



지니뮤직 (043610)

비유기적 성장의 시작

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 7,700원

현재 주가(11/12)	6,070원
상승여력	▲26.9%
시가총액	3,528억원
발행주식수	58,115천주
52 주 최고가 / 최저가	7,730 / 3,675원
90 일 일평균 거래대금	41.1억원
외국인 지분율	1.7%

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

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	28.5	-3.2	-5.9	45.0
상대수익률(KOSDAQ)	21.1	1.1	-10.2	24.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	230	247	242	277
영업이익	8	11	15	15
EBITDA	13	16	20	21
지배주주순이익	7	9	12	13
EPS	126	163	201	224
순차입금	-78	-76	-92	-99
PER	28.0	23.3	30.3	27.1
PBR	1.3	1.4	2.0	1.9
EV/EBITDA	9.8	9.0	13.2	12.2
배당수익률	-	-	-	-
ROE	4.9	6.0	6.9	7.2

주가 추이



최대 경쟁업체의 진입에도 불구하고 양호한 실적이 지속되고 있습니다. 이제는 KT 그룹 전략 방향 속 비유기적 성장까지 맞물려 음악뿐 아니라 종합 AI 오디오 서비스 플랫폼으로 수익모델을 확대할 전망입니다.

실적은 순항 지속

지니뮤직의 양호한 실적 발표가 이어지고 있다. 3Q21 영업이익도 35억 원을 기록하며 3Q21 누적 영업이익은 전년동기대비 +19%나 크게 늘었다. 기존에도 긍정적으로 평가했던 음원유통 매출액은 여전히 순항[그림1]하는 가운데, 우려했던 B2C도 크게 문제되지 않았다.

매출비중 40%에 달하는 B2C가 사실 가장 중요한 매출 중 하나인데, 갑작스러운 글로벌 1위 음원플랫폼인 스포티파이의 진출이 있었음에도 불구하고 전년 대비 +7% 성장하며 B2C 최대 매출을 기록[그림2]했다. 경쟁심화 리스크로 분기 영업이익 규모가 기존 대비 소폭 낮아질 것으로 예상했던 당사 전망치를 자신있게 넘어선 셈이다.

비유기적 성장은 이제부터

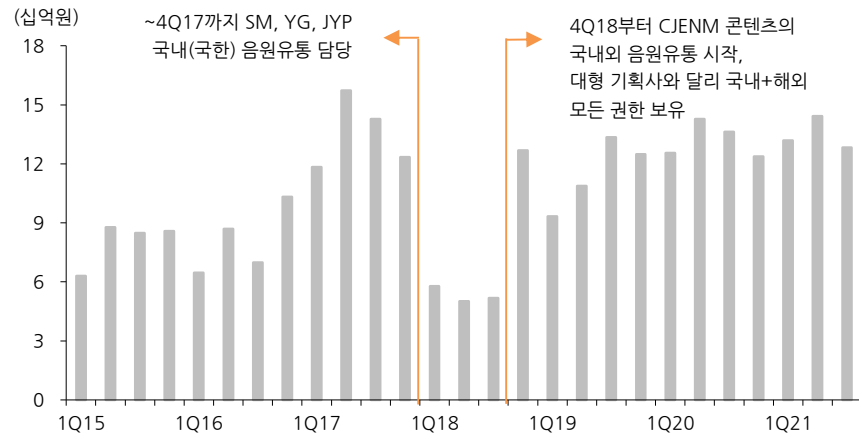
국내외 대형 음원플랫폼인 스포티파이, 아마존, 애플, 멜론, 네이버 등은 신규 고객 유치 및 기존 고객 락인을 위해 차별화된 서비스를 지속적으로 확장[표1]해왔다. 대부분 스토리텔링이 가능한 오디오 콘텐츠 강화를 통한 청각점유율 증대 및 사업 영역 확장이 그 해결책이었다.

지난 자료(5/31)에 담았듯이 동사는 KT 그룹 조직개편(성장엔진: 미디어콘텐츠)의 기대감이 유효하다. 상기 언급한 글로벌 플랫폼의 행보와 유사하게, 이 맥락에서 동사는 지난 10월 국내 구독형 전자책 1위 사업자인 밀리의 서재 인수(구독자수 380만명, 독서 콘텐츠 10만권 보유, '22년 IPO 추진)를 통해 AI 오디오 플랫폼으로의 진화를 예고했다.

올해 10월 지니 플랫폼 내 오디오 서비스 런칭과 함께 기존 B2C/B2B와 결합, '22년 상반기에는 KT의 AI 기술을 융합한 오디오 유료구독형 상품 출시를 계획[그림5-6] 중이다. 그룹 전략은 AI 기술력 및 CJ ENM, 밀리의 서재 등 주주사의 콘텐츠 IP 역량을 기반으로 음악 영역 → 종합 오디오 서비스 플랫폼으로 수익모델을 확장하는 데에 있다.

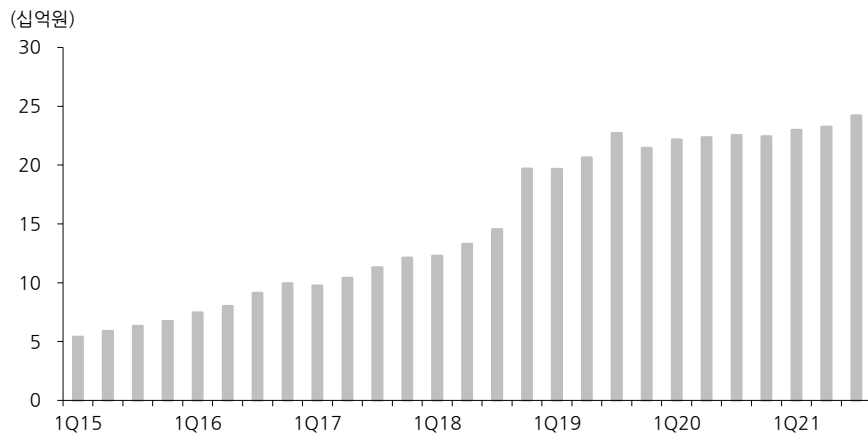
국내 유일한 종합 오디오 플랫폼 상장사로서 이제는 비유기적 성장까지 맞물렸다. 지니뮤직에 대한 기존 투자 의견을 유지한다.

[그림1] 지니뮤직 음원유통 매출 추이



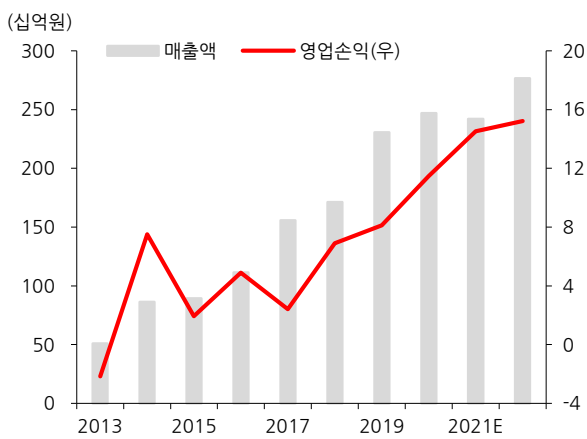
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지니뮤직 B2C 매출 추이



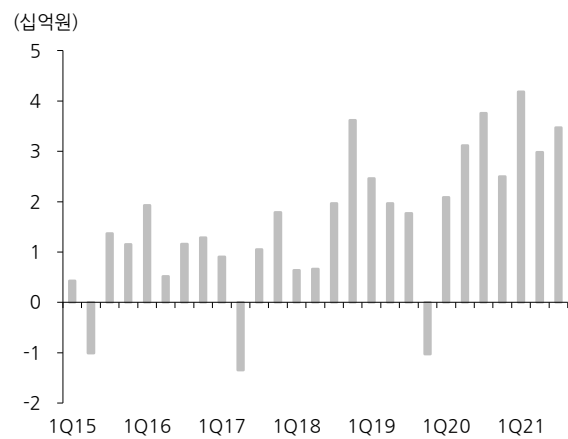
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 지니뮤직 연간 실적 추이 및 전망



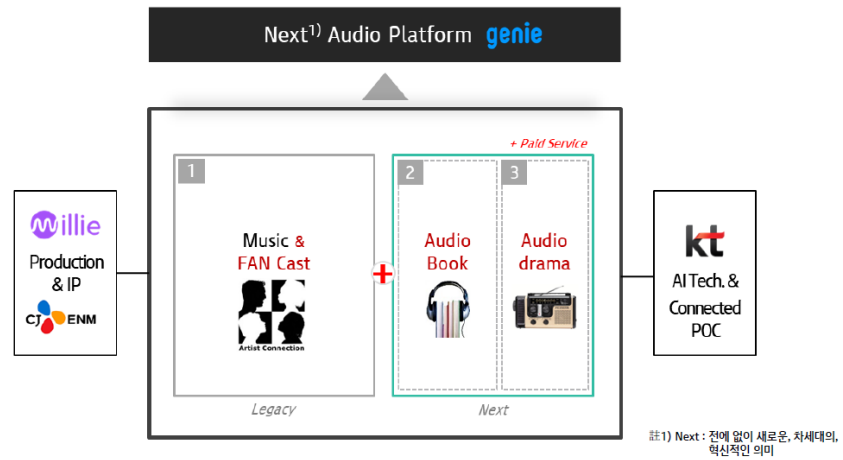
자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 지니뮤직 분기별 영업이익 추이



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 지니뮤직 전략 방향



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 지니뮤직 성장 전략



자료: 지니뮤직, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국내외 글로벌 기업들의 신규사업 진출 방향

① 글로벌 기업의 오디오 콘텐츠 강화 및 사업 확장	
기업	내용
스포티파이	오디오·팟캐스트 콘텐츠 인수에 1조 7백억 원 투자, 음악에서 오디오로 사업 영역 확장
아마존	미국 오디오북 1위 오더블 인수 및 팟캐스트 업체 'Wonderly' 인수
애플	오리지널 팟캐스트 제작 및 서비스 지속 강화
② 국내 음악플랫폼/포털의 오디오 콘텐츠 사업 추진	
기업	내용
멜론	오리지널 오디오 콘텐츠 서비스 '스테이션' 런칭
네이버	라이브 스트리밍(NOW), 음원(바이브), 팟캐스트(오디오 클립)을 통합하는 CIC 출범

자료: 지니뮤직, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	171	230	247	242	277
매출총이익	51	52	52	56	66
영업이익	7	8	11	15	15
EBITDA	9	13	16	20	21
순이자손익	1	1	0	1	2
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	9	12	15	17
당기순이익	6	7	9	12	13
지배주주순이익	6	7	9	12	13
증가율(%)					
매출액	92.0	34.6	7.2	-2.0	14.3
영업이익	255.9	18.0	41.1	26.7	4.7
EBITDA	92.0	43.6	24.8	23.4	5.2
순이익	75.5	23.2	29.5	23.0	11.8
이익률(%)					
매출총이익률	29.5	22.6	21.2	23.0	24.0
영업이익률	4.0	3.5	4.6	6.0	5.5
EBITDA 이익률	5.2	5.6	6.5	8.2	7.5
세전이익률	4.6	4.1	4.9	6.2	6.0
순이익률	3.5	3.2	3.8	4.8	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	3	3	1	22	13
당기순이익	6	7	9	12	13
자산상각비	2	5	5	5	6
운전자본증감	-6	-10	-14	5	-6
매출채권 감소(증가)	-5	-6	-23	36	-11
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-20	-3
매입채무 증가(감소)	-2	-2	7	-13	7
투자현금흐름	-16	-9	-3	-8	-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	17	19
(-)운전자본증가(감소)	-9	10	15	-5	6
(-)설비투자	2	2	1	4	4
(+)자산매각	-1	-1	0	-1	-1
Free Cash Flow	15	0	1	17	8
(-)기타투자	13	-2	3	1	1
잉여현금	2	3	-2	16	7
NOPLAT	5	6	9	11	12
(+) Dep	2	5	5	5	6
(-)운전자본투자	-9	10	15	-5	6
(-)Capex	2	2	1	4	4
OpFCF	14	-1	-2	18	7

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	136	146	168	168	189
현금성자산	84	86	83	99	106
매출채권	52	59	82	46	57
재고자산	0	0	0	20	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	250	271
유동부채	72	71	82	70	78
매입채무	56	55	59	46	53
유동성이자부채	0	1	1	1	1
비유동부채	4	8	7	7	7
비유동이자부채	0	6	6	6	6
부채총계	77	79	88	77	85
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	-14	-6	3	14	27
자본조정	-2	-2	-1	-1	-1
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	145	153	162	174	187

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	117	126	163	201	224
BPS	2,502	2,627	2,788	2,989	3,213
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	189	241	284	298	322
ROA(%)	3.3	3.2	3.9	4.7	5.0
ROE(%)	5.0	4.9	6.0	6.9	7.2
ROIC(%)	-	11.0	12.9	15.8	16.5
Multiples(x, %)					
PER	41.0	28.0	23.3	30.3	27.1
PBR	1.9	1.3	1.4	2.0	1.9
PSR	1.4	0.9	0.9	1.5	1.3
PCR	25.4	14.6	13.4	20.4	18.8
EV/EBITDA	21.8	9.8	9.0	13.2	12.2
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	52.7	51.6	54.6	44.2	45.4
Net debt/Equity	-57.7	-51.2	-46.8	-53.0	-53.0
Net debt/EBITDA	-935.3	-607.9	-472.3	-464.5	-475.1
유동비율	188.3	205.6	206.1	240.2	242.5
이자보상배율(배)	647.1	27.3	45.1	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	32.6	36.1	41.5	36.2	36.5
현금+투자자산	67.4	63.9	58.5	63.8	63.5
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]

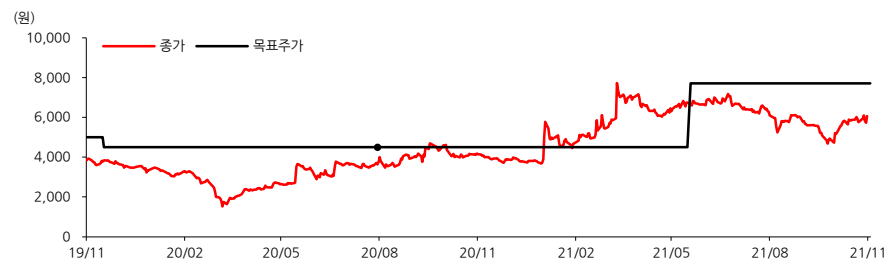
(공표일: 2021년 11월 15일)

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 종목을 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	2021.05.31	2021.11.15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	4,500	7,700	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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%