



2021년 2월 23일 | Equity Research

건설

투자의견

Overweight

건설 Analyst 윤승현

02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

I 일본 엔지니어링사 실적을 통해 보는 해외건설업 시사점

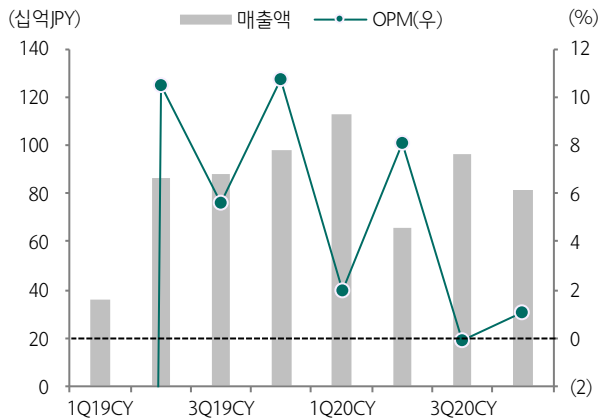
〈일본 엔지니어링사 JGC / Chiyoda 4Q20CY 실적 발표〉

- 일본 엔지니어링사 JGC Holdings와 Chiyoda Corporation은 2월 중순 4Q20CY(3Q20FY) 실적을 발표함. 이들은 국내 종합건설사와 달리 해외 EPC를 'Pure Play'하는 업체들로, 분기 실적 발표 내용을 통해 글로벌 EPC (특히 LNG) 시장 분위기나 신사업 전략을 엿볼 수 있음
- 지난 4분기 양사 모두 코로나19 영향으로 외형 축소는 지속 중(4Q20CY 매출액 Chiyoda와 JGC 각각 YoY -17%, -15% 기록). Chiyoda는 당 분기를 포함 'Oil & Gas' 관련 수주 잔고가 2년 연속 감소 중이기에 외형 축소를 코로나19 영향만으로 보기는 어려움. 다만 LNG의 경우 2월 초 카타르 LNG (Chiyoda/TechnipFMC 컨소시엄) 수주 확정되어 관련 잔고는 1Q21 크게 반등할 전망. 이 밖에 제약/바이오 수주 잔고는 비중은 작지만 매 분기 증가 중. JGC는 2020년 8월 수주한 바스라 정유프로젝트(37.5억달러) 영향으로 2019년말 대비 전체 잔고는 증가하였으나 LNG, 화학 잔고는 QoQ 감소 중
- Chiyoda의 경우 실적발표에서 미래 성장전략 (그린에너지, 수소, 에너지관리, 제약/생명과학)을 업데이트한 반면 JGC는 미래 전략에 대한 특별한 언급 없었음. Chiyoda는 1Q21CY에 그린에너지, 제약, 생명과학, 디지털 트랜스포메이션 관련 프로젝트들이 대거 FID(최종투자결정)단계에 진입한다고 언급함. 특히 수소공급망시스템(SPERA)이 2020년 12월 성공적으로 구축되었고 2025년부터 수익성 확보할 수 있을 것이라 언급
- 이 밖에 미래 수소 에너지 전략에서 ① Chiyoda는 액상유기수소운반체(LOHC, 대용량 수소저장기술)기술을 확보, 향후 시설 건축뿐만 아니라 공급/운송 서비스까지 제공할 계획이고 ② JGC는 여전히 암모니아 액체를 활용한 수소 압축 운반 기술에 집중하는 것으로 파악

〈국내 건설사 해외건설업에 대한 시사점〉

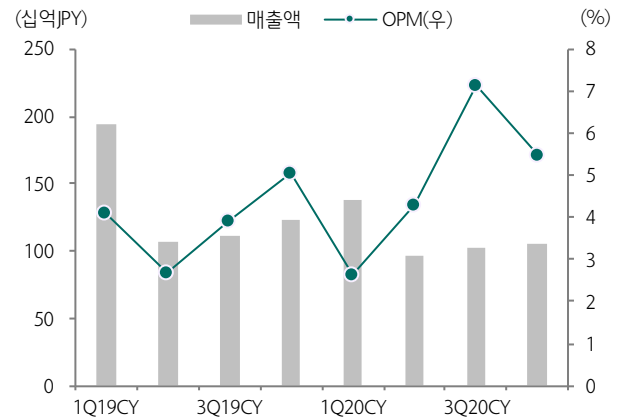
- 글로벌 LNG FEED/EPC에서 높은 트랙레코드를 보유하고 있는 일본 엔지니어링사들도 저유가/코로나19에 따른 오일/가스 시장 축소에서 여전히 자유롭지 못한 모습이며, 미래 성장동력 발굴을 위해 신규 시장 (제약바이오/그린에너지/디지털인프라 등) 진출을 목표하는 중
- 오일&가스 시장이 위축된 상황에서 국내 종합건설사들 또한 당분간은 신도시개발, 건축, 인프라, 친환경 프로젝트에 주목할 가능성 높아 보임. 최근 국제유가가 60달러선 돌파는 주요 수주 Pool인 중동국가들의 발주환경개선 차원에서 긍정적으로 판단
- 일본 엔지니어링사들과 달리 국내 건설사들은 ① 주택 사업에서 안정적인 현금 흐름이 지속되고 있으며 ② 해외사업에서 체질개선(EPC 중심의 사업방식의 변화: FEED → EPC 전환 or EPC 완료 후 운영 계약 체결 + 신사업 확대)을 지속하고 있기에 사업 구조 측면에서 안정적으로 판단. 또한 잔고 내 낮아져 있는 해외 비중을 감안 시 당분간 관련 하방리스크는 제한적인 반면, 향후 발주환경개선에 따라 외형성장요인은 추가될 수 있다는 점이 긍정적

그림 1. Chiyoda 최근 8개 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

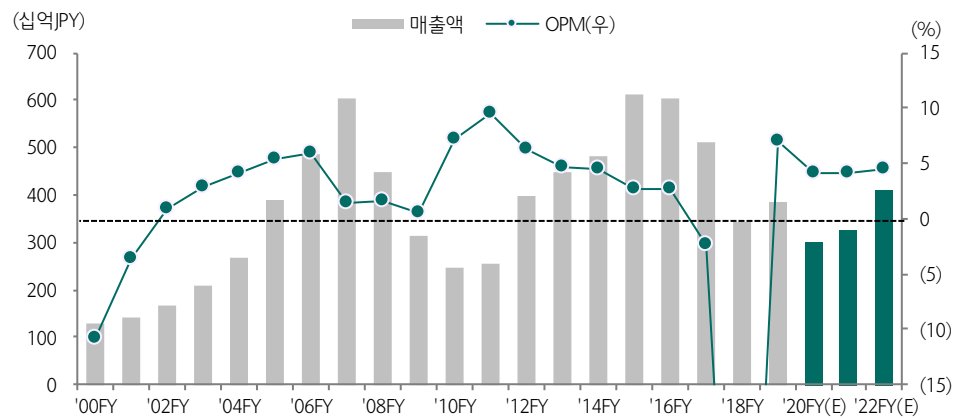
그림 2. JGC 최근 8개 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. Chiyoda 연간 매출액 및 영업이익률 추이 (회계연도 기준)

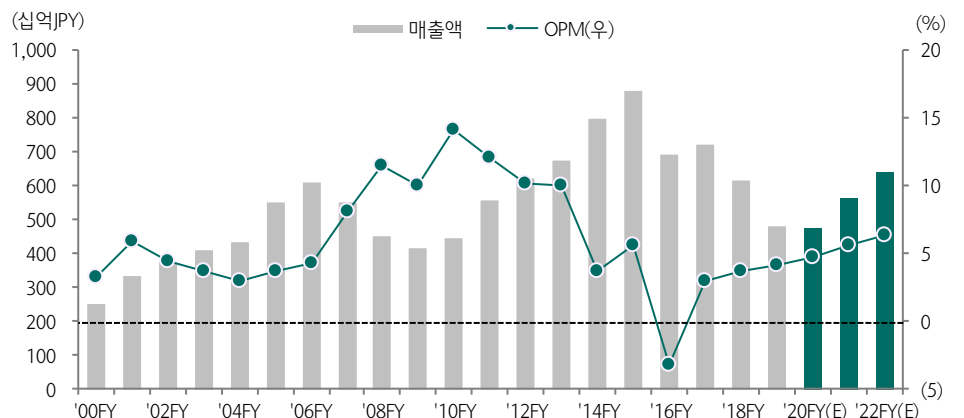
2020FY (2020.3~2021.2)
매출 YoY -22% 전망
OPM 4.2% (vs 2019FY 6.9%)



주: 추정치는 시장 컨센서스 기준
자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

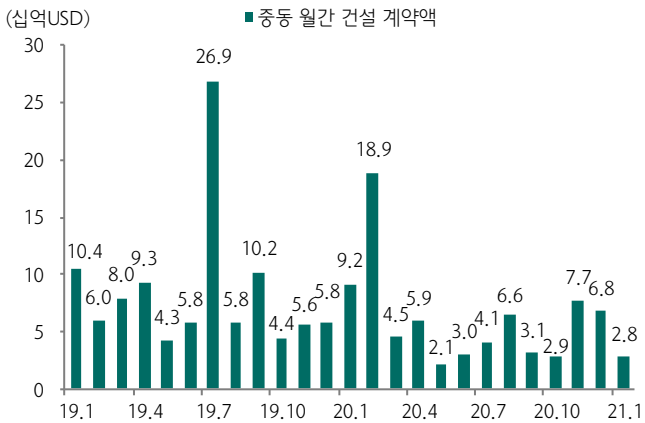
그림 4. JGC 연간 매출액 및 영업이익률 추이 (회계연도 기준)

2020FY (2020.3~2021.2)
매출 YoY -1% 전망
OPM 4.7% (vs 2019FY 4.5%)



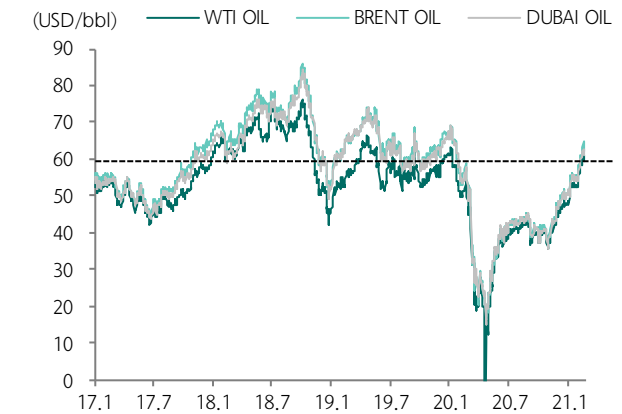
주: 추정치는 시장 컨센서스 기준
자료: S&P Capital, Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 중등 월간 건설 발주/계약액 추이: 2020년 1월 28억달러 기록



자료: MEED, 하나금융투자

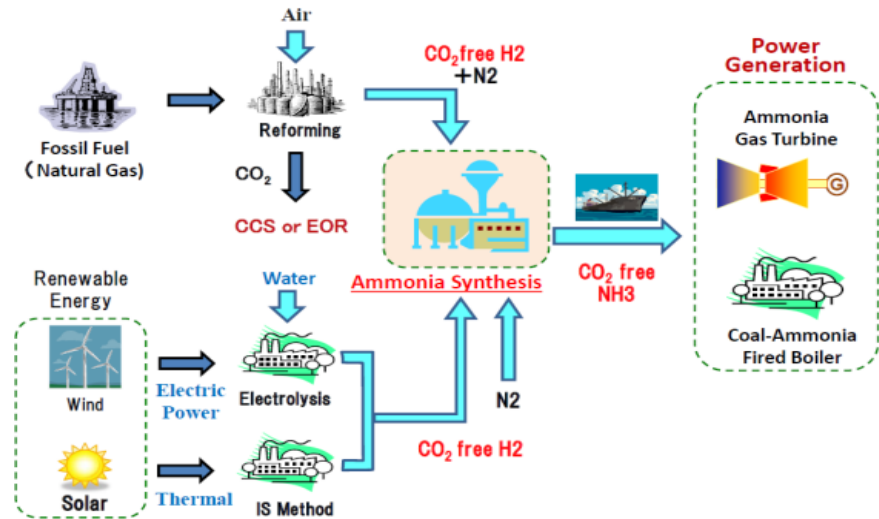
그림 6. 국제유가는 60달러선 유지 중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. JGC 'CO2-Free' 수소-암모니아 공급망 개요

JGC는 2014년부터 'FREA(후쿠시마 신재생에너지 기관)'와 함께 암모니아 생산 촉매 공정을 개발해온 바 있음

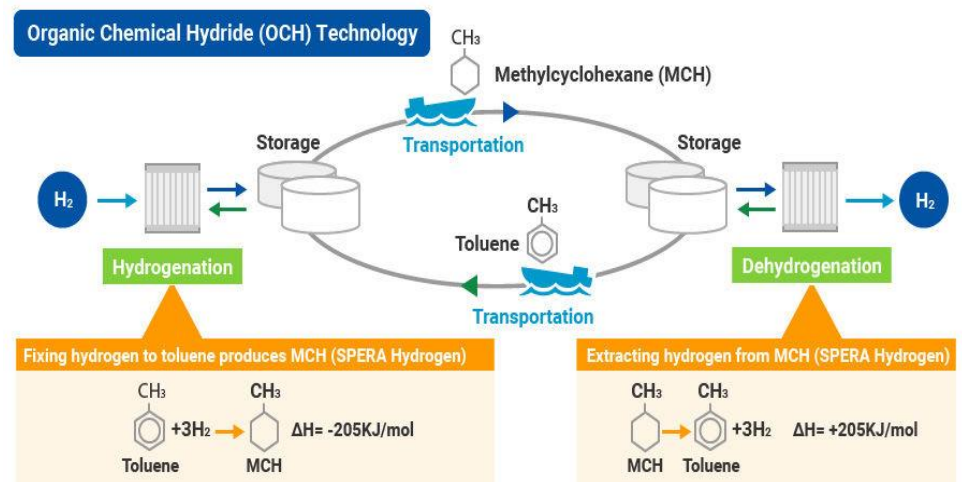


자료: JGC Holdings, 하나금융투자

그림 8. Chiyoda 'SEPR' 수소 시스템 개요

Chiyoda의 액상유기수소운반체 (LOHC)공급망은 수소를 톨루엔 (Toluene)과 혼합하여 액상메틸시클로헥산(MCH)으로 변환,

이후 기존의 가솔린 인프라를 활용하여 운송하는 것을 목표로 함 (기체 대비 운송 용량은 약 500배)



자료: Chiyoda Corporation, 하나금융투자

표 1. Chiyoda Corporation 3Q20FY(2020.10~12) 컨퍼런스콜 QnA

Q	코로나19가 여전히 실적에 영향을 주고 있는가?
A	지난 분기 언급했듯이 대부분의 코로나19 영향은 해외 프로젝트에서 오고있다. 영향이 생각보다 길어지고 있는 실정이다. 당사는 클라이언트와 코로나19에 따라 발생한 비용에 대한 협의를 'Force Majeure 조항'에 따라 진행 중이다.
Q	주요 프로젝트들의 현황 및 코로나19 영향을 자세히 설명해달라
A	(1) Tangguh LNG: 공정을 89%로 마무리 단계이다. (2) Texas Ethylene: 중국에서 모듈 제도가 진행 중이다. 전체 공정은 86% 수준이다. 현재 총 11개의 모듈 중 9개가 이미 미국으로 떠났다. (3) Golden Pass LNG: Home office에서 설계가 진행 중이며 동시에 현장 시공도 진행 중이다. 공정은 22% 수준이다. 코로나19 영향에 따른 비용은 클라이언트와 'Force Majeure 조항'에 따라 협의될 예정이다.
Q	향후 LNG 프로젝트들에 대한 전망은 어떠한가?
A	'에너지 전환'과 '탈석탄' 전략이 지속적으로 진행 중이며, 당사는 미래 성장 전략을 해당 영역에서 가져갈 것이다. 다만 중장기적으로도 천연가스는 중요한 에너지원으로 남을 전망이며, 당사는 LNG 프로젝트 수행에 지속적으로 노력할 것이다.
Q	수소 비즈니스에 대한 전망은 어떠한가?
A	'수소 프로젝트의 경우 당사가 진행 중인 'SPERA Hydrogen'을 포함하여 향후 꾸준히 진행될 것이며 2025년부터 수익성을 확보할 수 있을 전망이다.
Q	'에너지 전환'과 '탈석탄'에 대한 치요다의 미래 전략은 무엇인가?
A	18개월 전에 내놓은 'Revitalization Plan (친환경 및 거버넌스 향상 등)'을 꾸준히 이행해나갈 것이다. 당사는 벤처기업으로서의 역사가 있으며 과거 '미쓰비시 석유'의 엔지니어링 부서로써 시작한 바 있다. 당사는 중장기적인 비즈니스 환경 변화에 맞추어 새로운 비즈니스 영역을 꾸준히 개척해 나갈 것이며, 당사의 주력시장에서의 'EPC Lump-Sum' 전략을 꾸준히 가져갈 것이다

자료: Chiyoda Corporation, 하나금융투자

표 2. JGC Holdings 3Q20FY(2020.10~12) 컨퍼런스콜 QnA

Q	3Q20FY 누적 GPM이 10.7%로 연초 예상보다 높았는데, 특별히 긍정적이거나 부정적이었던 부분이 있다면 알려달라. 또한 3분기 코로나19에 따른 추가적인 비용도 알려달라.
A	코로나19에 따른 특별한 비용은 없었다. 긍정적인 부분으로는 일부 프로젝트가 준공 단계에 진입하며 수익성개선이 있었던 점을 꼽을 수 있겠다.
Q	향후 EPC 매출 성장에 대한 전망을 제시해달라. 코로나19로 EPC 매출 회복이 예상보다 느려지는 듯 하다.
A	판데믹이 끝나는 시점에 대한 명확한 전망이 어려운 만큼 우리도 명확한 답변을 주기 어렵다. EPC 매출의 상당부분을 차지하는 'LNG 캐나다 프로젝트'의 경우 공정이 느리지만 꾸준히 진행되고 있다. 그 외에는 중국에서 모듈 생산에 집중하고 있다. 우리는 제한적인 상황속에서도 꾸준히 사업을 진행시키고 있으며 향후 상황이 더욱 악화될 것이라고는 생각하지 않는다.
Q	유럽 프로젝트에서 자재조달(P) 과정이 지연되며 수익성이 낮아진 부분에 코로나19의 영향이 있었는가?
A	우리는 코로나19 영향으로 일부 자재에 대한 주문을 기존의 유럽 제조업체들로부터 타 지역 업체들로 교체한 바 있고, 해당 손실은 이미 과거 재무제표에 기 반영 되어있다.
Q	3Q20FY말 기준 현금이 약 3,000억엔 수준으로 보인다. 향후 현금의 사용 방향성은 어떠한가?
A	당 분기 현금의 증가는 주요 고객사 선금금 증가에 따른 것이며 이는 결국 프로젝트 건설 과정에서 사용될 것이다. 다가오는 5월에는 보유 현금에 대한 활용방안을 발표할 예정이다.
Q	4Q20FY(1Q21CY)에 해외에서 수주 예상될 것으로 보이는 프로젝트가 있는가? 2021FY에 대한 전망도 언급 해주길 바란다, 새로운 LNG 프로젝트들이 지속될 것으로 보는가?
A	주요 클라이언트들의 자본지출추이에 대해서는 아직 불확실한 면이 많다. 특히 해외 프로젝트의 경우 대부분 투자 집행이 지연되는 중이다. 1Q21CY의 경우 당사는 일본 내에서 대규모 바이오매스 프로젝트를 수주할 것으로 예상된다. 2021FY에 대한 당사의 구체적인 전망은 아직 없으나, 중장기적으로 LNG프로젝트는 글로벌 LNG수요증가에 따라 (특히 신흥국 수요 증가) 가시성이 확보될 전망이다.

자료: JGC Holdings, 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.18%	6.82%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 2월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 2월 23일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법인

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.