



지니뮤직 (043610)

경쟁심화와 불확실성 vs. 합병효과와 턴어라운드

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 5,000원

현재 주가(5/30)	3,905원
상승여력	▲ 28.0%
시가총액	2,269억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	6,970 / 3,905원
90 일 일평균 거래대금	9.95억원
외국인 지분율	0.9%

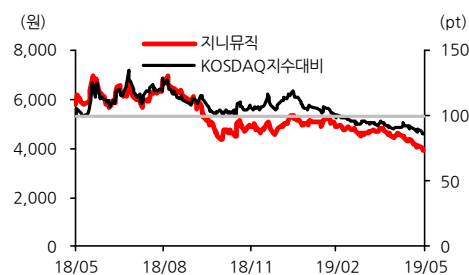
주주 구성	
(주)케이티(외 1인)	36.0%
LG 유플러스	12.7%
하이자산운용(외 2인)	4.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.8	-20.4	-20.4	-32.0
상대수익률(KOSDAQ)	-5.1	-14.7	-19.5	-10.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	156	171	193	210
영업이익	2	7	8	10
EBITDA	5	9	11	13
지배주주순이익	-3	6	7	9
EPS	-81	121	140	152
순차입금	-83	-82	-80	-89
PER	-58.3	39.8	27.9	25.7
PBR	2.6	1.9	1.5	1.4
EV/EBITDA	27.4	22.0	13.2	10.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-4.3	5.0	4.6	5.6

주가 추이



플랫폼간 경쟁이 심화되고 있는 비우호적인 산업 환경 속에서도 지니뮤직은 1) 합병효과와 2) 음원 IP 콘텐츠 유통 매출로 인한 시너지 효과로 차별화된 실적과 퍼포먼스를 이어가고 있습니다.

1Q19 턴어라운드 지속

지니뮤직의 1Q19 매출액은 513억, 영업이익은 25억 원을 기록했다. 각각 전년대비 +62%, +285% 증가한 수치다. 특히 영업이익은 유료가입자 순증(B2C 기준 1Q18 80만 명→ 1Q19 112만 명)과 월정액 할인율 축소에 따른 ARPU 상승으로 큰 폭의 턴어라운드를 이어갔다.

지니뮤직 확장성은 여전히 유효

지난 자료에서도 비슷한 의견이지만 국내 전체 음원 유료가입자의 잠재 수요는 크지 않다. 이미 포화된 상황에서 음원 플랫폼간 무리한 가격 경쟁이 이어지고 있어 오히려 플랫폼사의 실적 훼손도 배제할 수 없는 상황이며 글로벌 최대 음원플랫폼사인 '스포티파이'가 본격적인 한국 진출까지 발표한 상황이다. 경쟁은 더욱 심화될 것이라는 뜻이다.

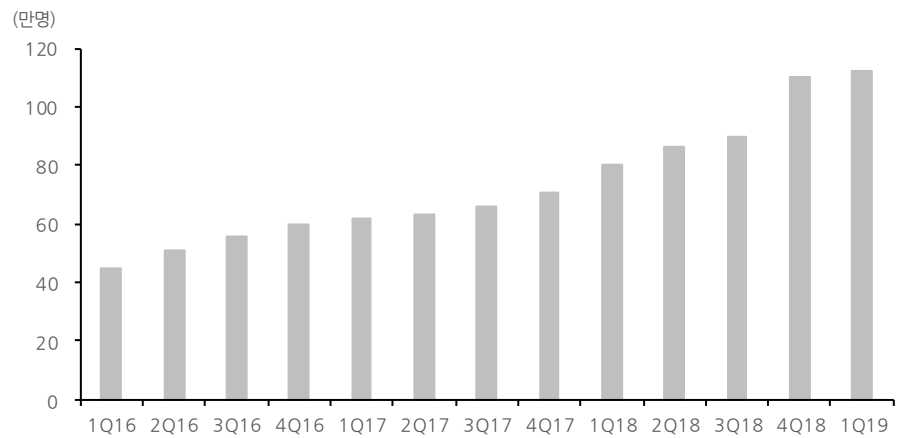
그럼에도 불구하고 지니뮤직의 확장성은 여전히 현재진행형이다. B2C 유료가입자는 당초 2018년 말 기준으로 100만 명을 예상했는데, 110만 명을 달성했고, 1Q19 말 기준 112만 명 수준까지 빠르게 올라왔다.

출혈 경쟁 속에서도 지니뮤직이 돋보이는 퍼포먼스를 시현하고 있는 이유는 두 가지로 요약된다. 1) 기존 CJENM이 영위해 온 엠넷닷컴의 합병 효과가 반영되고 있고, 2) 단순한 가입자 통합이 아니라 CJ디지털뮤직이 보유하던 각종 음원 IP 콘텐츠 유통 매출로 인한 시너지가 맞물리고 있기 때문이다.

목표주가 5,000원으로 하향

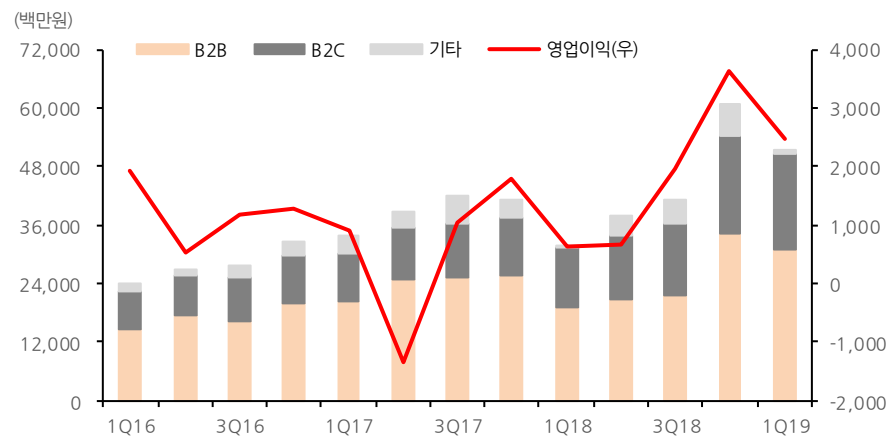
지니뮤직은 국내 2등 음원플랫폼으로 확고한 입지를 강화시키고 있다. 차별화된 실적과 퍼포먼스가 예상되나, 경쟁심화를 중심으로 한 비우호적인 시장 환경을 반영해 목표주가는 5,000원으로 하향한다. 목표주가는 2020년 EPS에 PER 30배(기존 1등 음원플랫폼인 '멜론'을 보유한 로엔의 밸류에이션 상단)를 반영해 산출했다.

[그림1] B2C 유료가입자와 ARPU 추이: 순증 지속, 엠넷닷컴 흡수



자료: 지니뮤직, 한화투자증권

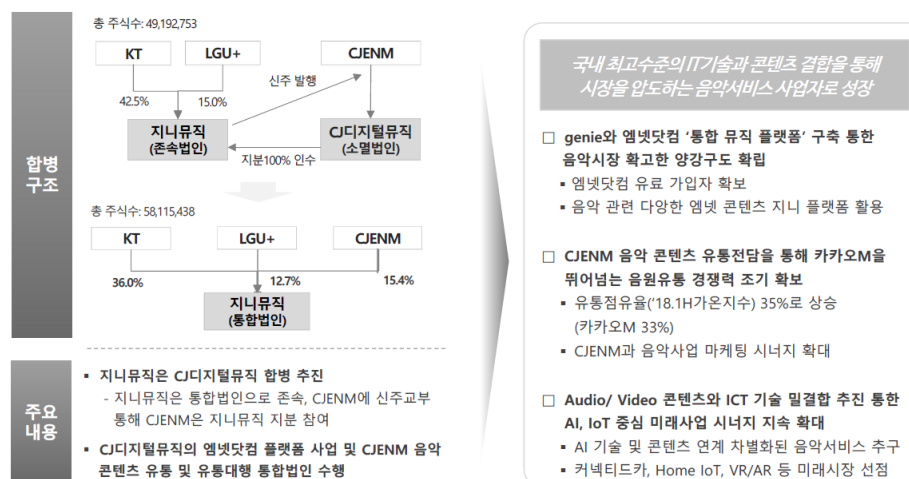
[그림2] 지니뮤직 분기별 실적 추이: 턴어라운드 지속



자료: 지니뮤직, 한화투자증권

[그림3] 지니뮤직과 CJ 디지털뮤직 합병

CJ 디지털뮤직 합병



자료: 지니뮤직, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	111	156	171	193	210
매출총이익	35	38	51	56	63
영업이익	5	2	7	8	10
EBITDA	8	5	9	11	13
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	-2	8	9	12
당기순이익	8	-3	6	7	9
지배주주순이익	8	-3	6	7	9
증가율(%)					
매출액	24.8	39.9	10.0	12.8	8.6
영업이익	153.1	-51.0	186.8	13.1	32.0
EBITDA	65.8	-29.1	63.4	24.2	20.9
순이익	143.5	적전	흑전	16.0	28.0
이익률(%)					
매출총이익률	31.8	24.7	29.5	29.1	30.0
영업이익률	4.4	1.5	4.0	4.0	4.9
EBITDA 이익률	7.0	3.5	5.2	5.8	6.4
세전이익률	5.3	-1.5	4.6	4.7	5.5
순이익률	7.4	-2.2	3.5	3.6	4.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	13	8	3	9	13
당기순이익	8	-3	6	7	9
자산상각비	3	3	2	3	3
운전자본증감	4	2	-6	-1	1
매출채권 감소(증가)	-7	-3	-5	9	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	10	4	-2	-10	6
투자현금흐름	-11	-15	-18	5	-6
유형자산처분(취득)	0	-1	-2	-2	-3
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	-20	-15	9	-2
재무현금흐름	0	27	-2	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	27	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	9	6	10	11	12
(-)운전자본증가(감소)	-5	-2	-9	2	-1
(-)설비투자	0	1	2	2	3
(+)자산매각	-1	-2	-1	0	0
Free Cash Flow	13	6	15	6	10
(-)기타투자	6	-7	15	0	1
잉여현금	7	13	0	6	9
NOPLAT	4	2	5	6	8
(+) Dep	3	3	2	3	3
(-)운전자본투자	-5	-2	-9	2	-1
(-)Capex	0	1	2	2	3
OpFCF	11	7	14	5	9

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	91	120	135	133	148
현금성자산	58	83	82	88	97
매출채권	31	35	52	43	48
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	19	19	87	94	95
투자자산	9	16	21	28	30
유형자산	1	1	4	4	5
무형자산	8	2	62	61	61
자산총계	110	139	222	227	243
유동부채	41	48	72	63	70
매입채무	31	36	56	47	53
유동성이자부채	0	0	0	1	1
비유동부채	1	0	4	11	11
비유동이자부채	0	0	0	7	7
부채총계	42	49	77	74	81
자본금	21	25	29	29	29
자본잉여금	62	85	132	132	132
이익잉여금	-16	-20	-14	-7	2
자본조정	1	1	-2	-2	-2
자기주식	0	0	-2	-2	-2
자본총계	68	91	145	152	161

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	197	-81	121	140	152
BPS	1,629	1,849	2,502	2,621	2,773
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	213	141	195	220	209
ROA(%)	8.2	-2.7	3.3	3.1	3.8
ROE(%)	12.9	-4.3	5.0	4.6	5.6
ROIC(%)	58.5	n/a	n/a	10.7	13.0
Multiples(x, %)					
PER	18.3	-58.3	39.8	27.9	25.7
PBR	2.2	2.6	1.9	1.5	1.4
PSR	1.4	1.3	1.4	1.0	1.1
PCR	16.9	33.6	24.7	17.8	18.7
EV/EBITDA	11.9	27.4	22.0	13.2	10.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	61.6	53.3	52.7	48.8	50.6
Net debt/Equity	-85.8	-91.4	-56.6	-52.7	-55.3
Net debt/EBITDA	-754.8	-1,515.4	-917.9	-721.1	-661.8
유동비율	220.4	249.4	186.2	210.1	210.1
이자보상배율(배)	496.1	230.6	647.1	20.1	25.7
자산구조(%)					
투하자본	5.5	-3.7	32.6	34.0	32.0
현금+투자자산	94.5	103.7	67.4	66.0	68.0
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	5.0	4.7
자기자본	100.0	100.0	100.0	95.0	95.3

[Compliance Notice]

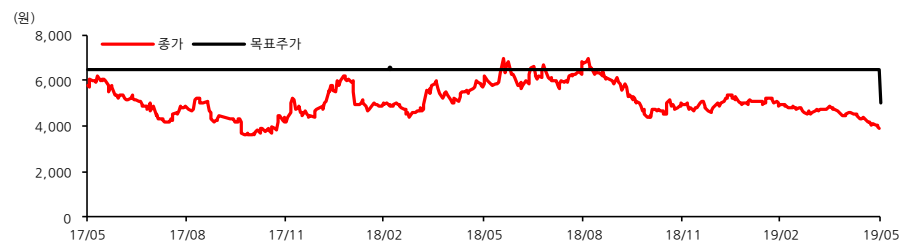
(공표일: 2019년 5월 31일)

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	2017.05.31	2017.06.05	2017.12.29	2018.05.31	2018.11.30	2019.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500	5,000

[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		

[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: 2019년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%