

지니뮤직

| Bloomberg Code (043610 KS) | Reuters Code (043610.KQ)

2024년 3월 29일

[미디어/광고]

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

본업 둔화에도 지속되는 최대 실적



매수
(유지)



현재주가 (3월 28일)
3,145 원



목표주가
4,200 원 (하향)



상승여력
33.5%

- ◆ 본업 위축에도 2023년 OP 154억원으로 최대 실적 기록
- ◆ 신사업(밀리의 서재)과 캡티브 시너지(음원 배분비율 확대)가 핵심
- ◆ 투자이견 BUY, 목표주가 4,200원으로 하향



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	182.8십억원
발행주식수	58.1백만주
유동주식수	37.2백만주(64.0%)
52주 최고가/최저가	4,860 원/2,845 원
일평균 거래량 (60 일)	185,229 주
일평균 거래액 (60 일)	633백만원
외국인 지분율	1.32%
주요주주	
케이티스튜디오지니	35.97%
CJ ENM	15.35%
절대수익률	
3개월	-8.3%
6개월	-9.4%
12개월	-21.9%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-12.7%
6개월	-16.2%
12개월	-28.4%

주가



본업 둔화에도 2023년 최대 실적

23년 실적은 매출액 3,070억, 영업이익 154억원을 기록했다. 본업인 음원 플랫폼 서비스 매출액은 ① 포화된 시장 내 경쟁업체 진입에 따른 경쟁 심화, ② LGU+ 제휴 상품 중단에 따른 자연적 B2B 매출 감소로 전년대비 13%나 감소했지만, 전체 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +7%, +11% 성장한 결과다. 역대 최대 실적이기도 하다.

신사업 + 캡티브 시너지가 핵심

본업 위축에도 지속적인 성장이 가능한 이유는 신사업 성과와 주요 주주인 CJ, KT 캡티브와의 시너지 발현에 기인한다. 본업 외 음원유통은 566억(-3% YoY), 도서콘텐츠는 561억(+22% YoY), 기타(MD, 공연 등)는 506억(+187% YoY, 최근 4년 CAGR +73%)을 기록했다.

21년 인수한 밀리의 서재는 22년 흑자 전환, 23년 매출액 566억, 손익 104억원을 기록했다. 23년 말 유료구독수는 약 78만명으로 B2C 외 통신사 번들링, 대기업 채널 확대로 B2B 실적이 고성장 중이다. 향후에도 B2C+B2B 구독자 유치, 원천 도서 IP 확보/출판 등을 기반으로 외형 확장을 도모할 예정이다. 다만, 손익은 본업 레버리지에도 불구하고 선제적 플랫폼 투자로 100억원 초반에 머무를 개연성이 높겠다.

음원 수익구조 내 배분비율도 확대되고 있다. 음원 사용료는 사업자 35%, 창작자 65%로 구분되는데, ① '지니' 서비스만 영위했을 때는 35%에 그쳤다면, ② CJ 음악의 국내/외 유통을 담당해 유통사 수익인 10~15%를 추가로 가져올 수 있고, ③ KT의 디지코 사업에서는 IP를 직접 투자하는 만큼 34~39% 몫도 가져가게 된다. 특히 CJ ENM은 드라마 OST 외에도 음악사업부 자체를 적극적으로 확장하고 있어 동사의 음원 유통 및 MD/공연 실적에 크게 기여할 부분이다.

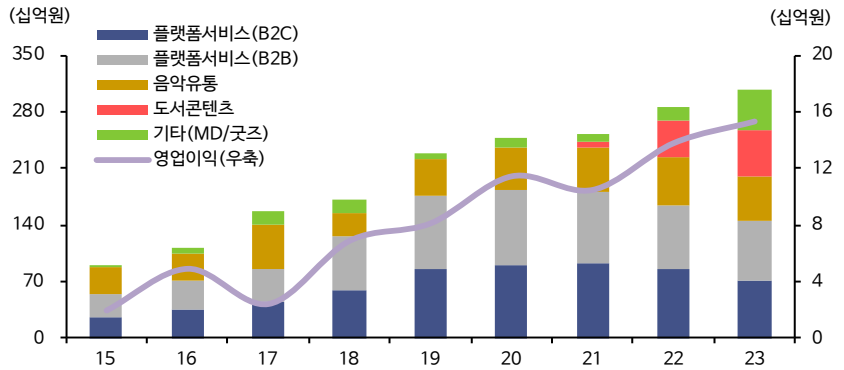
일부 목표주가 하향

동사에 대한 매수의견은 유지하나, 목표주가는 4,200원으로 하향한다. 24F에도 ① 본업은 제휴 상품 판매 재개로 일부 회복될 가능성이 높고, ② 밀리의 서재, 음악/MD 유통 등의 신사업 성장은 더욱 가속화돼 견조한 실적 성장이 기대되나, ③ 구조적인 본업 부진과 최근(23년 11월~현재) 부각된 엔터주 멀티플 하향을 고려해 적용배수를 낮췄다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	252.0	10.5	(3.5)	(61)	2,384	(93.0)	20.4	2.4	(2.3)	19.2
2022	286.1	13.8	17.5	302	2,712	11.3	9.2	1.3	11.8	(20.3)
2023	307.0	15.4	13.8	238	3,088	14.4	7.3	1.1	8.2	(38.5)
2024F	346.1	17.3	12.3	211	3,299	14.9	4.3	1.0	6.6	(46.3)
2025F	380.8	19.8	13.7	236	3,534	13.3	3.6	0.9	6.9	(52.6)

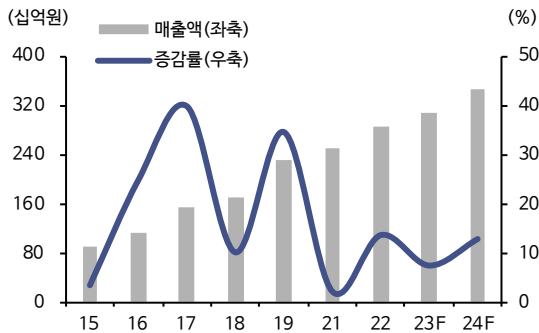
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지니뮤직 사업부문별 실적 추이



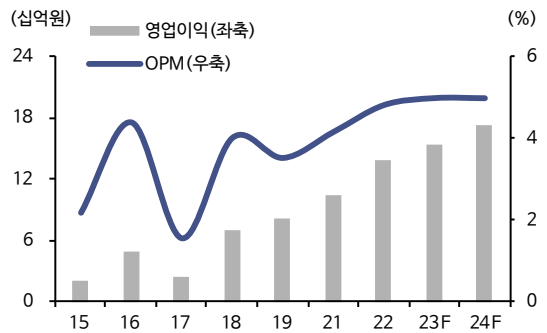
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지니뮤직 연간 매출액 및 성장률 추이



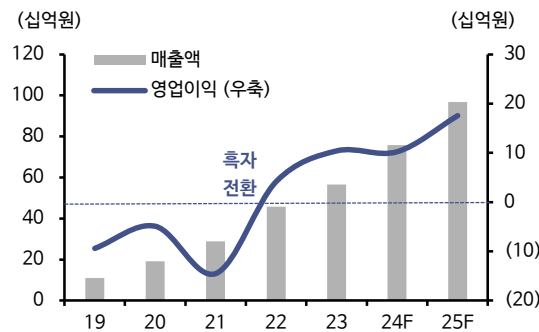
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지니뮤직 연간 영업이익 및 수익성 추이



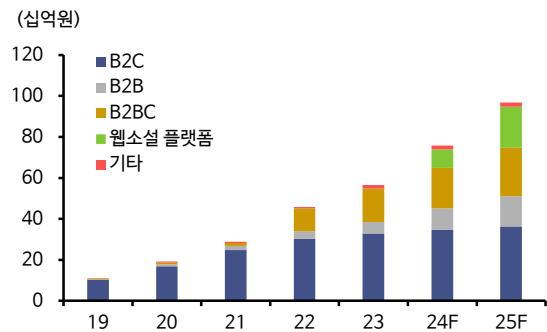
자료: 회사 자료, 신한투자증권

밀리의 서재 실적 추이 및 전망



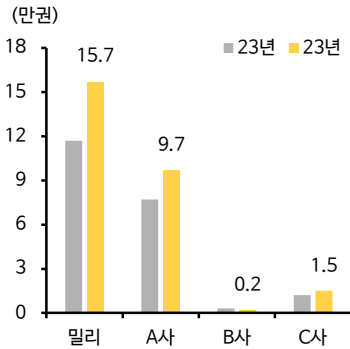
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

밀리의 서재 매출 구성



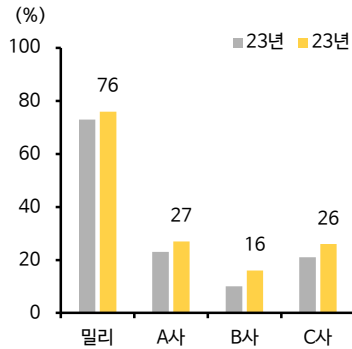
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

플랫폼 경쟁력 - 보유 콘텐츠수



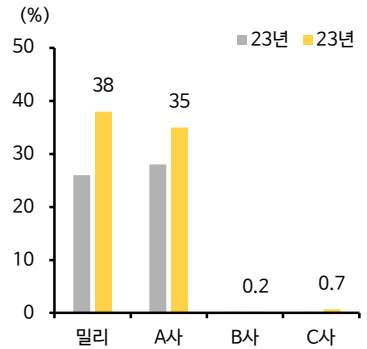
자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁력 - 베스트셀러 확보율



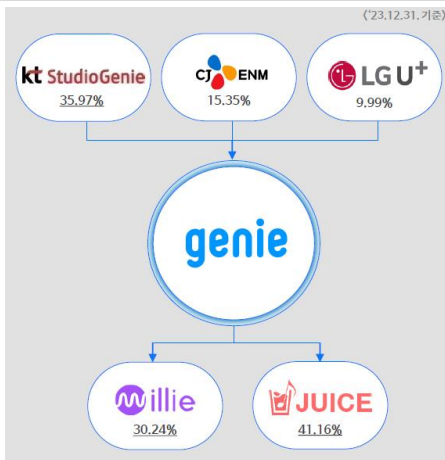
자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁력 - 1개월내 신간확보율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

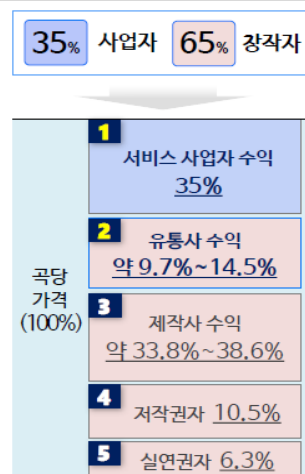
지니뮤직 지배구조



※ 지니뮤직 발행주식총수 58,115,438주

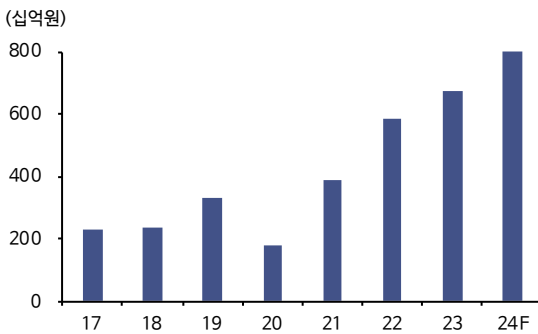
자료: 회사 자료, 신한투자증권

음원 사용료 배분비율



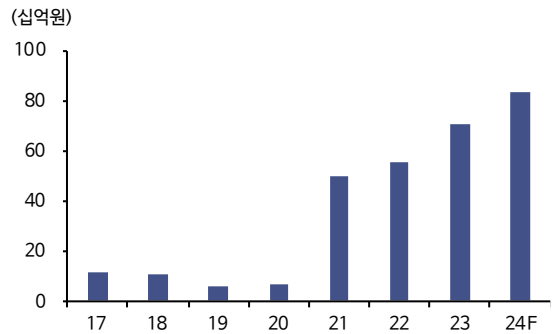
자료: 한국음악산업백서, 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 음악사업부 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

CJ ENM 음악사업부 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

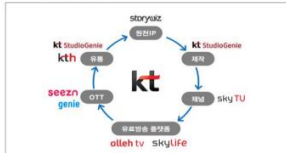
KT, CJ와의 사업 협력

KT 사업협력

음원IP 확보/콘텐츠 유통

- 음원콘텐츠 IP투자/유통
 - kt 미디어·콘텐츠 그룹(kt스튜디오지니)
투자프로세스 구축 및 OST 제작권 확보
 - 드라마OST 제작/투자 및 유통 확대

✓ kt 미디어·콘텐츠 Value chain



✓ ENA 드라마 OST 제작(가우스전자/아무것도하고싶지않아)



CJ 사업협력

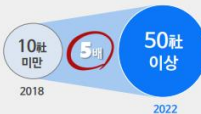
음원콘텐츠 유통

- CJ ENM 음원 국내·외 전담유통 지속
 - CJ ENM 및 산하 레이블 음원유통 확대
 - 글로벌 신규 공급처 발굴 지속

〈유통매출 비교〉



〈글로벌 콘텐츠 공급 네트워크 비교〉



사업협력 확대

- CJ 그룹 사업협력 강화
 - 음악방송·오프라인 공연 등 사업협력
 - CJ 주요 방송채널 genie 브랜드 마케팅
 - 주요 아티스트 MD 기획·유통

✓ 음악방송 브랜드마케팅 (Mnet프로그램genie브랜드노출)



✓ MD 기획·판매 (23 Dreamcatcher 시즌그리팅발매)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이세계 아이돌(버추얼 그룹) MD 판매 사례

버츄얼 그룹(이세계아이돌) MD판매



온·오프라인 MD 누적판매액 약 60억원이상
(판매기간 15일, ARUP 평균 13.5만원)

주요 판매 상품



자료: 회사 자료, 신한투자증권

음악 IP 제작 성과

				...
기획·제작사	STUDIO GENIE 	STUDIO GENIE 	STUDIO GENIE 	
채널편성	ENA	ENA	ENA	
방영	'23.4~9월(10부작)	'23.7~9월(14부작)	'23.5~7월(16부작)	
발매곡수 (Track)	OST 63곡	OST 25곡	OST 45곡	

※ OST 제작실적 '22년 25 Tracks ⇒ '23년 438 Tracks (누적투자규모 약21억원)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

지니뮤직 목표주가 산출

(십억원, 원, 배)	2021	2022	2023	2024
지배주주순이익	(3,526)	17,542	13,813	12,256
적용 PER	20.0	기존 적용배수 27배 대비 본업 부진 10% 할인 x 최근 엔터주 멀티플 하향 20% 할인		
목표시가총액	245.1	2024F EPS x PER 20배		
최종 선정 목표주가	4,200			
현재주가	3,145			
상승여력	34.0			

자료: 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
자산총계	307.1	340.1	407.6	443.5	479.1
유동자산	165.3	173.0	229.6	270.7	309.3
현금및현금성자산	35.3	25.9	51.3	69.8	88.3
매출채권	81.3	70.5	77.2	87.0	95.7
재고자산	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
비유동자산	141.8	167.1	178.0	172.8	169.8
유형자산	3.5	4.2	3.2	1.5	1.2
무형자산	116.3	122.1	122.2	118.2	115.0
투자자산	11.5	11.0	4.1	4.6	5.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	199.3	158.9	169.8	188.2	204.2
유동부채	166.8	119.4	163.3	181.4	197.3
단기차입금	5.0	5.0	4.8	2.8	0.8
매입채무	56.3	46.9	80.0	90.2	99.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	32.5	39.5	6.5	6.7	6.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	31.6	34.2	5.0	5.0	5.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	107.8	181.2	237.8	255.3	274.9
자본금	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
자본잉여금	131.8	131.8	131.8	131.8	131.8
기타자본	(22.7)	(20.9)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
기타포괄이익누계액	1.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(0.8)	17.4	30.5	42.8	56.5
지배주주지분	138.6	157.7	179.4	191.7	205.4
비지배주주지분	(30.8)	23.5	58.4	63.6	69.5
*총차입금	96.0	40.9	34.8	36.0	36.8
*순차입금(순현금)	20.7	(36.7)	(91.5)	(118.3)	(144.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	27.7	29.3	20.2	31.1	32.9
당기순이익	(4.9)	18.7	21.7	14.9	19.6
무형자산상각비	2.6	2.4	3.5	8.7	7.3
무형자산상각비	2.5	4.0	4.0	4.0	3.2
외환환손실(이익)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손익(이익)	(0.1)	(0.6)	0.7	(0.7)	(0.7)
운전자본변동	13.4	7.3	(4.1)	4.0	3.6
(법인세납부)	(3.4)	(1.7)	(1.3)	(5.6)	(6.2)
기타	17.6	(0.4)	(4.3)	5.8	6.1
투자활동으로인한현금흐름	(12.0)	(36.4)	(27.4)	(16.4)	(15.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.4)	(2.6)	(0.5)	(7.0)	(7.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.3)	(4.1)	(3.3)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	13.3	(13.2)	(46.2)	0.1	0.2
기타	(23.6)	(16.5)	22.6	(9.5)	(8.5)
FCF	39.5	21.6	36.7	22.7	21.8
재무활동으로인한현금흐름	(2.5)	(2.3)	32.6	1.2	0.8
차입금의증가(감소)	(1.5)	(0.6)	(0.2)	1.2	0.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.4	0.2	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.0)	(2.1)	32.6	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	13.2	(9.4)	25.4	15.9	18.5
기초현금	22.1	35.3	25.9	51.3	69.8
기말현금	35.3	25.9	51.3	69.8	88.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	252.0	286.1	307.0	346.1	380.8
증감률 (%)	2.0	13.5	7.3	12.7	10.0
매출원가	192.3	200.3	217.0	242.3	264.6
매출총이익	59.7	85.8	90.1	103.8	116.1
매출총이익률 (%)	23.7	30.0	29.3	30.0	30.5
판매관리비	49.2	72.0	74.7	86.5	96.3
영업이익	10.5	13.8	15.4	17.3	19.8
증감률 (%)	(8.4)	31.6	11.1	12.7	14.4
영업이익률 (%)	4.2	4.8	5.0	5.0	5.2
영업외손익	(13.5)	5.4	5.1	5.8	6.0
금융손익	(13.6)	5.4	6.2	6.4	6.6
기타영업외손익	(0.0)	(0.6)	(0.4)	(0.6)	(0.6)
중속 및 관계기업관련손익	0.1	0.6	(0.7)	0.0	0.0
세전계속사업이익	(3.0)	19.3	20.5	23.1	25.8
법인세비용	1.9	0.6	(1.3)	5.6	6.2
계속사업이익	(4.9)	18.7	21.7	17.5	19.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.9)	18.7	21.7	14.9	19.6
증감률 (%)	적전	흑전	16.3	(31.4)	31.1
순이익률 (%)	(1.9)	6.5	7.1	4.3	5.1
(지배주주)당기순이익	(3.5)	17.5	13.8	12.3	13.7
(비지배주주)당기순이익	(1.4)	1.1	7.9	5.3	5.9
중포괄이익	(4.0)	18.4	20.8	17.5	19.6
(지배주주)중포괄이익	(2.6)	17.3	12.9	10.8	12.1
(비지배주주)중포괄이익	(1.4)	1.1	7.9	6.7	7.5
EBITDA	15.6	20.2	22.9	30.1	30.3
증감률 (%)	(3.0)	29.5	13.3	31.6	0.6
EBITDA 이익률 (%)	6.2	7.1	7.4	8.7	7.9

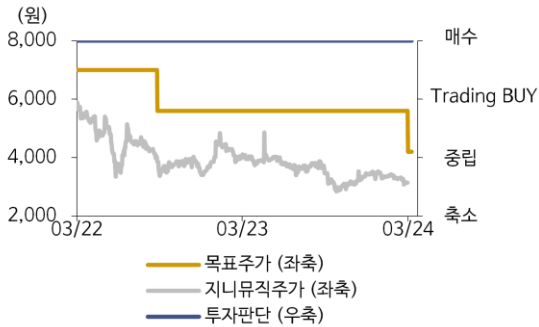
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(84)	322	374	257	337
EPS (지배순이익, 원)	(61)	302	238	211	236
BPS (자본총계, 원)	1,854	3,117	4,092	4,394	4,730
BPS (지배지분, 원)	2,384	2,712	3,088	3,299	3,534
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(67.1)	10.6	9.2	12.3	9.3
PER (지배순이익, 배)	(93.0)	11.3	14.4	14.9	13.3
PBR (자본총계, 배)	3.0	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	2.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	20.4	9.2	7.3	4.3	3.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.2	7.1	7.4	8.7	7.9
영업이익률 (%)	4.2	4.8	5.0	5.0	5.2
순이익률 (%)	(1.9)	6.5	7.1	4.3	5.1
ROA (%)	(1.8)	5.8	5.8	3.5	4.2
ROE (지배순이익, %)	(2.3)	11.8	8.2	6.6	6.9
ROIC (%)	20.9	11.8	13.0	14.4	18.1
안정성					
부채비율 (%)	185.0	87.7	71.4	73.7	74.3
순차입금비율 (%)	19.2	(20.3)	(38.5)	(46.3)	(52.6)
현금비율 (%)	21.1	21.7	31.4	38.5	44.7
이자보상배율 (배)	2.0	5.6	24.6	29.7	33.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(84.6)	(20.4)	(13.4)	(11.0)	(10.9)
재고자산회수기간 (일)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
매출채권회수기간 (일)	117.6	96.8	87.7	86.5	87.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

지니뮤직(043610)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 31일	매수	7,000	(33.7)	(18.0)
2022년 09월 23일	매수	5,600	(30.3)	(13.6)
2023년 03월 24일		6개월경과	(31.6)	(13.2)
2023년 09월 25일		6개월경과	(41.9)	(33.3)
2024년 03월 26일		6개월경과	(43.8)	(43.6)
2024년 03월 29일	매수	4,200	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 지인해)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 27일 기준)

매수 (매수)	92.34%	Trading BUY (중립)	5.96%	중립 (중립)	1.70%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------