



# 지니뮤직 (043610)

‘중국’ 추가수익 창출 + 합병효과 vs. 경쟁심화와 비용 부담

▶ Analyst 지인혜 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 박준기 jungi.park@hanwha.com

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 4,500원

현재 주가(5/29)	3,650원
상승여력	▲ 23.3%
시가총액	2,121억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	4,275 / 1,520원
90 일 일평균 거래대금	28.9억원
외국인 지분율	0.7%
주주 구성	
케이티 (외 1 인)	36.0%
씨제이이엔엠 (외 1 인)	15.4%
LG 유플러스 (외 1 인)	12.7%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	46.6	35.7	-5.1	-7.7
상대수익률(KOSDAQ)	36.0	18.8	-17.8	-10.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	171	230	251	276
영업이익	7	8	10	11
EBITDA	9	13	15	16
지배주주순이익	6	7	8	9
EPS	117	126	143	156
순차입금	-84	-78	-94	-106
PER	41.0	28.0	25.5	23.4
PBR	1.9	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.8	9.8	7.8	6.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.0	4.9	5.3	5.5

주가 추이



지니뮤직은 CJ 디지털뮤직의 합병효과가 차근차근 숫자로 확인 중이고, 텐센트뮤직과의 음원공급계약 발표를 통해 새로운 수익처를 추가했습니다. 기존 투자 의견을 유지합니다.

차근차근 합병효과 확인 중

지니뮤직의 1Q20 매출액은 전년대비 +18% 증가한 605억 원을 기록했다. 전사 모두 고르게 성장했는데, 그 중 눈여겨 볼만한 특이사항은 B2B 음원유통이다. 전년대비 +35%나 성장했다. 지난해 CJENM의 CJ디지털뮤직을 합병한 데 따른 성장이 확인되고 있는 것이다. 아쉽게도 원가와 마케팅비 증가로 영업이익은 소폭 감소했지만, 20억 원 이상 흑자를 이어갔다.

‘중국’ 추가 수익 창출 기대

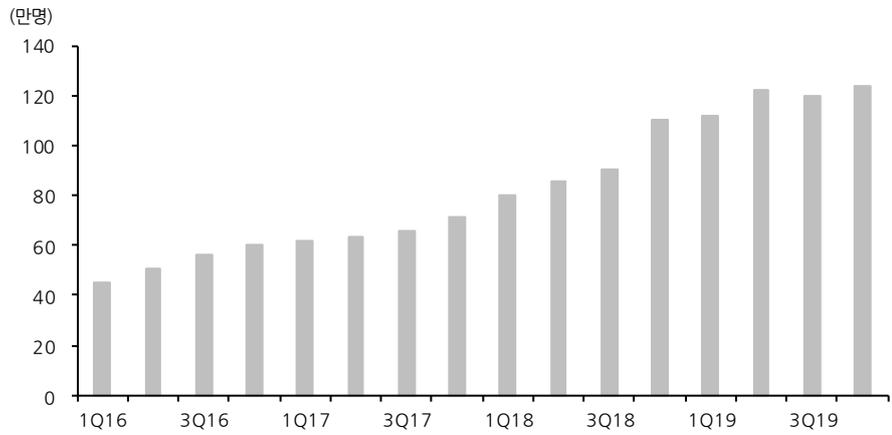
상기 언급한 B2B 음원유통실적은 더욱 높은 성장을 이어갈 전망이다. 기존에는 국내와 + 대형 해외음원플랫폼인 애플뮤직, 구글뮤직, 스포티파이 등에만 공급하고 있었다면, 지난 5/27 중국 텐센트뮤직과의 음원유통계약을 체결했기 때문이다. 분기 MG(미니멤버런티) + 일정 트랙픽이 넘어가면 RS로 받는다고 해도 추가 이익은 상당히 높을 수 있다.

대형 엔터주의 경우 해외 팬덤이 크고, 보유 음원 IP가 많기 때문에 플랫폼과 직접 유통계약을 맺고 있다. 1위 사업자인 에스엠의 실적을 살펴보면, 꾸준한 음원가격인상과 가입자 증가가 맞물려 모든 플랫폼에서 고른 성장이 나오고 있음을 알 수 있다. 특히 2018년부터 해외기타 부문에서 가장 큰 수익을 벌어드리는데, 이 실적의 대부분이 바로 텐센트 뮤직으로부터 인식하는 중국 음원유통수익이다. 그만큼 성장성이 높다는 의미다. 텐센트뮤직과의 음원 공급 계약은 1위 사업자인 ‘멜론’이 걸고 있는 길이기도 하다.

투자의견 BUY, 목표주가 4,500원 유지

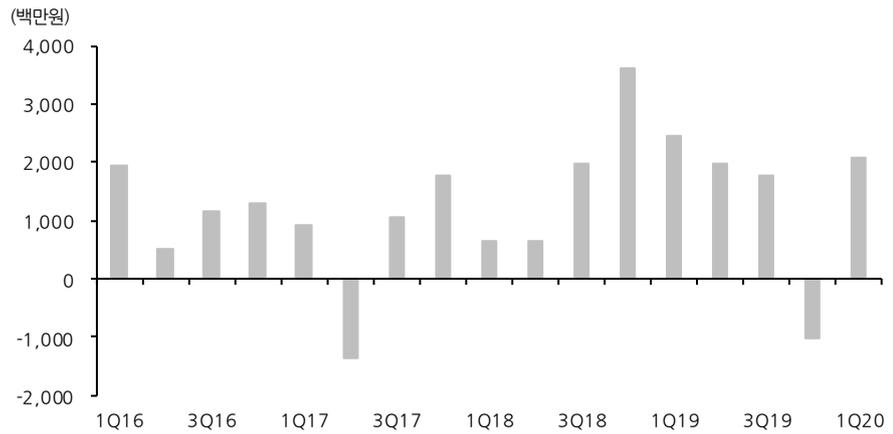
지난해 지니뮤직 보고서를 작성했을 때만 해도, ‘합병효과’라는 긍정적 요인, ‘경쟁심화’라는 부정적 효과가 각각 한 개씩으로 매우 팽팽히 부딪혔다면, 이제는 긍정적 효과가 한가지 더 추가됐다. 지니뮤직에 대한 기존 투자의견(투자의견 BUY, 목표주가 4,500원)을 유지한다.

[그림1] B2C 유료가입자 추이



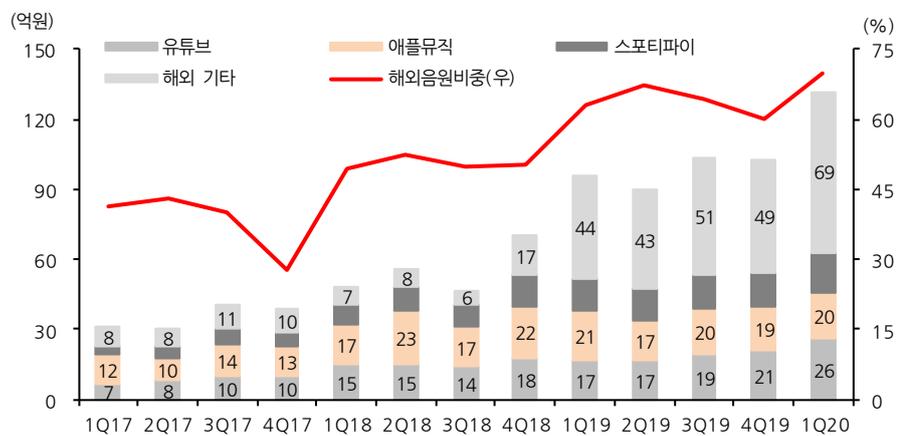
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지니뮤직 분기별 영업이익 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에스엠 플랫폼별 해외음원실적 추이



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	156	171	230	251	276
매출총이익	38	51	65	65	71
영업이익	2	7	8	10	11
EBITDA	5	9	13	15	16
순이자손익	1	1	1	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-2	8	9	11	12
당기순이익	-3	6	7	8	9
지배주주순이익	-3	6	7	8	9
<b>증가율(%)</b>					
매출액	39.9	10.0	34.6	8.7	10.0
영업이익	-51.0	186.8	18.0	22.7	10.6
EBITDA	-29.1	63.4	43.6	17.4	5.3
순이익	적전	흑전	23.2	13.7	9.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	24.7	29.5	28.4	25.9	25.9
영업이익률	1.5	4.0	3.5	4.0	4.0
EBITDA 이익률	3.5	5.2	5.6	6.0	5.8
세전이익률	-1.5	4.6	4.1	4.4	4.4
순이익률	-2.2	3.5	3.2	3.3	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	8	3	3	19	15
당기순이익	-3	6	7	8	9
자산상각비	3	2	5	5	5
운전자본증감	2	-6	-10	6	1
매출채권 감소(증가)	-3	-5	-6	-2	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	4	-2	-2	7	4
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	-1
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	-1
자본의 증가(감소)	27	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	6	10	14	14	14
(-)운전자본증가(감소)	-2	-9	10	-6	-1
(-)설비투자	1	2	2	2	2
(+)자산매각	-2	-1	-1	0	0
Free Cash Flow	6	15	0	17	12
(-)기타투자	-7	13	-2	1	1
잉여현금	13	2	3	16	11
NOPLAT	2	5	6	8	8
(+) Dep	3	2	5	5	5
(-)운전자본투자	-2	-9	10	-6	-1
(-)Capex	1	2	2	2	2
OpFCF	7	14	-1	16	11

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	120	136	146	164	179
현금성자산	83	84	86	102	113
매출채권	35	52	59	61	65
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	19	86	87	85	84
투자자산	16	20	22	23	24
유형자산	1	4	4	4	4
무형자산	2	62	61	58	56
<b>자산총계</b>	<b>139</b>	<b>222</b>	<b>234</b>	<b>250</b>	<b>263</b>
유동부채	48	72	71	79	84
매입채무	36	56	55	62	66
유동성이자부채	0	0	1	2	2
비유동부채	0	4	10	10	9
비유동이자부채	0	0	6	6	5
<b>부채총계</b>	<b>48</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>93</b>
자본금	25	29	29	29	29
자본잉여금	85	132	132	132	132
이익잉여금	-20	-14	-6	2	11
자본조정	1	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>91</b>	<b>145</b>	<b>153</b>	<b>161</b>	<b>170</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-73	117	126	143	156
BPS	1,849	2,502	2,627	2,770	2,926
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	126	189	241	234	242
ROA(%)	-2.7	3.3	3.2	3.4	3.5
ROE(%)	-4.3	5.0	4.9	5.3	5.5
ROIC(%)	-	-	11.0	12.3	15.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-65.2	41.0	28.0	25.5	23.4
PBR	2.6	1.9	1.3	1.3	1.2
PSR	1.4	1.4	0.9	0.8	0.8
PCR	37.5	25.4	14.6	15.6	15.1
EV/EBITDA	27.4	21.8	9.8	7.8	6.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	53.3	52.7	53.2	55.1	54.7
Net debt/Equity	-91.4	-57.7	-51.2	-58.7	-62.2
Net debt/EBITDA	-1,515.4	-935.3	-607.9	-625.0	-665.3
유동비율	249.4	188.3	205.6	207.7	212.7
이자보상배율(배)	230.6	647.1	27.3	12.5	12.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	-3.7	32.6	37.6	31.2	28.3
현금+투자자산	103.7	67.4	62.4	68.8	71.7
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	0.0	0.0	4.6	4.4	3.9
자기자본	100.0	100.0	95.4	95.6	96.1

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 05월 29일)

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	2018.05.31	2018.11.30	2019.05.31	2019.11.29	2020.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	6,500	6,500	5,000	4,500	4,500

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%