

2023.12.1



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 조은애

02. 3779 8951 _ goodkid@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	NR
현재주가	19,600 원
상승여력	%

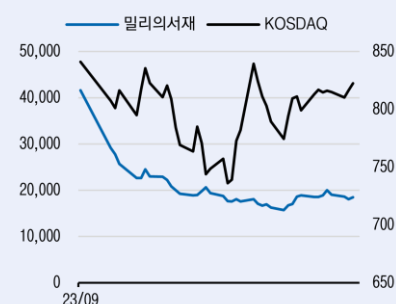
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (11/30)	831.68 pt
시가총액	1,644 억원
발행주식수	8,388 천주
52 주 최고가/최저가	41,600 / 15,710 원
90 일 일평균거래대금	296.4 억원
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(23.12E)	0.1%
BPS(23.12E)	6,583 원
KOSDAQ 대비상대수익률	1 개월 -5.4%
	6 개월
	12 개월 #N/A
주주구성	지니뮤직 (외 3인) 39.2%
	에이치비인베 (외 4인) 10.4%
	KB인베 (외 3인) 5.9%

Stock Price



밀리의서재 (418470)

공모가 이하에서 매수 기회

3Q23, 구독자수 증가에 따른 영업레버리지 효과 확인

3Q23 누적 동사 매출액은 406억원(+22% yoy), 영업이익 75억원(+153% yoy), 영업 이익률 18%(+10%p yoy)를 기록했다. 동사 유료 구독자수는 2020년 27만명 → 2021년 39만명 → 2022년 52만명 → 3Q23 60만명을 돌파하면서, 영업 레버리지 효과에 기인한 수익성 개선이 뚜렷하게 나타나고 있다.

안정적인 수익구조, 우상향하는 매출 지표

2023년 예상 동사 사업부문별 매출비중은 B2C 60%, B2B 8%, B2BC 31% 이고, 각 사업부문별 전년 동기대비 매출성장률은 B2C +12%, B2B +30%, B2BC +56%이다. B2BC의 매출성장률이 높은 이유는 통신사 제휴 고객수 증가, 복지물을 통한 구독권 판매 등에 기인하며, 이러한 고성장은 2024년까지 지속될 것으로 예상된다. 영업이익 측면에서 3가지 사업부문은 유사한 수익성을 기록하고 있는 것으로 추정되기 때문에, B2BC 부문 고성장은 전사 영업이익 증가에 의미 있는 기여를 할 것으로 예상된다.

구독서비스 성장의 핵심지표인 재구독률과 유료전환율은 우상향하고 있다. B2C 고객의 월 평균 재구독률은 2020년 76% → 2021년 80% → 2022년 86% → 1H23 88%, 유료전환율은 2020년 34% → 2021년 37% → 2022년 36% → 1H23 37%로 개선 중이다.

2024년, 구독자 순증 지속 및 신사업 성과 기대

동사 구독자수 순증은 B2B/B2BC 유료전환, 신규고객 확보에 따라 2021년 +12만 → 2022년 +17만 → 2023F +18만 → 2024F +20만으로 확대가 가능할 것으로 보인다. 신사업 매출과 이에 따른 영업비용(인건비, 광고선전비 등) 확대를 감안한 2024년 예상 매출액은 719억원(+27% yoy), 영업이익 121억원(+17% yoy) 이다. 안정적인 본업의 수익구조와, 신사업 본격화, 공모자금 약 340억원을 활용한 M&A 가능성을 감안하면, 공모가(23,000원) 이하 및 2024F PER 11배인 현재 주가에서 투자매력도가 높다고 판단한다.

Financial Data

(억원)	2028	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	110	192	289	458
영업이익	n/a	-94	-49	-145	42
순이익	n/a	-92	-48	-348	133
EPS (원)	n/a	-4,215	-2,203	-12,748	2,033
증감률 (%)	n/a	적전	적지	적지	흑전
PER (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률 (%)	n/a	-85.7	-25.5	-50.3	9.1
EBITDA 마진 (%)	n/a	-85.0	-25.0	-48.5	10.3
ROE (%)	n/a	n/a	-46	n/a	n/a

주: IFRS 별도 기준

자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

기업개요

밀리의서재는 2016년 설립된 온라인 독서 플랫폼이다. 2017년 국내 최초로 전자책 구독 서비스를 오픈했고, B2C에서 B2B/B2BC로 사업채널을 확장했다. 1H23 기준 실구독자수 60만명, 보유 콘텐츠 약 15만권으로 콘텐츠 수와 신간 확보율에서 국내 1위 독서플랫폼이다. 2021년 (주)지니뮤직이 지분을 인수하면서 최대주주가 변경되었다.

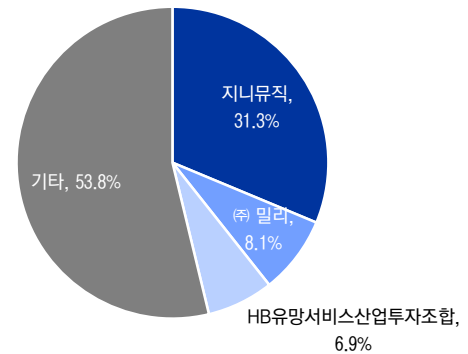
동사 채널별 매출액 비중은 2023년 예상 B2C 60%, B2B 8%, B2BC 31%, 주요고객은 통신사, 복지물 등이다. 2022년 구독자 수 50만명을 달성하면서 흑자전환에 성공했다. 3Q23 누적 기준 영업이익률은 18%이며, 향후 구독자수 증가에 따른 영업레버리지 효과가 기대되는 상황이다.

표1 주요연혁

시기	주요연혁
2016.07	(주)밀리의서재 설립
2017.10	월정액 구독 서비스 정식 오픈
2021.05	LGU+ 번들링 요금제 출시
2021.09	최대주주 (주)지니뮤직 으로 변경
2022.02	KT 번들링 요금제 출시
2023.08	첫 오리지널 종이책 출판, 출간 사업 시작
2023.09	코스닥 상장

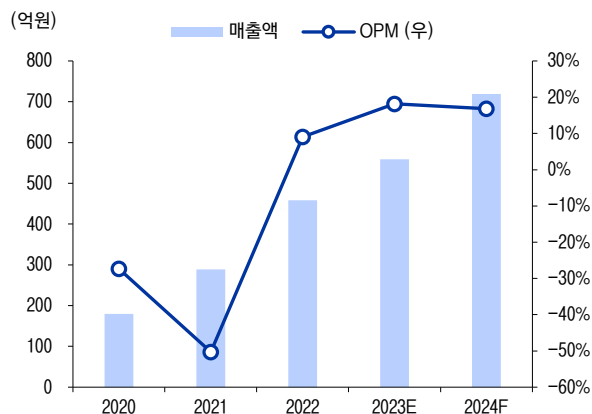
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 주요주주 현황 (3Q23 기준)



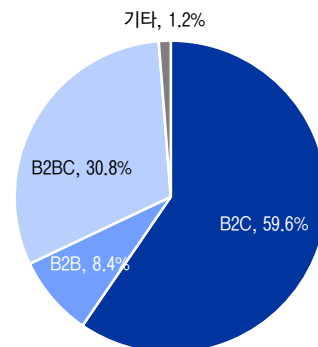
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



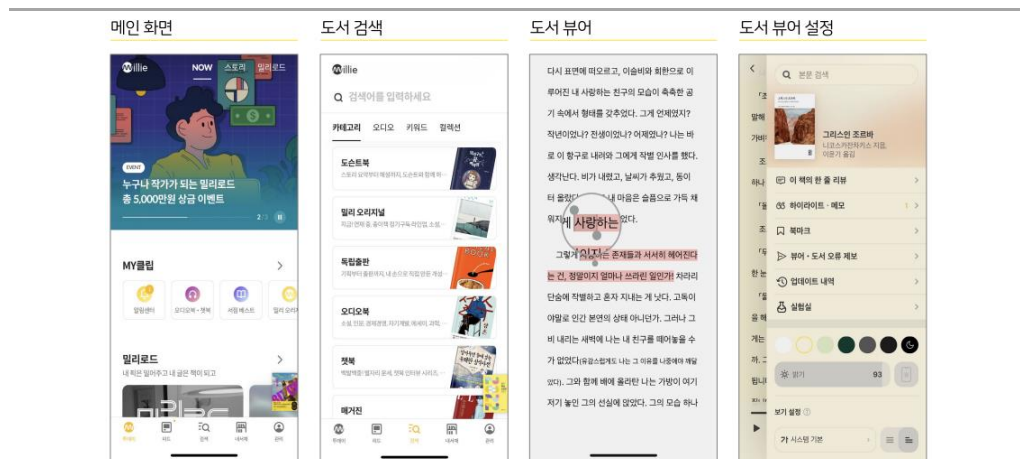
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 매출액 구성 (2023E)



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 밀리의서재 독서 구독 플랫폼



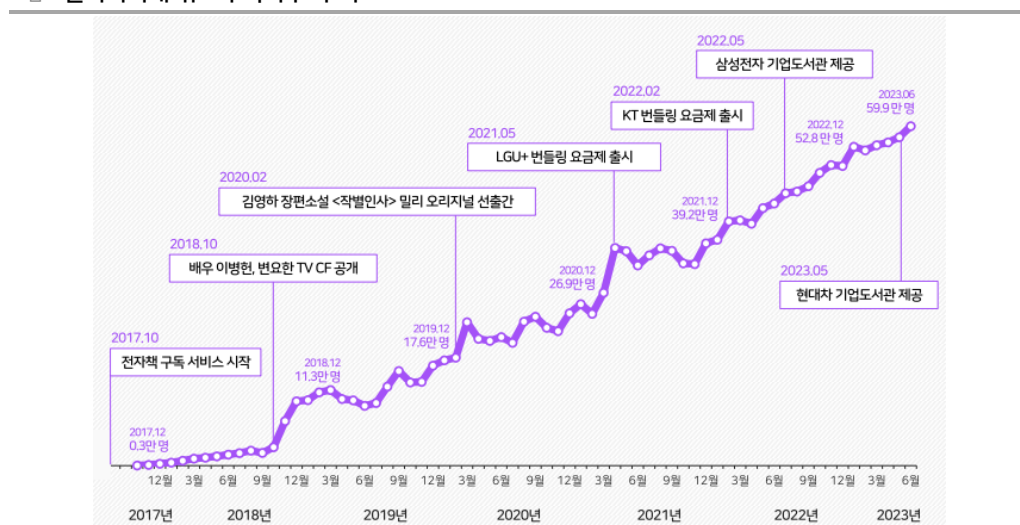
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 밀리의서재 B2B 주요 고객사



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 밀리의서재 유료구독자수 추이



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

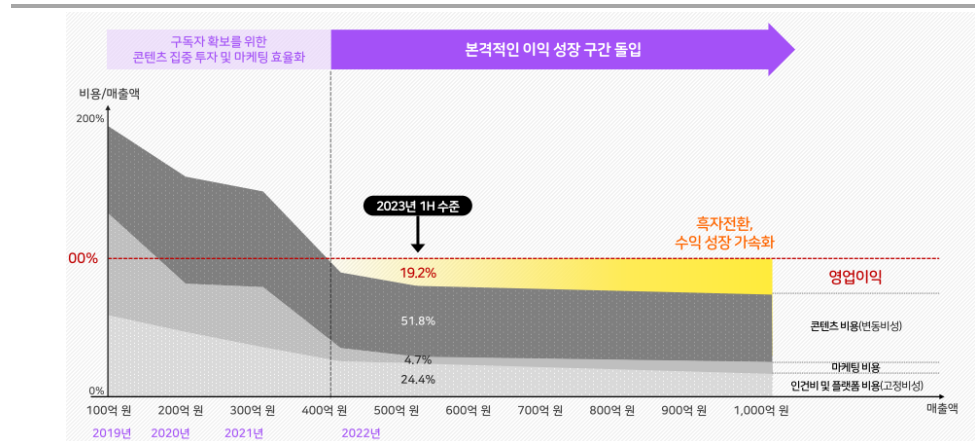
안정적인 수익구조, 우상향하는 매출 지표

2023년 예상 동사 사업부문별 매출비중은 B2C 60%, B2B 8%, B2BC 31%이고, 각 사업부문별 전년 동기대비 매출성장률은 B2C +12%, B2B +30%, B2BC +56%이다. B2BC의 매출성장률이 높은 이유는 통신사 제휴 고객수 증가, 복지물을 통한 구독권 판매 등에 기인하며, 이러한 고성장은 2024년까지 지속될 것으로 예상된다.

영업이익 측면에서 3가지 사업부문은 유사한 수익성을 기록하고 있는 것으로 추정된다. B2C ARPU는 약 9,900원/1개월이이고, B2B/B2BC ARPU는 B2C 대비 낮은 수준이지만, B2C 마케팅 비용과 지급수수료(결제수수료 등) 등을 감안하면, 세가지 사업부 모두 약 20% 내외의 영업이익률을 기록하고 있는 것으로 추정된다.

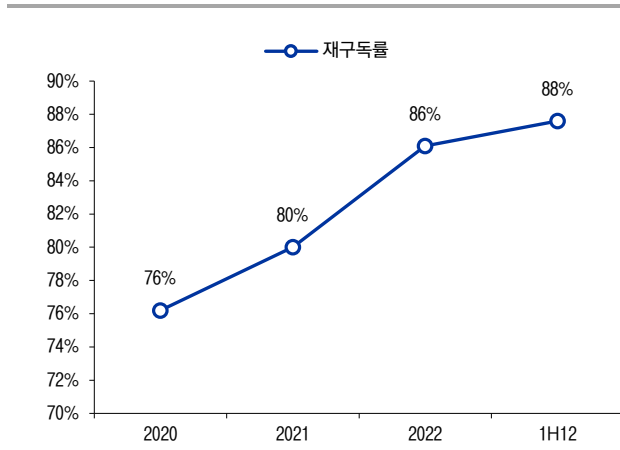
구독서비스 성장 핵심지표인 재구독률과 유료전환율은 우상향 중이다. B2C 고객의 월 평균 재구독률은 2020년 76% → 2021년 80% → 2022년 86% → 1H23 88%, 유료 전환율은 2020년 34% → 2021년 37% → 2022년 36% → 1H23 37%로 개선 중이다.

그림7 밀리의서재 수익구조



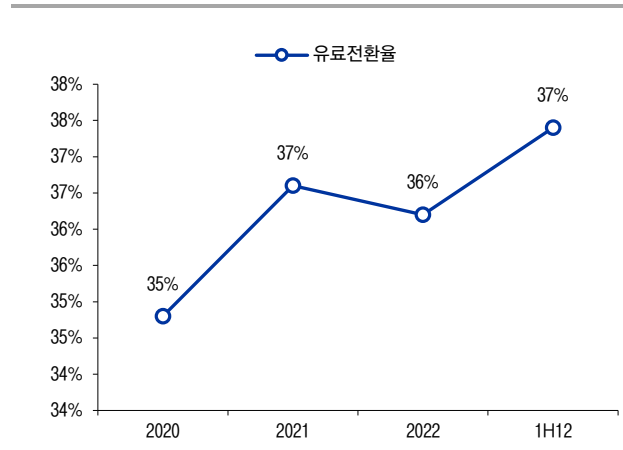
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 월 평균 재구독률 추이 (B2C)



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 월 평균 유료전환율 추이 (B2C)



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

2024년, 구독자 순증 지속 및 신사업 성과 기대

3Q23 누적 동사 매출액은 406억원(+22% yoy), 영업이익 75억원(+153% yoy), 영업이익률 18%(+10%p yoy)를 기록했다. 유료 구독자수가 60만명을 돌파하면서, 영업레버리지 효과에 기인한 수익성 개선이 뚜렷하게 나타나고 있다.

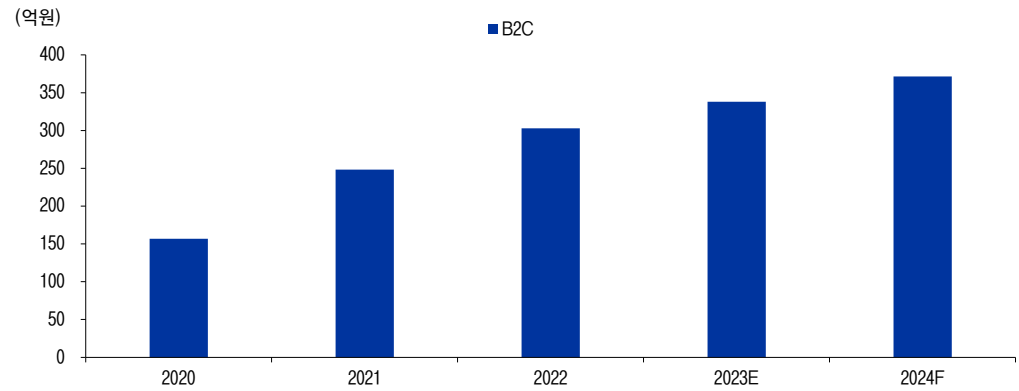
동사 구독자수 순증은 B2B/B2BC 유료전환, 신규고객 확보에 따라 2021년 +12만 → 2022년 +17만 → 2023F +18만 → 2024F +20만으로 확대가 가능할 것으로 보인다. 2024년에는 출판 및 장르물 신사업 매출이 추가된다. 신사업 매출과 이에 따른 영업비용(인건비, 광고선전비 등) 확대를 감안한 2024년 예상 매출액은 719억원(+27% yoy), 영업이익 121억원(+17% yoy)이다. 안정적인 본업의 수익구조와, 신사업 본격화, 공모자금 약 340억원을 활용한 M&A 가능성을 감안하면, 공모가(23,000원) 이하 및 2024F PER 11배인 현재 주가에서 투자매력도가 높다고 판단한다.

표2 밀리의서재 실적테이블

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024F
매출액	129	132	146	161	180	289	458	568	719
% yoy	-	-	18%	-	64%	61%	59%	24%	27%
유료 구독자수 (만명)	-	-	-	-	19	31	48	66	85
1. B2C	80	81	88	89	157	248	303	338	371
% yoy	-	-	-	-	-	58%	22%	12%	10%
% sales	62%	62%	60%	55%	87%	86%	66%	60%	52%
2. B2B	8	11	13	15	10	20	37	48	64
% yoy	-	-	-	-	-	109%	84%	30%	35%
% sales	6%	9%	9%	10%	5%	7%	8%	8%	9%
3. B2BC	37	39	44	55	6	14	112	175	230
% yoy	-	-	-	-	-	122%	724%	56%	32%
% sales	29%	30%	30%	34%	3%	5%	24%	31%	32%
4. 신사업 등	4	0	2	2	7	7	7	7	53
% yoy	0%	0%	0%	0%	-	0%	4%	5%	635%
% sales	3%	0%	30%	1%	0%	5%	24%	1%	7%
영업비용	108	102	121	133	241	434	417	464	597
% sales	84%	78%	83%	82%	134%	150%	91%	82%	83%
영업이익	20	29	25	28	-49	-145	42	103	121
OPM	16%	22%	17%	18%	적지	적지	9%	18%	17%

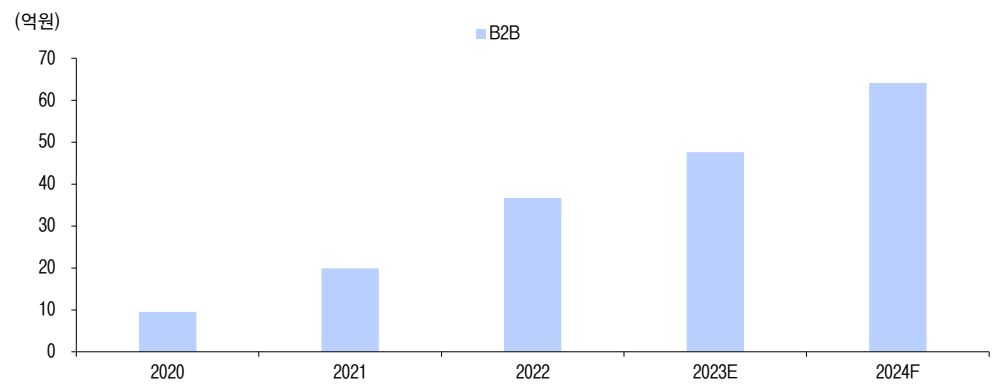
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 B2C 사업부 매출액 추이 및 전망



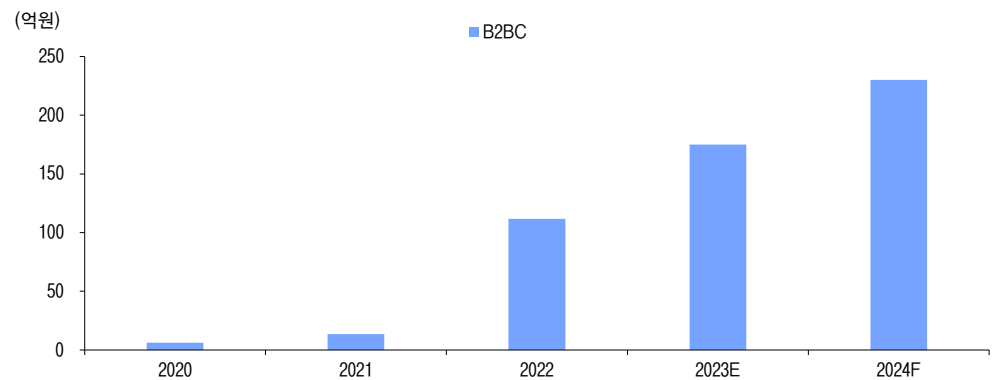
자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 B2C 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 B2BC 사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

밀리의서재 (418470)**재무상태표**

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	156	117	156	252
현금 및 현금성자산	n/a	4	3	93	58
매출채권 및 기타채권	n/a	13	22	44	66
재고자산	n/a	2	0	2	2
기타유동자산	n/a	137	92	18	125
비유동자산	n/a	5	6	23	24
관계기업투자등	n/a	0	0	0	0
유형자산	n/a	3	2	6	5
무형자산	n/a	1	1	0	5
자산총계	n/a	161	123	178	276
유동부채	n/a	34	44	995	186
매입채무 및 기타채무	n/a	13	11	32	49
단기금융부채	n/a	13	10	908	53
기타유동부채	n/a	9	23	55	84
비유동부채	n/a	0	0	14	14
장기금융부채	n/a	0	0	10	8
기타비유동부채	n/a	0	0	4	6
부채총계	n/a	35	44	1,008	200
지배주주지분	n/a	127	79	-830	75
자본금	n/a	30	30	14	33
자본잉여금	n/a	267	267	111	857
이익잉여금	n/a	-171	-219	-1,019	-885
비지배주주지분(연결)	n/a	0	0	0	0
자본총계	n/a	127	79	-830	75

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	n/a	-114	-35	-105	74
당기순이익(손실)	n/a	-92	-48	-348	133
비현금수익비용가감	n/a	1	1	232	-71
유형자산감가상각비	n/a	1	1	5	5
무형자산상각비	n/a	0	0	0	1
기타현금수익비용	n/a	0	0	227	-77
영업활동 자산부채변동	n/a	-22	12	14	13
매출채권 감소(증가)	n/a	-10	-7	-24	-20
재고자산 감소(증가)	n/a	-2	2	0	-1
매입채무 증가(감소)	n/a	9	-3	13	14
기타자산, 부채변동	n/a	-19	20	25	20
투자활동 현금흐름	n/a	-105	37	-3	-105
유형자산처분(취득)	n/a	-6	0	-5	0
무형자산 감소(증가)	n/a	0	0	0	-5
투자자산 감소(증가)	n/a	-100	40	0	100
기타투자활동	n/a	2	-3	2	-200
재무활동 현금흐름	n/a	194	-3	138	-3
차입금의 증가(감소)	n/a	12	-3	38	-3
자본의 증가(감소)	n/a	182	0	100	0
배당금의 지급	n/a	0	0	0	0
기타재무활동	n/a	0	0	0	0
현금의 증가	n/a	-24	-1	30	-34
기초현금	n/a	28	4	63	93
기말현금	n/a	4	3	93	58

자료: 밀리의서재, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	110	192	289	458
매출원가	n/a	0	0	0	0
매출총이익	n/a	110	192	289	458
판매비 및 관리비	n/a	204	241	434	417
영업이익	n/a	-94	-49	-145	42
(EBITDA)	n/a	-93	-48	-140	47
금융손익	n/a	1	1	-14	-2
이자비용	n/a	0	0	15	4
관계기업등 투자손익	n/a	0	0	0	0
기타영업외손익	n/a	1	0	-189	94
세전계속사업이익	n/a	-92	-48	-348	133
계속사업법인세비용	n/a	0	0	0	0
계속사업이익	n/a	-92	-48	-348	133
중단사업이익	n/a	0	0	0	0
당기순이익	n/a	-92	-48	-348	133
지배주주	n/a	-92	-48	-348	133
총포괄이익	n/a	-92	-48	-348	133
매출총이익률 (%)	n/a	100	100	100	100
영업이익률 (%)	n/a	-86	-26	-50	9
EBITDA 마진률 (%)	n/a	-85	-25	-48	10
당기순이익률 (%)	n/a	-84.0	-25.1	-120.7	29.1
ROA (%)	n/a	n/a	-33.9	-231.2	58.8
ROE (%)	n/a	n/a	-46.9	n/a	-35.4
ROIC (%)	n/a	n/a	-115.3	n/a	n/a

주요 투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	n/a	1.0	1.1	-5.9	-2.1
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)	n/a				
매출액	n/a	n/a	75.3	50.1	58.8
영업이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
세전이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
당기순이익	n/a	n/a	적지	적지	흑전
EPS	n/a	적전	적지	적지	흑전
안정성 (%)	n/a				
부채비율	n/a	27.4	56.5	n/a	265.8
유동비율	n/a	453.8	266.0	15.7	135.0
순차입금/자기자본(x)	n/a	-71.6	-67.2	-99.4	-129.1
영업이익/금융비용(x)	n/a	-2,336.6	-647.4	-10.0	10.2
총차입금 (십억원)	n/a	13	10	918	61
순차입금 (십억원)	n/a	-91	-53	825	-97
주당지표(원)	n/a				
EPS	n/a	-4,215	-2,203	-12,748	2,033
BPS	n/a	21,052	13,051	n/a	1,148
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	944
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

밀리의서재 목표주가 추이

(원)

밀리의서재

목표주가

목표주가

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

23/09

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.12.01	변경	조은애									
2023.12.01	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022.10.1 ~ 2023.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)