

2024. 5. 2

서진시스템 178320

전환청구권 행사, 리스크 해소로 해석

유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

부담이었던 거대한 오버행. 드디어 수면 위로 떠오르다

동사는 4월 30일 전환청구권 행사 내용을 공시. 규모는 1,770만주(현 발행주식 수의 47.1% 규모)에 해당하며, 이는 기존에 발행한 전환사채 1,889만주(신종자본증권 포함) 중 94%에 해당하는 물량. 해당 물량은 5월 17일부터 상장(표1 참고).

갑작스러운 발행 주식 수 급증에 대한 우려는 있겠으나, 실질적으로 유통될 물량은 생각보다 적을 것으로 예상. 전환하는 1,770만주 중 292만주는 대표이사 보유 물량이며, 1,064만주는 주당 3.2만원에 풋옵션이 체결되었기 때문(2025년 6월 26일 이후부터 풋옵션 청구 가능). 나머지 물량은 414만주로, 이는 전환 물량의 24%, 현 발행주식 수 대비 11%에 불과

단기적으로 주가 변동성이 커질 수는 있으나, 기존 오버행 물량에 대한 부담으로 주가가 펀더멘털을 반영하지 못했던 점을 생각하면 오히려 리스크 해소로 해석 가능. 재무구조 개선도 자연스레 이뤄지며, 이는 향후 주주가치 제고를 위해서도 긍정적인 포석이 될 수 있음

글로벌 ESS 수요 급증에 대응할 수 있는 유일한 옵션

Tesla가 1Q24 실적 발표를 통해 2024년 연간 +75%의 ESS 공급량 증가 가이던스를 제공하는 등 글로벌 ESS 업황의 개선 속도가 생각보다 가파름. 당사가 2023년 10월 'ESS, 에너지도 테크다'를 통해 주장했듯 재생에너지, 전기차 확대, 인프라 부족 등으로 전력 가격 변동성이 커지고 있기 때문. 우리나라에서는 ESS에 투자할 수 있는 옵션이 사실상 동사 이외에는 제한적

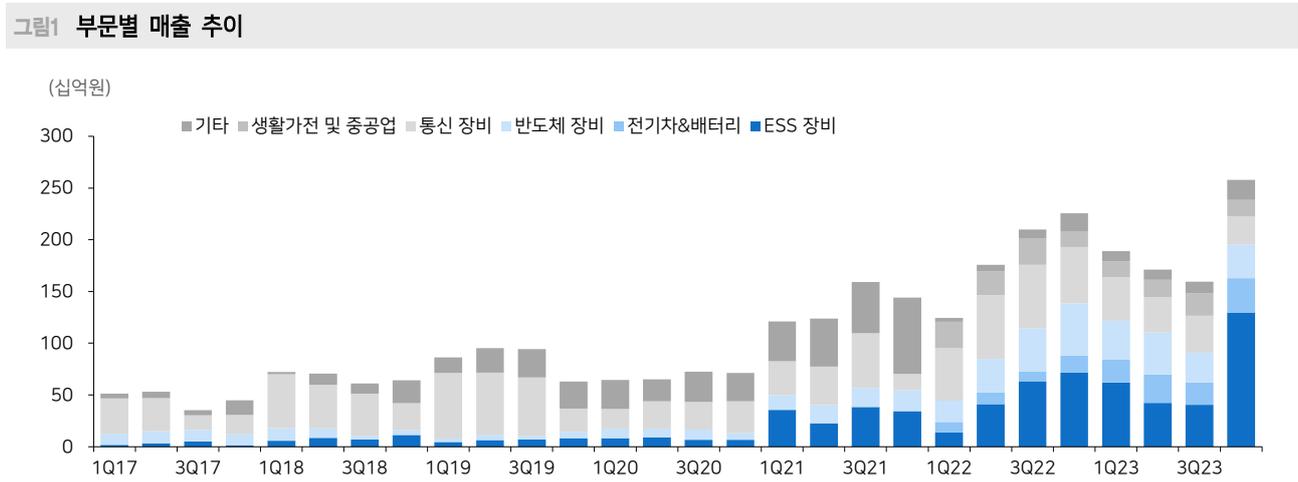
이번 달 중순 발표될 1Q24 실적도 ESS 부문의 성장을 기반으로 기존 당사 기대치(292억원)를 상회하는 호실적 예상. 성수기인 4분기가 아니어도 호실적을 달성할 수 있다는 사실을 증명하는 실적이 될 것이기 때문에 중요한 분기점이 될 수 있음

청구일자	사채의 명칭		청구금액 (십억원)	전환가액 (원)	발행한 주식수 (천주)	현 발행주식수 대비(%)	상장일 또는 예정일	비고
	회차	종류						
2024-04-30	4	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	30.0	14,500	2,069.0	5.5	2024-05-17	
2024-04-30	5	무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	60.0	14,500	4,137.9	11.0	2024-05-17	절반은 대표이사 물량
2024-04-30	7	무기명식 무보증 이권부 전환사채	60.0	23,500	2,553.2	6.8	2024-05-17	주당 3.2만원 풋옵션
2024-04-30	8	무기명식 무보증 이권부 전환사채	40.0	23,500	1,702.1	4.5	2024-05-17	주당 3.2만원 풋옵션
2024-04-30	10	기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	110.0	23,500	4,680.9	12.5	2024-05-21	주당 3.2만원 풋옵션
2024-04-30	11	기명식 이권부 무보증 사모 전환사채	60.0	23,500	2,553.2	6.8	2024-05-21	주당 3.2만원 풋옵션
합계			360.0		17,696.3	47.1	10,638	

자료: 메리츠증권 리서치센터

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2021	2022	2023	2024E
매출	124.5	175.8	209.9	225.8	189.0	171.1	159.6	243.3	267.2	294.7	314.0	349.9	548.3	736.0	763.0	1,225.8
매출 성장률(% YoY)	2.8	42.0	31.9	56.7	51.8	-2.7	-24.0	7.8	41.4	72.2	96.8	43.8	100.7	34.2	3.7	60.7
ESS 장비	13.8	41.2	63.2	71.6	61.9	42.4	40.5	129.6	109.6	125.0	115.5	168.5	130.5	189.8	274.4	518.6
전기차&배터리	10.1	11.2	9.7	16.7	22.5	27.4	21.4	33.5	38.2	48.3	52.0	57.0	-	47.7	104.8	195.5
반도체 장비	20.4	32.5	41.3	50.2	37.4	40.4	28.9	32.8	34.7	36.4	43.3	49.2	70.9	144.4	139.4	163.6
통신 장비	50.8	61.6	61.6	54.6	42.0	34.2	35.8	26.6	33.6	31.1	36.5	33.2	139.0	228.6	138.5	134.4
생활가전, 기타	3.7	6.4	8.2	17.8	25.3	26.8	33.0	20.7	25.6	27.0	33.4	20.9	207.9	125.5	105.8	106.9
영업이익	2.8	-2.3	17.4	26.5	8.7	-17.4	3.1	54.5	32.1	38.3	31.4	52.5	58.0	44.4	49.0	154.3
영업이익률(%)	2.3	-1.3	8.3	11.7	4.6	-10.2	2.0	21.1	12.0	13.0	10.0	15.0	10.6	6.0	6.4	12.6

주: 2022년부터 생활가전&중공업 부문 별도 분류. 자료: 메리츠증권 리서치센터



주: 2022년부터 생활가전&중공업 부문 별도 분류. 자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대외, 배포 될 수 없습니다.