



지니뮤직 (043610)

합병효과와 차별적 성장 vs. 경쟁심화와 비용 부담

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 4,500원

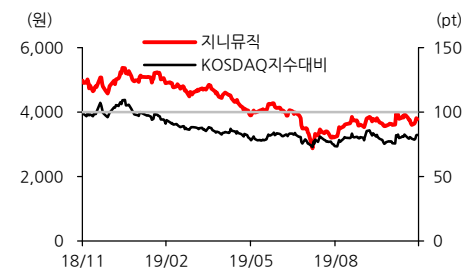
현재 주가(11/29)	3,845원
상승여력	▲ 17.0%
시가총액	2,235억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	5,370 / 2,875원
90 일 일평균 거래대금	4.54억원
외국인 지분율	1.3%
주주 구성	
케이티 (외 1 인)	36.0%
씨제이이엔엠 (외 1 인)	15.4%
LG 유플러스 (외 1 인)	12.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.6	19.8	-2.8	-22.8
상대수익률(KOSDAQ)	9.5	14.2	5.7	-13.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	156	171	230	246
영업이익	2	7	8	10
EBITDA	5	9	12	13
지배주주순이익	-3	6	7	8
EPS	-81	121	132	146
순차입금	-83	-82	-81	-87
PER	-58.3	39.8	29.0	26.3
PBR	2.6	1.9	1.5	1.4
EV/EBITDA	27.4	22.0	12.0	10.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.3	5.0	4.4	5.4

주가 추이



지니뮤직은 1) 합병효과와 2) 음원 IP 콘텐츠 유통 매출로 인한 시너지 효과로 가장 차별화된 실적과 퍼포먼스를 이어가고 있으나, 3) 제한된 수요 내 격화되고 있는 경쟁구도, 이에 따른 비용 증가와 4) 신규 글로벌 사업자의 한국 시장 진입은 여전히 부담 요인입니다.

3Q19 시장경쟁 격화에 따른 비용증가 부담

지니뮤직의 3Q19 매출액은 618억, 영업이익은 18억 원을 기록했다. 각각 전년대비 +50%, -10% 변동한 수치다. 3Q19 음악서비스(B2B+B2C) 매출액은 455억 원을 기록해 +47% 성장했고, 음악 유통 매출액은 133억 원을 기록, +158% 성장했다. 하지만 전년대비 +53% 증가한 영업비용(600억 원)의 영향으로 인해 외형 성장에도 불구하고 수익성은 오히려 저하되는 모습을 보였다.

지니뮤직 확장성은 유효하지만...

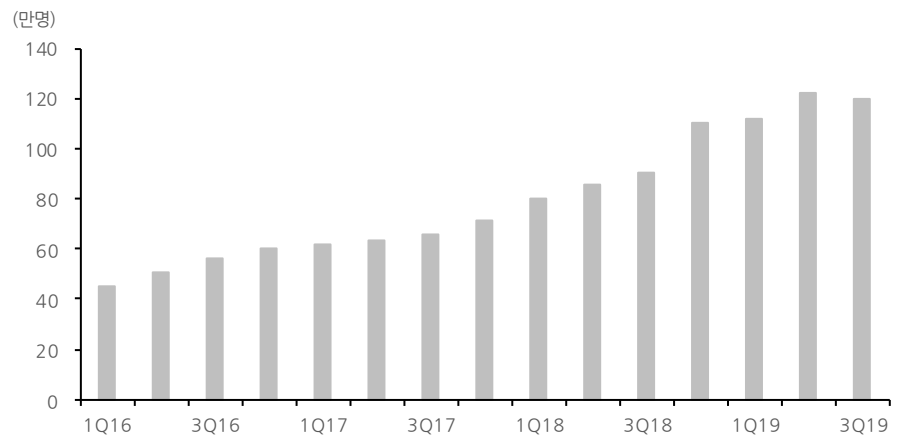
2019년 지니뮤직은 1) 엠넷닷컴의 합병 효과가 반영(기존 엠넷닷컴 가입자의 90% 이상이 지니로 전환)되고, 2) CJ디지털뮤직이 보유하던 각종 음원 IP 콘텐츠 유통 매출로 인한 시너지가 맞물리면서 턴어라운드 를 이어갔다. 3분기까지 누적 매출은 1,695억 원, 영업이익은 62억 원 으로 전년동기대비 각각 +53%, +89% 성장한 수치다.

다만 국내의 플랫폼 간의 경쟁 심화로 하반기 비용 증가는 불가피할 전망이다. 현재 기존 음원 플랫폼은 SKT <플로>의 공격적 프로모션의 영향을 받고 있다. <멜론> 유료 가입자수는 1Q19 513만 명에서 2Q19 508만 명으로 감소한 것으로 파악된다. 지니뮤직 역시 3Q19 B2C 유료 가입자는 120만 명을 기록해 2Q19 122만 명 대비 감소했다. 이에 대응하여 4Q19 엠넷닷컴(B2C) 가입자 20만명에 대한 고객이전 유도작업을 본격화할 계획인데, 이에 따른 일회성 비용이 불가피하다.

투자의견 Buy, 목표주가 4,500원 제시

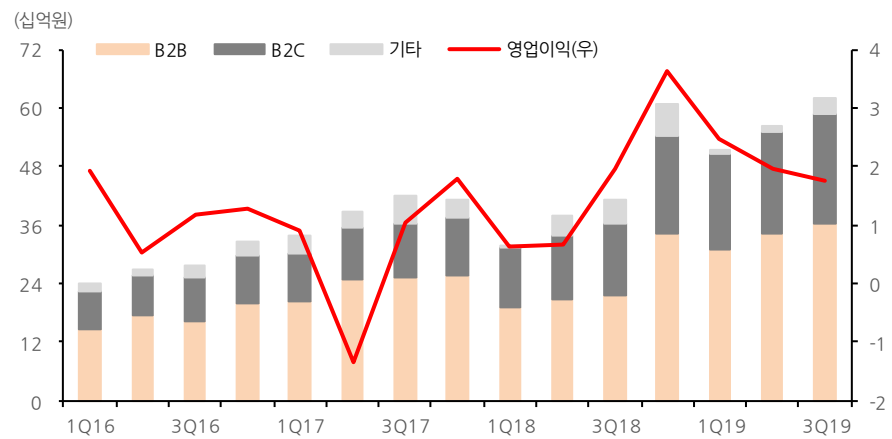
지니뮤직은 국내 2등 음원플랫폼이다. 2위 사업자의 위치는 공고히 하겠지만, 제한적인 수요 대비 경쟁이 격화되고 있는 점은 여전히 큰 부담요인으로 존재한다. 이를 반영해 실적 추정을 기존대비 하향, 목표주가는 4,500원으로 소폭 낮춰(2020E EPS*PER 30배) 제시한다.

[그림1] B2C 유료가입자 추이



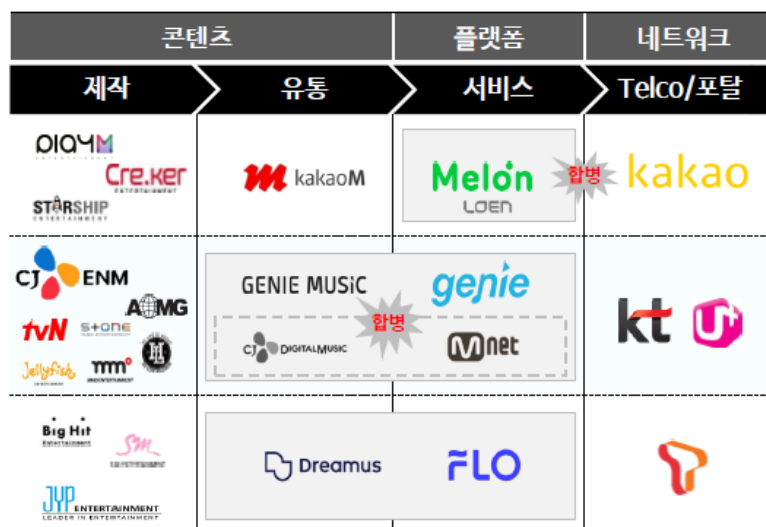
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지니뮤직 분기별 실적 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내음원시장은 제휴 연합을 통해 재편 중



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	111	156	171	230	246
매출총이익	35	38	51	64	70
영업이익	5	2	7	8	10
EBITDA	8	5	9	12	13
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	-2	8	9	11
당기순이익	8	-3	6	7	8
지배주주순이익	8	-3	6	7	8
증가율(%)					
매출액	24.8	39.9	10.0	34.4	7.1
영업이익	153.1	-51.0	186.8	11.0	32.1
EBITDA	65.8	-29.1	63.4	32.4	11.7
순이익	143.5	적전	흑전	9.7	30.3
이익률(%)					
매출총이익률	31.8	24.7	29.5	27.9	28.5
영업이익률	4.4	1.5	4.0	3.3	4.1
EBITDA 이익률	7.0	3.5	5.2	5.2	5.4
세전이익률	5.3	-1.5	4.6	3.8	4.6
순이익률	7.4	-2.2	3.5	2.8	3.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

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

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	91	120	135	152	164
현금성자산	58	83	82	88	95
매출채권	31	35	52	62	68
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	19	19	87	88	90
투자자산	9	16	21	23	24
유형자산	1	1	4	4	5
무형자산	8	2	62	61	61
자산총계	110	139	222	240	254
유동부채	41	48	72	77	83
매입채무	31	36	56	59	64
유동성이자부채	0	0	0	1	1
비유동부채	1	0	4	10	10
비유동이자부채	0	0	0	7	7
부채총계	42	49	77	88	93
자본금	21	25	29	29	29
자본잉여금	62	85	132	132	132
이익잉여금	-16	-20	-14	-7	1
자본조정	1	1	-2	-2	-2
자기주식	0	0	-2	-2	-2
자본총계	68	91	145	152	160

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	197	-81	121	132	146
BPS	1,629	1,849	2,502	2,614	2,760
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	213	141	195	252	203
ROA(%)	8.2	-2.7	3.3	2.8	3.4
ROE(%)	12.9	-4.3	5.0	4.4	5.4
ROIC(%)	58.5	n/a	n/a	10.1	12.2
Multiples(x, %)					
PER	18.3	-58.3	39.8	29.0	26.3
PBR	2.2	2.6	1.9	1.5	1.4
PSR	1.4	1.3	1.4	0.8	0.9
PCR	16.9	33.6	24.7	15.3	19.0
EV/EBITDA	11.9	27.4	22.0	12.0	10.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	61.6	53.3	52.7	57.7	58.3
Net debt/Equity	-85.8	-91.4	-56.6	-53.0	-54.4
Net debt/EBITDA	-754.8	-1,515.4	-917.9	-678.8	-658.7
유동비율	220.4	249.4	186.2	195.9	197.0
이자보상배율(배)	496.1	230.6	647.1	19.7	20.2
자산구조(%)					
투하자본	5.5	-3.7	32.6	35.6	34.6
현금+투자자산	94.5	103.7	67.4	64.4	65.4
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	4.8	4.5
자기자본	100.0	100.0	100.0	95.2	95.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2019년 11월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 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 책임소재에 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	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	6,500	6,500	6,500	5,000	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 추정치에 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	88.6%	11.4%	0.0%	100.0%