



한국IR협의회

기업리서치센터 기업분석 | 2026.05.21

KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

# KT밀리의서재 (418470)

## 시총 84%가 순현금, 전자책 구독 1위 기업



### 기업가치 제고 계획 및 이행상황

■ 목표: 2026/01/19 기업가치 제고 계획 공시. 3개년('26~'28년) 핵심 목표

- 1) 매출성장을 3개년 평균 15% 달성 및 이익 확대
- 2) 효율적 자본활용으로 ROE 16~20% 수준 달성
- 3) 순이익의 약 30% 주주환원 추진·현금배당 시행 및 3개년 연속배당으로 배당성향 30% 달성
- 4) 지속적 주주환원으로 중장기 밸류업 지속

■ 추진계획: 1) 양질의 콘텐츠 지속 확보 및 영역 확대, 2) 오리지널 IP 및 오프라인 등 신사업 추진, 3) AI 서비스 및 자동화·AI 전환(AI) 확산, 4) 콘텐츠 제작 등 KT그룹 시너지 확대, 5) 자본시장 소통 확대



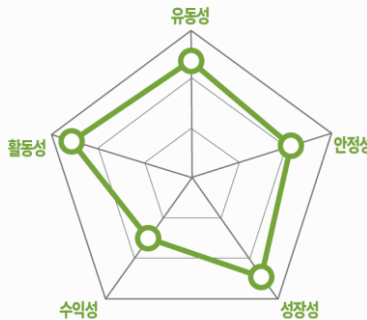
### 체크포인트

- 시장점유율 61.8%의 국내 1위 전자책 구독 플랫폼, B2B2C 고성장(YoY +65%)으로 2025년 역대 최대 실적 경신
- 2026년 최초 배당으로 '주주환원주' 재평가 진입, 환원 의지와 펀더멘탈 기반 FCF가 3개년 배당성향 30%-ROE 16~20% 가이드라인 뒷받침
- 2026F PER 6배·PBR 1배로 피어대비 60% 할인, 실구독자 순증 시 PER 10배 수준 리레이팅 여력과 시총 대비 84% 순현금 기반 하방 지지력 동시 보유

### 주가 및 주요이벤트

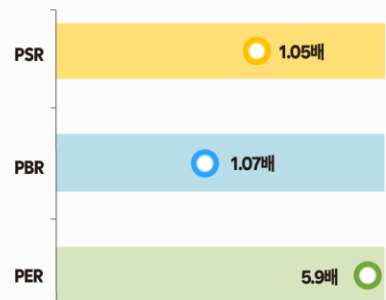


### 재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류 상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER, PBR은 2025년 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# KT밀리의서재 (418470)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr

RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

KOSDAQ

미디어와엔터테인먼트

## 국내 1위 전자책 무제한 구독 플랫폼

동사는 2017년 국내 최초로 출시한 전자책 무제한 정기구독 서비스 '밀리의 서재'를 운영하는 디지털 독서 플랫폼 사업자로, 23만 권 콘텐츠 풀과 8년 누적 출판사 네트워크를 기반으로 시장점유율 61.8%(2위 대비 약 7배)의 압도적 1위 지위를 확보. 2021년 9월 KT그룹 편입 이후 B2B2C 채널이 2022~2025년 매출 CAGR +55.2%로 성장하며 단일 최대 채널(매출 비중 47.5%)로 자리잡았고, 2025년 매출 882억 원(YoY +21.5%)·영업이익 144억 원(OPM 16.3%)·지배순이익 158억 원의 역대 최대 실적을 경신

## 투자포인트: 본업 경쟁력이 뒷받침하는 주주환원 본격화와 멀티플 리레이팅

**1) 주주환원 본격화로 가시화되는 리레이팅 여력:** 동사는 상장 후 2년 6개월 만인 2026년 첫 현금배당(주당 550원·배당성향 29.9%)을 시행하며 '저평가 콘텐츠주에서 '주주환원주'로 재평가받는 구조적 전환점에 진입. 3개년 배당성향 30%·ROE 16~20%의 기업가치 제고 계획은 경영진의 환원 '의지와 ①KT그룹 밸류업 기조 및 모회사 지니뮤직 환원 재추진 유인, ② 소액주주 주주가치 제고 요구, ③ 1Q26기준 시총의 약 84%에 달하는 순현금(783억 원)과 안정적 본업 FCF라는 다층적 '구조가 함께 작동한다는 점에서 지속 가능성이 높음

**2) 경쟁력을 갖춘 전자책 구독 시장 1위 사업자:** 동사 1위 지위는 진입장벽 기반의 구조적 경쟁력에 기반. 직접 경쟁자 부재와 제한적 시장 규모에 따른 낮은 진입 매력도가 우호적 경쟁 환경을 형성하는 가운데, 8년간 축적된 출판사와의 공고한 파트너십을 기반으로 ① 콘텐츠 소싱 우위, ② 출판사의 동사 플랫폼 우선 노출 유인(사용량 연동 정산 구조), ③ 선제적 출판사 친화 정책이 단기간에 복제하기 어려운 진입장벽으로 작동. 국내 전자책 시장은 침투율(국내 12.7% vs 미·일·중 평균 22%)과 가입자 수(현 90만 명 vs 중장기 200만 명) 기준 약 2배 내외의 중장기 확장 여력이 잔존하는 가운데, 시장 확대 수혜가 동시에 우선적으로 집중될 전망

## 밸류에이션: 펀더멘털 대비 할인 구간, 상방 트리거와 하방 지지력 동시 보유

동사 주가는 2026F PER 6.1배·PBR 1.0배로 피어 평균 대비 약 60% 내외 할인 거래. 성장성·수익성 모두 피어를 상회함에도 ① 국내 시장 정체, ② 전자책 단일 카테고리 의존, ③ KT 단일 고객사 집중에 따른 성장성 우려가 디스카운트의 본질. 실구독자 순증 가시화 시 PER 10~15배까지의 단계적 확장, ROE 가이던스 유지 시 PBR 1배 초중반까지의 리레이팅 여력이 잔존하며 1Q26기준 시총의 약 84%에 달하는 순현금이 하방 지지

### Forecast earnings & Valuation

	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	458	566	726	882	1,005
YoY(%)	58.8	23.4	28.3	21.5	14.0
영업이익(억원)	42	104	110	144	150
OP 마진(%)	9.1	18.4	15.2	16.3	14.9
지배주주순이익(억원)	133	145	115	158	152
EPS(원)	2,033	2,058	1,358	1,847	1,780
YoY(%)	흑전	1.2	-34.0	36.0	-3.6
PER(배)	0.0	8.4	10.6	7.4	6.1
PSR(배)	0.0	2.2	1.7	1.3	0.9
EV/EBITDA(배)	N/A	8.2	4.4	2.4	0.6
PBR(배)	0.0	2.5	1.7	1.4	1.0
ROE(%)	-35.4	44.6	18.0	20.0	16.5
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	4.0	5.1

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (5/19)	10,850원
52주 최고가	19,190원
52주 최저가	10,850원
KOSDAQ (5/19)	1,084.36p
자본금	43억원
시가총액	929억원
액면가	500원
발행주식수	9백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	8억원
외국인지분율	5.34%
주요주주	지니뮤직 외 1인 38.47%



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.8	-19.6	-24.5
상대주가	-14.5	-35.4	-50.3

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 매출액 증가율, 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'인. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶기업 밸류업 공식 법인 주주가치 존중 기업문화로의 변화를 위해 자발적으로 기업가치 제고 노력을 하는 기업. 기업가치 제고 계획을 자율적으로 수립하고, 이행하며 투자자와 소통하는 기업

## 기업 개요

### 1 회사개요연혁

#### KT밀리의서재는 전자책 구독 서비스 국내 1위 기업

동사는 2016년 7월 설립된 국내 1위 전자책 구독 플랫폼 사업자로, 2023년 9월 코스닥 시장에 상장했다. 2017년 10월 업계 최초로 월정액 무제한 전자책 구독 서비스 '밀리의서재'를 출시하며 시장을 개척했으며, 2021년 9월 KT의 음원 자회사인 (주)지니뮤직에 인수되어 KT 미디어 그룹에 편입됐다. 이후 2025년 3월에는 사명을 (주)밀리의서재에서 (주)KT밀리의서재로 변경하며 그룹 브랜드 체계에 통합됐다.

주력 서비스는 23만여 권의 전자책 라이브러리를 무제한 이용할 수 있는 월정액 구독 모델 '밀리의서재'로, 약 2,700개 출판사와의 직접 계약을 통해 콘텐츠 풀을 확보하고 있다. 일반 전자책 외에 오디오북·책북·오브제북·도슨트북 등 자체 기획 2차 콘텐츠로 라인업을 다변화해 왔으며, 2023년 5월 회원 참여형 창작 플랫폼 '밀리로드' 개설, 2025년 4월 오프라인 제휴 서비스 '밀리 플레이스' 론칭, 2025년 6월·9월 웹소설·웹툰 서비스 '밀리스토리' 순차 오픈을 통해 콘텐츠 영역을 지속 확장해왔다. 특히 '밀리스토리'는 2025년 6월 KT 그룹 계열사 (주)스토리위즈로부터 38억원에 양수한 플랫폼 사업(블라이스·KTOON)을 기반으로 출시됐다. 현재 매출은 100% 국내에서 발생하고 있으나, 자체 발굴 IP의 해외 판권 수출이 간접 진출 형태로 점진 확대되는 단계다.

### 연혁

2016~2022	2023	2024~
<p><b>2016. 07</b> 법인 설립</p> <p><b>2017. 10</b> 밀리의서재 서비스 출시</p> <p><b>2021. 01</b> 사용자 참여형 오디오북 '내가 만든 오디오북' 서비스 공개</p> <p><b>2021. 09</b> 최대주주 변경 (서영택 → (주) 지니뮤직)</p> <p><b>2022. 02</b> KT 번들링 요금제 출시</p> <p><b>2022. 05</b> 삼성전자(DS) 기업도서관 제공</p>	<p><b>2023. 04</b> 영상형 독서 콘텐츠 '오브제북' 오픈</p> <p><b>2023. 05</b> 창작플랫폼 '밀리로드' 오픈</p> <p><b>2023. 05</b> 현대차 기업도서관 제공</p> <p><b>2023. 06</b> KT 알뜰폰 번들링 요금제 출시</p> <p><b>2023. 08</b> 첫 오리지널 종이책 &lt;나는 왜 자꾸 내 탓을 할까&gt; 출판, 출간 사업 본격화</p> <p><b>2023. 09</b> 코스닥 상장</p> <p><b>2023. 10</b> PC뷰어 베타 서비스 오픈</p> <p><b>2023. 12</b> 제휴 출판사 2,000곳 돌파</p>	<p><b>2024. 01</b> &lt;나는 왜 자꾸 내 탓을 할까&gt; 해외 판권계약 체결 (베트남, 태국, 러시아)</p> <p><b>2024. 05</b> &lt;여자의 세계&gt; 김지은 작가 시 페르소나 챗봇 오픈</p> <p><b>2024. 06</b> AI 스마트 키워드 서비스 시작</p> <p><b>2024. 06</b> &lt;분실물이 돌아왔습니다&gt; 공연 판권 계약 체결</p> <p><b>2024. 07</b> KT 티/지/일 요금제 개편</p> <p><b>2024. 08</b> AI TTS 출시</p> <p><b>2024. 10</b> 토스X밀리의서재 협업 &lt;8주류 경제학&gt; 출간</p> <p><b>2024. 12</b> 이용자점 연동 '밀리 페어링' 서비스 오픈</p> <p><b>2025. 03</b> 상호 변경(밀리의서재 → KT밀리의서재)</p> <p><b>2025. 04</b> 오프라인 연계 서비스 '밀리 플레이스' 론칭</p> <p><b>2025. 04</b> SKT 우주 제휴</p> <p><b>2025. 06</b> 스토리위즈 영업양수도 계약 체결</p> <p><b>2025. 06</b> 밀리스토리(웹소설) 서비스 오픈</p> <p><b>2025. 09</b> 밀리스토리(웹툰) 서비스 오픈</p>

자료: KT밀리의서재, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 2 주주구성

#### 최대주주 현황 및 KT그룹 편입 배경

#### 2021년 KT지니뮤직의 지분 인수 이후 KT 미디어 밸류체인 내 주축으로 기능

동사의 최대주주는 KT의 음원 자회사 (주)KT지니뮤직으로, 2026년 5월 19일 기준 보통주 3,290,310주(지분율 38.41%)를 단독 보유한다. 박현진 대표이사(0.06%, 5,000주)를 포함한 최대주주 측 합산 지분율은 38.47%다. KT그룹 내 지배구조는 (주)KT(90.91%) → (주)KT스튜디오지니(35.97%) → (주)KT지니뮤직 → (주)KT밀리의서재로 이어지는 구조이며, 동사는 KT 미디어 밸류체인의 소비자 접점에서 전자책·독서 콘텐츠를 담당한다.

지니뮤직이 2021년 9월 동사 지분 38.63%(2,536,970주)를 총 464억원에 인수(지분 100% 환산 기업가치 약 1,200억원)하며 최대주주에 오른 배경에는 본업인 음원 스트리밍 시장의 성장 정체와 사업 다각화 필요성이 자리한다.

당시 지니뮤직은 유튜브뮤직·스포티파이 등 글로벌 사업자의 국내 잠식으로 가입자 증가세가 둔화된 상황이었으며, 음원과 인접 영역인 오디오북·전자책으로 영역을 넓혀 'AI 기반 오디오 플랫폼'으로 사업 모델을 다각화하는 전략을 추진하던 시점이었다. 동사는 인수 시점 누적 구독자 약 350만명·보유 전자책 약 10만 권으로 국내 전자책 구독 시장 1위였고, 2020년 매출 192억원(YoY +75%)의 가파른 성장세를 이어가고 있었다. 여기에 지니뮤직이 보유한 음원 추천 알고리즘과 음성 AI 기술을 도서 추천·오디오북 제작에 곧바로 접목할 수 있어 사업 시너지 측면에서도 매력적인 후보로 평가됐다.

KT그룹 차원에서도 의미가 컸다. 통신(KT)·음원(지니뮤직)·영상(스튜디오지니)에 이어 동사(전자책)가 그룹 미디어 구독 라인업에 편입되며, 그룹 차원의 가입자 결속력 강화에 기여하는 핵심 콘텐츠 자산으로 자리잡았기 때문이다. 실제로 인수 이후 통신사 결합 채널이 빠르게 확장됐고, 2025년 기준 동사 매출의 47.5%가 KT·LG U+·SKT 등 통신사 결합 상품에서 발생할 정도로 시너지가 수치로 구체화됐다.

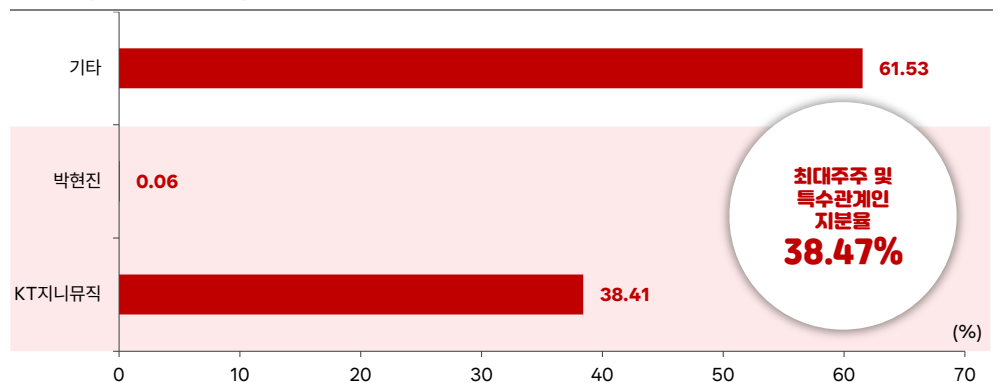
인수 후 약 4년 반이 흐른 현재, 당시 의도했던 시너지 효과가 실적 지표로 뚜렷하게 확인되고 있다. 모회사 (주)KT지니뮤직의 본업인 음악사업 부문 영업이익은 글로벌 플랫폼과의 경쟁 심화로 2023년 74억원에서 2025년 29억원까지 감소한 반면, 동사가 영위하는 도서관련콘텐츠 부문은 같은 기간 매출이 564억원에서 881억원으로 연평균 25% 성장(지니뮤직 연결 매출 내 비중 18%→29%)했고, 영업이익도 91억원에서 130억원으로 확대되며 지니뮤직 연결 영업이익(162억원)의 약 80%를 차지, 그룹 미디어 사업의 수익성을 뒷받침하는 중심축으로 자리 잡았다.

**대표이사 약력 및 취임 후 경영 성과**

박현진 대표이사(1968년 9월생)는 연세대 경영학 석사 출신으로, 2000년 (주)KT에 입사해 마케팅·B2C 핵심 본부장직을 두루 거쳤다. 2022년 1월 (주)KT지니뮤직 대표이사로 발탁된 뒤, 2024년 3월 동사 대표이사로 자리를 옮겼다.

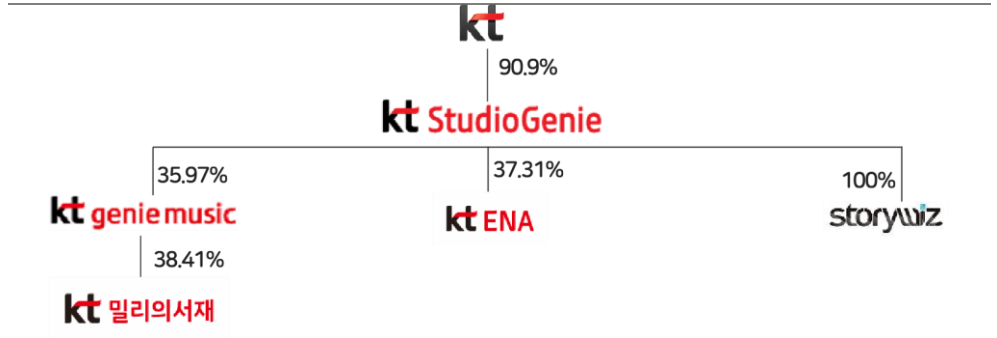
박현진 대표 취임 후 동사는 웹소설·웹툰 서비스 '밀리스토리' 론칭, 독서 친화 카페와 제휴해 회원에게 공간 이용 및 음료 할인·작가 강연 혜택을 제공하는 오프라인 서비스 '밀리 플레이스' 출시 등 신사업을 연속 추진하며 단순 전자책 구독 사업자에서 종합 디지털 독서 플랫폼으로 외형을 확장해 왔으며, 향후 3년간 누적 600억원을 투자해 2027년 매출 1,500억원(2025년 매출 882억원 대비 약 1.7배)을 달성한다는 중장기 목표를 제시한 바 있다.

주주 구성(2026.05.19 기준)



자료: KT밀리의서재, 한국IR협의회 기업리서치센터

KT그룹 지배구조



자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

**3 비즈니스 모델 (2025년 기준)**

**사업부문**

주요 사업인 전자책 구독 서비스가  
매출의 대부분을 차지하며,  
B2C/B2B/ B2B2C로 채널  
세분화

**매출유형별**

동사 매출은 '플랫폼(전자책 구독 등)'과 '출간·콘텐츠 유통 등 기타'로 구분되며, 2025년 매출 882억원 가운데 플랫폼 매출이 870억원(98.6%)으로 사실상 단일 사업 구조에 가깝다.

**1) 플랫폼: 전자책 구독 등 (매출비중 98.6%, YoY +21.3%)**

전자책 정기구독 서비스 '밀리의서재'를 통한 구독료 수익이다. 회원이 월 11,900원(웹 기준)을 결제하면 전자책과 자체 기획 2차 콘텐츠(오디오북·책북·도슨트북·오브제북·시네마북·AI 오디오드라마)를 무제한 이용할 수 있는 구독 모델로, 콘텐츠 풀은 ① 출판사 2,700여 곳과의 직접 계약을 통해 소싱한 일반 도서(콘텐츠 풀의 대다수), ② 작가와 직접 계약해 출판권을 확보한 '밀리 오리지널' IP, ③ 2025년 6월 (주)스토리위즈로부터 양수한 블라이스·KTOON 플랫폼 기반 웹소설·웹툰 서비스 '밀리스토리'로 구성된다.

**2) 출간·콘텐츠 유통 등 기타 (매출비중 1.4%, YoY +37.4%)**

자체 발굴 IP를 종이책으로 출간해 외부 서점에 유통하는 '밀리 오리지널스' 종이책 판매 매출과, 보유 IP를 영상화·해외 판권 등 외부 채널로 라이선싱하는 콘텐츠 유통 매출로 구성된다. 2023년 5월 회원 참여형 창작 플랫폼 '밀리로드' 론칭 이후 [회원 창작 → 전자책 IP 확보 → 종이책 출간 → 영상화·해외 판권화]로 이어지는 IP 밸류체인을 구축 중이며(2025년 말 기준 밀리로드 등록 작품 약 1.4만 편, 에피소드 8.7만 편 이상), 매출 비중은 1%대로 미미하다.

**채널별**

동사 플랫폼 매출은 판매 채널별로 ① 자사 앱·웹 직판(B2C), ② 기업·공공기관 단체 구독(B2B), ③ 통신사·MVNO 결합·부가서비스(B2B2C)로 구분된다.

**1) B2C: 자사 앱·웹 직판 (매출비중 42.2%, YoY -2.6%)**

B2C 채널은 가입자가 자사 웹사이트 또는 앱스토어(iOS·구글 플레이)를 통해 직접 구독하는 채널이다.

**P(구독료)**

동사는 2025년 6월, 2017년 서비스 출시 이후 8년간 동결해온 구독료를 인상했다. 웹 기준 월 정기구독은 9,900원에서 11,900원으로 20% 인상됐고, 연 정기구독은 99,000원에서 119,000원으로 조정됐다. 앱 채널은 인앱결제 수수료율 차이를 반영해 iOS는 11,900원에서 14,900원으로 25%, 구글 플레이는 9,900원에서 12,900원으로 30% 인상됐다. 다만 인상은 신규 가입자에게만 적용되며, 기존 가입자는 인상 전 가격을 유지한다. 이는 2017년 서비스 출시 이후 누적된 충성 가입자층의 이탈을 방어하기 위한 전략적 선택으로 판단된다.

한편, 이번 가격 인상은 단순 ARPU 상승보다 콘텐츠 풀 확대에 따른 변동비 부담을 선제적으로 흡수하기 위한 조치에 가깝다. 동사는 기존 전자책 외에 웹소설·웹툰(밀리스토리, 2025.6-9 순차 론칭)을 동일 구독료 내에서 통합 제공하며 콘텐츠 범위를 확대했다. 이 경우 가입자당 콘텐츠 소비량 증가 → 콘텐츠 매입비(변동비) 상승으로 이어질 가능성이 있으며, 가격 인상 시점이 밀리스토리 론칭 시점과 맞물린 점이 이를 뒷받침한다.

본 채널의 재구독률이 약 90% 수준임을 감안하면, 매년 약 10% 내외의 가입자가 인상이 적용 대상으로 전환되는 구조로 추정된다. 따라서 가격 인상 효과는 단기에 일괄 반영되기보다, ARPU에 점진적으로 반영되는 중장기 개선 요인으로 판단된다.

**Q(가입자수)**

B2C 가입자는 직접 결제 기반의 독서 수요가 명확한 가입자층으로, 단순 가격보다 베스트셀러·신간 커버리지와 서비스 편의성에 대한 민감도가 상대적으로 높다.

가입자 구성 측면에서는 월 1권 내외를 이용하는 라이트 유저와 다독 성향의 헤비 유저가 공존하는 이원화된 구조로 볼 수 있다. 라이트 유저는 월 구독료 1만원대에서 단행본 1권 가격 수준 이상의 효용을 확보하는 가성비 동기가 강하고, 헤비 유저는 23만 권 라이브러리와 누적 독서 경험에 따른 정착 효과가 크다. 두 가입자층 모두 채널 이탈 유인이 낮은 구조이며, B2C 재구독률이 약 90% 수준에서 유지되고 있다는 점이 이를 뒷받침한다.

한편 B2C 채널은 B2B2C와의 단가 차이(웹 정가 11,900원 vs 통신사 결합·부가서비스 7~8천 원대) 구조상 일부 가입자가 통신사 제휴 채널로 이동한 것으로 파악되며, KT 번들링 효과로 B2B2C 외형이 빠르게 확대된 점이 이를 뒷받침한다. 따라서 B2C 매출 감소는 수요 훼손보다 채널 간 가입자 재배치 성격이 강하며, 동사 본업의 성장성은 채널별 실적보다 약 90만 명 수준에서 유지되고 있는 전자 실구독자수 추이를 통해 점검하는 것이 더 유의미하다. 한편 공공 도서관 전자자료 보급 확대도 동사 B2C 채널의 잠재 대체재로 부상하고 있어, 향후 B2C 가입자 동향 점검 시 함께 고려할 변수다.

**2) B2B: 대기업·공공기관 단체 구독 (매출비중 9.0%, YoY -3.7%)**

기업·공공기관이 임직원 대상 단체 구독권을 일괄 구매하는 채널이다. 매출 비중은 9.0%로 높지 않으나, 삼성전자·LG 전자·현대차그룹 등 국내 주요 그룹사 레퍼런스가 동사의 브랜드 신뢰도를 강화한다는 점에서 전략적 의미가 큰 채널이다. 기업 측의 주요 도입 목적은 임직원 교육과 복지(사내 도서관 운영 등) 수요로 파악된다.

**P(구독료)**

B2B 채널은 정가 대비 약 30~40% 할인된 단체 구독료가 적용된다. 단가는 기업·기관과의 개별 협상을 통해 책정되며, 동사는 자체 가이드라인을 기반으로 추가 할인 요구에는 보수적으로 대응하고 있어 일정 수준의 가격 안정성이 유

지되는 것으로 판단된다.

2025년 6월 B2C 정가 인상(9,900원 → 11,900원, +20%)에 따라 B2B 단가도 동률 인상되는 구조이며, 구독료는 월 7~8천원대에서 형성되는 것으로 추정된다. 정가 인상 효과는 기존 계약 갱신 주기에 따라 시차를 두고 반영될 전망이다. B2B 계약은 통상 3~12개월 단위로 운영되는 구조로 파악되며, 일부 갱신 계약은 이미 인상된 정가를 기준으로 재계약이 진행된 것으로 확인된다. 따라서 정가 인상 효과는 신규·갱신 계약이 누적되면서 2026년 이후 점진적으로 반영될 가능성이 높다.

### Q(가입자수)

B2B 채널의 가입자는 기업과 체결된 계약 임직원 수 기준으로 인식되며, 구독권은 개별 아이디로 제공된다. 실제 이용 여부와 무관하게 계약 명수 기준으로 가입자가 집계되는 구조인 만큼 임직원 수가 많은 대기업·공공기관 등 대형 고객사 확보가 본 채널 외형 성장의 핵심 변수로 작용한다.

누적 제휴기업은 2026년 4월 기준 약 190개사로 대기업·공공기관·금융기관·교육청 등으로 다변화되어 있다. 초기 성장은 2022년 삼성전자 계약을 시작으로 대기업 중심으로 진행됐으며, 2025년에는 신규 고객사 50곳 이상 추가와 군장병 시범 사업 진입으로 고객 기반이 확대됐다.

활성화율은 약 22.7%(이용 가능 임직원 44만 명 / 월 활성 10만 명 이상) 수준으로 도입 임직원의 일부만 실제 이용하는 구조이나, 만족도 94.2%·재계약 의향 98.1%로 정성 지표는 양호하다. 활성화율은 단기 실적에 직접 반영되지 않으나, 재계약 시 계약 명수 유지·확대에 영향을 미치는 만큼 본 채널의 중장기 외형 안정성을 판단하는 주요 지표로 작용한다.

기업도서관 운영 시장은 대기업 임직원 약 220만 명 규모로, 동사 B2B 이용 가능 임직원 약 44만 명을 감안하면 시장 점유율 약 18% 수준이다. 향후 확장 가능 영역은 ① 현재 도서관(매점) 방식이 차지하고 있는 약 82% 잠재 구간의 구독 모델 전환, ② 기업도서관 미도입 영역인 약 245만 명(전체 대기업 직원 약 465만 명 중 45%) 신규 진입으로 구분되며, 2026년에는 조직 규모와 교육·복지 수요를 동시에 갖춘 금융권이 핵심 공략 대상이 될 전망이다.

### 3) B2B2C: 통신사·제휴처 결합 (매출비중 47.5%, YoY +65.0%)

KT·SKT·LG U+ 통신 3사와 MVNO 제휴를 기반으로 운영되며, 2025년 매출 비중은 47.5%까지 확대됐다. 이는 2024년 35.0% 대비 12.5%p 상승한 수치로, 2025년 전사 매출 성장을 견인한 단일 최대 채널이다.

### P(가격)

B2B2C 채널은 B2C 정가 대비 약 30~40% 할인된 단가가 적용되며, 단가 체계는 통신사 결합 방식에 따라 차별화된다. KT는 요금제에 동사 구독이 포함되는 번들링 구조로 별도 정산 단가가 적용되는 반면, SKT(T우주)·LG U+(유독)는 가입자가 별도로 선택하는 부가서비스형 제휴로 일반 단가 체계가 적용된다.

2025년 6월 B2C 정가 인상(9,900원 → 11,900원, +20%)에 따라 SKT·LG U+ 등 부가서비스형 제휴 단가도 동률 인상되는 구조이며, 단가는 월 7~8천원대에서 형성되는 것으로 추정된다. 일부 제휴처에서는 이미 인상된 정가를 기준으로 재계약이 진행된 것으로 확인되며, 이에 따라 정가 인상 효과는 KT 외 제휴처의 신규·갱신 계약이 누적되면서 2026년 이후 점진적으로 반영될 가능성이 높다. 다만 KT 번들링은 요금제에 포함된 결합상품 형태로 일반 부가서비스형 제휴와 단가 체계가 달라, 정가 인상분의 동일 비율 전가는 제한적일 가능성이 높다.

**Q(가입자수)**

B2B2C 채널의 가입자는 통신사와 체결된 결합·부가서비스 가입자 수 기준으로 인식되며 실제 이용 여부와 무관하게 매출이 인식된다. KT 번들링(티지밀 요금제)은 요금제 가입자가 자동 유입되는 반면, SKT(T우주)·LG U+(유독)는 가입자가 별도 선택하는 부가서비스형 구조다. 이에 따라 KT향 매출 기여도가 가장 높으며, 2025년 KT향 인식 매출은 약 349억 원으로 B2B2C 매출의 약 83%를 차지한다.

**통신사별 결합방식 비교**

구분	결합 시점	제휴 방식	가입자 인식 기준	유입 강도	특징
KT	2022.2/2025.7 추가	요금제 번들링	요금제 가입자 기준	높음	'티빙·지니·밀리 초이스' 등 결합 요금제
SKT	2025.4	T 우주 부가서비스	부가서비스 가입자 기준	제한적	별도 선택형 구독 서비스로 제공
LG U+	2021.5	유독 부가서비스	부가서비스 가입자 기준	제한적	별도 선택형 구독 서비스로 제공
MVNO	2023.6	알뜰폰 제휴	제휴 조건별 상이	점진적	알뜰폰 사업자(KT 엠모바일 등) 제휴, 채널 다각화 수단

자료: 각사, 한국R협회의 기업리서치센터

**채널별 매출구조 및 수익성 비교**

구분	B2C (직판)	B2B (단체구독)	B2B2C (통신사 결합)
판매 채널	개인고객	기업고객(3~12개월 구독권)	통신사·MVNO 결합·부가서비스 (KT 번들링 중심)
P(구독료)	월 11,900 원/ 연 119,000 원	정가 대비 30~40% 할인	정가 대비 30~40% 할인 (KT 번들링은 별도 단가 체계)
Q(가입자 수)	결재 가입자 수	계약 임직원 수	결합 가입자 수
2025년 매출 비중	42.2%	9.0%	47.5% (단일 최대)
매출액 성장률(YoY)	-2.6%	-3.7%	+65.0% (성장 견인)
마진율	B2B2C > B2C > B2B (채널 간 차이 1~2%p)		

자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

**비용구조**

**콘텐츠 매입비 비중이 높아  
레버리지 효과는 제한적**

동사의 2025년 매출 대비 주요 비용 항목 비중은 전자책 콘텐츠 구입 28.1%, 종업원급여·복리후생비 24.4%, 지급수수료 7.6%, 광고선전비 7.2%, 판매수수료 5.4%, 상각비 4.8%, 용역비 2.5% 순이며, 콘텐츠 구입·인건비 두 항목이 합산 52.5%로 핵심 비용에 해당한다.

**콘텐츠 매입비**

콘텐츠 매입비는 제휴 출판사로부터 전자책을 공급받아 가입자에게 제공하는 대가로 출판사·작가에게 지급하는 정산 비용이다. 정산방식은 크게 두 가지로 구분된다.

첫째, 기본 방식은 사용량 연동 누적 정산이다. 회원이 도서를 최초 이용하면 1회 정산이 발생하며, 이후 일정 이용 횟수(약 25회 수준)나 기간 경과 시 추가 정산이 누적되는 형태로 운영된다. 구체적인 정산 단가, 누적 횟수, 정산 주기는 도서·출판사·계약별로 상이한 것으로 파악된다.

둘째, 일부 도서에는 매절 방식이 적용된다. 매절은 일정 기간의 사용권을 사전에 일괄 매입하는 구조로, 실제 이용량과 무관하게 비용이 발생한다. 주로 베스트셀러·유명 콘텐츠처럼 사용량 연동 정산만으로 확보하기 어려운 도서에 적용되는 것으로 파악된다. 따라서 콘텐츠 경쟁력 확보에는 유리하지만, 고정원가 성격이 강해 단기 원가 부담을 높일 수 있다.

동사 원가 구조의 특징은 대규모 콘텐츠 풀 전체를 매입원가로 부담하는 것이 아니라, 실제 회원이 이용한 도서와 이용 횟수에 한정해 비용이 발생한다는 점이다. 이 구조 덕분에 대규모 콘텐츠 풀을 유지하면서도 실제 이용량에 맞춰 원가를 통제할 수 있다. 이러한 사용량 연동 구조에서는 가입자 믹스가 원가율을 좌우한다. 헤비 유저 비중이 높아질 경우 이용량 증가에 따라 콘텐츠 매입비 부담이 확대될 수 있는 반면, 라이트 유저 중심의 가입자 믹스에서는 매출 증가 대비 콘텐츠비 증가 폭이 제한된다. 현재 동사 가입자는 월 1회 내외의 라이트 유저 비중이 높아 콘텐츠 매입비 부담이 제한적인 것으로 파악된다.

한편, 채널별 활성화율 차이도 원가율에 영향을 미친다. 가입자 기준으로 매출이 인식되는 B2B2C·B2B 채널의 활성화율은 각각 약 33%, 약 22.7% 수준으로 파악되며, 활성화율이 낮을수록 콘텐츠 매입비 부담이 제한돼 단기 마진에 우호적으로 작용할 수 있다. 다만 활성화율이 지나치게 낮을 경우 서비스 이용률 저하와 재계약 협상력 약화로 이어질 수 있어, 비용 효율성과 서비스 이용 기반을 함께 고려한 적정 수준의 활성화율 관리가 필요하다.

### 영업레버리지

동사의 비용구조는 콘텐츠 매입비와 판매수수료를 합한 변동비가 매출의 약 38%, 인건비와 플랫폼 운영비 중심의 고정비성 비용이 약 35%, 광고선전비 등 전략적 통제가 가능한 비용이 약 7%로 변동비 비중이 높은 구조상 매출 성장에 따른 영업레버리지 효과는 제한적이다. 매출 대비 비용 관리는 콘텐츠 매입비율 30~40%, 인건비율 20~25%, 수수료율 10~15%, 플랫폼 운영비율 약 10%, 마케팅비율 5~10% 수준에서 이루어지며, 이에 따른 영업이익률은 15~20% 범위에서 형성되는 것으로 파악된다.

**KT 핵심이슈: KT중심 B2B2C채널의 성장**

**KT 번들링 요금제로 B2B2C 채널의 급격한 성장 시현**

동사 B2B2C 채널은 2025년 매출 419억 원으로 전년 대비 65.0% 성장했으며, 매출 비중도 2022년 24.5%에서 2025년 47.5%로 23.1%p 확대되며 단일 최대 채널로 자리잡았다. 이 과정에서 KT향이 B2B2C 매출의 약 83%를 차지하며 성장을 주도했고, KT향 분기 매출 또한 1Q24 44억 원에서 1Q26 102억 원까지 약 2.3배 확대됐다.

KT 입장에서 동사 결합은 단순 부가서비스가 아니라 그룹 콘텐츠 패키지의 핵심 구성 요소로 볼 수 있다. KT는 통신 본업 위에 음원(지니뮤직), 영상(스튜디오지니·티빙), 전자책(동사)을 결합해 5G 프리미엄 요금제 차별화 수단으로 활용하고 있으며, 2025년 7월에는 OTT·음원·전자책을 묶은 ‘티빙·지니·밀리 초이스’ 요금제를 출시했다.

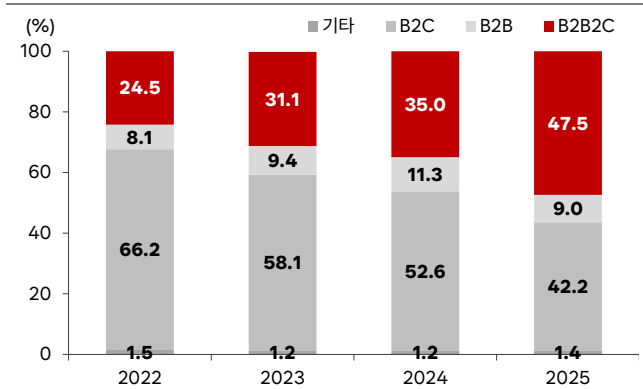
동사 결합 유지 유인은 두 가지 측면에서 형성된다.

첫째, 자회사 가치 측면이다. 동사는 모회사 KT지니뮤직 연결 실적에서 높은 기여도를 차지하는 핵심 자회사로, 양사 간 결합 구조가 유지될수록 KT지니뮤직의 연결 실적 안정성과 전략적 가치가 함께 부각될 가능성이 높다.

둘째, KT 통신 본업 측면이다. 동사 구독은 5G 프리미엄 요금제와 결합돼 콘텐츠 기반의 차별화 요소로 기능하고 있으며, 이는 KT의 요금제 경쟁력 강화와 가입자 충성도 제고에 긍정적으로 작용하는 요인으로 판단된다.

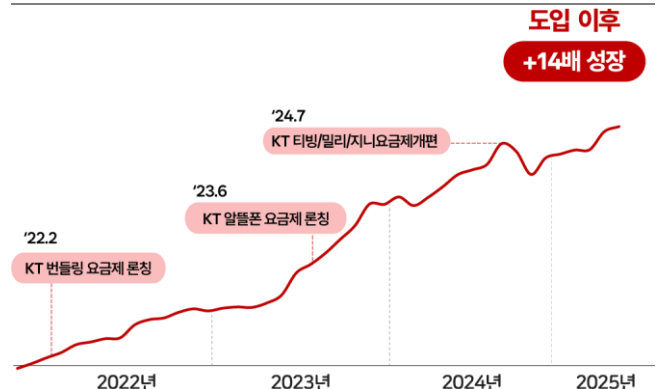
따라서 KT향 매출은 단순 제휴 매출이라기보다, 그룹 콘텐츠 패키지 전략과 통신 요금제 차별화 전략에 기반한 구조적 매출 성격이 강하며, B2B2C 채널은 안정적 수익 기반으로서의 의미가 있다.

채널별 매출비중 추이



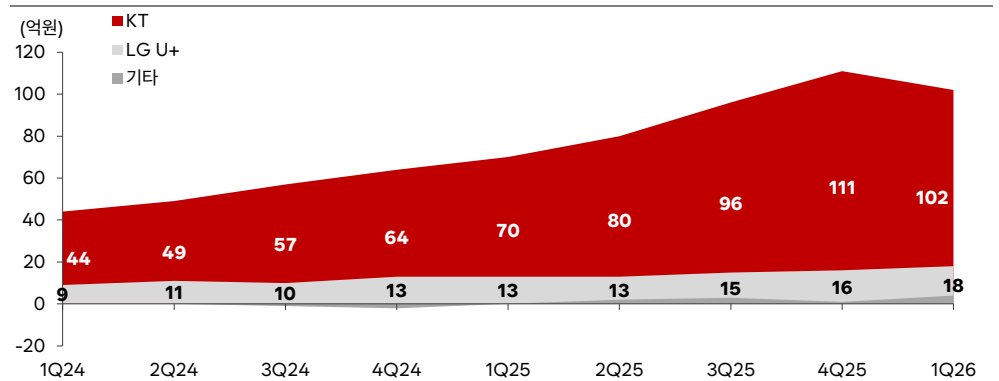
주: 기타매출은 종이책 상품 판매 및 콘텐츠 유통 매출  
 자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

B2B2C 실구독자 수 성장 추이



자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

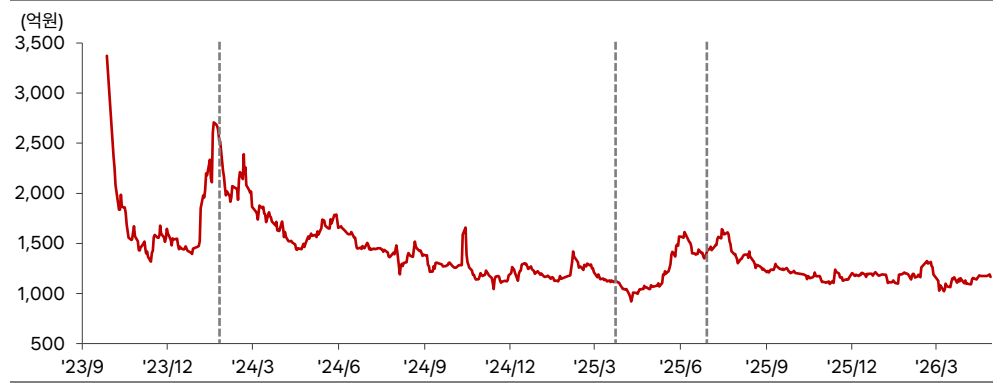
B2B2C향 주요 고객사 분기별 매출액 추이



자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

**5** 참고자료: 상장 이후 시가총액 추이

시가총액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

**주가 키폭터: 신규 성장동력 가시화**

**1. 2023/9~2024/2: 시총 하락 후 급등**

상장 이후 오버행 우려 및 차익실현 매물로 시가총액 급락. 이후 2023년 12월 생성형 AI 기술을 접목한 '시오브제북', '시도슨트북' 서비스가 출시되며 AI 관련주로 시가총액 폭등

**2. 2024/2~2025/4: 시총 장기 우하향**

구독형 BM의 성장성 한계 우려와 신규사업인 웹소셜 플랫폼의 초기성과 저조가 맞물리며 AI 테마 이후 밸류에이션 조정, 시가총액 우하향

**3. 2025/4~2025/7: 시총 상승**

- 2025/4 통신3사 해킹 사고 이후 국내 통신3사 모두를 고객으로 하는 B2B2C 기반을 마련, 신규가입자 유입 기대
- 2025/6 신규가입자 구독료 인상
- 웹소셜/웹툰 서비스 '밀리스토리'로 실적 기대감 증가

**4. 2025/8~2026/4: 시총 하락**

성장 둔화 우려로 시가총액 하락. 2025년 실적발표에서 역대 최대 실적 기록 및 첫 현금배당(주당 550원)을 결정하며 주가 하방경직성 확보

## **산업 현황**

### ■ 글로벌 전자책 시장

**글로벌 도서 시장의 점진적인  
디지털화 흐름과 주요국 대비 한국  
전자책 침투율 성장여력 주목**

글로벌 전자책 시장은 2024년 149억 달러에서 2029년 157억 달러로 연평균 1.1% 성장이 전망된다(자료: Statista). 같은 기간 글로벌 종이책 시장이 702억 달러에서 708억 달러로 연평균 0.2% 수준의 사실상 정체 흐름을 보이는 점을 감안하면, 도서 시장 내 디지털 매체로의 점진적 전환 흐름은 지속되고 있다.

전자책 시장 내에서는 구독 모델의 성장성이 더 두드러진다. 글로벌 전자책 구독 시장은 2024~2033년 연평균 10.5% 성장이 전망되며, 이는 전체 전자책 시장 성장률 1.1%의 약 9.5배 수준이다(자료: Future Market Report). 즉 전자책 전체 시장은 완만하게 성장하지만, 그 안에서 구독 모델의 비중은 빠르게 확대되는 구조다.

구독 모델의 성장 동력은 세 가지로 정리된다.

- ① 가격 경쟁력: 월 구독료 10~12달러가 신간 1권 가격과 유사한 수준이어서, 월 1권 이상 독서하는 이용자에게는 단건 구매보다 경제적이다.
- ② 콘텐츠 탐색 효율: 큐레이션·검색·개인화 추천 기능이 이용자의 콘텐츠 탐색 부담을 낮추고 플랫폼 체류 시간을 늘린다.
- ③ 가입자 락인 효과: 누적 독서 이력과 개인 서재가 플랫폼에 쌓일수록 다른 서비스로 이동하는 전환비용이 높아져 가입자 이탈이 억제되는 구조가 형성된다.

국가별 전자책 시장 규모(전자책 단건 판매 기준, USD)는 미국이 53.4억 달러로 1위(아마존 80% 독점, Kindle Unlimited 포함 시 83%)이며, 한국이 5.4억 달러로 글로벌 5위권을 형성한다. 핵심은 시장 규모보다 침투율 격차다. 미국·일본·중국 3대 시장의 평균 침투율은 약 22%인 반면, 한국과 영국은 각각 12.7%, 15.6%에 그친다. 즉 글로벌 주요 5개국 내에서도 전자책 매체 전환은 미국·일본·중국 등 선진 3국이 앞서 있고, 영국·한국은 상대적으로 후행하는 구조로 볼 수 있다. 특히 중국은 2023년 전자책 구매율이 28%로 종이책 구매율 24%를 추월하며, 주요국 중 전자책 구매가 종이책 구매를 앞선 대표 사례로 평가된다(자료: 한국저작권위원회, 2024.10). 반면 한국은 주요국 대비 침투율이 낮은 만큼, 향후 전자책 시장의 구조적 성장 여력이 남아 있음을 시사한다.

글로벌 도서 시장 매체별 매출 추이

(단위: 억 달러, %)

연도	종이책	전자책	오디오북	디지털 비중
2017	715	113	19	15.6%
2020	678	128	25	18.4%
2023	694	146	79	24.5%
2024F	702	149	98	26.0%
2029F	708	157	130	28.8%
CAGR (2024F~2029F)	▲0.2%	▲1.1%	▲5.8%	+2.8%p

자료: 한국저작권위원회(원본 출처: Statista 'Books Worldwide' (Physical Books · eBooks · Audiobooks), 2024.10), 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 주요국 전자책 시장(2024년 기준)

(단위: 억 달러, %)

국가	시장 규모 (억 달러)	인구 대비 침투율(%)	특징
미국	53.4	20.8	아마존 80% 독점, KDP(아마존 자기출판 플랫폼) 활성화
일본	25.1	19.2	만화 비중 89.3%
중국	19.6	26.8	2023년 전자책 구매율(28%)이 종이책(24%) 추월
영국	7.7	15.6	2020년 전자책 부가세(VAT 20%) 폐지
한국	5.4	12.7	주요국 중 침투율 후행 수준, 성장 잠재력 잔존

주: 인구 대비 침투율: 전체 인구 중 최근 12개월 내 전자책을 이용한 사람의 비율

자료: 한국저작권위원회 『글로벌 전자책 시장 현황 분석』, 2024.10 (원본 출처: Statista 'eBooks Worldwide Global Comparison'), 한국IR협의회 기업리서치센터

## 국내 전자책 시장

### 국내 전자책 시장의 성장동력:

- (1) 디지털 독서 수요 확대,
- (2) 인접 콘텐츠 채널 확장,
- (3) AI 결합

국내 도서출판 시장이 2021년 약 5조 864억 원에서 2025년 약 4조 8,530억 원으로 축소되는 가운데(자료: 문화체육관광부), 전자책 시장은 이와 대조적인 성장세를 보이고 있다. 한국출판문화산업진흥원에 따르면 국내 전자책 시장(국내 전자책 사업자 매출 합산 기준)은 2023년 약 1조 3,000억 원에서 2028년 약 2조 원으로 연평균 약 9% 성장할 것으로 전망된다. 이는 국내 주요 출판사 매출(2025년 약 4조 8,530억 원, 대한출판문화협회 72개사 기준)의 약 27%에 해당하는 규모로, 전체 출판 시장이 축소되는 국면에서도 전자책 비중은 구조적으로 확대되고 있음을 시사한다. 즉, 종이책 중심의 전통 출판 시장이 위축되는 동안 독서 수요는 디지털 매체로 이동하며 전자책이 도서 시장 내 핵심 성장 동력으로 부상하는 추세다.

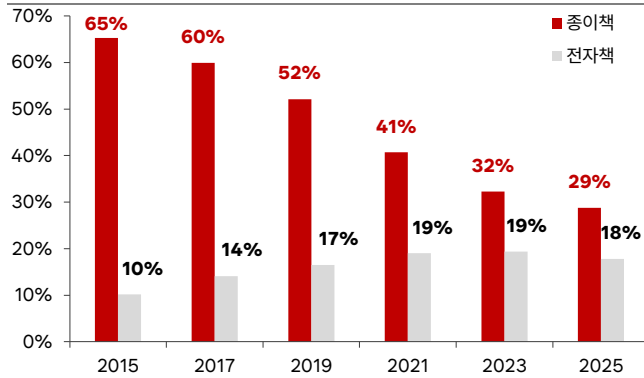
국내 전자책 시장의 성장 동력은 다음 세 가지로 정리된다.

첫째, 디지털 독서 수요의 구조적 확대다. 종이책 독서율은 2015~2025년 10년간 65.3%에서 28.8%로 절반 이하로 떨어진 반면, 전자책 독서율은 10.2%에서 17.8%로 상승해 왔다(자료: 문화체육관광부). 특히 20대 이하의 전자책 독서율은 51.9%로 성인 평균(17.8%)의 약 3배 수준에 달한다. 어린 시절부터 모바일·디지털 기기에 익숙한 20대 이하 디지털 네이티브 세대가 점차 도서 시장의 주력 소비층으로 자리 잡을수록, 매체 전환은 구조적 흐름으로 이어질 가능성이 크다.

둘째, 인접 디지털 카테고리 성장과 결합 채널 확대다. 글로벌 오디오북 시장은 2025~2030년 연평균 26.2% 성장이 전망되며(자료: Grand View Research), 국내 웹소설 시장도 2020년 7,415억 원에서 2022년 1조 850억 원으로 2년 만에 약 46% 확대됐다(자료: 한국출판문화산업진흥원). 이러한 흐름 속에서 동사처럼 전자책·오디오북·웹소설을 통합 제공하는 플랫폼은 인접 콘텐츠 카테고리 확장에 따른 수혜가 가능한 구조로 판단된다. 한편 통신사 결합·기업 복지 채널은 라이트 유저의 신규 유입 경로로 가능하며, 전자책 구독 시장의 외형 확대를 뒷받침하는 요인으로 작용하고 있다.

셋째, AI·디지털 인프라 결합에 따른 사용자 효용 증가다. AI 기술은 독자의 읽기 습관 분석 기반 맞춤형 도서 추천, 자연어 처리 기반 검색·요약, 음성 합성 기반 오디오북 제작 단가 절감 등 다양한 영역에서 전자책 사용자의 편의성을 빠르게 끌어올리고 있다(자료: 한국저작권위원회). 동사 또한 MWC(Mobile World Congress) 2025에서 AI 기반 개인화 큐레이션 기능 'AI 독파망'(AI가 사용자 독서 데이터를 분석해 맞춤형 도서 추천·요약을 제공하는 서비스)을 공개하는 등 이러한 흐름에 직접 대응하고 있는 것으로 파악된다.

국내 성인 매체별 독서율 추이



주: 독서율: 최근 1년간 1권 이상 읽은 사람 비율(교과서·학습참고서·수험서 제외)  
 자료: 문화체육관광부 『2025 국민독서실태조사』, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 출판 부문별 매출(2025년)

(단위: 억 원)

부문	사업자 수	매출	YoY
교육 출판	42개사	41,061	-1.20%
단행본 출판	22개사	4,310	-6.90%
만화·웹툰·웹소설 출판	9개사	3,159	7.40%
주요 출판사 합계	72개사	48,530	-1.30%
<b>전자출판 플랫폼 (전자책·웹툰·웹소설 통합)</b>	<b>12개사</b>	<b>15,656</b>	<b>3.00%</b>

주: 출판사 매출은 책을 만드는 회사 매출, 전자출판 플랫폼은 디지털 콘텐츠 유통 매출  
 자료: 대한출판문화협회 『2025년 출판시장 통계』, 2026.04, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 주주환원 본격화로 가시화되는 리레이팅 여력

상장 2년 6개월 만의 첫 배당으로  
'주주환원주' 재평가 진입, 환원  
의지·구조·재무 체력 3박자가 지속  
가능성 담보

동사는 2026년 첫 현금배당을 시행하며 본격적인 주주환원 국면에 진입했다. 3개년('26~'28년) 평균 배당성향 30%를 골자로 하는 동사의 주주환원 정책은 ① 모회사 지니뮤직의 자체 환원 재개 유인 및 KT그룹 차원의 밸류업 기초, ② 소액주주 주주가치 제고 요구, ③ 반복매출 모델과 콘텐츠·브랜드 해자에 기반한 본업 현금창출력 및 무차입 순현금 구조를 기반으로 하고 있어, 단발성 이벤트가 아닌 지속 가능한 정책으로 자리잡을 가능성이 높다.

이러한 주주환원 정책의 지속적 시행은 동사를 자본시장 관심 소외에서 벗어나 주주환원주로 재평가받게 하는 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 판단되며, 본업 펀더멘탈과 환원 정책의 자본 효율화 효과가 결합되며 가이던스로 제시한 ROE 16~20%가 중장기적으로 유지될 경우, 동사 주가(현재 2026F PBR 약 1.0배)는 PBR 1배 초중반까지의 멀티플 리레이팅 여력이 존재하는 것으로 평가된다.

#### 기업가치 제고계획 발표: 30% 배당성향 가이던스

동사는 2026년 1월 19일 이사회를 통해 기업가치 제고 계획을 공시하며 ① 매출성장률 3개년 평균 15%, ② ROE 16~20%, ③ 순이익의 약 30%를 주주환원에 활용하는 3개년('26년~'28년) 목표를 제시했다. 이에 따라 2026년 2월 12일 이사회 결의를 거쳐 2025년 결산배당으로 주당 550원, 총 47.1억 원의 첫 현금배당을 시행했으며, 배당성향은 29.9%(2025년 말 기준 배당수익률 약 4.0%)로 가이던스에 부합한다. 이는 2023년 9월 코스닥 상장 이후 약 2년 6개월 만의 첫 현금배당으로, 주주환원 매력에 부각되는 구조적 전환점으로 평가된다.

#### 주주환원 지속유인: 모회사 환원 유인 + 그룹 밸류업 + 소액주주 행동주의

모회사 지니뮤직의 주주환원 재개 필요성과 KT그룹의 밸류업 기초는 동사 주주환원 정책의 안정성을 뒷받침하는 요인이다. 현재 지니뮤직은 주주환원 여력이 단기적으로 제약된 상태다. 글로벌 음원 플랫폼 경쟁 심화에 따른 영향으로 음약 본업 영업이익은 2023년 74억 원에서 2025년 29억 원으로 약 61% 급감했고, 별도 기준 이익잉여금 역시 2023년 348억 원, 2024년 140억 원에서 2025년 약 -200억 원으로 결손 전환(당기 별도 순손실 약 336억 원 반영, 핵심 요인은 C.J디지털뮤직 인수 영업권 약 400억 원의 일시 상각)됐다. 상법상 배당가능이익이 이익잉여금을 주된 재원으로 산정되는 점을 감안하면, 지니뮤직은 본업만으로 유의미한 주주환원 정책을 시행할 재무 여력이 제한적인 것으로 판단된다.

다만 지니뮤직은 결손 전환 이전 자체 밸류업 정책을 검토했던 이력이 있으며, 향후 이익 체력 회복이 확인될 경우 약 2년 내 재추진 가능성을 염두에 둔 주주환원 정책 논의가 재개될 여지가 있다. 특히 그룹 본사인 KT가 별도 순이익 50% 환원·4년간 1조 원 자사주 매입·소각 등 적극적 주주환원 기조를 운영 중인 만큼, 그룹 차원의 밸류업 방향성 또한 지니뮤직의 주주환원 재개를 뒷받침하는 요인으로 평가된다.

이러한 환경에서 동사 배당은 지니뮤직 주주환원 정책 재추진의 보조 재원으로 가능하다. 동사가 2026년 3월 지급한 2025년 결산배당금 47.1억 원 중 모회사 지니뮤직이 수령한 약 18.1억 원이 지니뮤직 1Q26 별도 영업외수익(배당금 수익)으로 인식된 것으로 확인되며, 이는 지니뮤직 2025년 별도 영업이익(29억 원) 대비 약 62%에 해당하는 규모다. 따라서 동사 주주환원 정책은 지니뮤직의 자체 환원 재개 여건과 맞물려 있는 것으로 판단되며, 동사 밸류업 유인도

함께 강화될 가능성이 존재한다.

한편, 소액주주 행동주의 요구도 동사 주주환원 기초의 지속성을 높이는 요인으로 작용하는 것으로 판단된다. 동사는 2025년 2월 서울에셋매니지먼트(1.8%)와 액트 소액주주연대(4.2%) 등 합산 약 6% 지분의 소액주주 연합으로부터 주주제안서를 수령했다. 이는 최대주주 지니뮤직(38.41%) 다음의 유의미한 의견권 집단에 해당한다.

주주제안의 핵심은 ① 당기순이익의 40%를 활용한 자사주 매입 및 그중 50% 소각, ② 당기순이익의 10% 수준의 현금 배당 시행 등 주주환원 확대 요구였다. 이와 함께 RSU·매칭그랜트 등 임직원 보상 강화, 전자투표 도입 및 개인투자자 IR 확대 등 거버넌스 개선안도 포함됐다. 이후 동사는 2025년 3월 13일 기업가치 제고 계획 수립 의사를 표명했고, 약 10개월 뒤인 2026년 1월 19일 3개년 기업가치 제고 계획을 공시한 데 이어 2월 12일 이사회 결의를 통해 첫 현금배당을 확정했다. 이러한 흐름을 감안하면, 동사의 주주환원 정책에는 외부 행동주의 요구에 대한 대응 성격이 일부 반영된 것으로 판단되며, 향후에도 주주환원 기초를 유지할 유인이 지속될 가능성이 높다.

**주주환원 지속가능성: 본업 현금창출력 + 시총 84%의 풍부한 순현금**

동사의 월 정기구독 기반 반복매출(Recurring Revenue) 모델은 가입자 기반에서 매출이 지속적으로 발생하는 구조로, 자동 갱신과 이용 습관 형성을 통해 매출·현금흐름 변동성을 낮추고 실적 가시성을 높이는 효과가 있다. 여기에 이용 기간이 길어질수록 독서 이력, 하이라이트, 추천 데이터 등이 플랫폼에 축적되며 전환비용이 형성되어 가입자 이탈률을 낮추는 요인으로 작용한다.

동사의 반복매출 구조는 카테고리 선점에 따른 콘텐츠·브랜드 해자와 결합되며 안정성이 강화된다. 전자책 구독 서비스에서는 콘텐츠 커버리지가 구독 유지의 핵심 변수인데, 동사는 전자책 구독 시장 내 1위 지위와 대규모 가입자 기반을 바탕으로 출판사의 신간·베스트셀러 공급 유인을 높이는 플랫폼으로 자리잡았다. 즉, 가입자 기반은 콘텐츠 확보력을 높이고, 콘텐츠 경쟁력은 다시 가입자 유지로 이어지는 선순환 구조다. 이에 따라 동사는 실구독자 기반의 안정성과 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 견조한 매출·이익 창출력을 유지할 수 있는 펀더멘탈을 확보한 것으로 판단된다.

이러한 사업 구조의 안정성은 현금흐름 지표에서도 확인된다. 동사 연간 영업현금흐름은 2022년 74억 원에서 2025년 128억 원으로 상승하며 최근 2개년 120억~140억 원 수준에서 안정화되고 있으며, CAPEX가 영업현금흐름 대비 5~10%에 그치는 Asset-light 구조상 대부분이 FCF로 전환된다. 이러한 현금창출력 하에서 2025년 FCF 약 115억 원은 결산배당 총액(47.1억 원)의 약 2.4배 규모로, 본업만으로 환원 재원을 충분히 충당하는 수준이다.

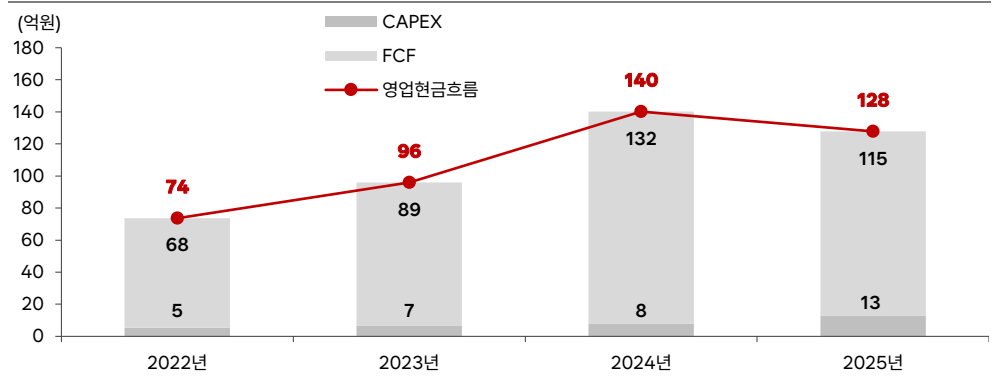
**여기에 더해 동사는 2026년 1분기 말 기준 현금 및 현금성자산 213억 원과 기타 유동 금융자산(정기예금) 570억 원을 합산해 약 783억 원의 현금성 자산을 보유하고 있으며, 무차입 구조를 유지하고 있다. 이는 시가총액 대비 약 84% 수준으로, 주주환원 정책의 지속 가능성을 뒷받침한다.**

**기업가치 제고 3개년 목표 (매출 15%/ROE 16~20%/ 환원 30%)**

계획서 명칭	2026년 KT밀리의서재 기업가치제고계획
주요 내용	[기업가치 제고를 위한 3개년('26~'28년) 목표]
	- 매출성장률 3개년 평균 15% 달성 및 이익 확대
	- 효율적 자본활용으로 ROE 16~20% 수준 달성
	- 순이익의 약 30% 주주환원 추진. 현금배당 시행 및 3개년 연속배당으로 배당성장 30% 달성
	- 지속적 주주환원으로 중장기 밸류업 지속

자료: KT밀리의서재, 한국IR협의회 기업리서치센터

KT밀리의서재 FCF추이



자료: KT밀리의서재, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 경쟁력을 갖춘 전자책 구독 시장 1위 사업자

국내 1위 입지를 기반으로 공고한  
진입장벽 구축, 전자책 시장  
성장의 수혜를 온전히 누릴 수  
있는 기반 마련

국내 전자책 구독 시장은 단기적으로 가입자 증가세 둔화 국면에 진입한 것으로 파악되나, 침투율과 구독자 수 기준으로는 중장기 확장 여력이 잔존하는 시장으로 평가된다. 향후 시장 확대의 수혜는 압도적 1위 사업자 지위를 확보한 동사에 우선적으로 집중될 가능성이 높다. 2위권 사업자들의 주력 영역이 도서 유통, 웹콘텐츠, 오디오북 등으로 분산되어 직접 경쟁 강도는 제한적이며, 2025년 기준 1,400억원의 전자책 구독 시장 규모 역시 대형 사업자의 본격 진입을 유도하기에는 크지 않기 때문이다. 여기에 8년간 축적된 출판사 네트워크와 콘텐츠 풀을 단기간에 복제하기 어려운 진입장벽으로 작동하고 있어, 동사의 선도 지위는 향후에도 안정적으로 유지될 가능성이 높다.

### 중장기 확장 여력이 잔존하는 국내 전자책 구독 시장

국내 전자책 구독 시장 규모는 2025년 기준 약 1,400억 원 수준으로, 단기적으로는 통신사 결합 채널의 침투가 일정 부분 진행되고 매체 전환 속도가 둔화되며 시장 성장세가 정체 국면에 진입한 것으로 파악된다. 다만 중장기 관점에서는 ① 디지털 네이티브 세대 중심의 매체 전환 노력, ② 오디오북·웹소설·웹툰 등 인접 콘텐츠로의 영역 확장, ③ 통신사 결합·기업 복지 등 진입장벽이 낮은 유입 채널의 추가 다변화가 성장 동력으로 작동할 수 있다.

이러한 중장기 확장 여력은 침투율과 구독자 수 두 측면에서 정량적으로 확인된다.

첫째, 침투율 기준 확장 여력이다. 미국·일본·중국 3개국의 전자책 침투율 평균은 약 22% 수준으로, 국내 12.7% 대비 약 1.7배 높다.

둘째, 구독자 기준 확장 여력이다. 동사는 순수 전자책 구독 시장으로 한정할 경우 선도적 시장 지위를 확보한 1위 사업자로, 회사가 제시한 중장기 가입자 목표 약 200만 명은 국내 전자책 구독 시장의 잠재 규모를 가늠하는 기준으로 활용 가능하다. 현재 동사 실 구독자는 약 90만 명 수준으로 중장기 목표의 절반 이하에 머물러 있어, 가입자 수 기준 약 2배 내외의 확장 여지가 남아 있다.

### 카테고리 선점 효과로 구축한 지배적 시장 지위

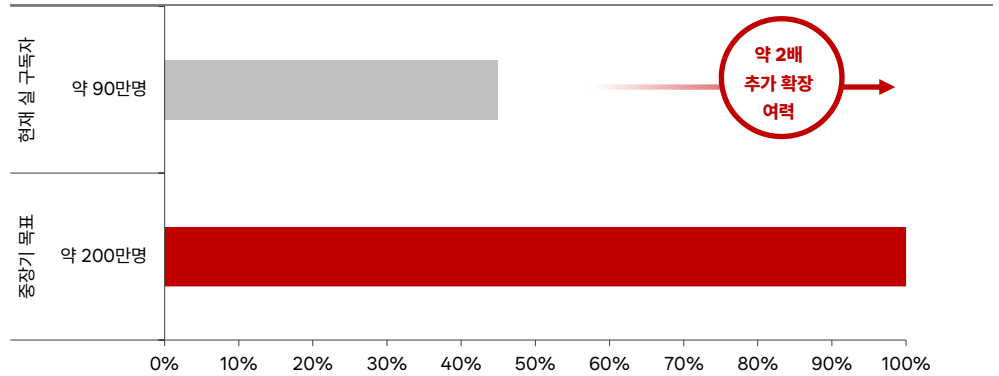
동사는 2017년 10월 국내 최초로 전자책 무제한 정기구독 서비스를 출시하며 시장을 개척했다. 시장 형성 초기부터 표준 사업자로 자리잡은 만큼, 국내 전자책 구독 시장에서는 “전자책 구독 = 밀리의서재”에 가까운 브랜드 인지도가 형성된 것으로 판단된다. 2024년 10월 Opensurvey 조사(n=1,000) 기준 동사의 전자책 구독 시장 점유율은 61.8%

로 2위 88%를 크게 상회하며, 최초 상기도 역시 45.9%로 2위 6.4% 대비 약 7배 높다. 이러한 브랜드·시장 지위를 기반으로 동사는 출시 이후 약 8년간 전자책 구독 시장 내 1위 지위를 유지하고 있다.

향후에도 동사의 선도 지위는 안정적으로 유지될 가능성이 높다. 순수 전자책 무제한 구독 시장에서 유의미한 직접 경쟁자는 사실상 부재한 것으로 판단되기 때문이다. 2위권 사업자 중 교보문고와 YES24는 종이책 유통, 리디는 웹툰·웹소설·쇼츠드라마, 윌라는 오디오북에 사업의 중심을 두고 있어 전자책 무제한 구독은 본업의 보완 채널 또는 인접 서비스 성격이 강하다. 반면 동사는 전자책 구독을 핵심 사업으로 두고 자원을 집중하는 유일한 사업자다.

따라서 국내 전자책 구독 시장은 일반적인 과점 시장이라기보다 직접 경쟁 강도가 제한적인 선도 사업자 위주의 구도로 판단된다. 여기에 1,400억 원 수준의 전자책 정기구독 시장은 절대 외형 측면에서 대형 사업자의 본격적인 자원 투입을 유도하기에는 매력도가 제한적이다. 이는 외부 신규 경쟁자의 진입 압력을 낮추는 요인으로 작용하며, 동사의 높은 점유율과 선도 지위가 유지될 수 있는 우호적 경쟁 환경을 형성하고 있는 것으로 판단된다.

밀리의 서재 가입자 확장 여력

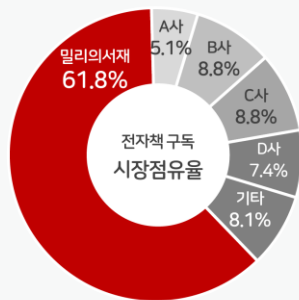


자료:KT밀리의서재, 한국IR협의회 기업리서치센터

전자책 구독 플랫폼 시장점유율 및 서비스 인지도

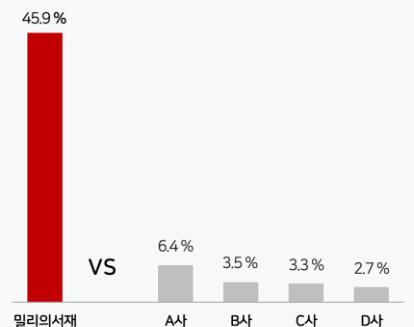
시장 점유율

Q. 현재 이용하고 있는 것 중 주로 이용하고 있는 전자책 또는 전자책 구독 서비스는 무엇입니까?



서비스 인지도

Q. '전자책 구독서비스'중 가장 먼저 떠오르는 브랜드?

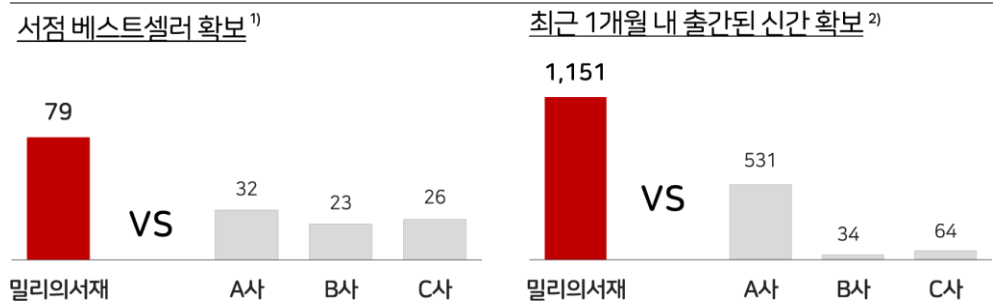


자료:KT밀리의서재, 한국IR협의회 기업리서치센터

**콘텐츠 확보력 기반 진입장벽**

동사가 8년에 걸쳐 구축한 출판사 2,700곳과의 직접 계약, 23만 권 규모의 콘텐츠 풀, 신간·베스트셀러 확보 우위는 단기간에 복제하기 어려운 콘텐츠 진입장벽으로 작동하고 있다. 전자책 콘텐츠는 대부분 비독점 유통 구조이나, 출판사 입장에서는 더 많은 독자에게 도서를 노출하기 위해 이용자 기반이 큰 플랫폼을 우선 활용할 유인이 존재한다. 실제 콘텐츠 확보 지표에서도 동사의 우위가 확인된다. 2024년 12월 기준 서점 3사 종합 베스트셀러 100위 중 동사가 확보한 작품은 79건으로 경쟁사 32건, 23건, 26건 대비 두세 배 수준이다. 1개월 신간 확보 역시 1,151편으로 경쟁사 531편, 34편, 64편 대비 최소 두 배에서 최대 30배에 가까운 격차를 보인다. 2025년 말 기준 베스트셀러 확보율 역시 약 80% 수준에서 유지되고 있는 것으로 파악된다. 신간과 베스트셀러가 지속적으로 갱신되는 출판업 특성상, 이러한 소싱 우위는 기존 콘텐츠 풀에 누적되며 동사의 콘텐츠 경쟁력을 강화하는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

**베스트셀러, 신간 확보현황**



주: 1) 2024년 12월말 기준 서점 3사(교보, 예스24, 알라딘) 종합 베스트 100위 도서, 2) 2024년 12월말 기준 월 약 3,000권 출간 기준 1개월 내 신간 수치  
 자료: KT밀리의서재, 한국R협회의 기업리서치센터

**출판사 파트너십이 콘텐츠 공급의 기반**

콘텐츠 확보 우위의 기반에는 동사가 지난 8년간 출판사 2,700곳과의 직접 계약을 확대하며 축적해 온 출판사 네트워크가 자리하고 있다. 서비스 초기에는 전자책 구독이 종이책 매출을 잠식할 수 있다는 출판업계의 우려가 존재했으나, 전자책 플랫폼 내 흥행이 종이책 판매로 이어지는 사례가 누적되면서 점차 우호적인 방향으로 전환된 것으로 판단된다. 대표적으로 김호연의 『불편한 편의점』은 밀리의서재에서 독자 반응이 확인된 이후 종이책 베스트셀러로 역주행했으며, 누적 판매 170만 부와 25개국 출간으로 이어졌다. 황보름의 『어서오세요, 휴남동 서점입니다.』 역시 전자책 출간 이후 독자 요청을 바탕으로 종이책이 발간됐고, 이후 베스트셀러 진입과 영문판 글로벌 출간으로 확장됐다. 이러한 사례는 전자책 플랫폼이 종이책 시장을 잠식하기보다 신작 발굴, 수요 검증, 마케팅 채널로 기능할 수 있다는 인식 전환에 기여한 것으로 보인다.

이러한 관계 개선을 바탕으로 3대 문학사로 꼽히는 민음사·창비·문학동네 역시 2024~2025년을 기점으로 본격적인 콘텐츠 공급을 시작했으며, 김영사 『총·균·쇠』와 같은 핵심 단행본도 순차적으로 확보되고 있다. 여기에 동사는 2024년 10월 한국출판인회의와 단독 협약을 체결하고 ① 신간 정산 금액 17.2% 인상, ② 정산 주기 단축, ③ 공급률 기준 상향을 선제적으로 단행했다. 이는 출판업계와의 파트너십을 강화함으로써 출판사의 콘텐츠 공급 유인을 높이고, 동사의 콘텐츠 확보 우위를 강화하는 효과로 이어질 수 있다.

동사의 사용량 연동 정산 구조도 출판사와의 협력 유인을 높이는 요인이다. 해당 구조에서는 회원이 실제로 도서를 이용할 때마다 출판사에 정산이 이루어지기 때문에, 콘텐츠 이용량이 늘어날수록 출판사의 정산 기회도 확대된다. 따라서 가입자 기반이 두텁고 콘텐츠 이용량이 많은 1위 플랫폼일수록 출판사가 추가 수익을 회수하기에 유리한 환경이 형성

성된다. 이는 출판사 입장에서 신간과 주요 도서를 동사 플랫폼에 우선 노출시킬 정산 측면의 유인으로 작용한다. 여기에 국내 72개 주요 출판기업의 2025년 평균 영업이익률이 약 2.8%에 그치는 저수익 구조를 감안하면, 기존 도서 매출 외에 추가 수익을 창출할 수 있는 동사 플랫폼의 활용 가치는 출판사 입장에서 더욱 커질 수 있다. 종합하면, 동사는 단순 유통 채널을 넘어 출판사의 주요 전자책 구독 파트너로 자리잡고 있으며, 출판사 입장에서 동사와의 협력을 강화해 나갈 유인이 큰 환경으로 동사의 콘텐츠 확보 우위는 시간이 지날수록 더욱 견고해지는 진입장벽으로 작동할 가능성이 높다.

전자책 구독 주요 사업자 현황 및 사업 방향

사업자	서비스	출시 시점	콘텐츠/서비스 특징	본업 및 사업 방향	전자책 구독 사업 평가
KT 밀리의서재	밀리의서재	2017년	국내 최초 전자책 무제한 구독 서비스. 23만 권 콘텐츠 풀과 출판사 2,700곳 직접 계약 기반의 콘텐츠 우위	2025년 매출 비중 전자책 구독 98.6%로 사실상 단일 사업 구조. 웹툰·웹소설(밀리스토리), 오프라인(밀리플레이스) 등 인접 영역 확장 중	전자책 구독을 핵심 사업으로 영위하는 유일한 사업자로, 국내 전자책 구독 시장 점유율 61.8%의 압도적 1위
교보문고	SAM	2013년	전자책 28만 권 보유. 동사 23만 권 대비 외형상 콘텐츠 풀 우위	2025년 매출 비중은 온라인 도서 53%, 오프라인 도서 31%, B2B 15%, 기타 1%로 도서 유통이 본업	전자책 구독은 도서 유통 사업의 부가 채널 성격. 종이책 판매와의 카니발라이제이션 가능성으로 전면 확대 유인은 제한적
리디	리디셀렉트	2018년	월 4,900원 전자책 구독 서비스. 약 3,000권 이상의 MD 큐레이션 중심 모델	최근 사업 중심축은 전자책에서 웹툰·웹소설·숏드라마로 이동. 만타(Manta), 칸타(Kanta) 등 콘텐츠 IP영양 영역 확장	동사의 전체 전자책 무제한 구독 모델과 콘텐츠 제공 방식 및 사업 전략이 차별화됨
YES24	크레마클럽	2018년	국내 온라인 서점 1위 사업자가 운영하는 전자책 구독 플랫폼	2025년 매출 6,265억 원 중 상품 매출 비중 92%. 도서 유통이 핵심 사업	전자책 구독을 포함한 콘텐츠 디지털 사업의 매출 기여도는 제한적인 수준으로 판단
윌라	윌라	2018년	국내 최초 구독형 오디오북 서비스. 2024년 신규 가입자 +55%, 2030세대 +59%. 콘텐츠 풀은 2024년 1월 6만 개 → 2025년 1월 18만 개로 확대	모회사 인플루엔셜은 오디오북·강연·도서 출판 중심. 전자책 서비스는 2023년 11월 추가	전자책 구독 시장의 직접 경쟁자라기보다 오디오북 중심의 인접 콘텐츠 사업

자료: 각 사 사업보고서·IR, 리디 보도자료(2025.07), 이넷뉴스(2025.01), Opensurvey(2024.10), 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 실적특성

#### 계절성

동사의 영업이익률은 4분기에 가장 낮게 나타난다. 실제 2024~2025년 평균 연간 OPM은 15.8%였으나, 같은 기간 4분기 평균 OPM은 6.6%를 기록했다. 이는 콘텐츠 사업 특성상 분기별 추정이 어려운 비용 항목이 기말 결산 시 일시 인식되는 패턴 때문으로, ① 2024년 4분기에는 김태리 모델 TV CF 등 광고선전비, ② 2025년 4분기에는 웹소설·웹툰 신사업 진입에 따른 콘텐츠 소싱 비용·계약금이 일시 반영된 영향이 컸다. 다만 2026년부터는 4분기에 집중되던 비용 중 합리적으로 추정 가능한 항목을 분기별로 평탄화해 반영하는 방향으로 비용 인식 방식을 조정하고 있어 계절성은 과거 대비 완화될 것으로 예상된다.

#### 영업외손익

동사는 풍부한 현금성자산(1Q26기준 약 783억 원) 및 무차입 구조를 기반으로 매년 20억 원가량(2025년 기준 영업이익 대비 14.1%)의 금융손익이 안정적으로 발생하고 있으며, 이에 따라 영업이익보다 당기순이익이 큰 패턴이 나타나고 있다. 실제 2024~2025년 영업이익은 각각 110억 원, 144억 원이었으나, 같은 기간 당기순이익은 각각 115억 원, 158억 원으로 영업이익을 상회했다.

## 2025년 실적 리뷰

### B2B2C 채널 성장이 견인한 역대 최대 실적 달성

2025년 동사는 B2B2C 채널 확대에 힘입어 매출 882억 원(+21.5% YoY), 영업이익 144억 원(+30.6% YoY, OPM 16.3% / +1.1%p), 지배순이익 158억 원(+37.0% YoY, NPM 17.9% / +2.2%p)을 기록해 역대 최대 실적을 달성했다.

#### 매출

2025년 채널별 매출액은 B2B2C 419억 원(+65.0% YoY), B2C 372억 원(-2.6% YoY), B2B 79억 원(-3.7% YoY), 기타 12억 원(+33.3% YoY)을 기록했다.

B2B2C(+65.0% YoY)는 외형 성장을 사실상 단독으로 견인했다. 동사는 2025년 4월 SKT(T우주) 부가서비스 제휴를 기점으로 국내 통신3사(KT·SKT·LG U+) 모두를 고객으로 확보하였고, B2B2C 매출의 약 83%를 차지하는 KT항을 중심으로 통신사 제휴 가입자 유입이 지속되며 B2C·B2B 매출이 전년 대비 감소했음에도 B2B2C 성장이 이를 모두 상회하며 매출은 사상 최대치를 기록했다.

B2C(-2.6% YoY)의 경우 2025년 6월 단행된 구독료 인상(웹 9,900원 → 11,900원, +20%)을 감안할 때 실질 가입자 수(Q)의 감소율은 매출 감소율보다 더 컸을 것으로 판단되며, 주된 배경은 채널 간 단가 차이에 기인한 B2B2C 채널로의 가입자 이동이다.

B2B(-3.7% YoY)는 신규 고객사 50곳 이상이 추가되었음에도 매출이 역성장했는데, 이는 교육청 등 B2G 성격 고객사의 이탈과 신규 고객사의 평균 계약 규모 축소가 함께 작용한 결과로 판단된다.

**영업이익**

2025년 영업이익은 144억 원(+30.6% YoY), OPM은 16.3%(+1.1%p YoY)를 기록했다.

매출원가는 283억 원(매출원가율 32.1% / +0.7%p YoY)을 기록했으며, 콘텐츠 매입비 275억 원(매출 대비 31.2%)과 기타 원가 8억 원(0.9%)이 반영됐다. 콘텐츠 매입비는 대부분이 회원의 도서 이용 횟수에 따라 출판사·작가에게 정산되는 변동비 성격이라 매출 성장과 원가가 비례 증가하는 구조이며, 이에 따라 최근 3년간 GPM은 60% 후반대에서 정체 또는 소폭 감소 흐름을 보이고 있다.

판권비는 455억 원(판권비율 51.6% / -1.9%p YoY)을 기록했다. 판권비율 개선의 핵심 요인은 광고선전비(-2.3%p)와 판매수수료(-1.1%p) 비율 하락으로, 모두 B2B2C 채널 확대에 따른 효과다. 제휴 채널을 통한 가입자 유입 비중이 커지며 광고 집행 의존도가 낮아졌고, B2C 인앱결제 비중이 축소되면서 앱마켓 수수료 부담도 완화됐다.

**지배순이익**

2025년 지배순이익은 158억 원(+37.0% YoY), NPM은 17.9%(+2.2%p YoY)를 기록했다.

영업이익 144억 원 대비 지배순이익이 14억 원 상회한 배경은 영업외손익과 법인세 효과가 복합적으로 작용한 결과다. 주요 요인은 ① 순금융손익 +20.3억 원(순현금 기반 이자수익), ② 기타손익 △16.6억 원(무형자산손상차손 11.7억 원 반영), ③ 법인세 환입 +10.1억 원(미사용 세액공제 관련 이연법인세자산 인식)으로 정리된다.

**1Q26실적 리뷰**

**스토리 콘텐츠 관련 비용 처리 및 연말 비용 쓸림현상 해소로 외형 성장 대비 수익성 개선은 제한적**

1Q26 동사는 매출 239억 원(+19.6% YoY), 영업이익 39억 원(+4.9% YoY, OPM 16.3% / -2.3%p), 지배순이익 39억 원(+20.1% YoY, NPM 16.4% / +0.1%p)을 기록했다.

**매출**

1Q26 채널별 매출액은 B2B2C 124억 원(+49.4% YoY), B2C 92억 원(-5.2% YoY), B2B 19억 원(+5.6% YoY)을 기록했다.

B2B2C(+49.4% YoY)는 외형 성장을 단독으로 견인했으며, 매출비중은 1Q26 기준 52.6%까지 상승하며 단일 최대 매출 채널 지위를 강화했다. KT항 매출은 102억 원(+4.7% YoY)으로 1Q26 기준 전사 매출의 42.7%, B2B2C 매출의 82%를 차지했다.

다만 QoQ 기준 B2B2C 매출이 4억 원 감소하며 2024년 이후 첫 분기 감소를 기록했다. ① B2B2C 비중이 가장 높은 KT항의 신규 가입자 순증 폭이 직전 분기 대비 축소된 영향과, ② 동사가 2025년 양수한 블리이스·KTOON 플랫폼을 밀리의서재로 통합하기 위한 종료 작업을 진행하며 중복 플랫폼 가입자 유입이 동반 감소한 영향이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다.

B2C(-5.2% YoY)는 B2B2C로의 가입자 재배치 효과가 지속되며 역성장 흐름을 이어갔다. 다만 전체 실구독자 수는 약 90만 명 수준에서 큰 폭의 이탈 없이 유지되고 있는 것으로 파악된다.

B2B(+5.6% YoY)는 전년 동기 대비 유사한 수준을 기록했다.

**영업이익**

1Q26 영업이익은 39억 원(+4.9% YoY), OPM은 16.3%(-2.3%p YoY)를 기록했다.

매출원가는 85.4억 원(+43.1% YoY), 매출원가율은 35.7%(+5.9%p YoY)로 상승하며 OPM 하락의 주된 요인으로 작용했다. 이는 매출원가의 90% 이상을 차지하는 전자책 매출원가율이 32.7%를 기록하며 전년대비 +3.5%p 상승한 요인이 컸다.

전자책 매출원가 상승은 ① 동사가 2024년부터 본격화한 스토리 콘텐츠(웹툰·웹소설) 영역의 소싱 단가가 일반서 대비 높은 수준에서 형성되어 있는 점(단가 격차 + 경쟁 강도 영향), ② 1Q26에도 일부 인식된 전자책 콘텐츠 자산 손상 차손(참고로 '25년 손상차손은 약 12억 원으로 기타비용에 계상), ③ 4분기에 일괄 인식되던 콘텐츠 비용을 '26년부터 분기별로 평탄화 인식하는 회계 정책 변경이 복합 작용한 결과로 판단된다.

판관비는 114.9억 원(판관비율 48.0%, -3.6%p YoY)으로, B2B2C 채널 비중 확대에 따른 광고선전비와 판매수수료의 동반 감소가 판관비를 개선을 견인하며 개선세를 이어갔다.

### 2026년 실적전망

**B2B2C가 외형 성장을 견인하는 동시에, 콘텐츠 투자 증가로 수익성은 하락**

2026년 실적은 매출 1,005억 원(+14.0% YoY), 영업이익 150억 원(+4.4% YoY, OPM 14.9% / -1.4%p), 지배순이익 152억 원(-3.8% YoY, NPM 15.1% / -2.8%p)을 기록할 전망이다. B2B2C 채널의 성장세로 외형은 두 자릿수 성장을 이어나가, 콘텐츠 투자 확대에 따른 매출원가를 상승으로 OPM은 하락하고, 지배순이익은 2025년 일회성 법인세 환입 효과 정상화(+10억 원 기저 부담)로 영업이익의 성장에도 소폭 역성장이 불가피할 전망이다.

#### 매출

2026년 채널별 매출액은 B2B2C 545억 원(+30.0% YoY), B2C 368억 원(-1.1% YoY), B2B 76억 원(-3.8% YoY), 기타 16억 원(+33.3% YoY)을 기록할 전망이다.

B2B2C(+30.0% YoY)는 2025년 고성장에 따른 기저 부담으로 성장을 정상화 구간에 진입할 전망이다. 다만 통신사 결합 채널은 여전히 동사의 핵심 가입자 유입 경로로, KT 번들링을 중심으로 MVNO·부가서비스 채널 확장 여력이 남아 있어, 성장을 둔화에도 절대 성장 규모 자체는 양호한 수준에서 유지될 가능성이 높다.

B2C(-1.1% YoY)는 전년 대비 유사한 수준의 매출 흐름을 이어갈 전망이다. 구독료 인상에도 매출이 정체되는 점을 감안하면, B2B2C로의 가입자 재배치에 따른 Q 감소 영향이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 다만 동사는 유명 작가 소싱, 독점 스토리 콘텐츠 확보, 누적 가입 이력 기반 CRM 마케팅을 통해 구독자 기반 유지에 주력하고 있어, 전자 실구독자 수는 약 90만 명 수준에서 큰 폭의 이탈 없이 유지될 전망이다.

B2B(-3.8% YoY)는 전년 대비 유사한 수준의 매출 흐름을 기록할 전망이다. 신규·연장 계약에서 2025년 6월 단행된 B2C 가격 인상분을 반영하며 채널 수익성 방어에 초점을 맞추고 있으나, 기업·공공기관 예산 제약과 가격 경쟁 부담을 감안하면 단기 외형 확대 여력은 제한적인 것으로 판단된다.

#### 영업이익

2026년 영업이익은 150억 원(+4.4% YoY), OPM은 14.9%(-1.4%p YoY)를 기록할 전망이다.

매출원가는 352억 원(매출원가율 35.0% / +2.9%p YoY)으로 상승할 전망이다. 매출원가율 상승은 스토리 콘텐츠 사업 확대에 따른 웹툰·웹소설 콘텐츠 확보 부담과 일반서 핵심 콘텐츠 소싱 강화에 따른 콘텐츠 매입비 증가에 기인한다. 다만 2026년 연간 매출원가율은 35.0%로, 회사의 관리 범위인 35~40% 내에서 유지될 것으로 예상된다.

판관비는 503억 원(판관비율 50.0% / -1.6%p YoY)을 기록하며 B2B2C 채널 비중 확대에 따른 개선세를 이어갈 전망이다.

이다. 더불어 동사가 이익 관리 차원에서 추진 중인 인건비 절감, 마케팅비 집행 효율화, 용역비 내재화 및 AI 기반 운영 효율화가 판관비를 추가 개선 요인으로 작용할 전망이다.

**지배순이익**

2026년 지배순이익은 152억 원(-3.8% YoY), NPM은 15.1%(-2.8%p YoY)를 기록할 전망이다. 2025년 반영된 법인세 환입 효과 10억 원이 기저 부담으로 작용하며 전년 대비 소폭 감소할 것으로 예상된다.

KT밀리의서재 실적

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022	2023	2024	2025	2026E
<b>매출액</b>	<b>168</b>	<b>178</b>	<b>185</b>	<b>195</b>	<b>200</b>	<b>207</b>	<b>228</b>	<b>247</b>	<b>239.3</b>	<b>458</b>	<b>566</b>	<b>726</b>	<b>882</b>	<b>1005</b>
YoY	30.9	35.5	26.3	22.2	18.9	16.1	23.3	26.8	19.6	58.8	23.4	28.3	21.5	14.0
구독	167	176	183	192	198	204	226	242	236	451	558	717	870	989
B2B2C	53	60	66	75	83	95	114	128	124	112	176	254	419	545
B2B	19	22	22	20	18	20	20	21	19	37	53	82	79	76
B2C	95	94	96	97	97	90	92	93	92	303	329	382	372	368
YoY														
B2B2C					55	58	73	72	50		57	44	65	30
B2B					-3	-10	-7	5	8		45	54	-4	-4
B2C					2	-4	-4	-5	-5		9	16	-3	-1
기타(상품/유통)	2	2	2	3	2	3	2	5		7	7	9	12	16
<b>매출원가</b>	<b>55</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>53</b>	<b>70</b>	<b>101</b>	<b>85</b>	<b>136</b>	<b>175</b>	<b>228</b>	<b>283</b>	<b>352</b>
매출원가율	32.9	31.2	30.7	31.0	29.8	25.4	30.7	40.9	35.7	29.8	31.0	31.4	32.1	35.0
<b>매출총이익</b>	<b>113</b>	<b>123</b>	<b>128</b>	<b>134</b>	<b>140</b>	<b>154</b>	<b>158</b>	<b>146</b>	<b>154</b>	<b>322</b>	<b>391</b>	<b>498</b>	<b>599</b>	<b>653</b>
GPM	67.1	68.8	69.3	69.0	70.2	74.6	69.3	59.1	64.3	70.2	69.0	68.6	67.9	65.0
<b>판매관리비</b>	<b>84</b>	<b>86</b>	<b>97</b>	<b>121</b>	<b>103</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>130</b>	<b>115</b>	<b>280</b>	<b>287</b>	<b>388</b>	<b>455</b>	<b>503</b>
판관비율	50.1	48.0	52.3	62.4	51.6	51.7	50.5	52.5	48.0	61.1	50.7	53.4	51.6	50.0
<b>영업이익</b>	<b>29</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>16</b>	<b>39</b>	<b>42</b>	<b>104</b>	<b>110</b>	<b>144</b>	<b>150</b>
YoY	42.0	25.9	23.8	-55.6	29.6	28.1	36.6	25.6	4.8	흑전	149.6	5.7	30.6	4.4
OPM	17.1	20.8	17.0	6.6	18.6	22.9	18.8	6.6	16.3	9.1	18.4	15.2	16.3	14.9
<b>지배순이익</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>30</b>	<b>56</b>	<b>39</b>	<b>133</b>	<b>145</b>	<b>115</b>	<b>158</b>	<b>152</b>
YoY	29.3	31.1	19.6	-75.1	21.9	-2.9	-4.5	232.4	20.1	흑전	8.9	-20.9	37.0	-3.8
NPM	15.9	22.5	16.9	8.7	16.3	18.8	13.1	22.8	16.4	29.1	25.7	15.8	17.9	15.1

자료: KT밀리의서재, 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 1 펀더멘털 대비 과도한 할인, 핵심은 성장성 우려

도서 시장의 정체, 단일 고객 및 사업부 의존도 집중으로 현재 멀티플은 비교군 대비 저평가 상태

동사의 2026년 5월 19일 증가 기준 2026년 FWD PER은 6.1배로, 국내 디지털 출판 플랫폼 피어 그룹(에스24·키다리스튜디오·디앤씨미디어·미스터블루·탑코미디어)과 해외 전자책·오디오북 구독 플랫폼(Storytel AB·iReader Technology)의 2026F PER(국내 15.6배·해외 15.4배) 대비 약 60% 할인된 수준에서 거래되고 있다.

특히 주목할 점은 동사가 성장성과 수익성 모두 피어 그룹 상위 수준에 있음에도 큰 폭의 멀티플 할인을 적용받고 있다는 사실이다. 실제로 동사 매출은 2022년 458억 원에서 2025년 882억 원으로 3년간 CAGR +24.4% 성장해, 국내 피어 평균 CAGR(약 +3.6%, 탑코미디어 합병 이상치 제외)과 해외 피어 평균(+10.9%, Storytel·iReader 기준)을 모두 상회한다. 영업이익률 16.3%(2025) 역시 국내 피어 평균(약 8.5%, 적자·합병 이상치 제외)의 약 2배, 글로벌 디지털 독서 구독 대표 사업자 Storytel(10.9%) 대비로도 약 1.5배에 달한다.

#### 밸류에이션 할인요인

이러한 펀더멘털-밸류에이션 괴리는 시장이 동사 성장성에 대해 장기간 견지해온 구조적 우려에서 비롯된다.

첫째, 국내 도서출판 시장 규모의 정체다. 동사 매출은 대부분 국내 시장에서 발생하는 가운데, 국내 도서출판 시장은 4년째 5조 원선을 회복하지 못한 채 정체되어 있고, 한국 성인 종합 독서율도 1994년 86.8%에서 2025년 38.5%까지 30년에 걸쳐 추세적으로 하락해왔다. 즉 동사 사업이 국내 도서시장에 한정된 가운데, 그 시장마저 장기 정체 국면에 있다는 점이 멀티플 할인의 주된 배경으로 작용해왔다.

둘째, 전자책 단일 카테고리 노출도다. 동사 2025년 매출의 약 99%가 전자책 정기구독(밀리의서재) 단일 카테고리에서 발생한다. 앞서 언급한 국내 도서 시장의 구조적 저성장 우려와 맞물려, 전자책 단일 카테고리 의존도는 동사 성장성에 대한 할인 요인으로 작용해온 것으로 판단된다.

셋째, KT 단일 고객사 의존도다. 2025년 B2B2C 매출 419억 원 중 KT향 매출이 약 349억 원으로 83%를 차지하며, 전사 매출 기준으로도 약 33%가 KT 단일 고객사에 집중되어 있다. 이는 고객사 집중에 따른 실적 변동성 확대 요인으로 인식되며, 동사 밸류에이션 할인에 반영되어온 것으로 판단된다.

실제로 동사 실구독자수도 약 90만 명 수준에서 정체된 흐름이 이어지고 있어, 시장 우려가 주요지표에서도 일부 확인되고 있다.

### 2 멀티플 회복의 조건: 구독자 수 증가

실구독자 순증 가시화 시 PER 10배 내외 리레이팅 여력

동사는 2025년 6월 구독료를 20% 인상했으며(9,900원 → 11,900원), 추가적인 가격 인상보다는 가입자 기반 확대에 무게를 두고 있는 만큼, 향후 외형 성장의 핵심 변수는 실구독자수 증가 여부가 될 것으로 판단된다. 이에 따라 현재의 구독자 정체 흐름이 분기 단위 순증으로 전환되는지 여부가 멀티플 회복의 직접 트리거로 작용할 가능성이 높다. 실구독자수 확대 경로는 채널별로 차별화될 전망이다.

첫째, B2C 채널은 콘텐츠 경쟁력 강화를 통한 신규 가입자 유입이 핵심이다. 재구독률이 약 90% 수준으로 기존 가입자 기반의 안정성은 확보된 가운데, 베스트셀러 작가·핵심 단행본 확보 등 콘텐츠 투자가 실제 가입자 순증으로 이어지는지가 주요 점검 변수다.

둘째, B2B 채널은 기업도서관 시장 침투 확대가 관건이다. 현재 동사 점유율은 약 18% 수준에 머물러 추가 확장 여력이 남아 있으며, 2026년 핵심 타깃인 금융권 신규 계약 가시화 여부가 본 채널의 주요 모니터링 포인트다.

셋째, B2B2C 채널은 KT 외 통신사 제휴 구조의 고도화 여부가 핵심이다. SKT(T우주)·LG U+(유독)는 부가서비스형 제휴 단계에 머물러 가입자 유입 강도가 KT 대비 제한적인 만큼, 두 채널이 요금제 직접 번들링 단계로 전환되는 시점에 B2B2C채널의 2차 성장 모멘텀이 형성될 수 있다.

이들 채널별 성장 동력이 실구독자 순증으로 가시화될 경우, 성장성 우려 완화와 함께 멀티플 리레이팅 여력이 재부각될 것으로 판단된다. 과도한 디스카운트가 해소되는 과정에서 PER 10배 내외까지 정상화가 가능하며, 이후 추가 리레이팅은 순증 흐름의 지속성에 좌우될 전망이다.

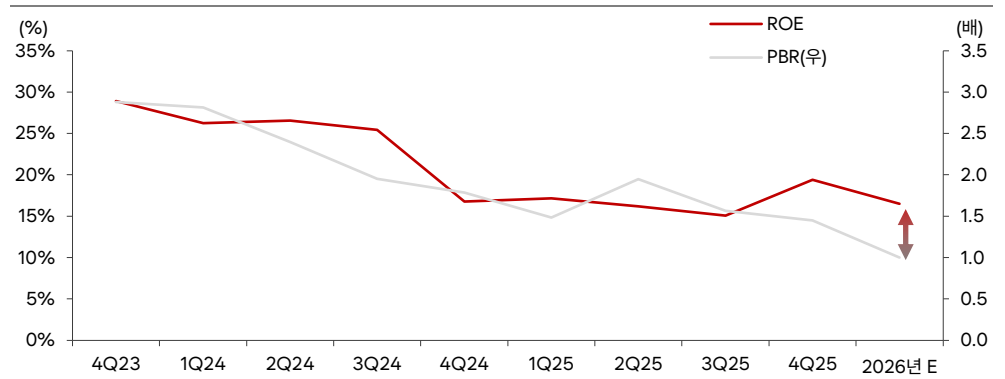
**3 밸류업 정책과 순현금이 지지하는 밸류에이션 하방**

**밸류업 정책이 만들 PBR 리레이팅과 시총 84% 순현금이 만든 견고한 하방**

동사의 26/05/19 증가 기준 2026F 추정 ROE는 16.5%, PBR은 약 1.0배 수준이다. 동사는 2026년 발표한 기업가치 제고 계획을 통해 향후 3년('26~'28년) ROE 16~20% 유지와 순이익의 약 30% 주주환원 활용을 목표로 제시했다. 해당 밸류업 정책에 따라 ROE 15% 이상 유지가 확인될 경우 적정 PBR은 1배 초중반까지의 리레이팅 여력이 잔존하는 것으로 판단된다. 나아가 자사주 매입·소각 또는 배당성향 상향 등 주주환원 강화가 가시화될 경우, 자본 효율화 효과가 가산되며 리레이팅 여력은 추가 확장될 가능성이 있다.

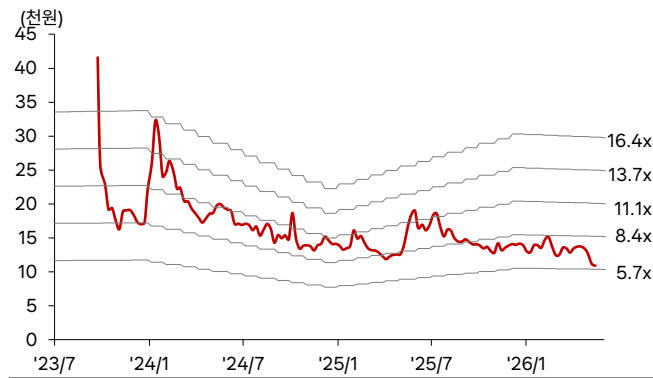
동사의 풍부한 순현금도 밸류에이션 하방을 지지하는 요인이다. 동사는 2026년 1분기 말 기준 약 783억 원의 순현금을 보유하고 있으며, 이는 2026년 5월 19일 증가 기준 시가총액 약 929억 원 대비 약 84% 수준이다. 순현금 규모가 시가총액의 대부분을 차지하고 있다는 점은 현 주가의 하방 경직성을 높이는 요인으로 판단된다.

밀리의 서재 ROE, PBR 추이



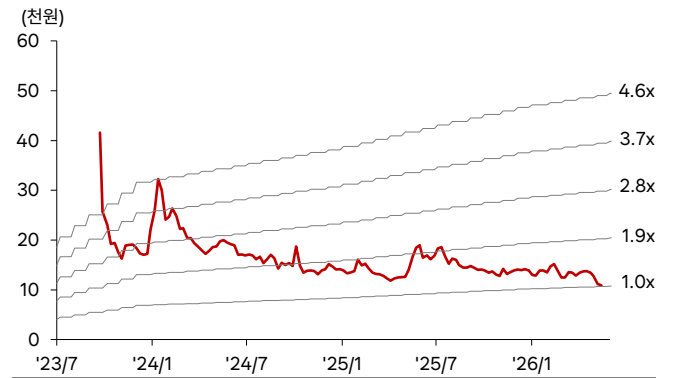
자료:KT밀리의서재, 한국R협의회 기업리서치센터

KT밀리의서재 PER 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

KT밀리의서재 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

피어비교표

(단위: 억원, %, 배)

	KT 밀리의서재	에스 24	키다리스튜디오	디앤씨미디어	미스터블루	탑코미디어	Storytel AB	iReader Technology
주가(원)	10,850	3,110	3,730	10,560	885	1,540	15,122	5,686
시가총액 (억원)	929	778	1,382	1,311	735	759	11,690	24,958
자산총계 (억원)								
2022	276	3,876	3,777	939	1,364	589	5,534	6,524
2023	787	4,493	3,450	987	1,152	419	3,873	6,358
2024	882	4,347	3,304	1,153	949	386	4,379	6,103
2025	1,101	4,970	3,426	1,174	667	604	5,204	5,879
2026F	1,238	-	-	1,295	-	-	-	-
자본총계 (지배, 억원)								
2022	75	1,834	2,712	739	681	351	2,726	4,979
2023	577	2,199	2,081	801	555	372	1,570	4,700
2024	704	1,811	1,995	881	587	325	2,005	4,948
2025	869	1,727	2,033	951	404	324	2,768	4,679
2026F	975	-	-	1,075	-	-	-	-
매출액 (억원)								
2022	458	6,638	1,694	612	772	117	4,093	4,951
2023	566	6,571	1,710	604	741	192	4,303	5,127
2024	726	6,711	2,052	826	703	233	4,907	4,896
2025	882	6,265	2,175	855	675	486	5,863	6,421
2026F	1,005	-	-	701	-	-	6,845	-
영업이익(억원)								
2022	42	157	43	59	74	14	267	37
2023	104	72	57	35	7	27	81	15
2024	110	163	22	109	136	37	431	71
2025	144	29	124	173	25	37	637	377
2026F	150	-	-	94	-	-	-	-
영업이익률(%)								
2022	9.1	2.4	2.5	9.6	9.6	12.0	6.5	0.7
2023	18.4	1.1	3.4	5.8	0.9	13.8	1.9	0.3
2024	15.2	2.4	1.1	13.1	19.3	16.0	8.8	1.5
2025	16.3	0.5	5.7	20.3	3.6	7.6	10.9	5.9
2026F	14.9	-	-	13.4	-	-	-	-
지배당기순이익(억원)								
2022	134	14	28	61	31	30	504	110
2023	145	36	345	40	112	119	1,010	64
2024	115	14	76	111	166	47	254	93
2025	158	103	66	80	186	23	704	349
2026F	152	-	-	84	-	-	759	-
ROE(%)								
2022	자본잠식	0.6	1.1	8.7	4.7	10.4	18.5	2.2
2023	44.6	1.8	14.4	5.2	18.2	32.8	64.3	1.4
2024	18.0	0.7	3.7	13.3	29.2	13.6	12.7	1.9
2025	20.0	5.8	3.3	8.7	37.5	7.2	25.4	7.5
2026F	15.6	-	-	8.3	-	-	-	-
PER(배)								
2022	-	87.1	N/A	45.2	78.3	N/A	N/A	110.5
2023	8.4	N/A	N/A	77.1	N/A	N/A	N/A	250.4
2024	10.6	79.2	N/A	23.6	N/A	N/A	27.0	180.8
2025	7.4	N/A	19.0	19.3	N/A	N/A	13.4	N/A
2026F	6.1	-	-	15.6	-	-	15.4	-
PBR(배)								
2022	-	0.7	1.3	3.7	3.6	2.5	1.7	2.5
2023	2.5	0.6	1.0	3.9	2.5	2.0	2.6	3.5
2024	1.7	0.6	0.6	3.0	1.6	1.1	3.6	3.4
2025	1.4	0.5	0.6	1.6	2.6	2.9	3.6	4.2
2026F	1.0	-	-	1.20	-	-	-	-
PSR(배)								
2022	-	0.2	2.0	4.5	3.2	5.7	1.1	2.5
2023	2.2	0.2	1.2	5.1	1.9	3.8	0.9	3.1
2024	1.7	0.2	0.6	3.2	1.3	1.5	1.4	3.5
2025	1.3	0.2	0.6	1.8	1.5	1.7	1.6	3.0
2026F	0.9	-	-	1.9	-	-	-	-
배당수익률(%)								
2022	-	4.1	0.6	-	0.3	-	-	-
2023	-	4.2	-	-	-	-	-	-
2024	-	4.4	-	-	-	-	-	-
2025	4.0	6.8	-	-	-	-	1.6	-

주: 1) KT밀리의서재의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액, 주가는 5월 19일 종가 기준, 3) Storytel AB, iReader Technology는 각각 SEK(스웨덴), CNY(중국) 연평균환율을 적용  
 자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 리스크 요인

### 1 국내 도서시장 성장 정체

국내 도서시장 구조적 부진과 해외 진출 단기 제약은 동사 성장성에 대한 핵심 리스크

구조적 부진이 이어지는 국내 출판 시장

국내 출판 시장은 외형 정체와 수익성 약화가 구조적으로 지속되고 있다. 국내 도서출판 시장 규모는 2021년 약 5조 864억 원에서 2025년 약 4조 8,530억 원으로 감소했으며, 2025년 주요 출판사 매출액과 영업이익도 전년 대비 각각 -1.3%, -13.4%를 기록하며 업황 부진 국면이 이어지고 있다. (자료: 한국출판문화산업진흥원)

#### 독서 진입장벽과 대체재 경쟁이 만든 시장 정체

독서 시장의 부진은 독서 활동의 구조적 특성에 기인한다. 독서는 영상·음원·SNS·게임 등 다른 콘텐츠 대비 시간 투입과 인지적 부담이 큰 활동으로, 단행본 1권 완독에 평균 6~10시간 이상이 필요하다. 수동적으로 소비 가능한 영상 콘텐츠와 달리 능동적인 집중력과 문해력이 요구된다는 점에서 카테고리 확장에 구조적 제약이 존재한다.

동시에 독서는 가치분 시간을 두고 영상·음원·SNS·게임 등 다수의 디지털 콘텐츠와 경쟁한다. 한국 OTT 월간 활성 사용자(MAU)는 약 2,089만 명, 음원 스트리밍은 약 1,000만 명 수준인 반면, 도서 구독 플랫폼 활성 사용자는 100만 명 미만으로 추정된다. 도서 플랫폼의 절대 시간 점유 비중도 영상의 약 5%, 음원의 약 10% 수준에 그쳐, 이용자 접점과 체류 시간 측면에서 구조적 열위가 확인된다. 결국 높은 진입장벽과 대체 콘텐츠 경쟁이 결합되며 도서 카테고리의 가치분 시간 점유율 회복을 어렵게 만드는 요인으로 작용한다.

실제 문화체육관광부 '2025년 국민 독서실태조사'에서도 성인이 독서를 하지 못하는 주된 이유로 "일(공부) 때문에 시간이 없어서"가 가장 많이 지목됐고, "책 이외의 다른 매체·콘텐츠 이용"이 뒤를 이었다. 이는 시간 부족과 대체 콘텐츠 소비가 동시에 독서를 하락 요인으로 작용하고 있음을 보여준다. 이러한 구조적 요인이 누적되며 한국 성인 종합 독서율은 1994년 86.8%에서 2023년 43.0%, 2025년 38.5%까지 하락해 조사 시작 이후 최저치를 기록했다.

#### 해외 시장도 단기 성장축으로 보기 어려운 구조

동사 매출은 2025년 기준 100% 국내에서 발생하고 있으며, 해외 부문이 외형 성장에 반영되기까지는 상당한 시일이 소요될 전망이다. 동사의 해외 전략은 ① 플랫폼 직접 진출과 ② IP·콘텐츠 해외 유통으로 구분된다. 다만 플랫폼 직접 진출은 도서 카테고리가 현지 언어·출판 문화·콘텐츠 소싱 네트워크와 밀접하게 연결되어 있어, 국내 플랫폼을 그대로 적용하는 방식만으로는 시장 침투가 어렵다. 이에 동사는 현 단계에서 플랫폼 직접 진출보다 자체 IP·콘텐츠를 해외에 유통하는 방식으로 해외 시장에 접근하고 있다. 구체적으로 일반서 IP의 해외 관련 거래(종이책·전자책) 사례가 지속적으로 발생하고 있으며, 밀리스토리 오리지널 웹툰은 콘텐츠를 번역해 해외 유통 가능성을 타진하고 있다.

#### 성장 보완 전략과 제한적인 멀티플 하락압력

다만 국내 도서시장의 부진은 종이책에 집중된 현상이며, 전자책 시장은 같은 기간 꾸준한 성장세를 이어가고 있어 매체 전환은 별개의 흐름으로 진행되고 있다. 또한 동사는 도서 시장 정체에 대응해 기존 전자책 구독 외 성장축을 확장하고 있다. 2025년 6월 웹소설, 9월 웹툰 서비스인 '밀리스토리'를 순차 론칭하며 웹소설·웹툰을 구독 모델 안으로 편입해 일반서 중심 구독 모델의 체류 시간 한계를 보완하고 있다.

자체 IP 확보도 진행중이다. 2023년 창작 플랫폼 ‘밀리로드’를 론칭해 회원 창작 기반 오리지널 IP를 발굴 중이며, 확보된 IP는 전자책·종이책 출간을 넘어 해외 판권, 공연화 등 2차 콘텐츠로 확장되는 구조다. 『분실물이 돌아왔습니다』는 해외 판권 및 연극·뮤지컬 2차 판권 계약으로 IP 확장 가능성을 입증한 대표 사례다.

오프라인 접점 확대도 구독자 유지 전략의 일환으로 추진되고 있다. 동사는 2025년 4월 ‘밀리 플레이스’를 론칭해 제휴 카페·복합문화공간 기반의 음료 할인, 북토크, 강연 등으로 독서 경험을 오프라인까지 확장하고 있으며, 이는 브랜드 접점 확대와 구독자 락인 강화를 겨냥한 전략으로 해석된다.

한편 산업 성장 정체 우려는 멀티플에 상당 부분 반영되어 온 것으로 판단된다. 동사 실적은 2023년 대비 2026F 기준 매출액 566억 원 → 1,005억 원(+776%, CAGR +21.1%), 영업이익 104억 원 → 150억 원(+44.2%, CAGR +13.0%)으로 꾸준히 성장할 전망이다. 반면 멀티플은 2023년 PER 8.4배·PBR 2.5배에서 현 주가 기준 2026F PER 6.1배·PBR 1.0배까지 하락한 것으로 파악된다. 실적 성장과 멀티플 하락이 동시에 진행된 점을 감안하면, 해당 리스크가 추가적인 멀티플 하락 요인으로 작용할 가능성은 제한적이다.

### B2B2C채널 성장을 하락 및 높은 KT의존도

#### 통신사 번들링 요금제 성장의 Peak-out 우려

B2B2C 채널은 성장을 측면에서 정상화 구간에 진입한 것으로 판단된다. 2025년 +65.0%였던 YoY 성장률은 2026년 1분기 기준 약 +50%로 낮아졌고, 2026년 연간 기준으로는 +30% 수준이 예상된다. 이는 B2B2C 채널 내 매출 비중의 83%를 차지하는 KT향 매출의 침투가 일정 부분 진행되면서, 과거와 같은 고성장이 지속되기는 어려운 구간에 진입했기 때문이다.

또한 B2B2C 채널로 유입된 가입자는 직접 결제 기반의 B2C 가입자보다 서비스 이용 의지가 낮은 편으로 판단된다. B2B2C 활성화율(약 33%)은 통신 요금제 결합을 통해 유입된 가입자 중 실제 서비스 이용률이 제한적임을 시사하며, 중장기적으로 비활성 가입자의 구독 유지율 저하에 따른 구독자 수 감소 및 통신사 재계약·번들링 협상 과정에서의 서비스 효용 검증 부담으로 이어질 수 있다.

한편, KT 외 통신사를 통한 업사이드도 단기적으로는 제한적이다. SKT·LG U+는 현재 T우주·유독 내 부가서비스형 제휴 단계에 머물러 있어 KT 수준의 가입자 유입을 기대하기는 어려우며, 동사가 KT 계열사라는 점 역시 비계열 통신사의 요금제 번들링 확대에 제약 요인으로 작용하는 것으로 판단된다. 다만 향후 KT 외 통신사 제휴가 동사 구독이 요금제에 포함되는 구조로 확대될 경우, 2022년 KT 번들링 도입과 유사한 2차 성장 모멘텀이 발생할 가능성은 열려 있다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	458	566	726	882	1,005
증가율(%)	58.8	23.4	28.3	21.5	14.0
매출원가	136	175	228	283	352
매출원가율(%)	29.7	30.9	31.4	32.1	35.0
매출총이익	322	391	498	599	653
매출이익률(%)	70.2	69.0	68.6	67.9	65.0
판매관리비	280	287	388	455	503
판매비율(%)	61.1	50.7	53.4	51.6	50.0
EBITDA	47	112	128	183	200
EBITDA 이익률(%)	10.3	19.8	17.7	20.7	19.9
증가율(%)	흑전	136.0	14.8	42.4	9.4
영업이익	42	104	110	144	150
영업이익률(%)	9.1	18.4	15.2	16.3	14.9
증가율(%)	흑전	149.6	5.7	30.6	4.4
영업외손익	92	7	19	4	12
금융수익	136	10	21	21	23
금융비용	41	3	1	0	0
기타영업외손익	-3	-0	-1	-17	-10
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	133	111	129	147	162
증가율(%)	흑전	-16.6	15.9	14.3	10.2
법인세비용	0	-34	14	-10	10
계속사업이익	133	145	115	158	152
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	145	115	158	152
당기순이익률(%)	29.1	25.7	15.8	17.9	15.2
증가율(%)	흑전	8.9	-20.9	37.0	-3.3
자배주주지분 손이익	133	145	115	158	152

**현금흐름표**

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	74	96	140	128	167
당기순이익	133	145	115	158	152
유형자산 상각비	5	6	10	12	15
무형자산 상각비	1	1	9	27	35
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	13	-33	-22	-80	-35
기타	-78	-23	28	11	0
투자활동으로인한현금흐름	-105	-426	69	-185	-202
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0	-1	-0	-5	0
기타	-105	-425	69	-180	-202
재무활동으로인한현금흐름	-3	340	-48	-1	-47
차입금의 증가(감소)	0	-2	-48	0	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	355	0	0	0
배당금	0	0	0	0	-47
기타	-3	-13	0	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	80
현금의증가(감소)	-34	9	161	-58	-1
기초현금	93	58	67	228	169
기말현금	58	67	228	169	168

**재무상태표**

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	252	720	818	983	1,095
현금성자산	58	67	228	169	168
단기투자자산	100	520	440	570	650
매출채권	64	94	109	169	193
재고자산	2	2	3	1	1
기타유동자산	28	37	39	73	84
비유동자산	24	68	64	118	143
유형자산	5	4	2	5	3
무형자산	5	12	33	49	75
투자자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	14	52	29	64	65
자산총계	276	787	882	1,101	1,238
유동부채	186	192	170	213	243
단기차입금	50	48	0	0	0
매입채무	15	18	17	31	35
기타유동부채	121	126	153	182	208
비유동부채	14	18	7	19	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	18	7	19	21
부채총계	200	210	178	232	263
자배주주지분	75	577	704	869	975
자본금	33	42	42	43	43
자본잉여금	857	401	423	443	443
자본조정 등	71	29	19	7	7
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-885	105	220	377	482
자본총계	75	577	704	869	975

**주요투자지표**

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	0.0	8.4	10.6	7.4	6.1
P/B(배)	0.0	2.5	1.7	1.4	1.0
P/S(배)	0.0	2.2	1.7	1.3	0.9
EV/EBITDA(배)	N/A	8.2	4.4	2.4	0.6
배당수익률(%)	N/A	0.0	0.0	4.0	5.1
EPS(원)	2,033	2,058	1,358	1,847	1,780
BPS(원)	1,148	6,881	8,287	10,150	11,380
SPS(원)	6,979	8,008	8,570	10,336	11,733
DPS(원)	0	0	0	550	550
수익성(%)					
ROE	-35.4	44.6	18.0	20.0	16.5
ROA	58.8	27.4	13.8	15.9	13.0
ROIC	-191.3	-1,241.4	609.9	227.6	137.2
안정성(%)					
유동비율	135.0	375.1	480.9	461.7	451.5
부채비율	265.8	36.4	25.2	26.6	27.0
순차입금비율	-129.1	-91.1	-93.7	-84.0	-82.9
이자보상배율	10.2	35.1	90.6	353.4	331.3
활동성(%)					
총자산회전율	2.0	1.1	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	8.7	7.2	7.2	6.3	5.6
재고자산회전율	218.6	270.7	328.8	526.9	1,269.4

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
KT밀리의서재	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2026.05.21	KT밀리의서재(418470)-시총 84%가 순현금, 전자책 구독 1위 기업
2025.04.01	밀리의서재(418470)-다각화된 판매 채널 통한 성장 기대
2024.06.28	밀리의서재(418470)-전자책 구독형 서비스 제공 회사

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.