2026년 4월 30일 | Global Equity

스포티파이(SPOT.US)

보수적인 2분기 가이던스에 가려진 호실적

미국

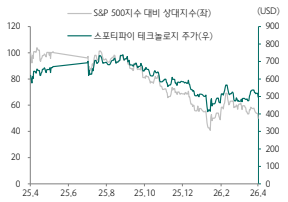
TP(컨센서스)	616.34 USD
CP(4.29)	434.20 USD

Key Data

국가	SWEDEN
상장거래소	New York
산업 분류	커뮤니케이션 서비스
주요 영업	엔터테인먼트
홈페이지	www.spotify.com
시가총액(십억EUR)	89.4
시가총액(조원)	131.9
52주최고/최저(EUR)	785/405
주요주주 지분율(%)	
Lorentzon Martin	9.23
텐센트 홀딩스	8.08

주가상승률	1M	6M	12M
절대	4.9	(24.1)	(17.0)
상대	(7.7)	(28.2)	(46.8)

Stock Price



Financial Data (백만 EUR)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	15,673	17,186	19,506	22,128
영업이익	1,365	2,198	3,015	3,836
순이익	1,138	2,212	2,751	3,373
EPS(EUR)	5.7	10.5	12.9	16.0
EPS(YOY, %)	(353.7)	86.1	22.6	23.5
ROE(%)	28.3	31.9	27.6	26.9
PER(배)	76.3	46.9	28.7	23.2
PBR(배)	15.9	12.2	7.1	5.5
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권

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

하나증권 리서치센터

FY1Q26 Review: OP €7.2억(+40%)

1분기 매출액/영업이익/EPS는 각각 €45억(약 7.8조원, YoY +8%)/€7.2억(약 1.2조원, +40%)/€3.45(+222%)으로 영업이익/EPS는 컨센서스(€45억/€6.8억/€2.9)를 상회했다. MAU/프리미엄 가입자 수는 각각 약 7.6억명(+12%)/2.9억명(+9%)을 기록하며 컨센서스(7.6억명/2.9억명)에 부합했다. 1월에 미국 요금제가 $1~2 인상된 효과로 1분기 프리미엄 구독 매출은 €41억(+10%)을 기록했다. 광고 구독 매출은 €3.8억(-5%, 환율 효과 제외 +3%)으로, 광고 스택 재구축 등으로 인해 역성장했다. 또한, 유저 참여도 증가로 음악 콘텐츠 원가도 증가하면서 광고 요금제 GPM이 13%(약 -7%p)까지 하락했다.

2분기 영업이익 가이던스는 컨센서스 하회

FY2Q26 매출액과 영업이익 가이던스는 각각 €48억/€6.3억으로 매출액은 부합하지만 영업이익은 컨센서스(€6.7억)를 하회했다. 이는 마케팅비/AI 연구개발/제품 투자로 인한 비용 상승 때문이다. 회사는 하반기 수익성 개선을 전제로 연간 가이던스를 유지하고 있으나, 이를 뒷받침할 가시적인 근거(AI 투자의 수익화 시점 등)가 아직은 부재하다. 실적 발표 후 주가는 12%까지 하락했으며 현재 P/E 29배 수준에서 거래 중이다.

결국 5월 인베스터 데이를 확인해야

지난 4분기 발표에서 회사가 2026년은 야망의 해가 될 것이라 언급했기에 이번 2분기 가이던스는 더 아쉽게 느껴진다. 5월 21일 인베스터 데이를 앞두고 있는데 보수적인 가이던스의 원인이었던 AI와 광고 부문에 대한 설명에 따라 실적 및 주가의 방향성이 달라질 수 있다.

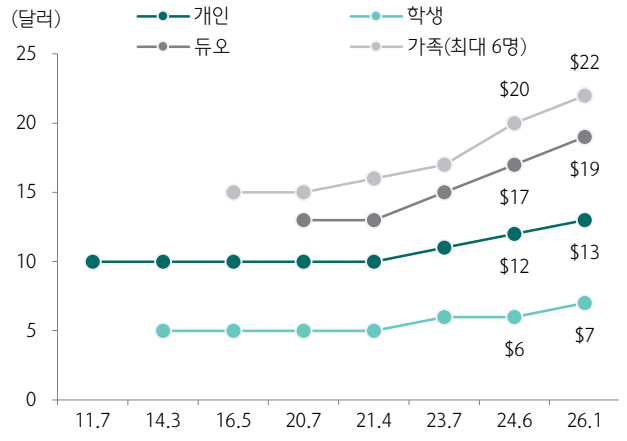
도표 1. Spotify의 실적 현황

(단위: 백만유로, %)

	2024	2025	2026E	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
매출	**15,673**	**17,186**	**19,507**	**3,807**	**3,988**	**4,242**	**4,190**	**4,193**	**4,272**	**4,531**	**4,533**
YoY(%)	*9.7*	*13.5*	*13.5*	*19.8*	*18.8*	*15.6*	*15.2*	*10.1*	*7.1*	*6.8*	*8.2*
Premium	13,819	15,350	17,516	3,351	3,516	3,705	3,771	3,740	3,826	4,013	4,148
Ad-Supported	1,854	1,836	1,961	456	472	537	419	453	446	518	385
매출원가	10,949	11,690		2,695	2,748	2,874	2,864	2,873	2,921	3,032	3,038
판매관리비	1,873	1,905		467	444	515	438	499	460	508	449
기술개발비	1,486	1,393		379	342	376	379	415	309	290	331
기타	(43)	(8)		(14)	0	(25)	(2)	(1)	(5)	0	(4)
영업이익	**1,408**	**2,206**	**2,977**	**280**	**454**	**502**	**511**	**407**	**587**	**701**	**719**
OP margin(%)	*흑전*	*56.7*	*34.9*	*7.4*	*11.4*	*11.8*	*12.2*	*9.7*	*13.7*	*15.5*	*15.9*
YoY(%)	*9.0*	*12.8*	*15.3*	*흑전*	*1,318.8*	*흑전*	*197.1*	*45.4*	*29.3*	*39.6*	*40.7*
영업외이익	24	(26)		(4)	56	(22)	181	358	(245)	(320)	(222)
법인세	203	12		(4)	98	132	103	134	(72)	(153)	216
순이익	**1,138**	**2,212**	**2,719**	**274**	**300**	**367**	**225**	**(86)**	**899**	**1,174**	**721**
NP margin(%)	-	*12.9*	*13.9*	*7.2*	*7.5*	*8.7*	*5.4*	*-2.1*	*21.0*	*25.9*	*15.9*
YoY(%)	*흑전*	*94.4*	*22.9*	*흑전*	*361.5*	*흑전*	*14.2*	*흑전*	*199.7*	*219.9*	*200.4*

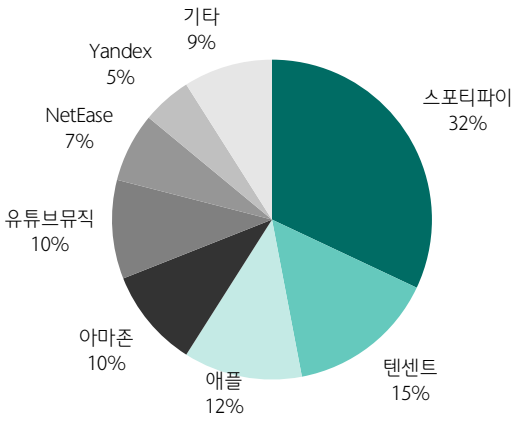
자료: Spotify, 하나증권

도표 2. 스포티파이 미국 요금제 변화 추이



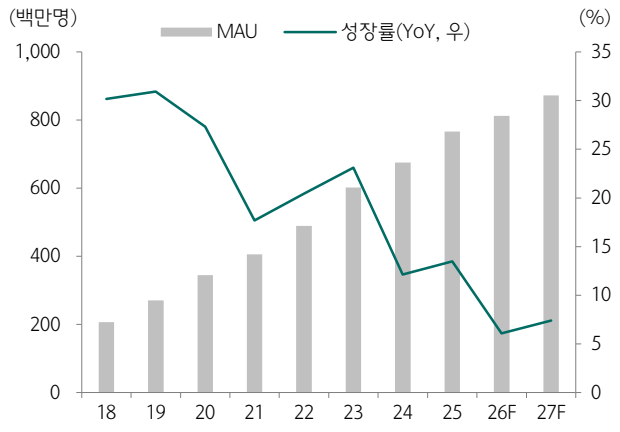
자료: Spotify, 하나증권

도표 3. 글로벌 스트리밍 유료 구독자 점유율 (2025)



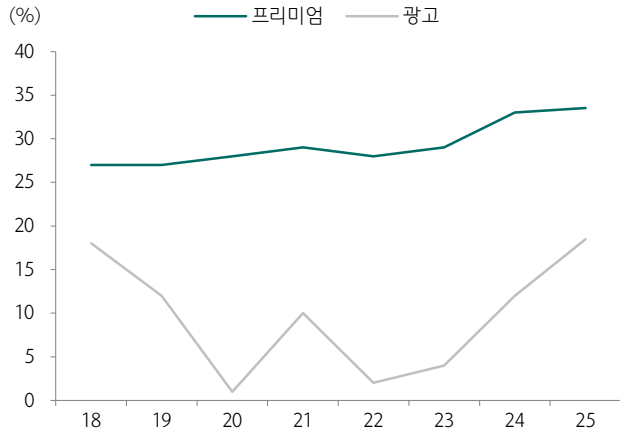
자료: Beat22, 하나증권

도표 4. 스포티파이 글로벌 MAU 추이 및 전망



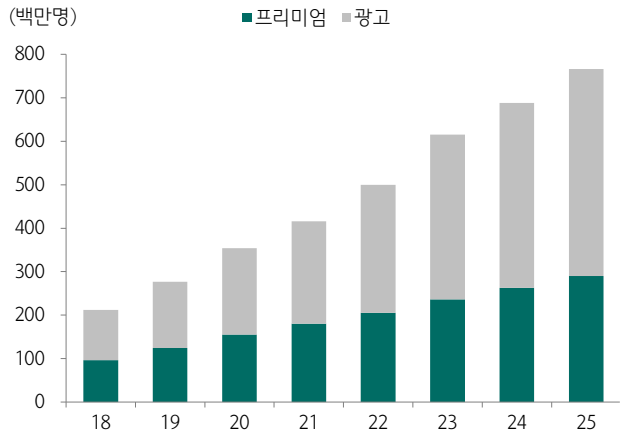
자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 5. 요금제별 마진율 추이



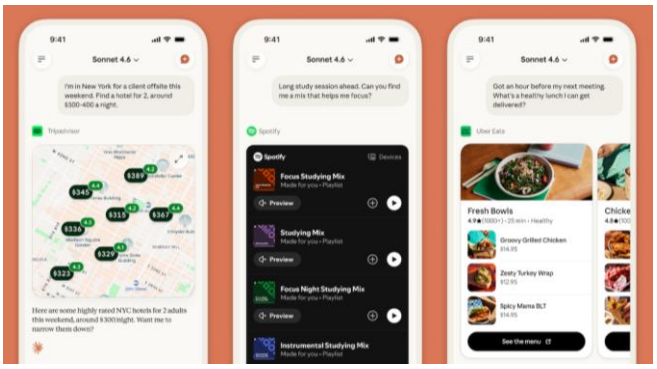
자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 6. 스포티파이 요금제별 기말 가입자 수



자료: Spotify, Bloomberg, 하나증권

도표 7. 스포티파이-클로드 통합 예시 화면



자료: 언론, Spotify, 하나증권

1Q26 실적발표 주요 Q&A 내용

Q1. 1분기 마케팅/AI 지출 증가 및 향후 투자 지출 규모에 대해, 또한 투자 성공 여부를 어떻게 정의할 수 있을지
비용 증가는 인력 확대 때문이 아니라, 직원 1인당 컴퓨팅 사용량 증가 때문. AI 도구와 내부 시스템을 통해 제품 개발 속도가 빨라지고 있어 투자 대비 생산성 개선이 보이는 중. 신기능 출시가 늘어나면서 이를 사용자에게 알리기 위한 마케팅비도 증가. 성공 기준은 기능 사용량 증가, 유지율 개선, 장기 매출 기여.

Q2. 상당한 투자와 팟캐스트 광고 방식 변경에도 불구하고 광고 사업 성장률이 둔화되고 있는데 그 이유는
회사는 과거 프로그래매틱, 자동화 판매, 입찰형 광고 시장에서 충분히 참여하지 못했음. 이를 해결하기 위해 광고 스택을 전면 재구축했고, 이 과정에서 단기 압박 발생. 전환은 이제 완료됐으며 향후 핵심은 실행과 그 이후 성장을 확인할 시간에 있음. 사용 시간 증가와 수익화 간 시기적인 격차는 장기적으로 좁혀질 것

Q3. 1분기 프리미엄 GPM이 강했던 주요 요인과 2분기 GPM 가이던스에 대해, 상방 제한 요소는 어떤 것들이 있는지
GPM은 음악, 팟캐스트, 오디오북을 포함한 핵심 사업의 건강한 흐름으로 좋아짐. 회사는 지난 3~4년간 매출총이익률 개선과 재투자 사이의 균형을 유지해 옴. 1분기 매출총이익률은 전년 대비 133bp 개선됐고, 2분기는 160bp 개선을 예상. 다만 신제품과 전략적인 투자가 있어 분기별 흐름은 변동될 수 있음.

Q4. 새 콘텐츠/파생 작품 제작을 가능하게 하는 새로운 AI의 근황: 출시 관련 애로사항과 비용/마진에 끼칠 영향에 대해
생성형 음악 시장은 신규 오리지널 음악과 기존 IP 기반 파생물로 나뉨. 신규 음악이 증가할 경우 이는 카탈로그 확대와 추천 기능의 중요도 상승으로 이어져 회사에 긍정적인 영향을 줄 것. 더 큰 기회는 기존 아티스트가 AI 생태계에 참여하도록 하는 것에 있음. 주요 애로사항은 저작권과 수익 배분 문제가 될 것.

Q5. 인력 투자와 증가하는 AI 비용 사이에서의 균형과, 직원 생산성 측정에 대해 어떻게 접근하고 있는지
회사는 인력을 크게 늘리지 않고, 기존 인력으로 더 많은 제품을 출시하는 방식. 생산성은 코드 작성량, pull request, 실제 출시 기능 수, Definition of Done 완료 수 등으로 측정. 관련 지표들은 일부 영역에서 배 단위로 증가 중. 최근 분기에도 직원은 65명 감소.

Q6. Spotify는 이미 주요 AI 앱에 통합되었는데, 근황 및 MAU/사용시간과 같은 KPI에 끼치는 영향에 대해
AI 앱 통합은 사용자가 있는 모든 곳에 존재하려는 Spotify Ubiquity 전략의 연장선. 과거 추천은 클릭과 스트리밍 데이터 기반의 추론이었지만, 이제 사용자가 자연어로 원하는 음악과 상황을 직접 말할 수 있음. 이 데이터는 Spotify의 독자적 개인화 모델을 학습시키는 데 활용. AI가 유저 참여도를 높이면 이는 곧 개인화, 유지율, LTV 개선으로 이어질 것.

Q7. 운영비 증가 요인이 될 핵심 플랫폼&제품 이니셔티브에 대해, 향후 영업이익률 추이는 어떻게 봐야 할지
운영비 증가는 컴퓨팅 비용, AI 개발 도구, 내부 대형 개인화 모델 학습, 신기능 마케팅에서 발생. 일부는 개발 생산성 개선 투자이고, 일부는 장기 제품 경쟁력 확보를 위한 선투자. 향후 1~2개 분기 비용은 다소 높은 수준일 수 있음. 다만 2026년 연간 영업이익률은 전년 대비 개선될 것

Q8. 무료 요금제 비용 증가를 가입자 전환과 LTV 프레임 워크 안에서 어떻게 평가하고 있는지
Spotify는 하루 사용 시간보다 월간 사용 일수를 더 중요한 참여도 지표로 봄. 개선된 무료 요금제 출시 이후 사용자의 월간 활동 일수가 구조적으로 증가. 이는 만족도와 사용 빈도 상승을 의미하며, 장기적으로 유료 전환과 LTV 개선으로 이어질 수 있음. 광고 부문 이익률 압박은 단기적 비용의 선반영 성격으로 봄

Q9. 피트니스는 Spotify 비디오 참여도를 높일 것 같은데 비디오 광고 사업과 프리미엄 요금제 비용에 어떤 영향을 줄 지
피트니스는 이미 Spotify에서 자연스럽게 발생하던 사용 행태. 프리미엄 사용자의 약 70%가 매월 운동을 하고 있으며, 이에 따라 관련 플레이리스트도 대규모로 생성 중. 회사는 이를 피트니스 허브로 체계화하고 있음. 수익화는 광고, 구독, top-up(초과 사용분 과금) 모델을 조합해 접근.

Q10. 최근 가격 인상 후 사용자 반응과 향후 ARPU 확대를 위한 수단에 대해
글로벌&미국 가격 인상에 대한 가입자 반응은 예상 범위 내였고 특이 사항은 없음. ARPU 확대는 가격 인상뿐 아니라 더 많은 참여도, 더 많은 콘텐츠 사업, 추가 과금 모델에서 나옴. 오디오북 top-up은 고사용량 사용자를 추가 수익화할 수 있음을 보여준 사례.

Q11. AI 음악 창작 티어의 가능성에 대해, 콘텐츠 파트너들과의 주요 쟁점은 무엇이며, 프리미엄 사용자에게는 어떤 방식으로 가격이 책정될 수 있을지

회사는 AI 창작 도구의 기회를 긍정적으로 봄. 다만 핵심은 기존 아티스트가 AI 생태계에서 배제되지 않도록 하는 것. 기존 IP는 음악 산업에서도 중요한 자산이지만, 현재 AI 음악 구조에서는 활용이 어려운 상황이기 때문. 가격 책정이나 별도 티어 구조에 대해서는 공개하기 어려움.

Q12. 어제 발표된 Peloton 파트너십의 전략적 배경에 대해. 또한 이 계약의 비용 구조에 대해. 2024~2025년 오디오북과 유사한 방식으로 수익화가 뒤따를 것이라고 보는 것이 합리적인지

구체적 계약 조건은 공개하기 어려움. Peloton 콘텐츠는 광고 없는 고품질 콘텐츠이며, 원래는 더 높은 가격의 구독 서비스 안에 포함된 콘텐츠. Spotify는 이를 프리미엄 내 피트니스 카테고리에 제공. 전략적으로는 오디오북 및 SPP와 유사하게 프리미엄 가치 제안을 높이는 접근.

Q13. 광고 요금제 유저 참여도가 높아지는 것은 분명히 긍정적인데, 매출총이익률 개선으로 이어지려면 무엇이 필요한지

새로 구축한 광고 스택의 성과를 계속 확대해야 함. 프로그래매틱 광고는 빠르게 성장 중이며, direct sales까지 포함한 전체 광고 시스템 개선이 필요. 1분기 광고 매출총이익률 압박은 단기적 현상으로 봄. 2026년 하반기부터 광고 성장세가 더 뚜렷해질 것

Q14. 최근 몇몇 시장에서 기능과 제품 세트에 따라 요금제 티어를 조정했는데 성숙 시장에는 어떻게 적용될 수 있을지

아직 초기 단계라 세부 내용은 제한적으로만 공개 가능. 다만 기능과 가치 제안별 티어링을 적용한 시장에서는 ARPU가 구조적으로 증가하는 초기 신호가 나타났으며 회사는 이 방향을 긍정적으로 보고 있음

Q15. 2026년 무료->유료 가입자 전환을 과거 연도와 비교한다면, 또한 마케팅 지출 증가 중 어느 정도가 이와 관련되어 있고, 어느 정도가 현재 앱에 있는 다른 기능 또는 향후 출시될 기능과 관련되어 있는지

무료 티어의 참여도는 유료 전환과 LTV의 핵심 선행지표. 무료 티어가 더 많이 사용되면 유지율과 전환율이 개선될 가능성이 높음. 다만 마케팅 지출 증가는 무료 티어에만 집중된 것이 아니라 여러 가지 새로운 기능에 분산되어 있음. 특히 프리미엄 차별화 기능을 알리는 비중이 큼.

Q16. AI로 인한 사업적 리스크에 대해 투자자 우려가 커지고 있는데, 다음 세 가지 리스크를 제한하는 Spotify의 핵심 방어 요인은 무엇인지. 1. 독립형 저가 또는 무료 AI 음악 대안, 2. 대형 플랫폼 경쟁사의 무료 AI 음악 서비스, 3. 레이블 콘텐츠를 통합한 AI-first 대안과의 경쟁

Spotify의 핵심 우위는 약 20년간 축적한 청취 이력과 7억 명 이상 사용자 기반에서 나오는 취향 데이터. 취향은 단순한 사실이 아니라 사람, 지역, 상황, 문화 변화에 따라 달라지는 의견이므로 쉽게 범용화되기 어려움. Spotify는 이 데이터를 기반으로 자체 취향 모델을 학습함. 또한 Spotify는 콘텐츠 접근권 자체를 무료/유료 구분의 핵심으로 삼지 않았기 때문에, 일부 AI 음악 서비스와 동일한 pay gate 붕괴 리스크는 낮다고 봄.

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만EUR)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	13,247	15,673	17,186	19,506	22,128
매출총이익	3,397	4,724	5,496	6,497	7,590
판관비	3,843	3,359	3,298		
영업이익	(446)	1,365	2,198	3,015	3,836
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	2,751	3,373
성장율(YoY)					
매출	13.0	18.3	9.7	13.5	13.4
영업이익	(32.3)	(406.1)	61.0	37.2	27.2
순이익	23.7	(313.9)	94.4	24.4	22.6
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	30.1	32.0	33.3	34.3
영업이익률	(3.4)	8.7	12.8	15.5	17.3
순이익률	(4.0)	7.3	12.9	14.1	15.2

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	12.9	16.0
BPS	12.8	27.1	40.0	52.6	67.0
SPS	68.0	78.1	83.7	91.6	104.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER		76.3	46.9	28.7	23.2
PBR	13.3	15.9	12.4	7.1	5.5
EV/EBITDA		55.7	40.9	21.6	17.2
PSR	2.5	5.5	5.9	3.9	3.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	(21.6)	28.3	31.9	27.6	26.9
ROA	(6.7)	11.2	16.4	18.9	19.8
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 4월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2026년 4월 29일 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.