	-1	-2
현금의 증감	-7	-3	6	0	2
기초 현금	17	11	8	14	14
기말 현금	11	8	14	14	15
NOPLAT	11	22	6	10	12
FCF	15	20	26	36	13

자료: 제이씨케미칼, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	38	42	49	66	77
현금및현금성자산	11	8	14	14	15
매출채권 및 기타채권	5	13	11	12	16
재고자산	16	15	16	29	34
기타유동자산	6	7	8	12	11
비유동자산	109	105	125	171	164
유형자산	39	34	43	72	67
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	22	23	25	28	29
기타비유동자산	48	47	57	71	69
자산총계	147	147	173	237	241
유동부채	56	51	80	90	86
매입채무 및 기타채무	8	6	14	25	16
차입금	41	42	52	60	66
유동상채무	2	0	0	2	2
기타유동부채	5	3	14	3	2
비유동부채	23	31	24	56	57
차입금	21	21	23	47	48
사채	0	8	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	9	9
부채총계	79	82	105	146	143
지배지분	68	67	71	94	101
자본금	10	10	10	11	11
자본잉여금	26	26	27	38	38
이익잉여금	34	33	36	46	52
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	-2	-3	-3	-3
자본총계	68	65	68	91	98
총차입금	65	71	84	115	122

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	646	8	220	540	352
PER	8.8	510.0	18.0	11.1	19.0
BPS	3,506	3,467	3,671	4,222	4,545
PBR	1.6	1.2	1.1	1.4	1.5
EBITDAPS	849	299	466	615	863
EV/EBITDA	8.3	13.1	10.4	11.9	8.8
SPS	8,005	8,880	9,369	9,599	12,034
PSR	0.7	0.5	0.4	0.6	0.6
CFPS	760	1,030	1,322	1,698	607
DPS	100	60	60	60	90

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
성장성					
매출액 증가율	40.5	10.9	5.5	11.6	32.3
영업이익 증가율	306.5	-64.8	56.1	43.7	48.0
순이익 증가율	334.4	적전	흑전	404.4	-36.8
수익성					
ROIC	17.7	31.7	8.4	10.3	10.0
ROA	8.8	0.1	2.7	5.6	3.3
ROE	20.1	0.2	6.2	13.8	8.0
안정성					
부채비율	116.6	126.3	153.5	160.9	145.8
순차입금비율	43.9	48.4	48.4	48.6	50.7
이자보상배율	9.2	2.8	2.6	4.6	5.1

제이씨케미칼 [137950]

구조적 성장의 초입

한솔로지스틱스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2021.06.14	NR						

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2020.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	86.1%	13.9%	0.0%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하