



밀리의서재

| Bloomberg Code (418470 KS) | Reuters Code (418470.KQ)

2024년 2월 27일

[SW]

김아람 선임연구원
☎ 02-3772-2668
✉ kimaram@shinhan.com

탐방노트: 디지털디톡스 시대, 독서는 언제?



Not Rated

-



현재주가 (2월 26일)

24,200 원



목표주가

-



상승여력

-

- ◆ 국내 1위 구독형 독서 플랫폼
- ◆ 고정비 레버리지 발생하며 22년 흑전, 23년 수익성 18% 기록
- ◆ 구독자(Q) 성장세 유지된다면 멀티플 프리미엄 타당

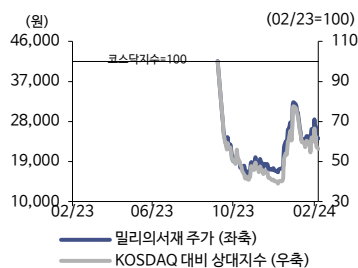


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	203.0십억원
발행주식수	8.4백만주
유동주식수	5.1백만주(60.8%)
52주 최고가/최저가	41,600원/15,710원
일평균 거래량 (60일)	834,575주
일평균 거래액 (60일)	21,878백만원
외국인 지분율	4.74%
주요주주	
재니뮤직 외 2인	39.23%

절대수익률	
3개월	27.0%
6개월	0.0%
12개월	0.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	19.3%
6개월	0.0%
12개월	0.0%

주가



전자책 플랫폼 중 압도적 1위

밀리의 서재는 국내 1위 독서 플랫폼 업체로 월구독료 9,900원을 지불하면 모든 작품을 무제한으로 열람할 수 있다. 매출액은 간단히 $P(\text{월구독료}) \times Q(\text{구독자수})$ 로 추정해볼 수 있으며, 가입자 유입 채널별로 구분한다. B2C 매출은 개인고객, B2B는 기업·공공기관 고객, B2BC는 통신사 번들링 혹은 복지몰·커머스 제휴 판매에서 발생한다. 3Q23 누적 기준 매출 비중은 B2C 57%, B2B 12%, B2BC 31%, 기타 1%다.

구독자(Q)가 늘 수 있을까?

독서는 사람들의 ‘시간’을 두고 타 콘텐츠와 경쟁해야 한다. 즉, 향후에도 독서인구는 크게 늘기 어렵고 디지털 침투율(7%) 역시 동영상(73%)이나 음악(71%) 대비 천천히 올라갈 것이다. 그러나 밀리의 서재는 플랫폼 경쟁력을 실적으로 증명하고 있다는 점에 주목한다.

① 채널 확장: B2BC/B2B 채널 확장으로 독서 플랫폼에 대한 진입장벽을 낮췄다. 통신사 번들링 요금제에 들어가면서 B2BC 매출은 19년 분기 1억원 이하에서 3Q23 45억원 수준까지 성장했다. B2B는 기업이 임직원 복지로 사내도서관/책구입비를 지원한다는 점에 착안, 3Q23 매출액을 17억원 수준(침투율 10%)까지 키웠다.

② 시장 선점 효과: 국내 전자책 이용자 약 100만명중 70만명 이상이 밀리의 서재를 이용한다. 브랜드 인지도에 기반한 가입자 확보, 작품 소싱이 유리할 수밖에 없다.

구독자 성장세만 유지된다면 편안한 성장 가능

23년 영업이익 104억원(OPM 18%)을 기록하며 플랫폼 사업자로서 고정비 레버리지를 증명해냈다. 회사에 따르면 주요 인력에 대한 채용을 완료했고 주요 비용인 전자책 원가를 역시 크게 늘어날 이유가 없다.

24년 영업이익으로 100~150억원을 예상한다. 본업에서의 레버리지와 별도로 신사업 투자(로맨스 웹소설 플랫폼 출시)를 앞뒤 수익성 자체는 주춤할 수 있겠다. 그러나 본업에서의 구독자 성장세만 유지된다면 충분히 멀티플 프리미엄을 줄 수 있다고 보는데, B2B/B2BC에서 구독자 성장 역력이 충분하다. 현재 주가 기준 24F PER은 20배 수준으로 중장기 관점에서 관심이 유효하다. *과거 로엔(벨론) 12MF PER 20~40배

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	28.9	(14.5)	(34.8)	(5,658)	(12,638)	-	(5.9)	0.0	48.7	(99.4)
2022	45.8	4.2	13.3	2,033	1,148	0.0	(2.1)	0.0	(35.4)	(129.1)
2023F	56.6	10.4	14.5	2,056	2,630	8.4	10.1	6.6	98.1	(120.8)
2024F	75.9	10.2	10.2	1,218	3,847	19.9	17.2	6.3	37.6	(118.3)
2025F	96.7	17.5	17.5	2,091	5,938	11.6	8.0	4.1	42.7	(117.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

유사기업 사례 - 로엔(카카오M)

- 로엔은 음원 스트리밍 플랫폼 멜론을 운영하던 회사. 국내 음악 산업이 음반에서 스트리밍 위주로 재편되고 스마트폰이 보급되면서 09년부터 15~16년까지 구조적 성장을 경험(Q ↑ → P ↑ Cycle). 09년 SK텔레콤으로부터 멜론 사업부를 양수받고 멜론이 번들링 요금제로 판매되면서 가입자 급성장. 멜론은 22~23년 유튜브 프리미엄을 앞세운 유튜브 뮤직이 급성장하기 전까지 압도적 시장점유율(60~70%)을 유지

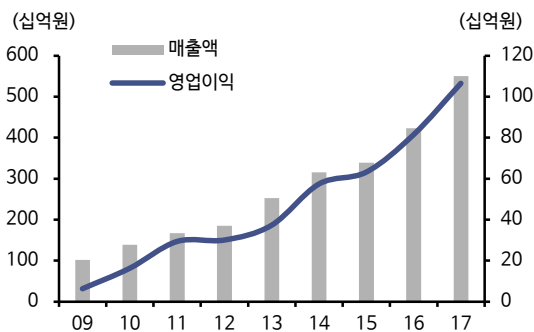
- 78년 오프라인 음반 유통업체 서울음반으로 설립, 00년 코스닥 상장. 최대주주는 05년 SK텔레콤 → 13년 스타인베스트 PE → 16년 카카오(인수금액 약 1.87조 원, 이후 카카오M으로 사명변경)로 변경되었으며 18년 9월 카카오로 흡수합병되며 상장폐지

로엔 주요 이벤트와 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

로엔 별도 실적 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

로엔 시가총액 및 12MF PER 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

밀리의 서재 실적 추이 및 전망

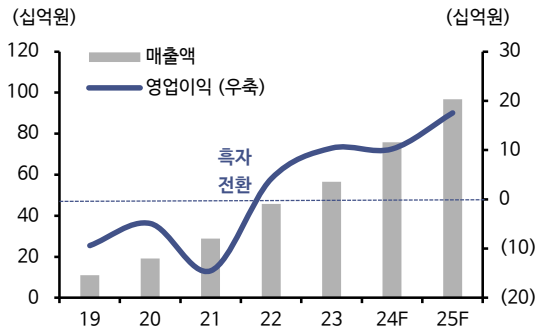
(십억원, %, 만명)	1H24	3Q23	4Q23P	2019	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (%YoY)	26.0	14.6	15.9	11.0	19.2	28.9	45.8	56.6	75.9	96.7
B2C	16.1	8.3	-	10.3	16.8	24.8	30.3	32.8	34.7	36.3
B2B	1.9	1.7	-	0.2	1.0	2.0	3.7	5.6	10.5	14.8
B2BC	7.6	4.5	-	0.4	0.9	1.4	11.2	16.4	19.7	23.7
기타	0.4	0.1	-	0.1	0.5	0.7	0.7	1.8	2.0	2.0
웹소설 플랫폼									9.0	20.0
영업이익 (%OPM)	5.0	2.5	2.9	(9.4)	(4.9)	(14.5)	4.2	10.4	10.2	17.5
(%YoY)	19.1	17.3	18.2	-	-	-	9.1	18.4	13.5	18.1
				적지	적지	적지	흑전	149.2	(1.7)	71.6
당기순이익 (%NPM)	5.1	2.6	6.8	(9.2)	(4.8)	(34.8)	13.3	14.5	10.2	17.5
(%YoY)	19.7	17.9	42.5	-	-	-	0.1	25.7	13.5	18.1
				적지	적지	적지	흑전	8.7	(29.6)	71.6
실구독자 수	59.9	70.6	77.0	17.6	26.9	39.2	52.8	77.0	90.7	104.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주1: 실구독자는 B2B/B2BC 중 실제 이용고객 + B2C 고객을 의미

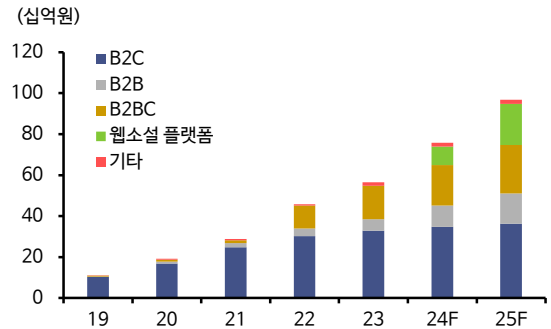
주2: 23년 부문별 실적은 추정치, 그 외는 잠정실적

밀리의 서재 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

밀리의 서재 매출 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

밀리의 서재 Valuation

(십억원, 원, 배)	2023	2024F	2025F	비고
순이익	14.5	10.2	17.5	발행주식수 83.9만주 230927 상장, 오버행 대부분 해소
EPS	1,790	1,218	2,091	
Target 시가총액	2023	2024F	2025F	
PER 15x	217.8	153.3	263.0	
PER 20x	290.3	204.4	350.7	
PER 25x	362.9	255.4	438.4	
현재 시가총액 (2/26)		203.0		

자료: 신한투자증권

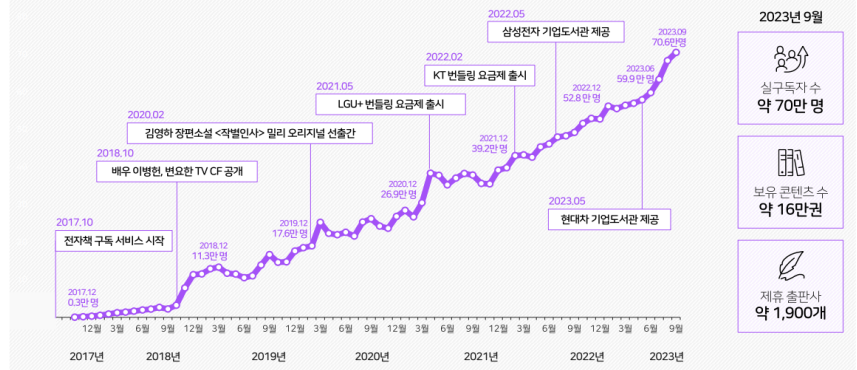
국내 20~50대 대상 구독서비스 이용 의향 조사

플랫폼	서비스 이용 의향	잠재 이용자	현재 이용자	시장 침투율
OTT	77%	2,296 만명	1,682 만명	73%
음원 스트리밍	65%	1,919 만명	1,358 만명	71%
독서 플랫폼	48%	1,437 만명	100 만명	7%

자료: 밀리의 서재 오픈서베이(n=1,300명), 신한투자증권

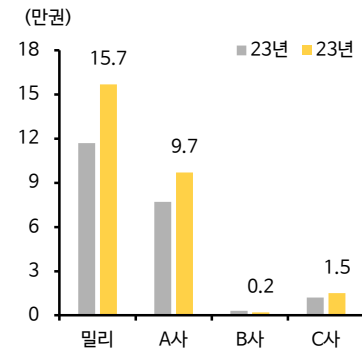
주: 이용자는 23년 6월말 20~50대 인구수 2,952만명(행정안전부) 기준으로 계산

밀리의 서재 실구독자수 추이



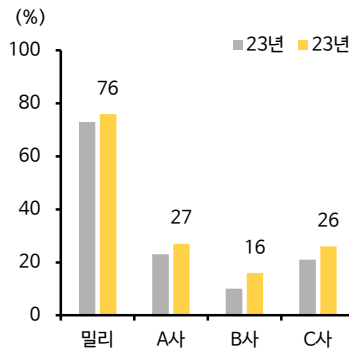
자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁력 - 보유 콘텐츠수



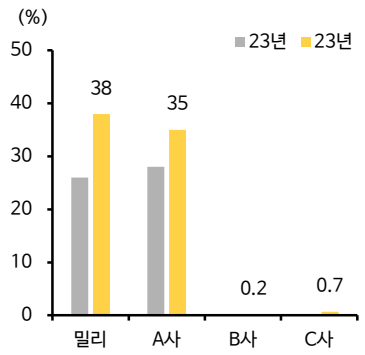
자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁력 - 베스트셀러 확보율



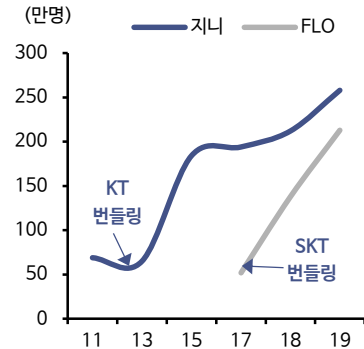
자료: 회사 자료, 신한투자증권

플랫폼 경쟁력 - 1개월내 신간확보율



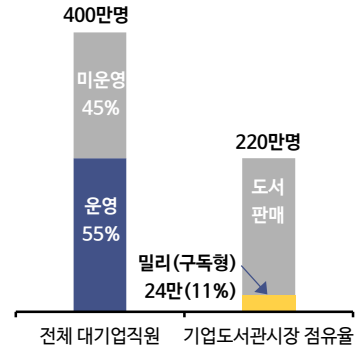
자료: 회사 자료, 신한투자증권

B2BC - 음원 플랫폼 가입자 사례



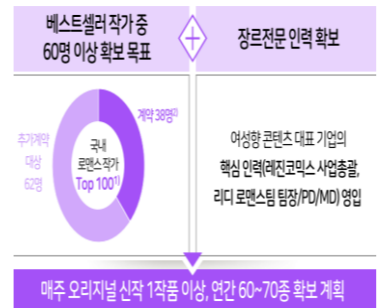
자료: 회사 자료, 신한투자증권

B2B - 기업도서관 시장침투율



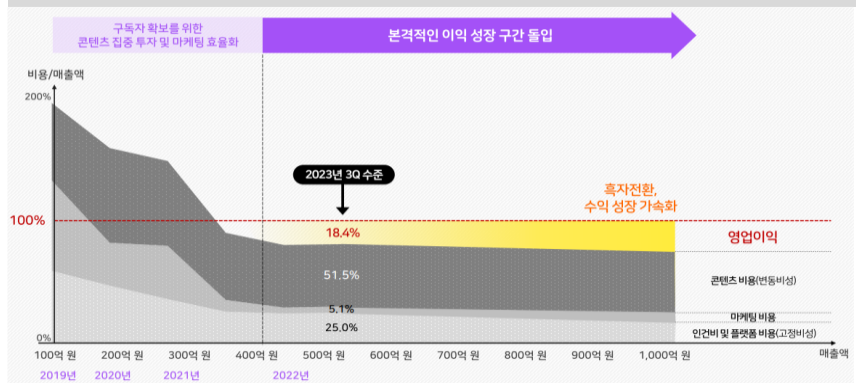
자료: 회사 자료, 신한투자증권

웹소설 플랫폼 운영 계획



자료: 회사 자료, 신한투자증권

밀리의 서재 비용 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

문피아 별도 실적 추이

(십억원, %)	17년	18년	19년	20년	21년	22년
매출액	19.8	22.1	28.7	39.7	43.0	47.2
콘텐츠	16.8	22.1	28.6	39.3	42.5	45.4
광고	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	1.8
영업비용	14.4	17.3	23.1	33.0	39.4	45.1
지급수수료	9.2	12.6	17.3	25.1	29.4	32.1
광고선전비	0.3	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2
영업이익	5.4	4.7	5.6	6.8	3.7	2.2
영업이익률	27.1	21.4	19.4	17.0	8.6	4.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	17.8	27.6	45.4	61.7	85.7
유동자산	15.6	25.2	44.3	59.9	84.5
현금및현금성자산	9.3	5.8	20.4	27.9	43.7
매출채권	4.2	6.4	7.8	10.5	13.4
재고자산	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
비유동자산	2.3	2.4	1.1	1.7	1.2
유형자산	0.6	0.5	0.1	0.0	0.0
무형자산	0.0	0.5	(0.4)	0.3	(0.2)
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	100.8	20.0	23.4	29.4	35.9
유동부채	99.5	18.6	21.8	27.6	33.8
단기차입금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매입채무	1.0	1.5	1.9	2.6	3.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.4	1.4	1.6	1.8	2.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(83.0)	7.5	22.1	32.3	49.8
자본금	1.4	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	11.1	85.7	85.7	85.7	85.7
기타자본	6.4	7.1	7.1	7.1	7.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	(101.9)	(88.5)	(74.0)	(63.8)	(46.3)
지배주주지분	(83.0)	7.5	22.1	32.3	49.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	91.8	6.1	6.2	6.3	6.4
*순차입금(순현금)	82.5	(9.7)	(26.6)	(38.2)	(58.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(10.5)	7.4	16.9	11.5	20.2
당기순이익	(34.8)	13.3	14.5	10.2	17.5
유형자산상각비	0.5	0.5	0.4	0.1	0.0
무형자산상각비	0.0	0.1	0.9	(0.7)	0.5
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	1.4	1.3	1.1	1.9	2.1
(법인세납부)	0.0	(0.0)	3.4	0.0	0.0
기타	22.3	(7.8)	(3.4)	0.0	0.1
투자활동으로인한현금흐름	(0.3)	(10.5)	(2.3)	(4.2)	(4.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.5)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.2	(10.0)	(2.3)	(4.2)	(4.6)
FCF	(12.4)	6.1	15.7	11.1	19.7
재무활동으로인한현금흐름	13.8	(0.3)	0.1	0.1	0.1
차입금의 증가(감소)	4.0	0.0	0.1	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	9.8	(0.3)	0.0	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)	3.0	(3.4)	14.6	7.5	15.8
기초현금	6.3	9.3	5.8	20.4	27.9
기말현금	9.3	5.8	20.4	27.9	43.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	28.9	45.8	56.6	75.9	96.7
증감률 (%)	60.8	58.8	23.4	34.1	27.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	28.9	45.8	56.6	75.9	96.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	43.4	41.7	46.2	65.6	79.2
영업이익	(14.5)	4.2	10.4	10.2	17.5
증감률 (%)	적지	흑전	149.2	(1.7)	71.6
영업이익률 (%)	(50.3)	9.1	18.4	13.5	18.1
영업외손익	(20.3)	9.2	0.7	(0.0)	0.0
금융손익	(20.3)	9.5	(3.4)	(3.1)	(2.9)
기타영업외손익	(0.1)	(0.3)	4.1	3.1	2.9
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(34.8)	13.3	11.1	10.2	17.5
법인세비용	0.0	0.0	(3.4)	0.0	0.0
계속사업이익	(34.8)	13.3	14.5	10.2	17.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(34.8)	13.3	14.5	10.2	17.5
증감률 (%)	적지	흑전	8.8	(29.6)	71.7
순이익률 (%)	(120.7)	29.1	25.7	13.5	18.1
(지배주주)당기순이익	(34.8)	13.3	14.5	10.2	17.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(34.9)	13.3	14.5	10.2	17.5
(지배주주)총포괄이익	(34.9)	13.3	14.5	10.2	17.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(14.0)	4.7	11.7	9.6	18.1
증감률 (%)	적지	흑전	146.8	(18.0)	88.4
EBITDA 이익률 (%)	(48.5)	10.3	20.7	12.6	18.7

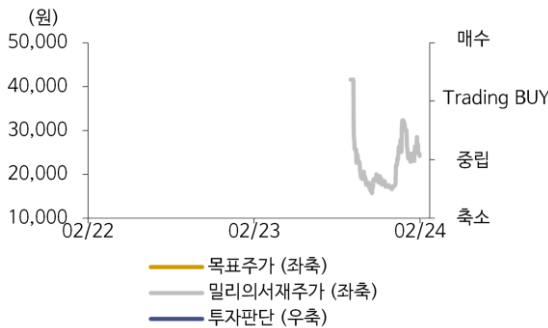
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(5,658)	2,033	2,056	1,218	2,091
EPS (지배순이익, 원)	(5,658)	2,033	2,056	1,218	2,091
BPS (자본총계, 원)	(12,638)	1,148	2,630	3,847	5,938
BPS (지배지분, 원)	(12,638)	1,148	2,630	3,847	5,938
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	8.4	19.9	11.6
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	8.4	19.9	11.6
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	6.6	6.3	4.1
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	6.6	6.3	4.1
EV/EBITDA (배)	(5.9)	(2.1)	10.1	17.2	8.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(48.5)	10.3	20.7	12.6	18.7
영업이익률 (%)	(50.3)	9.1	18.4	13.5	18.1
순이익률 (%)	(120.7)	29.1	25.7	13.5	18.1
ROA (%)	(239.2)	58.8	39.8	19.1	23.8
ROE (지배순이익, %)	48.7	(35.4)	98.1	37.6	42.7
ROIC (%)	1,720.9	(191.3)	(360.3)	(192.7)	(255.5)
안정성					
부채비율 (%)	(121.5)	265.8	106.0	91.1	72.1
순차입금비율 (%)	(99.4)	(129.1)	(120.8)	(118.3)	(117.1)
현금비율 (%)	9.3	31.2	93.7	101.2	129.3
이자보상배율 (배)	(10.0)	10.2	203.5	196.7	330.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(22.0)	(15.3)	(13.8)	(14.3)	(14.0)
재고자산회수기간 (일)	3.3	1.7	1.7	1.6	1.7
매출채권회수기간 (일)	39.5	42.1	45.8	44.2	45.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

밀리의서재(418470)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

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: 김아람)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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 투자 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 02월 23일 기준)

매수 (매수)	93.00%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	1.65%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------