2026년 2월 12일 | Global Equity

스포티파이(SPOT.US)

4분기 호실적은 2026년의 예고편일 수 있다

미국

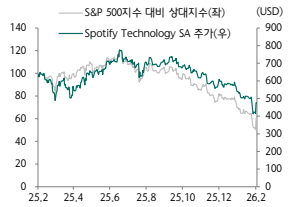
TP(컨센서스)	677.76 USD
CP(2.10)	476.02 USD

Key Data

국가	SWEDEN
상장거래소	New York
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	엔터테인먼트
홈페이지	www.spotify.com
시가총액(십억EUR)	99.2
시가총액(조원)	144.4
52주최고/최저(EUR)	785/405
주요주주 지분율(%)	
Ek Daniel	13.96
Lorentzon Martin	9.60

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(23.1)	(41.2)	(34.9)
상대	(23.1)	(50.2)	(49.8)

Stock Price



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	15,673	17,186	19,593	22,247
영업이익	1,365	2,198	2,940	3,848
순이익	1,138	2,212	2,629	3,370
EPS(EUR)	5.7	10.5	12.2	15.8
EPS(YOY, %)	(353.7)	86.1	16.2	29.0
ROE(%)	28.3	31.9	28.3	28.3
PER(배)	76.3	46.9	32.6	25.3
PBR(배)	15.9	12.4	8.3	6.5
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

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

하나증권 리서치센터

FY4Q25 Review: OP €7.0억(+47%)

4분기 매출액/영업이익/EPS는 각각 €45억(약 7.8조원, +7% YoY)/€7.0억(약 1.2조원, +47%)/€4.43(+145%)으로 영업이익/EPS가 컨센서스(€45억/€6.4억/€2.69)를 상회했다. MAU/프리미엄 구독자 수는 각각 약 7.5억명(+11%)/2.9억명(+10%)을 기록하며 컨센서스(7.4억명/2.9억명)를 각각 상회/부합했다. 4분기 프리미엄 요금제 매출은 €40억(+8%), 광고 요금제 매출은 €5.2억(-4%)을 기록했다. 4분기에는 역대 최대 규모의 MAU 순증과 프리미엄 구독자의 견조한 성장, 그리고 광고 부문에서의 마진 개선(+4.4%p)에 힘입어 역대 최고 수준의 GPM(33%)을 달성했다. 또한 주가 변동으로 인해 사회보장세 비용이 예상치를 크게 하회하면서 영업이익 서프라이즈를 견인했다.

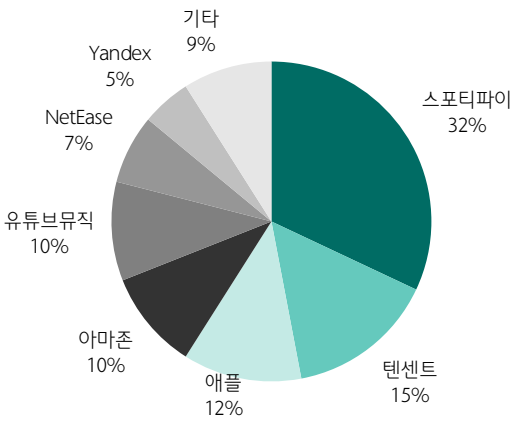
1Q26 가이던스는 견조

시장 기대를 상회하는 4분기 실적과 견조한 1분기 가이던스가 발표되면서 주가는 실적 발표 후 15% 상승하며 마감했다. 1분기 매출/영업이익 가이던스는 €45억/€6.6억으로 각각 컨센서스를 부합(€45억), 상회(€6.4)한다. 또한 프리미엄 부문의 수익성 개선을 바탕으로 1분기 GPM 가이던스를 4분기와 유사한 수준인 32.8%로 제시했다. 1분기 MAU/프리미엄 가입자 가이던스는 7.6억명/2.9억명으로 각각 컨센서스를 상회(7.5억명), 부합(2.9억명)한다. 가이던스에는 환율 영향으로 인한 매출 성장률 둔화 효과 약 670bps와 사회보장성비용 약 €1,000만이 반영되었다.

2026년은 야망을 높이는 해

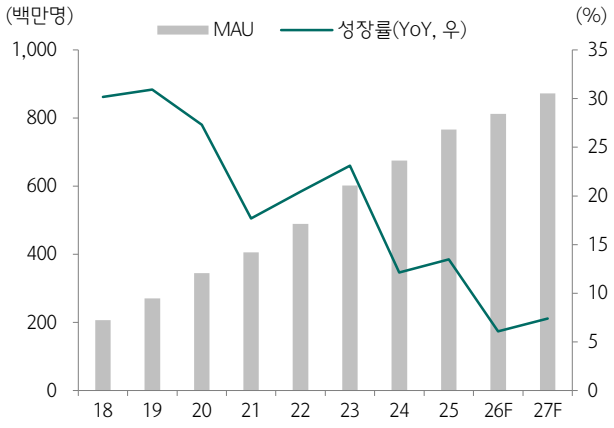
이번 실적에서 확인된 사상 최고 수준의 GPM은 비용 효율화와 광고 부문의 마진 급등, 그리고 가격 인상 효과가 동반된 결과다. 이는 수익성의 구조적 개선이 시작됐을 가능성을 시사하는데, 1분기 가이던스 뿐만 아니라 경영진이 2026년을 '야망을 높이는 해'로 규정하고 5월 인베스터 데이에서 장기 비전을 제시하겠다고 밝힌 점도 실적에 대한 자신감을 뒷받침한다. 또한 회사는 향후 에이전트 미디어 플랫폼으로의 진화를 예고했는데, AI DJ와 프롬프트 플레이리스트 등 소비자 대상 기능뿐만 아니라, 내부 개발 프로세스에도 AI 코딩 도구를 전면 도입해 생산성을 극대화하며 자연어와 오디오를 연결하는 독자적인 데이터셋을 구축하고 있다. 인베스터 데이에서 수익성 등 KPI 및 AI 관련 로드맵이 구체화되고, 이후 실적에서 4분기와 같은 마진 개선이 재확인될 경우 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있다.

도표 1. 글로벌 스트리밍 유료 구독자 점유율 (2024)



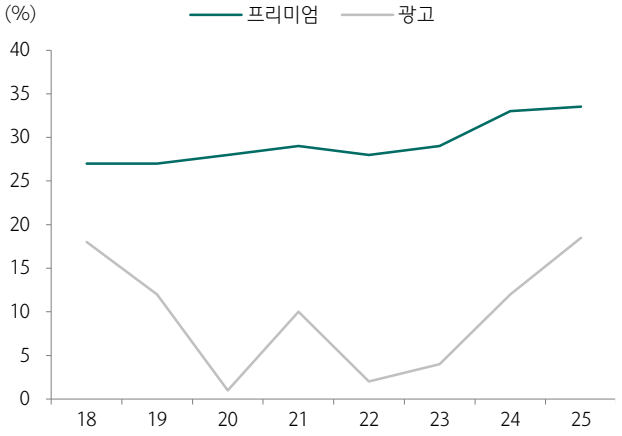
자료: MIDIA, 하나증권

도표 2. 스포티파이 글로벌 MAU 추이 및 전망



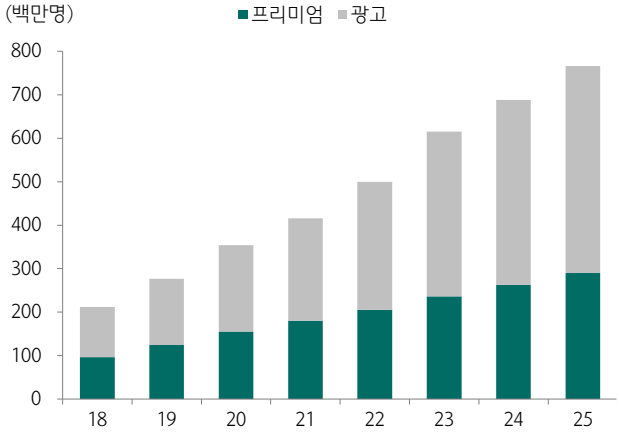
자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 3. 요금제별 마진율 추이



자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 4. 스포티파이 요금제별 기말 가입자 수

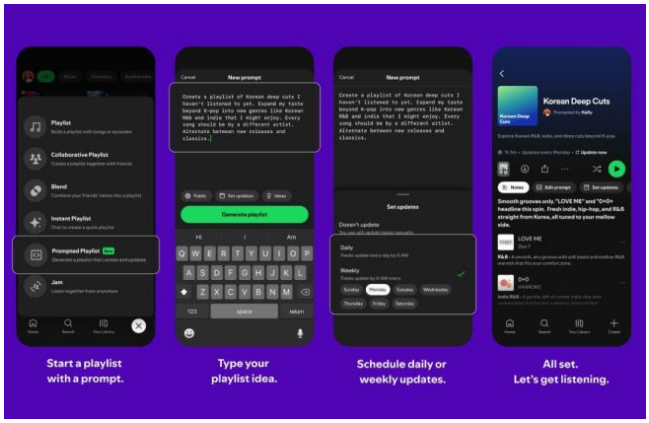


자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 5. 요금제별 마진율 추이

자료: 언론, Spotify, 하나증권

도표 6. 스포티파이 프롬프트 플레이리스트 예시 화면



자료: Spotify, 하나증권

4Q25 실적발표 주요 Q&A 내용

Q1. AI 활용 계획 및 새로운 요금제 출시에 주게 될 영향에 대해

AI는 하나의 거시적 변화인데, 역사적으로 스포티파이는 수많은 거시적 변화 속에서 탄생하고 확장함. 그 다음은 개인화, 그 다음은 '커넥티드 홈(Connected Home)'이었음. 스포티파이는 이를 받아들이고 빠르게 성장함. 그 결과 하드웨어 파트너들과의 통합을 통해 성장이 가속화됨. 거시적 변화를 포착해내면 이는 기회가 됨. 우리는 이 기회를 잡기에 아주 좋은 위치에 있음. 첫 번째로 중요한 것은 '올바른 비즈니스 모델을 가지고 있는가'임. AI 기업들을 보면 비즈니스 모델이 구독과 광고로 나아가고 있음. 이건 우리가 가장 잘하는 분야이며, 수년 전부터 이 기회를 위해 투자해옴. 우리는 언어로 대화할 수 있는 세계 최초의 진정한 지능형 에이전트 미디어 서비스가 될 것이며 이는 허황된 꿈이 아님. 이미 AI DJ와 프롬프트 플레이리스트를 통해 심층 리서치 방식으로 스포티파이와 대화할 수 있음. 이에 대한 투자는 지속될 것. 이건 스포티파이가 이전에는 존재하지 않았던, 즉 '언어와 음악/팟캐스트/책'을 연결하는 데이터셋을 구축하고 있다는 걸 의미함. '음악이란 무엇인가'에 대한 정답은 없어 수억 명의 리스너에 맞는 데이터가 필요함. 이게 바로 회사가 지금 구축하고 있는 독자적인 데이터셋임.

Q2. 2026년 매출총이익 개선 요인

첫 번째는 수익화에 대한 신중한 접근이며 두 번째는 재투자 및 매출원가 관리임. 4분기와 1분기, 그리고 내년의 마진 개선 속도를 보면, 가격 인상 효과가 2026년의 순 콘텐츠 비용 증가를 앞지를 것. 또한 광고 사업이 서서히 개선되고 있으며 2026년 하반기에 속도가 붙을 것으로 예상함. 마켓플레이스 역시 2025년에 총수익과 마진에 기여함. 마지막으로 기존 국가 내 새로운 수직적 사업 확장과 신규 국가 진출 또한 마진 성장을 뒷받침함.

Q3. 광고 기술(AdTech) 플랫폼 진행 상황

임대 스택(rented stack*)에서 벗어나 스포티파이의 광고 스택을 재설계하기로 결정한 지 1년 반이 지남. 이는 광고주들이 직접 광고를 구매하거나, 경매를 통해 원하는 가격에 광고를 집행할 수 있게 만들기 위함 이었음. 당시에는 대대적인 수술이 필요했기에 어려운 결정이었으나 현재 플랫폼 내 광고주 수가 사상 최고치를 기록. 이는 훨씬 더 나은 수익률과 매출 성장을 의미. 우리는 광고 사업에 대해 긍정적이며, 아직 과제가 남았지만 확실히 좋은 진전과 긍정적인 신호를 봄.

**Rented Stack: 구글 등 다른 전문 광고 회사의 시스템을 빌리는 것*

Q4. 자본 배분 계획

우리의 최우선 목표는 비즈니스에 재투자하는 것. 그렇게 함으로써 성장 수준을 높일 수 있고, 성장이 높아지면 다시 투자할 자금을 확보하여 선순환 구조를 구축할 수 있음. 하지만 만약 주주들에게 환원할 여력이 생긴다면 이 또한 하나의 선택지가 될 수 있음. 2025년에는 시장에서 5억 1천만 달러 규모의 자사주 매입을 진행함. 향후에도 이는 여전히 옵션으로 남아 있을 것. 또한 3월에 만기가 도래하는 15억 달러 이상의 전환사채가 있는데, 이는 현금으로 상환할 예정.

Q5. AI 관련 제품/플랫폼에서의 역할, 내부 프로세스 혁신 및 오디오 콘텐츠 창작&유통 환경에 미치는 영향

제품 개발 측면에서는, 작년 한 해 동안 '에이전트 시대'를 위해 회사를 재건하는 데 많은 시간을 보냈음. 덕분에 사용자가 스포티파이에 영어로 질문하면 답을 얻을 수 있게 되는 수준까지 옴. 1년 전만 해도 "내가 스포티파이에서 처음 들었던 곡이 뭐지? 그중 3번 이상 들은 곡을 골라서 당시 인기곡과 매칭해 줘"라는 질문에 답하려면 스포티파이의 시니어 개발자여야 가능했음. 이제는 누구나 영어로 할 수 있음. 우리는 2년 전부터 이를 위해 회사를 재정비해 온 것. 내부 프로세스 혁신에 대해서는, 앞서 'Honk'라는 도구를 언급했는데, 출근길 버스나 기차에서 'Claude'에게 코드로 버그 수정이나 기능 추가를 요청하면, QR 코드로 결과를 받아 테스트하고 도착하기도 전에 제품에 병합할 수 있음. 이는 속도를 엄청나게 높여줌. AI 개발은 끝이 아니라 시작이며, 우리는 이 변화를 포착하기 위해 회사 전체를 재정비하고 있음.

Q6. 스포티파이에서 AI 생성 음악이 차지하는 비중과 향후 정책

AI 생성 음악의 비율은 공개하기 어려움. 다만 질문에 대해 답을 하자면 창작의 관점에서 스포티파이는 어떤 도구를 사용해야 하는지 결정해서는 안 된다고 봄. 일렉트릭 기타냐, 신디사이저냐, AI냐, 혹은 AI를 1% 썼느냐 100% 썼느냐는 우리가 결정할 문제가 아님. 하지만 소비자는 음악이 어떤 도구로 만들어졌는지 알고 싶어 한다고 생각함. 그래서 우리는 업계와 협력하여 창작자와 레이블이 메타데이터에 창작 방식을 표기하도록 하고, 이를 소비자에게 노출하려 함. 최근 'About the Song' 기능을 출시한 것도 같은 맥락. AI가 스팸 트랙을 가속화할 수 있다는 점에 대해서는, 스팸성 AI 음악은 새로운 문제가 아니라, 우리가 주도적으로 대응하고 있는 기존 문제의 규모가 커진 것뿐. 일반적으로 더 발전된 도구로 더 많은 콘텐츠가 생성되는 것은 스포티파이에 좋은 일임.

**스팸 트랙(Spam Track): 수익 창출을 목적으로 AI 등을 활용해 대량으로 찍어낸 낮은 품질의 '가짜 음악'*

Q7. AI DSP와의 경쟁에 대해 스포티파이가 너무 신중하게 접근하고 있는 것은 아닌지
음악 산업 종사자와 아티스트들은 모두 미래에 대해 낙관적이며 AI가 중요한 순간이라는 데 의심의 여지가 없음. 스포티파이는 레이블/유통사/퍼블리셔/아티스트(이하 저작권자)에게 그들의 예술을 배포하고 수익화하는 서비스를 제공함. 핵심은 이것이 '작동하는 비즈니스 모델을 갖춘 규모 있는 서비스'라는 점. 어떤 도구로 만들든 새로운 노래를 내놓는 곳은 늘 이 곳임. 업계를 돌아보면 저작권자 중 우리의 비전에 반대하는 사람은 없음. 사실상 전체 업계가 우리 뒤에 줄 서 있는 형태임. 앞서 말했듯 회사는 아티스트와 커뮤니티를 존중하며 통제된 방식으로 이를 수행할 것이며, 아티스트와 스포티파이에 좋지 않은 계약은 하지 않을 것임.

Q8. AI 음악에서 스포티파이의 역할에 대해, 또한 콘텐츠 창작 도구 투자 필요성에 대해
AI는 플랫폼의 가치를 크게 향상시킴. 구독자의 생애 가치(LTV)를 높이는 가장 강력한 방법은 유지율을 높이는 것이고, 이를 높이는 최고의 방법은 참여도를 높이는 것. 그리고 참여도를 높이는 최고의 방법이자 지불 의향을 높이는 것은 바로 '개인화'. AI는 더 나은 개인화로, 개인화는 더 높은 참여도로, 참여도는 더 높은 리텐션으로, 리텐션은 더 높은 LTV로, 더 높은 LTV는 더 높은 기업 가치로 이어지는 도미노 효과를 만듦. 창작 도구 투자 필요성에 대해 덧붙이자면, 우리는 이미 오래전부터 필요한 모든 기술과 역량을 갖추고 있는 기술 회사임. 우리는 업계와 협력하여 이러한 기회를 실현하고 있음

Q9. 최근 미국 가격 인상 이후 경쟁사 대비 서비스의 가치 대 가격 비율에 대해, 또한 가격 인상 후 예상되는 해지율에 대해
지난 1월 단행한 가격 인상 결과에 매우 만족. 해지율은 낮았으며 중요한 점은 가격 인상은 성장을 위한 여러 레버 중 하나일 뿐이며, 우리는 강자의 위치에서 가격을 조정한다는 것. 우리는 시장별로 가격을 평가하며 궁극적으로 우리가 추구하는 것은 항상 가격보다 더 큰 가치를 창출하는 것. 이것이 우리가 믿는 가치 대 가격 비율임.

Q11. 실물 책 판매 시장에 진출하려는 이유에 대해
우선 회사는 재고를 보유하지 않음. 진출하려는 이유는 별개의 시장이 아니라고 생각하기 때문. 소비자는 오디오북과 실물 책을 구분하지 않음. 재무적으로는 다른 시장처럼 보일지 몰라도 소비자 관점에서는 같은 책임. 스포티파이에서 책을 찾으면 바로 구매해서 집으로 받고, 오디오북과 동기화할 수 있게 하려는 것. 오디오북에 대해서는 매우 낙관적임. 최근 프리미엄 오디오북을 스웨덴 등 여러 국가로 확장했고 출판사들의 반응도 매우 긍정적. 2년 만에 카탈로그를 3배 이상 늘려 50만 권 이상을 확보했고 14개 시장에 진출함.

Q12. AI 영향이 주가 하락으로 이어지는 것 같은데 이러한 시장의 우려에 대해
주가에 대해서는 코멘트하지 않지만, AI가 흥미롭고 영향을 미칠 것이라는 점은 분명함. 이번 어닝콜을 통해 왜 이것이 우리에게 큰 기회인지 설명되었기를 바람. 우리는 수년 전부터 시작했으며 명확한 기회와 수익이 보일 때 계획적으로 투자할 것.

Q13. 최근 발표한 무료 티어로 인한 구독자 전환 역풍은 언제 완화되며, 2026년 MAU와 프리미엄 구독자 궤적에 줄 영향에 대해
MAU/프리미엄 구독자 수 매우 좋았기에 2026년 성장에 대해 매우 긍정적. 새로운 무료 티어뿐만 아니라 스포티파이 전반적으로 참여도가 강하게 상승 중. 이게 4분기에 3,800만 명의 유저를 추가할 수 있었던 주요 요인. 참여도 상승은 스포티파이 성장의 가장 중요한 선행 지표. 참여도가 오르면 유저 성장이 증가하고, 결국 구독과 수익화에 긍정적 영향을 미침.

Q14. 에이전트 코딩이 제품 속도에 미치는 영향과, 생성형 AI가 엔지니어 생산성과 R&D 투자 필요성에 어떤 의미를 갖는지
12월에 Opus 4.5같은 도구들이 나오면서 이제는 정말 임계점을 넘었음. 시니어 엔지니어들은 12월 이후 코드를 한 줄도 직접 짜지 않고 생성하고 감독만 한다고 함. 우리는 1년 반 전부터 이러한 일이 '언제' 일어날지를 대비해 Honk 같은 시스템을 구축했음. 소프트웨어 기업들은 엄청나게 더 많은 양의 소프트웨어를 생산하게 될 것. 회사도 소비자가 수용할 수 있는 변화의 한계까지 막대한 소프트웨어를 생산할 것.

Q15. 2026년 프리미엄 ARPU가 가속화될 예정인데, 마진 확장 전망에 대해
연간 마진 가이던스는 제공하지 않지만, 1분기 ARPU 성장률은 5~6%로 진입하고 있으며 이는 4분기보다 빠름. 미국 등 최근의 가격 인상 효과도 반영될 것. 하지만 분기별 마진 추이는 핵심 사업에 대한 투자 시기에 따라 변동성이 있을 수 있음. 그럼에도 불구하고 2026년에는 매출총이익과 영업이익 모두 개선될 것.

Q16. 지난 10월 메이저 레이블과 아티스트 우선 AI 제품 개발 파트너십을 발표했는데, 차별화 및 출시 계획에 대해
아직 아이디어나 계획을 다 공개할 수는 없지만 크게 두 가지로 보면 '순 신규 음악(Net new music)'과 2차 창작물(리믹스 등)임. 신규 음악의 경우, 음악을 만드는 도구는 많지만 그 음악이 흥행하는 곳은 스포티파이임. 2차 창작물의 경우 아티스트가 기존 IP로 돈을 벌 수 있는 미개척 기회. 우리는 기술과 역량을 갖추고 있고, 기회를 잡으려는 파트너들을 위해 준비되어 있음. 먼저 움직이는 자가 가장 큰 이득을 볼 것.

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만EUR)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	13,247	15,673	17,186	19,591	22,246
매출총이익	3,397	4,724	5,496	6,484	7,624
판관비	3,843	3,359	3,298		
영업이익	(446)	1,365	2,198	2,939	3,853
이자 비용	38	36	36		
기타영업손익	(31)	18	(26)		
세전이익	(505)	1,341	2,224		
법인세	27	203	12		
소수주주이익	0	0	0		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(532)	1,138	2,212	2,626	3,361
성장율(YoY)					
매출	13.0	18.3	9.7	14.0	13.6
영업이익	(32.3)	(406.1)	61.0	33.7	31.1
순이익	23.7	(313.9)	94.4	18.7	28.0
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	30.1	32.0	33.1	34.3
영업이익률	(3.4)	8.7	12.8	15.0	17.3
순이익률	(4.0)	7.3	12.9	13.4	15.1

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

대차대조표 (단위: 백만EUR)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	4,372	4,352	5,260	8,379	10,496
현금성자산	2,744	2,483	3,114	4,781	5,258
매출채권	437	502	602	540	802
비유동자산	2,798	3,284	3,086	3,626	4,519
투자자산	916	1,138	1,215	1,635	2,181
유형자산	809	765	547	414	491
자산총계	7,170	7,636	8,346	12,005	15,015
유동부채	3,226	3,516	4,090	6,085	6,085
비유동부채	1,825	1,719	1,733	2,030	601
부채총계	5,051	5,235	5,823	6,480	6,686
자본금	4,746	4,789	5,155	6,124	6,496
이익잉여금	(2,627)	(2,388)	(2,632)	(599)	1,833
자본총계	2,119	2,401	2,523	5,525	8,329

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
EPS	(2.7)	5.5	10.5	12.3	15.9
BPS	12.8	27.1	40.0	49.4	63.3
SPS	68.0	78.1	83.7	91.8	105.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER		76.3	46.9	32.4	25.1
PBR	13.3	15.9	12.4	8.1	6.3
EV/EBITDA		55.7	40.9	24.1	18.8
PSR	2.5	5.5	5.9	4.3	3.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	(21.6)	28.3	31.9	28.2	27.8
ROA	(6.7)	11.2	16.4	18.1	18.9
ROIC	(10.6)	23.9	28.3	-	-
부채비율	69.8	37.6	5.2	-	-
유동비율	1.3	1.9	1.7	-	-
이자보상배율(배)	(11.7)	37.9	61.1	-	-

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

현금흐름표 (단위: 백만EUR)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	361	46	680	2,320	2,956
감가/무형상각비	127	171	158	121	102
비현금자본증감	(41)	194	469	373	226
투자활동	(187)	(423)	(217)	(1,505)	(1,808)
유형자산처분	0	0	0	0	
유형자산취득	(85)	(25)	(6)	(17)	(61)
투자자산증감	144	0	0	0	0
재무활동	1,419	116	168	852	(671)
배당금	0	0	0	0	0
장기부채증감	0	0	0	0	
자본금증감	1,188	(43)	(66)	(69)	
	109	41	366	933	(67)
잉여현금흐름	276	21	674	2,303	2,895

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 2026년 2월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2026년 2월 11일 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.