



지니뮤직 (043610)

중간점검

▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 7,700원

현재 주가(5/28)	6,740원
상승여력	▲14%
시가총액	3,917억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	7,730 / 2,895원
90 일 일평균 거래대금	407.91억원
외국인 지분율	0.9%

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

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.0	36.4	71.7	84.7
상대수익률(KOSDAQ)	10.1	29.5	61.3	46.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	230	247	259	275
영업이익	8	11	13	15
EBITDA	13	16	18	21
지배주주순이익	7	9	10	12
EPS	126	163	171	215
순차입금	-78	-76	-88	-97
PER	28.0	23.3	39.3	31.4
PBR	1.3	1.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	9.8	9.0	16.6	14.2
배당수익률	-	-	-	-
ROE	4.9	6.0	6.0	7.0

주가 추이



동사 주가에 영향을 미치는 두 가지 변수에 대한 중간점검을 해봤습니다. 실적 상향조정, KT 그룹의 조직개편 수혜로 목표주가를 상향합니다.

Positive: 높은 해외 음원유통 성장

동사의 긍정적 포인트 중 하나는 해외 음원유통의 구조적 성장이다. CJ 그룹에서 음원 서비스, 유통, 기획 등을 담당하는 지니뮤직은 CJ 계열사가 제작하는 콘텐츠에 삽입되는 모든 음악의 국내외 음원유통판권을 보유하고 있다. 가장 큰 예로 CJ 드라마 및 영화 OST, <쇼미더머니> 같은 음악 프로그램의 음원 판권을 유통 중이다.

여기서 핵심은 ① 한류 콘텐츠가 다양한 OTT 플랫폼을 통해 세계화가 이뤄지고, ② K-POP의 팬덤 저변이 늘어나면서 해외 음원유통 매출액은 2017년 21억 → 2018년 70억 → 2018년 121억 → 2020년 192억 원으로 눈에 띄게 커지고 있다는 점[그림 1,4]이다.

Negative: 경쟁 심화

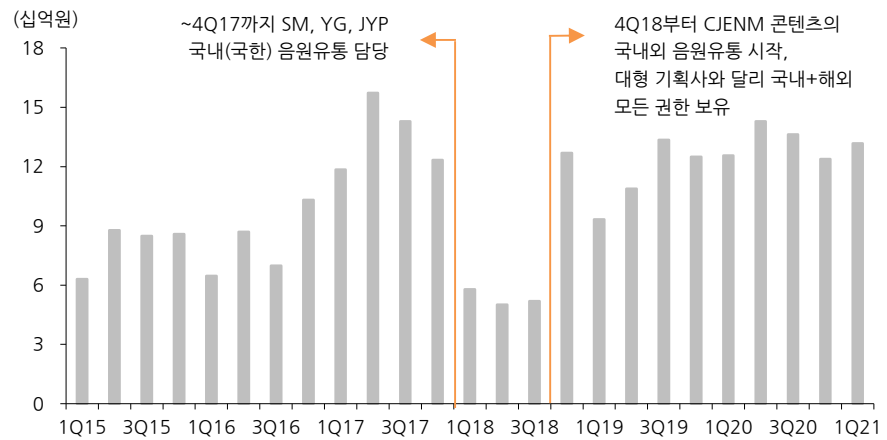
여전히 지켜봐야 할 포인트는 경쟁 현황이다. 특히 글로벌 1위 음원플랫폼 스포티파이의 지난 2월 한국에 런칭한 후 3개월간 마케팅을 실시 중이다. 아직은 지표상 위협은 없지만...

동사는 음원상품 할인을 축소, 비용 절감으로 2020~1Q21 큰 폭의 영업이익 성장을 시현했다. 분기 평균 영업이익은 2019년 13억 → 2020년 29억 → 1Q21 42억 원까지 최대실적을 경신했으나... 신규 가입자를 기반으로 한 제한적 매출 성장은 아쉬운 모습[그림2,4]이다. 따라서 경쟁사의 마케팅이 종료되는 5~6월부터는 동사도 비용 축소로 견인한 마진 개선보다는 트래픽 확대로 전략을 변경할 예정이다. 비용 증가로 2Q21 이후 분기 영업이익은 약 25~30억 원으로 다소 낮게 추정했다.

조직개편 지속

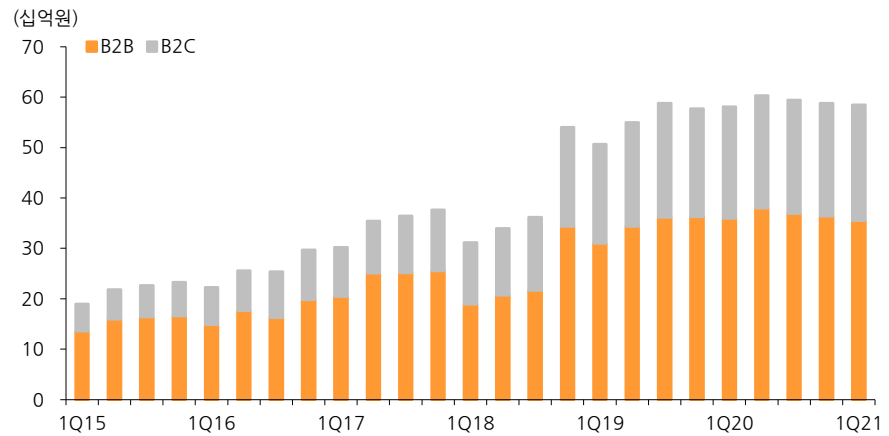
동사의 실적과 주가에 영향을 미치는 변수 두가지는 여전히 현재진행형이자, 계속 지켜봐야할 포인트다. 그러나 현재 주가는 KT 그룹 조직개편(KT성장엔진: 미디어콘텐츠)에 대한 기대감이 더욱 큰 듯 보인다. 매수여건 유지, 목표주가는 2022년 순이익에 PER 35.7배(글로벌 음원플랫폼 대비 30% 할인)를 적용해 7,700원으로 상향 제시한다.

[그림1] 지니뮤직 음원유통 매출 추이



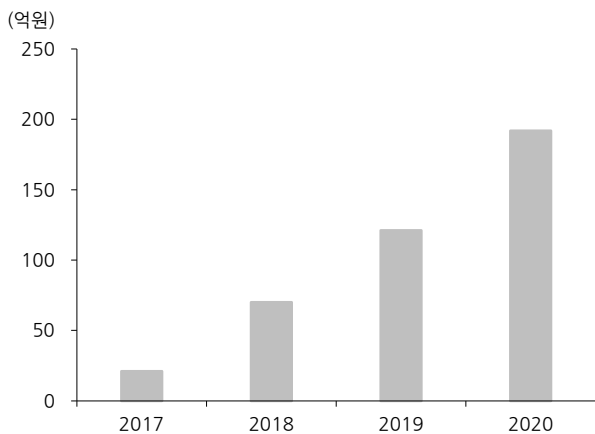
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지니뮤직 B2B+B2C 가입자 기반 매출 추이



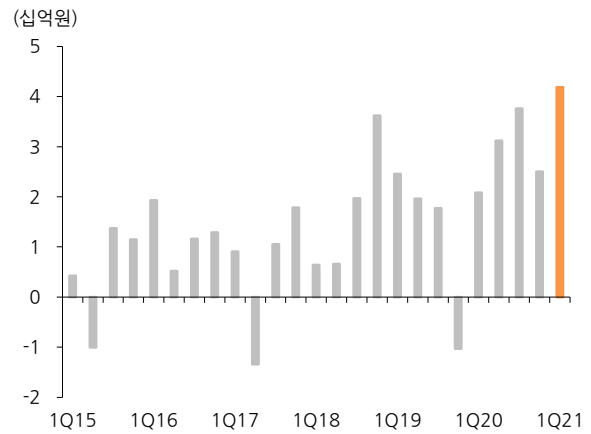
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 지니뮤직 해외 음원유통 매출 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 지니뮤직 분기별 영업이익 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	171	230	247	259	275
매출총이익	51	52	52	60	66
영업이익	7	8	11	13	15
EBITDA	9	13	16	18	21
순이자손익	1	1	0	1	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	-1	0
세전계속사업손익	8	9	12	13	17
당기순이익	6	7	9	10	12
지배주주순이익	6	7	9	10	12
증가율(%)					
매출액	10.0	34.6	7.2	5.0	6.0
영업이익	186.8	18.0	41.1	13.1	16.6
EBITDA	63.4	43.6	24.8	13.7	13.6
순이익	흑전	23.2	29.5	5.2	25.2
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	22.6	21.2	23.0	24.0
영업이익률	4.0	3.5	4.6	5.0	5.5
EBITDA 이익률	5.2	5.6	6.5	7.0	7.5
세전이익률	4.6	4.1	4.9	5.1	6.0
순이익률	3.5	3.2	3.8	3.8	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	3	3	1	19	14
당기순이익	6	7	9	10	12
자산상각비	2	5	5	5	6
운전자본증감	-6	-10	-14	3	-4
매출채권 감소(증가)	-5	-6	-23	32	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-22	-1
매입채무 증가(감소)	-2	-2	7	-8	2
투자현금흐름	-16	-9	-3	-9	-8
유형자산처분(취득)	-2	-2	-1	-4	-4
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-15	-8	1	-2	-3
재무현금흐름	-2	-1	-1	0	0
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	10	14	16	16	18
(-)운전자본증감(감소)	-9	10	15	-3	4
(-)설비투자	2	2	1	4	4
(+)자산매각	-1	-1	0	-1	-1
Free Cash Flow	15	0	1	14	10
(-)기타투자	13	-2	3	1	1
잉여현금	2	3	-2	12	9
NOPLAT	5	6	9	10	11
(+) Dep	2	5	5	5	6
(-)운전자본투자	-9	10	15	-3	4
(-)Capex	2	2	1	4	4
OpFCF	14	-1	-2	14	9

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	136	146	168	171	186
현금성자산	84	86	83	95	104
매출채권	52	59	82	51	56
재고자산	0	0	0	22	23
비유동자산	86	85	82	83	83
투자자산	20	30	22	23	24
유형자산	4	4	4	5	6
무형자산	62	61	56	54	53
자산총계	222	232	251	253	269
유동부채	72	71	82	75	78
매입채무	56	55	59	51	53
유동성이자부채	0	1	1	1	1
비유동부채	4	8	7	7	7
비유동이자부채	0	6	6	6	6
부채총계	77	79	88	81	84
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	-14	-6	3	13	25
자본조정	-2	-2	-1	-1	-1
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	145	153	162	172	184

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	117	126	163	171	215
BPS	2,502	2,627	2,788	2,960	3,174
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	189	241	284	272	314
ROA(%)	3.3	3.2	3.9	4.0	4.8
ROE(%)	5.0	4.9	6.0	6.0	7.0
ROIC(%)	-	11.0	12.9	13.5	15.7
Multiples(x, %)					
PER	41.0	28.0	23.3	39.3	31.4
PBR	1.9	1.3	1.4	2.3	2.1
PSR	1.4	0.9	0.9	1.5	1.4
PCR	25.4	14.6	13.4	24.8	21.4
EV/EBITDA	21.8	9.8	9.0	16.6	14.2
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	52.7	51.6	54.6	47.4	45.8
Net debt/Equity	-57.7	-51.2	-46.8	-51.4	-52.5
Net debt/EBITDA	-935.3	-607.9	-472.3	-483.7	-467.1
유동비율	188.3	205.6	206.1	229.1	240.2
이자보상배율(배)	647.1	27.3	45.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	32.6	36.1	41.5	37.6	36.9
현금+투자자산	67.4	63.9	58.5	62.4	63.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	4.6	4.0	3.7	3.5
자기자본	100.0	95.4	96.0	96.3	96.5

[Compliance Notice]

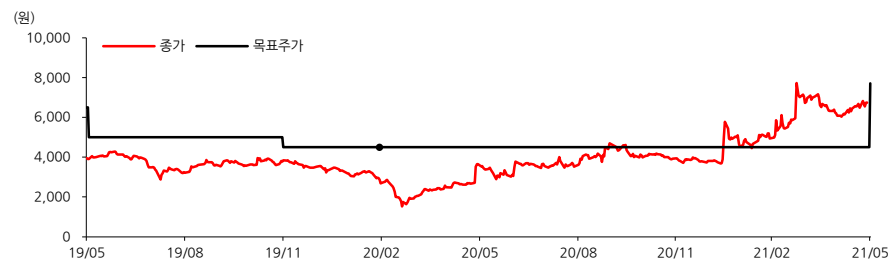
(공표일: 2021년 5월 31일)

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, 조은아)

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 책임소장에 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	2021.05.31				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	4,500	7,700				

[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	-25.53	4.44
2021.05.31	Buy	7,700		

[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: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%