



지니뮤직 (043610)

첫 100억 원대 영업이익

▶ Analyst 지인해 inhae.jj@hanwha.com 3772-7619

Buy (유지)

목표주가(유지): 4,500원

현재 주가(11/26)	3,885원
상승여력	▲15.8%
시가총액	2,258억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	4,700 / 1,520원
90 일 일평균 거래대금	76.33억원
외국인 지분율	0.9%

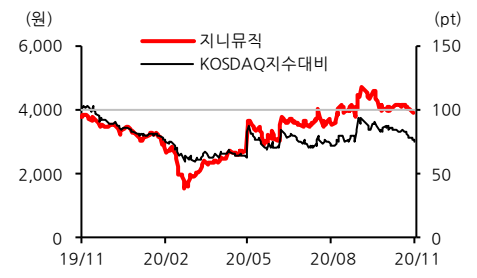
주주 구성	
케이티 (외 1 인)	36.0%
씨제이이엔엠 (외 1 인)	15.4%
LG 유플러스 (외 1 인)	12.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.0	6.3	43.1	5.0
상대수익률(KOSDAQ)	-15.4	2.3	23.1	-29.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	171	230	246	266
영업이익	7	8	12	11
EBITDA	9	13	17	16
지배주주순이익	6	7	10	10
EPS	117	126	164	166
순차입금	-84	-78	-74	-85
PER	41.0	28.0	23.6	23.3
PBR	1.9	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.8	9.8	9.0	8.7
배당수익률	-	-	-	-
ROE	5.0	4.9	6.1	5.8

주가 추이



B2C+B2C 월정액 유료가입자 기반 견조한 매출 성장, CJ 디지털뮤직 합병효과에 따른 국내의 음원유통 수익 고성장, 경쟁완화에 따라 연간 첫 100 억 원대 영업이익을 기대합니다. 변수는 내년 스포티파이 한국 런칭, 하나입니다.

연간 최대 실적 기록 전망

지니뮤직은 창립 이래 최초로 세자릿수 영업이익 돌파를 앞두고 있다. ① CJ디지털뮤직의 합병효과로 CJENM 음원유통관련 수익(드라마 OST, 음악 오디션/서바이벌 프로그램, 산하 레이블 IP, VR앨범 등)이 크게 늘어 4Q17 이전 대형기획사 3사의 음원유통수익 수준까지 도달 [그림1]했다. 그 때와는 달리 해외 음원도 직접 유통하는 권한을 보유하고 있어 현재는 ‘중국’ 음원수익이 크게 기여하고 있다.

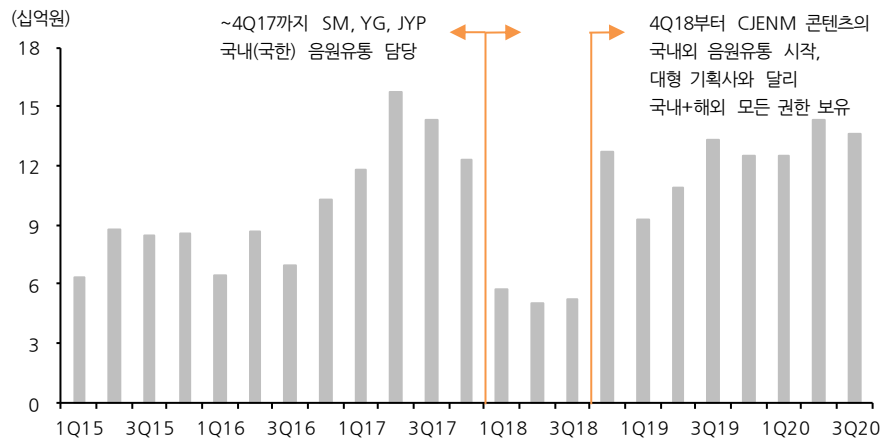
② KT+LG유플러스의 B2B+B2C 월정액 유료가입자 매출도 분기 400 억 중반을 유지하고 있다. 연도별로는 계단식 성장[그림2]이다. ③ 그 가운데, 연초 예상했던 스포티파이의 한국 런칭이 다소 늦어졌고, 국내 음원산업은 이미 콘텐츠 제작참여를 통한 수익계열화, 멜론+카카오 외 3대 통신사 중심으로 재편됐다. 이에 따라 국내 플랫폼간의 경쟁 강도는 다소 완화돼 싼 값을 내세운 프로모션은 축소된 반면, ARPU 상승에 집중하며 영업이익이 첫 세자릿수 돌파를 앞두게 된 것이다.

2021년 변수 한가지

동사는 2018년부터 CJ디지털뮤직, LG유플러스의 시너지 창출에 기반한 규모의 경제로 안정적인 이익 궤도에 진입했다. 향후에도 CJ그룹의 국내외 콘텐츠 경쟁력 및 인지도로 음원유통 수익은 우상향을 기대하고, 유료가입자 기반 매출도 ARPU 정상화도 순행이 예상된다. 장기적으로는 다양한 신규 디바이스로의 확장도 여전히 유효한 스토리다.

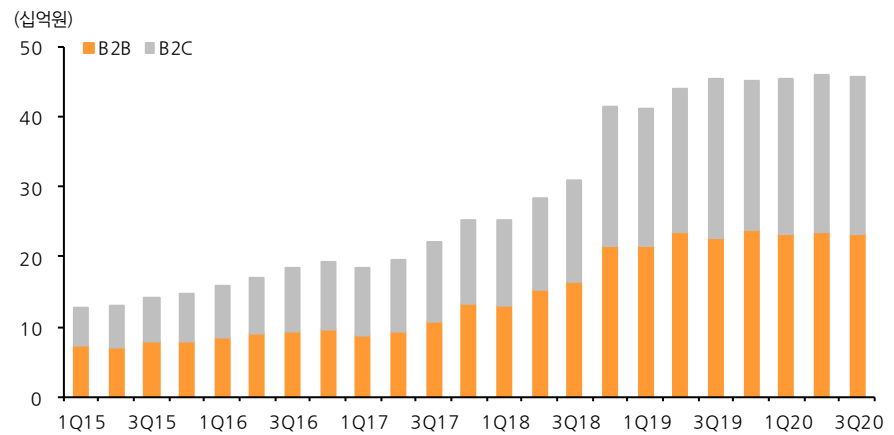
그러나, 내년 변수는 딱 한가지다. 최근 언론보도를 통해 ‘곧’ 한국 상륙을 앞뒀다는 스포티파이의 행보다. 산업변화로 가격경쟁이 불가피할 시, 예상보다 큰 비용 증가가 성장을 저해시킬 수도 있기 때문이다. 동사에 대한 실적 추정 변경은 없다. 해외 음원유통 성장, 합병 시너지, 스포티파이 신규 진입 등 산업 변화가 예상 범위 내에서 이뤄지고 있어 기존 투자 의견을 유지한다.

[그림1] 지니뮤직 음원유통 매출 추이



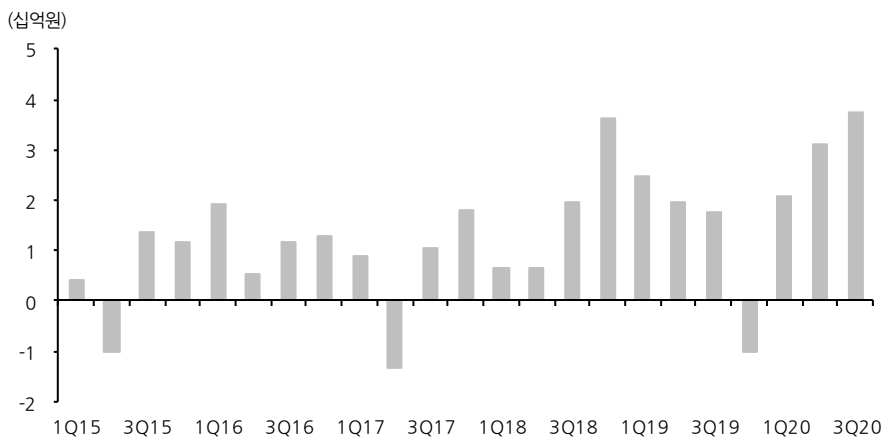
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지니뮤직 B2B+B2C 가입자 기반 매출 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 지니뮤직 분기별 영업이익 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	156	171	230	246	266
매출총이익	38	51	65	52	266
영업이익	2	7	8	12	11
EBITDA	5	9	13	17	16
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	8	9	13	13
당기순이익	-3	6	7	10	10
지배주주순이익	-3	6	7	10	10
증가율(%)					
매출액	39.9	10.0	34.6	6.8	8.0
영업이익	-51.0	186.8	18.0	42.9	-1.6
EBITDA	-29.1	63.4	43.6	30.1	-2.8
순이익	적전	흑전	23.2	30.7	1.2
이익률(%)					
매출총이익률	24.7	29.5	28.4	21.0	100.0
영업이익률	1.5	4.0	3.5	4.7	4.3
EBITDA 이익률	3.5	5.2	5.6	6.8	6.1
세전이익률	-1.5	4.6	4.1	5.2	4.8
순이익률	-2.2	3.5	3.2	3.9	3.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	8	3	3	-1	14
당기순이익	-3	6	7	10	10
자산상각비	3	2	5	5	5
운전자본증감	2	-6	-10	-16	-1
매출채권 감소(증가)	-3	-5	-6	39	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-20	-2
매입채무 증가(감소)	4	-2	-2	-35	2
투자현금흐름	-15	-16	-9	-6	-6
유형자산처분(취득)	-1	-2	-2	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-20	-15	-8	-2	-3
재무현금흐름	27	-2	-1	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의 증가(감소)	27	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	6	10	14	15	15
(-)운전자본증가(감소)	-2	-9	10	16	1
(-)설비투자	1	2	2	2	2
(+)자산매각	-2	-1	-1	0	0
Free Cash Flow	6	15	0	-3	12
(-)기타투자	-7	13	-2	1	1
잉여현금	13	2	3	-4	10
NOPLAT	2	5	6	9	9
(+) Dep	3	2	5	5	5
(-)운전자본투자	-2	-9	10	16	1
(-)Capex	1	2	2	2	2
OpFCF	7	14	-1	-4	10

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	120	136	146	124	137
현금성자산	83	84	86	82	92
매출채권	35	52	59	20	22
재고자산	0	0	0	20	22
비유동자산	19	86	87	85	84
투자자산	16	20	22	23	24
유형자산	1	4	4	4	4
무형자산	2	62	61	58	56
자산총계	139	222	234	209	221
유동부채	48	72	71	37	39
매입채무	36	56	55	20	22
유동성이자부채	0	0	1	1	1
비유동부채	0	4	10	10	10
비유동이자부채	0	0	6	6	6
부채총계	48	76	81	47	49
자본금	25	29	29	29	29
자본잉여금	85	132	132	132	132
이익잉여금	-20	-14	-6	3	13
자본조정	1	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
자본총계	91	145	153	162	172

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-73	117	126	164	166
BPS	1,849	2,502	2,627	2,792	2,958
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	126	189	241	258	256
ROA(%)	-2.7	3.3	3.2	4.3	4.5
ROE(%)	-4.3	5.0	4.9	6.1	5.8
ROIC(%)	-	-	11.0	12.2	11.1
Multiples(x, %)					
PER	-65.2	41.0	28.0	23.6	23.3
PBR	2.6	1.9	1.3	1.4	1.3
PSR	1.4	1.4	0.9	0.9	0.8
PCR	37.5	25.4	14.6	15.1	15.2
EV/EBITDA	27.4	21.8	9.8	9.0	8.7
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	53.3	52.7	53.2	28.8	28.5
Net debt/Equity	-91.4	-57.7	-51.2	-45.8	-49.3
Net debt/EBITDA	-1,515.4	-935.3	-607.9	-443.5	-520.6
유동비율	249.4	188.3	205.6	337.5	353.6
이자보상배율(배)	230.6	647.1	27.3	19.3	16.9
자산구조(%)					
투하자본	-3.7	32.6	37.6	42.7	39.9
현금+투자자산	103.7	67.4	62.4	57.3	60.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	4.6	4.4	4.1
자기자본	100.0	100.0	95.4	95.6	95.9

[Compliance Notice]

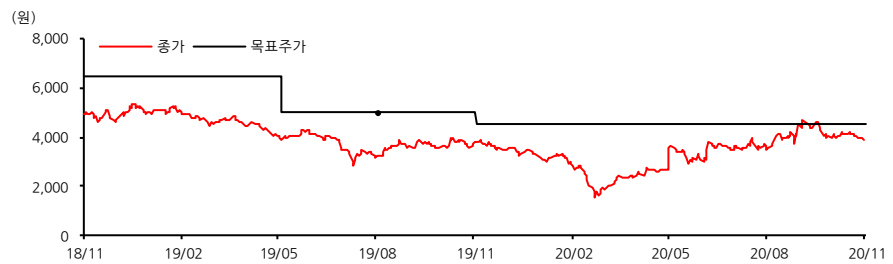
(공표일: 2020년 11월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[지니뮤직 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2017.12.29	2018.05.31	2018.11.30	2019.05.31	2019.11.29	2020.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,500	6,500	6,500	5,000	4,500	4,500
일 시	2020.11.27					
투자의견	Buy					
목표가격	4,500					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.03.31	Buy	6,500	-23.05	6.15
2019.05.31	Buy	5,000	-25.58	-14.50
2019.11.29	Buy	4,500		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%