2025년 07월 31일 | Global Equity

# 스포티파이(SPOT.US)

## 부정적 환율 효과와 아쉬운 광고 모멘텀

미국

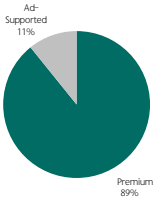
| | |
|---|---|
| TP(컨센서스) | 726.63USD |
| CP(07.30) | 620.01USD |

**Key Data**

| | |
|---|---|
| 국가 | SWEDEN |
| 상장거래소 | New York |
| 산업 분류 | 커뮤니케이션 서비스 |
| 주요 영업 | 엔터테인먼트 |
| 홈페이지 | www.spotify.com |
| 시가총액(십억EUR) | 127.1 |
| 시가총액(조원) | 175.8 |
| 52주최고/최저(EUR) | 785/300.57 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| Ek Daniel | 15.05 |
| Lorentzon Martin | 10.50 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | (9.3) | 30.1 | 116.5 |
| 상대 | (12.8) | 24.3 | 99.6 |

**매출구성**




**Financial Data** (백만 EUR)

| 투자지표 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|
| 매출 | 13,247 | 15,673 | 17,487 | 20,265 |
| 영업이익 | (446) | 1,365 | 2,156 | 3,060 |
| 순이익 | 1,138 | 1,138 | 1,473 | 2,500 |
| EPS(EUR) | (2.2) | 5.7 | 6.6 | 12.1 |
| EPS(YOY, %) | (23.8) | (353.7) | 17.4 | 81.6 |
| ROE(%) | (21.6) | 28.3 | 23.1 | 28.2 |
| PER(배) | | 76.3 | 80.8 | 44.5 |
| PBR(배) | 13.3 | 15.9 | 14.6 | 10.8 |
| 배당률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

### FY2Q25 Review: OP 4.1억유로(53%)

2분기 매출액/영업이익/EPS는 각각 €42억(약 6.7조원, +10% YoY)/€4.1억(약 0.7조원, +53%)/-€0.42(적전)으로 모두 컨센서스(€43억, €4.9억, €1.97)를 하회했다. 환율 변동으로 인해 약 €1억의 매출 감소가 발생했으며, 주가에 연동되는 사회보장성비용이 약 €1.2억(예상 €1,700만) 발생하며 부정적인 영향을 준 것으로 보인다. 구독자 수는 견조한 성장을 보였는데, MAU/프리미엄 구독자 수는 각각 약 7.0억명(+11% YoY)/2.8억명(+12%)을 기록하며 컨센서스(약 6.8억명/2.7억명)를 상회했다. 2분기 프리미엄 요금제 매출은 €37억(약 5.9조원, +12% YoY), 광고 요금제 매출은 €4.5억(약 0.7조원, -0.1%)을 달성했다. 지역별 MAU 성장률(YoY)은 각각 유럽 +4%, 북미 +6%, 남미 +7%, 기타 지역은 +23%를 기록했다.

### 3분기 가이던스 보수적으로 제시

3분기 매출/영업이익 가이던스는 각각 €42억/€4.9억으로 모두 컨센서스(€45억, €5.6)를 하회했다. 3분기 MAU/유료 가입자 가이던스는 각각 7.1억명/2.8억명으로 컨센서스(7.1억명/2.7억명)에 부합하는 수준이다. 가이던스에는 환율 영향으로 인한 매출 성장률 -4.9%p와 사회보장성비용 약 €2,500만 등이 반영되었다. 회사는 연간 기준으로 마진과 현금흐름 개선을 자신하고 있다. 2분기 실적과 3분기 가이던스가 모두 기대에 미치지 못하면서 주가는 발표 당일 약 12% 하락했다.

### 광고 성장은 더디지만 노력 중

환율 및 사회보장성비용과 같은 단기적인 변동성도 있었지만, 광고 부문의 매출 성장이 둔화되고 있다는 점이 가장 아쉬운 상황이다. 광고 요금제 매출은 최근 1년간 한 자릿수 성장에 그쳤다. 우선, SPP(Spotify Partner Program) 출시가 광고 인벤토리 감소에 영향을 끼쳤다. SPP는 팟캐스트 크리에이터가 자체적으로 광고를 유치하거나 프리미엄 유료 모델로 전환할 수 있는 프로그램이다. SPP에 해당되는 콘텐츠에는 스포티파이의 광고가 붙지 않아 광고 인벤토리에는 불리하게 작용하게 된다. 단기적으로는 손해를 감수하면서 크리에이터 유입을 확대하고자 하는 목적이다. 또한 팟캐스트 최적화 과정에서 프리미엄 콘텐츠 일부가 광고 인벤토리에서 제거되어 매출이 감소한 것으로 보인다. 회사는 2025년을 사업적 전환기로서 광고 판매 확대 및 신형 포맷의 성과에 초점을 맞추고 있는 시기로 보고 있으며 SPP 도입과 팟캐스트 최적화에 대해 전략적으로 올바른 방향이라고 보고 있다. 그럼에도 광고 사업이 더 빠르게 성장해야 한다는 점도 인지하고 있다, 올해 하반기부터 광고 부문에서 가시적인 성과가 나타날 수 있을지 확인할 시간이 필요하다. 중장기적인 관점에서는 팟캐스트, 오디오북 등 신사업의 성장성은 변함 없으며 음원 시장에서의 입지도 여전히 견고하다.

국가별 가격 차별화
미국: $11.99 (약 17,400원)
한국: 11,900원

**도표 1. 스포티파이 국가별 Individual 요금제 가격 (저가 순)**

| 순위 | 국가 | 월별 요금 | 순위 | 국가 | 월별 요금 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 나이지리아 | $0.56 | 26 | 크로아티아 | $7.16 |
| 2 | 이집트 | $1.03 | 27 | 체코 | $7.44 |
| 3 | 파키스탄 | $1.25 | 28 | 캐나다 | $8.08 |
| 4 | 가나 | $1.40 | **29** | **대한민국** | **$8.12** |
| | ⋮ | | | ⋮ | |
| 22 | 보스니아 | $6.06 | 47 | 영국 | $15.67 |
| 23 | 멕시코 | $6.42 | 48 | 덴마크 | $16.11 |
| 24 | 에콰도르 | $6.49 | 49 | 리히텐슈타인 | $16.47 |
| 25 | 파나마 | $6.99 | 50 | 스위스 | $16.48 |

자료: 언론, 하나증권

스포티파이 무손실 음원 요금제
향후 출시 예정

**도표 2. 미국 플랫폼별 월별 요금제 가격**

| | Spotify Premium | Amazon Music Unlimited | Apple Music | Youtube Music Premium |
|---|---|---|---|---|
| 개인 | $9.99 | $9.99 | $10.99 | $9.99 |
| 가족 | $15.99 (최대 6명까지 공유) | $14.99 (최대 6명까지 공유) | $16.99 (최대 6명까지 공유) | $14.99 (최대 5명까지 공유) |
| 학생 | $4.99 | $4.99 | $5.99 | $4.99 |
| 듀오 | $12.99 (최대 2명까지 공유) | - | - | - |

자료: 각 사, 하나증권

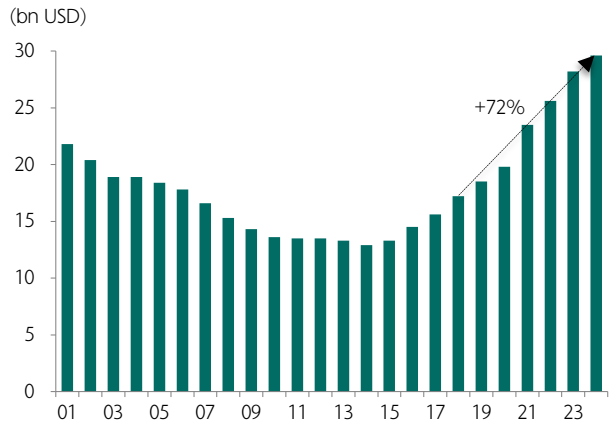
국내 기준 Youtube 결합이
시장에 큰 이점으로 작용하여
해외 시장과는 상반된 분위기

**도표 3. 국내 플랫폼별 월별 요금제 가격**

| | Apple Music | Spotify | Youtube Music | Melon |
|---|---|---|---|---|
| 월별 요금 | 개인 8,900원<br>가족 13,500원 | 베이직 8,690원<br>개인 11,900원<br>듀오 17,985원 | 11,900원 | 클럽 8,690<br>플러스 11,990원 |
| 동시접속 가능 인원 | 가족 요금제 기준<br>최대 6명 | 듀오 요금제 기준<br>최대 2명 | 1명 | 1명 |
| 인당 최소 요금 | 최대 인원 공유 시<br>인당 2,250원 | 듀오 요금제 이용시<br>약 8,990원 | - | - |
| 기타 | 모든 요금제 대상<br>무손실 음원 지원 | 광고가 나오는<br>무료 요금제 제공 | 유튜브 포함 시<br>14,900원 | 기능별 요금제<br>다수 지원 |

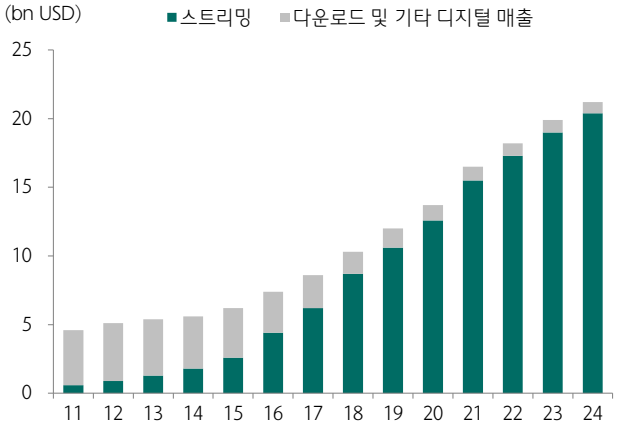
자료: 각 사, 하나증권
주: Spotify의 베이직 요금제는 한국 시장 한정 제공
주2: Melon 클럽 요금제는 무제한듣기, 플러스 요금제는 오프라인 재생 기능 포함

**도표 4. 글로벌 음반&음원 매출 추이 (6년간 72% 성장)**



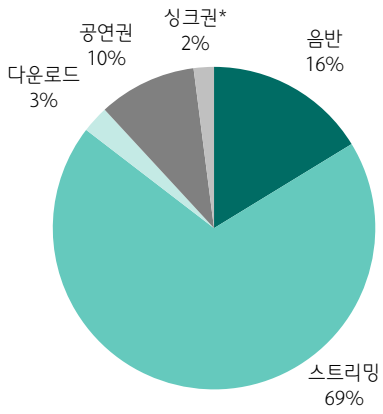

자료: Statista, 하나증권

**도표 5. 글로벌 음원 스트리밍 매출 추이**




자료: IFPI, 하나증권

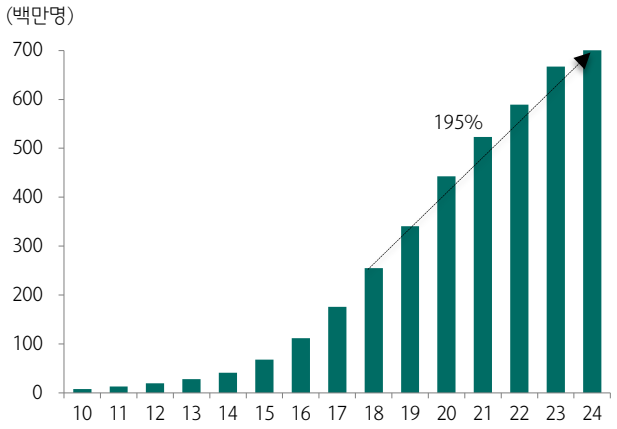
**도표 6. 글로벌 음악 시장 내 유형별 매출 비중 (2024)**




* 싱크권: 영상에 음원을 삽입될 때 발생하는 매출

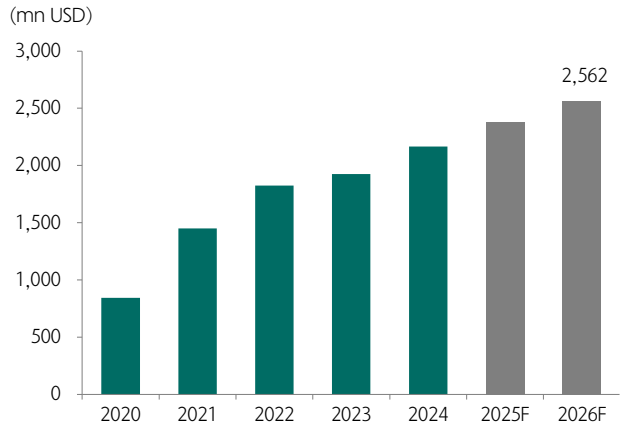
자료: IFPI, 하나증권

**도표 7. 글로벌 음원 스트리밍 유료 구독자 추이 (6년간 195% 성장)**



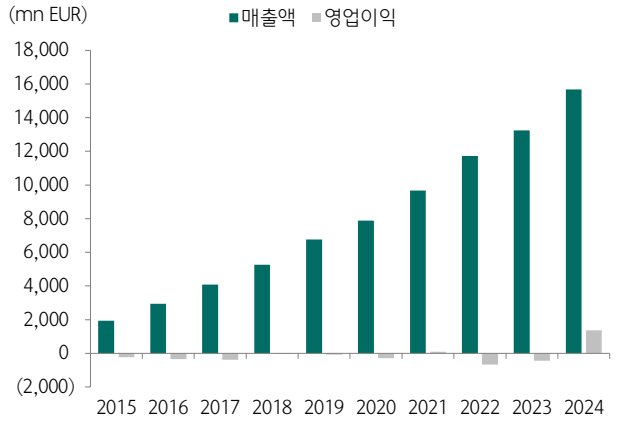

자료: IFPI, 하나증권

**도표 8. 미국 팟캐스트 시장 매출 성장 전망**



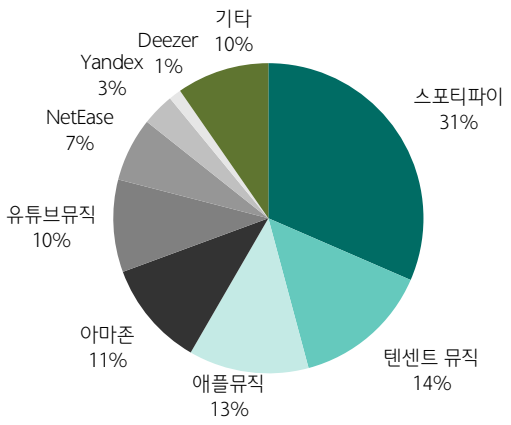

자료: PwC, 하나증권

**도표 9. 스포티파이 연간 매출 및 영업이익 추이**



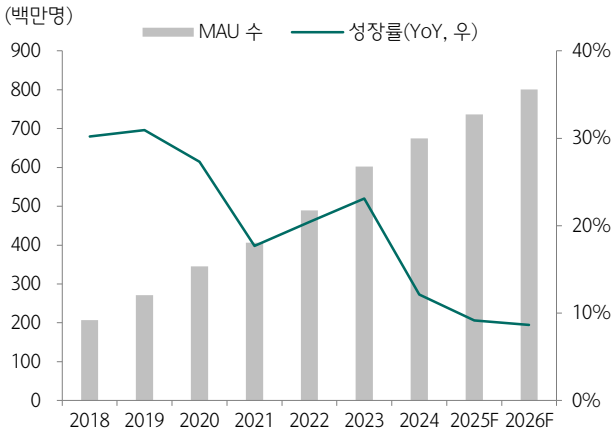

자료: Spotify, 하나증권

**도표 10. 글로벌 스트리밍 유료 구독자 점유율 (2023)**



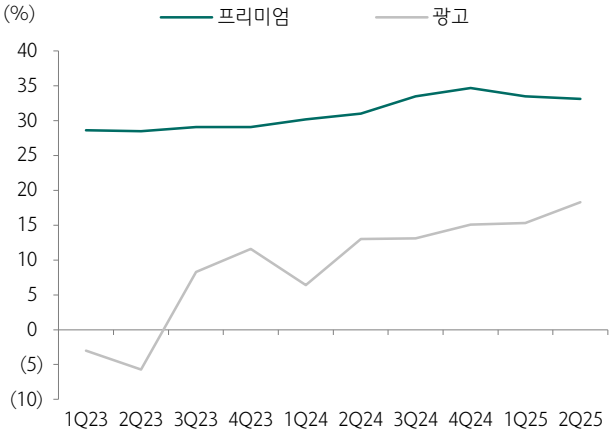

자료: Statista, 하나증권

**도표 11. 스포티파이 글로벌 MAU 추이**



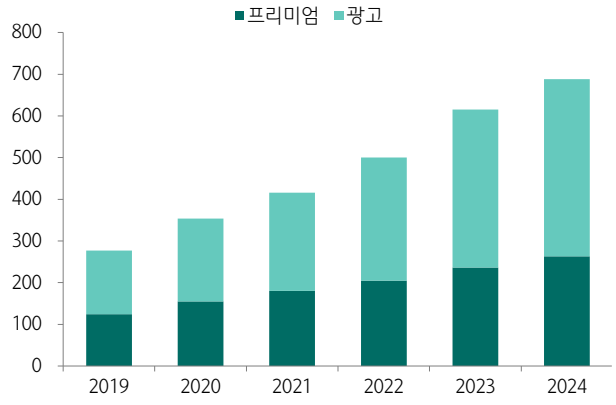

자료: Spotify, 하나증권

**도표 12. 요금제별 마진율 추이**




자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 13. 스포티파이 요금제별 기말 가입자 수**

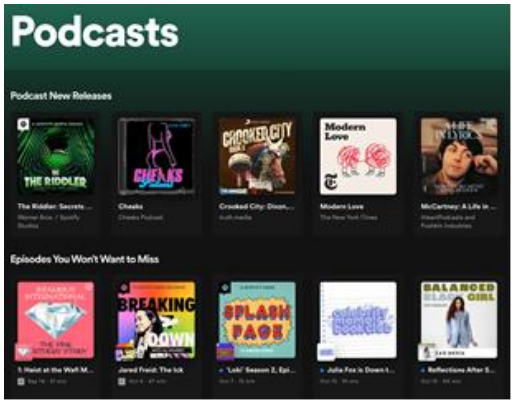



자료: Spotify, 하나증권

**도표 14. 스포티파이 디스커버리 화면 예시**

자료: Spotify, 하나증권

**도표 15. 스포티파이 팟캐스트 화면 예시**




자료: Spotify, 하나증권

# 2Q25 실적발표 주요 Q&A 내용

**Q1. 슈퍼팬 요금제 관련 내용 업데이트가 있는지, 요금제 가짓수가 너무 많으면 사용자 경험상 복잡해지지 않을지**

현재 회사는 슈퍼팬을 위한 훌륭한 제품을 개발 중. 내부적으로 높은 수준의 기준을 충족하기 해야 하며 특히 음악 분야에서는 파트너사들과의 협력에 일정 부분 의존하고 있기 때문에 신중하게 접근 중. 가짓수의 경우 오디오북 add-on 상품을 13개 시장에서 출시하였는데 콘텐츠를 더 원하는 유저들이 유료로 이용할 수 있게 해주는 구조임. 이러한 확장은 슈퍼팬들의 수요를 충족시킬 수 있으며, 앞으로도 음악, 팟캐스트, 영상 전반에 걸쳐 슈퍼팬들을 위한 맞춤 요금제를 점점 늘려갈 계획.

**Q2. 이번 분기에는 매출총이익률이 가이던스를 상회하지 못했는데 혹시 가이던스 제공 방식에 변화가 있었는지? 올해 및 2026년까지 매출총이익률 추세에 대해**

회사는 장기적으로 총이익률 제고를 추구하고 있음. 음악 부문에서는 마켓플레이스 전략과 광고 수익화, 팟캐스트 부문에서는 광고 확장 및 Spotify Partner Program 수익화, 오디오북에서는 경험 기반 수익화가 있음. 또한, 고객 서비스와 같은 분야에서도 비용이 소폭 감소하는 추세. 미래 특정 시점에 대한 구체적인 수치는 없지만, 4분기는 계절적으로 광고 부문 이익률이 가장 높은 시기. 또한 3분기에 반영될 40bp의 규제 비용 부담은 4분기에는 반영되지 않을 것. 가이던스 제공 방식에는 아무런 변화가 없음. 대부분의 경우 실제 결과는 가이던스와 비슷하거나 상회함. 이번 분기에는 가이던스를 정확히 달성했으며, 이는 불확실성이 거의 없었음을 의미.

**Q3. 생성형 AI가 생산성과 제품 개발에 어떤 영향을 미치고 있는지, 그리고 소비자 경험이 어떻게 변화할 것인지**

생산성 측면에서는 프로토타입 제작 단계에서 큰 속도 향상을 경험하고 있음. 이번 봄에 전사 해커톤을 열고 모든 직원들이 생성형 AI를 활용하는 방법을 배우도록 했는데, 엔지니어뿐 아니라 재무 등 비개발 부서도 적극적으로 도입하고 있음. 제품 개발 방식에서의 핵심적인 변화는, 이제는 제품을 이렇게 만들어야 한다는 구체적인 설명이 아닌, 알아서 만들 수 있게 기준만 보여주는 시대가 되었다는 점임. 소비자 경험 측면에서는 사용자가 자연어로 Spotify에 원하는걸 직접 말할 수 있게 되었으며 이는 전혀 새로운 데이터셋을 만들어내고 있음. '이 노래 다음엔 어떤 노래가 어울리는가'라는 플레이리스트 기반 데이터셋은 우리가 세계 최대 규모였지만, 이제는 '어떤 문장이 어떤 노래를 설명하는가'에 대한 데이터셋을 수집 중. 결과적으로, 사용자 경험은 점점 더 인터랙티브하게 대화형으로 진화하게 될 것. 또한 예전 AI 모델들은 규모를 키워도 성능 향상이 제한적이었지만, LLM은 데이터를 많이 줄수록 성능이 계속 개선되는 구조. 즉, 가장 많은 사용자 참여를 유도하는 플랫폼이 가장 빠르게 개선될 수밖에 없고, Spotify는 이 측면에서 아주 유리함.

**Q4. Spotify는 자사주 매입 한도를 20억 유로로 2배 확대했고 이 중 19억 유로가 남아 있음. 이를 2026년 4월 만기 전까지 전부 집행할 계획인지, 그렇게 하더라도 재무적 여유가 여전히 큰 상황에서 3~5년간 자본 활용 계획에 대해**

회사의 최우선 순위는 높은 수익을 창출할 수 있는 성장 기회에 투자하는 것. 회사의 성장을 위해 장기 전략을 뒷받침할 수 있는 재무 구조를 유지하는 것이 기본 원칙. 이번 자사주 매입 관련해서는 기회를 유연하게 포착할 수 있는 수단으로써 유용하다고 판단한 것. 얼마를 언제 어떻게 사용할지 구체적 계획은 아직 없지만, 이번 발표는 자사주 매입이 우리의 전략적 유연성을 강화해주는 수단임을 명확히 알리기 위한 것.

**Q5. 3분기 환율 영향 제거 기준으로 볼 때, ARPU 추세 및 4분기 ARPU 전망에 대해**

3분기에는 환율 제거 기준에서도 ARPU는 전년 동기 대비 플랫일 것으로 전망. 선진국 시장에서는 ARPU 상승 요인이 존재하지만 신흥 시장에서는 신규 가입자 유입이 ARPU 희석 요인으로 작용함. 단기적으로는 ARPU에 부정적인 영향을 줄 수 있지만 장기적으로 Spotify에 큰 가치를 창출하는 구조. 4분기 ARPU에 대해서는 추후 가을에 공개 예정. 또한 회사는 적절하다고 판단되면 가격을 인상함. 실제로 지난 분기에 프랑스, 벨기에, 네덜란드, 룩셈부르크에서 가격을 인상했는데 이탈률에서도 특별한 이상은 없었음.

**Q6. 오디오북, 비디오 팟캐스트, 교육 콘텐츠 등으로 확장하는 가운데, 이에 대한 투자 규모와 사용자 참여 수준이 미래 가격에 어떤 영향을 줄 것인지**

현재 Spotify는 음악, 영상, 책의 세 가지 사업군에서 아주 좋은 위치에 있다고 생각함. 음악은 사람들과 연결될 수 있는, 언어보다 더 보편적인 매개체. 여기에 비디오와 오디오북을 결합하면 사용자 경험과 시장 내 기회가 비약적으로 확장됨. 멀티 포맷 전략은 효과적으로 작동 중. 현재 전 세계 인구의 약 3%가 Spotify에 정기 구독료를 지불하고 있음. 90%까지 갈 수 있을지는 모르겠지만, 10~15%까지 확대되는 것은 충분히 가능성 있는 시나리오라고 봄. 회사는 '10억 구독자'라는 큰 목표를 세웠으며 이를 뒷받침하는 수치도 있음. 현재 Spotify는 서비스 중인 시장에서 45%의 유료 가입자 점유율을 기록하고 있으며 전 세계 스트리밍 음악의 65%가 Spotify 플랫폼을 통해 소비되고 있음. 우리는 지금 투자가 충분히 정당하다고 믿고 있으며, 세 개의 영역에서의 Value Proposition는 이미 좋은 반응을 얻고 있음. 투자 규모에 대해서는 구체적으로 언급하지 않을 것.

**Q7. Apple과의 소송 관련해서 미국 내 iOS 유료 가입 전환율이 개선되고 있다고 언급했는데, 이와 관련하여 대체 결제 방식이 구독자 유입 경로를 어떻게 확장시키는지, 또한 구매 과정(purchase flow), 마케팅, 신규 사업 모델 측면에서 어떤 기회가 열릴 수 있는지**

실제로 이번 분기에서도 그 효과를 일부 확인할 수 있었음. 과거에 사용자가 결제 실패 상태가 되면, 우리는 단순히 "구독이 종료되었다"는 알림만 줄 수 있었음. 이메일 등 간접적 채널에 의존해야 했고, 앱 내에서는 어떤 행동도 유도할 수 없었기 때문에 많은 사용자들이 이유도 모른 채 광고 기반 무료 모델로 전환되는 경우가 많았음. 하지만 이제는 앱 내에서 직접 커뮤니케이션이 가능해졌고, 비록 완전한 인앱 결제는 아니더라도 행동을 유도할 수 있는 'Call-to-Action'을 앱 내에 배치할 수 있게 됨. 그리고 이건 향후 새로운 수익원으로 확장될 수 있는 토대도 됨. 예를 들어, 단건 결제는 앞으로 매우 유망한 수익원 중 하나. 오디오북 같은 경우 저자가 자신의 콘텐츠를 판매하기에 매우 적합함. 나아가 새로운 디지털 상품으로도 확장될 수 있음. 우리는 과거부터 '미디어 플랫폼은 구독과 광고만으로는 충분치 않다'고 주장했음. 이제는 여기에 세 번째 축으로 단건 결제를 추가할 수 있게 되었다는 점에서 큰 진전. 그리고 이를 위해 인앱 결제 허용은 결정적인 요소. 앞으로 이런 변화들이 유럽의 디지털 시장법 및 영국의 DMCC에서도 실현된다면, 우리는 동일한 혜택을 미국 외 시장에서도 받을 수 있을 것.

**Q8. 팟캐스트 사업 모델 변경으로 인해 2분기 광고 성장률에 얼마나 부정적 영향이 있었는지. 또한, 독점 콘텐츠를 중단한 영향을 제거하고 본다면 이번 분기의 광고 사업 유기적 성장률은 얼마 정도로 봐야 할지**

우리가 프리미엄 콘텐츠의 일부를 광고 인벤토리에서 제거했기 때문에 당연히 매출이 줄어들게 됨. 하지만 지금 팟캐스트와 비디오 콘텐츠에서 보고 있는 긍정적인 흐름에 매우 고무적. 비디오는 오디오 대비 20배 빠른 속도로 성장 중이며, 현재까지 3억 5천만 명 이상의 사용자가 Spotify에서 비디오 콘텐츠를 시청했음. 게다가 비디오로 팟캐스트를 시청하는 사용자는 오디오만 듣는 사용자보다 1.5배 더 많은 콘텐츠를 소비하고 있음. 이러한 변화는 포트폴리오 조정이 올바른 방향 이었음을 보여주는 결과. 전략적 요인(독점 콘텐츠 제거, Spotify Partner Program 변경 등)을 제외하면 광고 부문은 환율 영향 제거 기준으로 두 자릿수 성장률을 기록했다고 봄.

**Q9. 2025년 이후의 이익률 확대를 이끄는 주요 요인들에 대해**

장기적으로 우리는 총이익률의 지속적인 확대를 확신하고 있음. 첫 번째로는 광고 수익을 통해, 두 번째로는 마켓플레이스 수익화를 통해, 마지막으로 오디오북 수익화와 단건 결제도 장기적으로 새로운 성장 축이 될 것으로 기대.

**Q10. 최근 1년간 콘텐츠 종류별로 참여도가 어떻게 성장했는지, 그리고 이 높은 참여도를 어떻게 수익화할 계획인지**

우선 음악 스트리밍 시장 내 Spotify의 유료 가입자 점유율은 상당히 높은 수준이며, 비디오 콘텐츠도 성장하고 있음. 오디오북 부문에서도 매우 고무적인 흐름을 보이고 있음. 현재 Spotify에는 40만 권 이상의 오디오북이 있고, 최근에는 독일, 오스트리아, 스위스, 리히텐슈타인에 정식 출시했으며 영국, 뉴질랜드, 호주, 스위스 등 일부 시장에서는 오디오북 add-on 상품도 출시함. 수익화 전략에 대해서는 프리미엄 전환, 광고, 단건 결제라는 세 가지 축이 모두 활용되고 있음. 향후 적절하다고 판단되면 프리미엄 가격 인상도 단행할 것. 회사는 참여도의 수익화를 위한 모든 수단을 적극적으로 활용하고 있음.

**Q11. 2025년 하반기에는 운영비용의 시점 차이로 인한 증가가 예상되는데, 향후 몇 분기 동안 비용 전망에 대해, 또한, 2026년에 인건비, 마케팅, 기술 투자 등에서 추가적인 투자가 예정되어 있는지**

비단 Spotify뿐만 아니라 모든 기업이 '인건비 중심 구조'와 '컴퓨팅 비용 중심 구조' 사이의 균형을 새롭게 조정해 나가고 있음. 실제로 사내 엔지니어들 사이에서도, 내부 툴이나 신규 제품 개발 시 얼마만큼의 컴퓨팅 자원을 사용할 수 있는지에 대한 고민이 처음으로 나타나고 있음. 가장 중요한 포인트는 회사가 어떤 목표 수치를 맞추기 위해 비용을 조절하는 것이 아니라 궁극적으로 LTV를 극대화하는 방향으로 판단을 내린다는 점. 예를 들면 마케팅 비용의 경우, 회사는 SAC to LTV 비율로 평가함. 예를 들어 이 비율이 1:2라면, 즉 1달러를 써서 2달러 가치를 얻는 구조라면 보통 수준으로 보고, 만약 1:5가 된다면, 단기 비용이 늘더라도 무조건 투자할 가치가 있는 구조로 판단함. 요약하자면, 우리는 더 나은 방식을 통해 효율성을 높이는 방향으로 나아가고 있지만, 장기적으로 높은 수익을 기대할 수 있다면 단기적으로는 지출이 일시적으로 증가할 수도 있음.

**Q12. 2025년 하반기 이후, 비디오 콘텐츠 확장을 위한 노력에 대해, 그리고 디지털 광고 시장 성장률에 맞추어 Spotify의 광고 성장 수준을 높이기 위해, 비디오가 얼마나 핵심적인 역할을 하게 될 것인지**

Spotify는 사용자들이 자발적으로 확장해 나가는 콘텐츠 소비 방식을 관찰하고, 그 흐름에 기민하게 따라가며 확장해 왔음. 핵심이라고 단언할 수는 없지만 그래서 비디오는 우리가 매우 기대하고 있는 영역이며 디지털 광고 성장률과의 연계 측면에서도 충분히 유효한 성장 축. 그러나 Spotify는 비디오가 없어도 충분히 잘 운영될 수 있는 구조이기도 함.

**Q13. NBC 스트리밍 서비스 Peacock은 참여도가 낮음에도 불구하고 가격을 38% 인상했음. Spotify는 참여도가 훨씬 높은 선진국 시장에서 가격 인상을 더 빠른 속도로 추진할 수 없는 이유가 있는지**

Spotify는 항상 Value-to-Price ratio라는 프레임으로 모든 가격 정책을 결정함. 사용자 수 증가가 내부 예측을 상회한 것을 보면, 이 전략이 올바르게 작동하고 있는 것. 시장마다 가치를 인식하는 방식과 참여도가 다르기 때문에, 국가별로 상이한 시점과 폭으로 가격을 조정함. 앞서 언급했듯이 일부 선진국에서는 가격을 인상했는데 해지율은 높지 않았음. 구독 비즈니스에서 가장 중요한 것은 신규 가입보다는 이탈 방지임. 다른 회사 서비스에 대해서는 잘 모르겠지만 Spotify에서 경험하는 가장 강력한 인사이트는 고객을 오랫동안 유지하는 것이 이탈 고객을 재획득하는 것보다 더 효율적이라는 것임. 결국 일정 규모 이상의 구독 비즈니스는 유지율을 관리하는 게 관건임.

**Q14. 광고 요금제 매출은 최근 1년간 한 자릿수 성장에 머물렀는데, 광고 사업이 정말 핵심 사업인 것인지**

물론 광고 사업은 Spotify의 핵심임. 다만 2025년은 광고 사업의 전환기이며 이 전환이 계획대로 진행되고 있는지 여부를 판단할 가장 좋은 지표는 광고주 채택률. 현재 새롭게 개발한 광고 툴이 활발히 채택되고 있으며, 세계 각지에서 Demand Side Platform를 도입함으로써 수요 기반 광고 판매가 확대되고 있음. 직접 판매 부문에서도 비디오 콘텐츠에 삽입되는 Baked-in 광고 등 신형 포맷들이 좋은 성과를 내고 있음. 우리는 올바른 방향으로 가고 있지만, 속도를 더 내야 하는 건 맞음.

**Q15. Spotify는 추천과 큐레이션 외에도 LLM를 어떻게 활용하고 있는지, 또한 이와 관련해 어떤 투자를 진행 중인지**

우선 활용 예시로는 사용자가 Spotify와 직접 대화하거나 텍스트로 요청할 수 있는 기능이 있음. 이는 과거에 전혀 없던 새로운 데이터셋을 형성하고 있으며 제품 발전에 큰 역할을 하고 있음. 투자 측면에서 회사는 전사적으로 기술 스택을 생성형 AI 시대에 맞게 재설계하고 있음. 모든 API를 Model Context Protocol로 감싸, 기존 인프라 위에 에이전틱(agentic) 구조를 구축하고 있음. 이를 통해 사용자가 자연어로 요청하면 즉시 맞춤형 기능을 생성하는 것이 가능해짐. 특히 LLM은 이전 딥러닝 추천 모델과 달리 데이터와 사용량이 늘어날수록 성능이 계속 향상됨. 즉 가장 높은 수준의, 많은 양의 사용자 참여도를 가진 플랫폼이 가장 빠르게 진화하는 구조임. Spotify는 세계에서 가장 높은 오디오 참여도를 보유하고 있기 때문에 이 혜택을 가장 크게 받을 수 있음.

# 추정 재무제표

**손익계산서** (단위: 백만EUR)

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 11,727 | 13,247 | 15,673 | 17,487 | 20,265 |
| 매출총이익 | 2,926 | 3,397 | 4,724 | 5,567 | 6,710 |
| 판관비 | 3,585 | 3,843 | 3,359 | | |
| 영업이익 | (659) | (446) | 1,365 | 2,156 | 3,060 |
| 이자 비용 | 41 | 38 | 36 | | |
| 기타영업손익 | (258) | (31) | 18 | | |
| 세전이익 | (370) | (505) | 1,341 | | |
| 법인세 | 60 | 27 | 203 | | |
| 소수주주이익 | 0 | 0 | 0 | | |
| 특별손실 | 0 | 0 | 0 | | |
| 당기순이익 | 1,138 | 1,138 | 1,138 | 1,473 | 2,500 |
| **성장율(YoY)** | | | | | |
| 매출 | 21.3 | 13.0 | 18.3 | 11.6 | 15.9 |
| 영업이익 | (801.1) | (32.3) | (406.1) | 57.9 | 42.0 |
| 순이익 | (3,447.1) | 0.0 | 0.0 | 29.4 | 69.8 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 25.0 | 25.6 | 30.1 | 31.8 | 33.1 |
| 영업이익률 | (5.6) | (3.4) | 8.7 | 12.3 | 15.1 |
| 순이익률 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 8.4 | 12.3 |

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

**대차대조표** (단위: 백만EUR)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 2,366 | 4,372 | 4,352 | 5,260 | 8,379 |
| 현금성자산 | 1,151 | 2,744 | 2,483 | 3,114 | 4,781 |
| 매출채권 | 319 | 437 | 502 | 602 | 540 |
| 비유동자산 | 3,960 | 2,798 | 3,284 | 3,086 | 3,626 |
| 투자자산 | 2,277 | 916 | 1,138 | 1,215 | 1,635 |
| 유형자산 | 757 | 809 | 765 | 547 | 414 |
| 자산총계 | 6,326 | 7,170 | 7,636 | 8,346 | 12,005 |
| 유동부채 | 2,900 | 3,226 | 3,516 | 4,450 | 4,450 |
| 비유동부채 | 621 | 1,825 | 1,719 | 1,733 | 2,030 |
| 부채총계 | 3,521 | 5,051 | 5,235 | 5,823 | 6,480 |
| 자본금 | 4,583 | 4,746 | 4,789 | 5,155 | 6,124 |
| 이익잉여금 | (1,778) | (2,627) | (2,388) | (2,632) | (599) |
| 자본총계 | 2,805 | 2,119 | 2,401 | 2,523 | 5,525 |

**투자지표**

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(USD)** | | | | | |
| EPS | (2.9) | (2.2) | 5.7 | 6.6 | 12.1 |
| BPS | 12.4 | 12.8 | 27.1 | 36.9 | 49.5 |
| SPS | 60.8 | 68.0 | 78.1 | 79.0 | 97.8 |
| DPS | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | | | 76.3 | 80.8 | 44.5 |
| PBR | 5.9 | 13.3 | 15.9 | 14.6 | 10.8 |
| EV/EBITDA | | | 55.7 | 45.1 | 32.1 |
| PSR | 1.2 | 2.5 | 5.5 | 6.3 | 5.4 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | (25.4) | (21.6) | 28.3 | 23.1 | 28.2 |
| ROA | (5.8) | (6.7) | 11.2 | 12.7 | 15.5 |
| ROIC | (16.3) | (10.6) | 23.9 | - | - |
| 부채비율 | 72.5 | 69.8 | 37.6 | - | - |
| 유동비율 | 1.2 | 1.3 | 1.9 | - | - |
| 이자보상배율(배) | (16.1) | (11.7) | 37.9 | - | - |

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

**현금흐름표** (단위: 백만EUR)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 259 | 361 | 46 | 680 | 2,320 |
| 감가/무형상각비 | 111 | 127 | 171 | 158 | 121 |
| 비현금자본증감 | 311 | (41) | 194 | 469 | 373 |
| 투자활동 | (372) | (187) | (423) | (217) | (1,505) |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산취득 | (78) | (85) | (25) | (6) | (17) |
| 투자자산증감 | 0 | 144 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동 | 199 | 1,419 | 116 | 168 | 852 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기부채증감 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본금증감 | (24) | 1,188 | (43) | (66) | (69) |
| 잉여현금흐름 | 181 | 276 | 21 | 674 | 2,303 |

**Compliance Notice**

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 7월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 7월 31일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.