



# 스포티파이 (SPOT.US)

기대 이상의 프리미엄 구독 모델 효과

- 2분기 프리미엄 구독자 수 예상치 상회하며 영업이익 전년 동기 대비 +61% 증가
- 3분기 가이드언스 예상치 부합, 프리미엄, 광고 모델을 통한 수익성 개선 지속 전망

## 프리미엄 구독자 수 예상치 상회하며 수익성 대폭 개선

2 분기 매출액은 51.5 억달러(QoQ +5.4%, YoY +14.0%), 영업이익은 7.1 억달러(QoQ -8.4%, YoY +61.3%)를 기록했다. 전사 외형 성장과 함께 확고한 이익 창출 능력을 증명하며, 수익성 개선의 선순환 구조가 정착된 것으로 판단된다. 매출총이익률은 33.4%로 역대 최고치를 경신했는데, 이는 플랫폼 내 콘텐츠 조달 비용 통제와 프리미엄 구독료 인상 효과, 그리고 오디오북 등 신사업의 마진 기여가 맞물린 영향으로 해석된다. MAU 는 7.8 억명으로 사측 가이드언스를 소폭 하회했으나, 핵심 수익원인 프리미엄 구독자 수는 3 억명을 돌파하며 예상치를 상회했다. 이는 마케팅 채널 효율화 기조에 따른 단순 무료 이용자 유입 둔화에도 불구하고, 충성도 높은 고가치 고객층의 락인 효과가 굳건하게 유지되고 있음을 시사한다. 지역별로는 북미와 유럽 시장의 견고한 구독 전환율이 방어벽 역할을 하는 가운데, 중남미 및 아시아 등 신흥국 시장의 신규 가입자 유입이 외형 성장을 지속적으로 이끌고 있는 것으로 파악된다.

## 높은 시장 기대치는 부담이나 방향성은 여전히 좋다

최근 동사의 주가는 540 달러 선에서 등락을 거듭하며 9 월 들어 단기적인 조정을 겪는 양상이다. 이는 2 분기 마진을 개선 등 질적 성장에도 불구하고, MAU 순증 규모가 시장 눈높이를 일부 밀돌면서 밸류에이션 부담이 차익 실현 매물 출회로 이어진 영향으로 해석된다. 사측이 제시한 3 분기 가이드언스는 MAU 7.9 억명, 영업이익 7.2 억달러 수준으로 시장 눈높이에 대체로 부합하지만, 폭발적인 외형 성장 폭은 다소 제한될 것으로 파악된다.

그러나 3 분기 글로벌 스트리밍 시장이 점차 성숙기에 진입하는 상황 속에서도 동사의 차별화된 수익화 전략에는 지속적으로 주목할 필요가 있다. 특히 전체 광고 매출의 40% 수준까지 확대된 자동화 판매 채널의 기여도 증가와 더불어, 오디오북 및 팟캐스트 등 비음원 사업의 안착이 구조적인 이익 체력 강화를 뒷받침하고 있다. 단기적인 트래픽 성장 둔화 우려보다는, 높은 시장 지배력을 바탕으로 ARPU 의 견조한 우상향 흐름을 유지하고 있다는 점이 향후 실적 안정성을 담보하는 핵심 동인으로 작용할 전망이다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.09.09): \$523.00

목표주가 컨센서스: \$608.92

## ▶ 투자 의견 컨센서스

매수 72% 보유 23%

## Stock Data

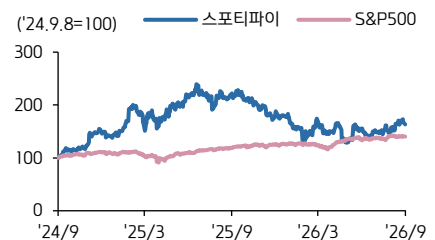
| 산업분류          | 엔터테인먼트          |
|---------------|-----------------|
| S&P 500       | 7,598.50        |
| 현재주가/목표주가(\$) | 523.00 / 608.92 |
| 52주 최고/최저(\$) | 745 / 405       |
| 시가총액(백만\$)    | 108,654         |
| 유통주식 수(백만주)   | 157             |
| 일평균거래량(3M)    | 1,805,941       |

## Earnings & Valuation

| (백만 \$)  | FY24   | FY25   | FY26E  | FY27E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 15,673 | 17,186 | 19,531 | 22,397 |
| 영업이익     | 1,365  | 2,198  | 2,885  | 3,770  |
| OPM(%)   | 8.7    | 12.8   | 14.8   | 16.8   |
| 순이익      | 1,138  | 2,212  | 2,558  | 3,224  |
| EPS      | 5.5    | 10.5   | 12.2   | 15.3   |
| 증가율(%)   | 흑전     | 91.1   | 16.3   | 25.5   |
| PER(배)   | 61.6   | 44.4   | 43.3   | 34.5   |
| PBR(배)   | 15.9   | 12.2   | 10.5   | 8.4    |
| ROE(%)   | 28.3   | 31.9   | 27.1   | 27.2   |
| 배당수익률(%) | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

## Performance & Price Trend

| 추가수익률 (%) | YTD  | 1M   | 6M   | 12M   |
|-----------|------|------|------|-------|
| 절대        | -9.0 | 8.3  | -6.5 | -26.4 |
| S&P Index | 12.1 | -1.1 | 13.9 | 18.1  |



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

SPOT 실적 추이 및 전망

| (단위: EUR 백만)            | 2Q25          | 3Q25         | 4Q25         | 1Q26         | 2Q26         | 3Q26F        | 2025          | 2026F         | 2027F         |
|-------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>              | <b>4,193</b>  | <b>4,272</b> | <b>4,531</b> | <b>4,533</b> | <b>4,777</b> | <b>4,986</b> | <b>17,186</b> | <b>19,542</b> | <b>22,353</b> |
| (YoY)                   | 10.14%        | 7.12%        | 6.81%        | 8.19%        | 13.93%       | 16.72%       | 53.80%        | 13.71%        | 14.38%        |
| Premium                 | 3,740         | 3,826        | 4,013        | 4,148        | 4,316        | 4,498        | 15,350        | 17,651        | 20,206        |
| (YoY)                   | 11.61%        | 8.82%        | 8.31%        | 10.00%       | 15.40%       | 17.55%       | 11.08%        | 14.99%        | 14.48%        |
| 매출 원가                   | 2,503         | 2,557        | 2,615        | 2,703        | 2,820        | 2,951        | 10,184        | 11,480        | 12,958        |
| 매출 총이익                  | 1,237         | 1,351        | 1,398        | 1,445        | 1,511        | 1,545        | 5,166         | 6,155         | 7,211         |
| Ad-Supported            | 453           | 446          | 518          | 385          | 446          | 485          | 1,836         | 1,888         | 2,179         |
| (YoY)                   | -0.66%        | -5.51%       | -3.54%       | -8.11%       | -1.55%       | 8.76%        | -0.97%        | 2.82%         | 15.41%        |
| 매출 원가                   | 370           | 364          | 417          | 335          | 361          | 390          | 1,506         | 1,536         | 1,693         |
| 매출 총이익                  | 83            | 35           | 101          | 50           | 85           | 94           | 330           | 352           | 463           |
| <b>Expenses</b>         | <b>914</b>    | <b>769</b>   | <b>798</b>   | <b>780</b>   | <b>941</b>   | <b>962</b>   | <b>3,298</b>  | <b>3,627</b>  | <b>3,909</b>  |
| (YoY)                   | 8.04%         | -2.16%       | -10.44%      | -4.53%       | 2.95%        | 25.06%       | -1.82%        | 9.98%         | 7.76%         |
| <b>Operating income</b> | <b>406</b>    | <b>582</b>   | <b>701</b>   | <b>715</b>   | <b>655</b>   | <b>675</b>   | <b>2,198</b>  | <b>2,862</b>  | <b>3,730</b>  |
| (YoY)                   | 52.63%        | 28.19%       | 46.96%       | 40.47%       | 61%          | 16%          | 61.03%        | 30.21%        | 30.32%        |
| <b>Net income</b>       | <b>(86)</b>   | <b>899</b>   | <b>1,174</b> | <b>721</b>   | <b>545</b>   | <b>586</b>   | <b>2,212</b>  | <b>2,560</b>  | <b>3,167</b>  |
| (YoY)                   | 적전            | 199.67%      | 219.89%      | 220.44%      | 흑전           | -35%         | 94.38%        | 15.74%        | 23.71%        |
| <b>Diluted EPS (\$)</b> | <b>(0.42)</b> | <b>3.28</b>  | <b>4.43</b>  | <b>3.45</b>  | <b>2.61</b>  | <b>2.81</b>  | <b>10.51</b>  | <b>12.25</b>  | <b>15.25</b>  |
| (YoY)                   | 적전            | 126.21%      | 151.70%      | 222.43%      | 흑전           | -14%         | 91.09%        | 16.57%        | 24.45%        |

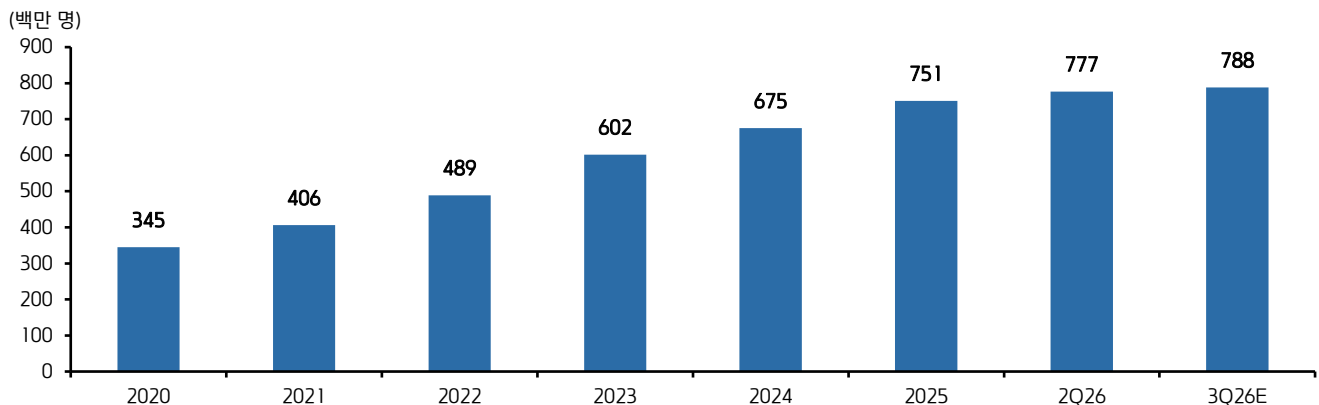
자료: SPOT, Bloomberg 컨센서스

SPOT 구독자 추이

| (단위: 백만 명)          | 1Q25       | 2Q25       | 3Q25       | 4Q25       | 1Q26       | 2Q26       | 3Q26E      |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>MAUs</b>         | <b>678</b> | <b>696</b> | <b>713</b> | <b>751</b> | <b>761</b> | <b>777</b> | <b>788</b> |
| Premium Subscribers | 268        | 276        | 281        | 290        | 293        | 300        |            |
| Ad-Supported MAUs   | 423        | 433        | 446        | 476        | 483        | 494        |            |

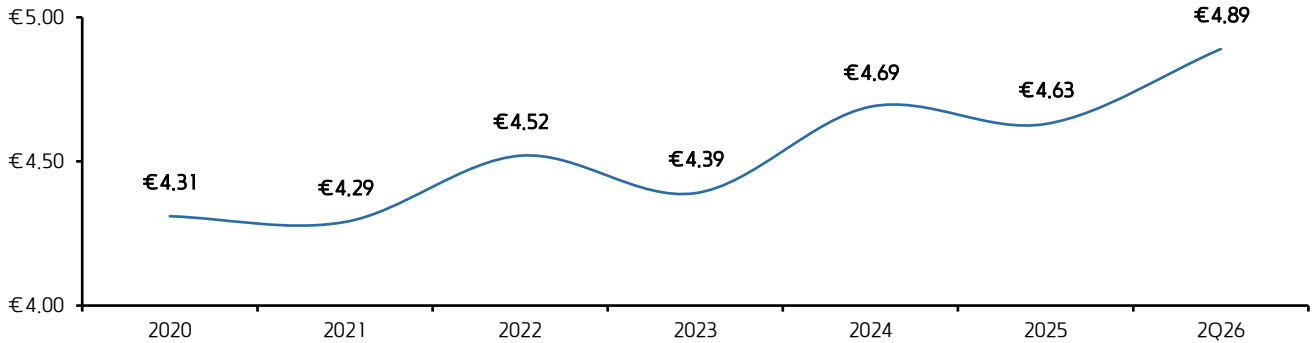
자료: SPOT, 키움증권 리서치

SPOT MAUs 추이



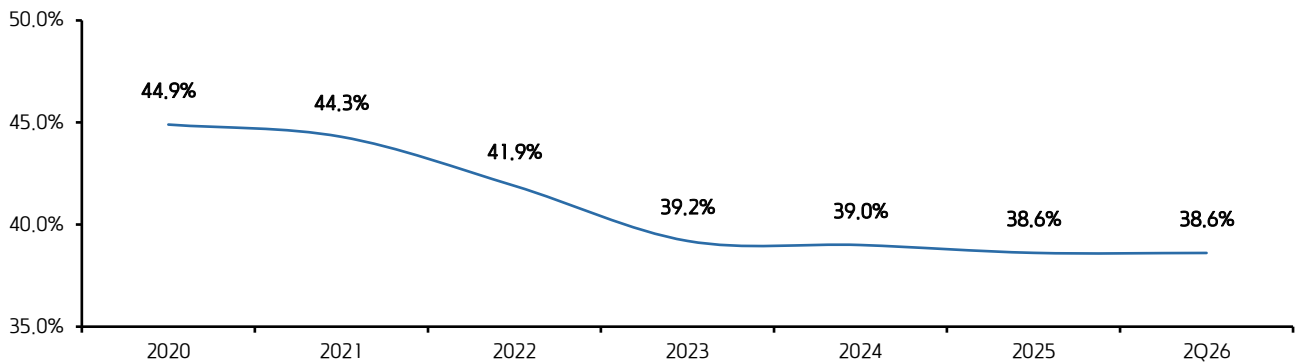
자료: SPOT, 키움증권 리서치센터

### SPOT Premium ARPU 추이



자료: SPOT, 키움증권 리서치센터

### SPOT Premium / MAU 전환율 추이



자료: SPOT, 키움증권 리서치센터

주: Premium Subscribers ÷ Total MAUs 값

### SPOT 3분기 가이드스/전망

## Outlook for Q3'26

The following forward-looking statements reflect Spotify's expectations for Q3 2026 as of August 4, 2026 and are subject to substantial uncertainty.

|                           |              |                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Total MAUs                | 788 million  | Implies the addition of approximately 11 million net new MAUs in the quarter                                                                                                                      |
| Total Premium Subscribers | 305 million  | Implies the addition of approximately 5 million net new subscribers in the quarter                                                                                                                |
| Total Revenue             | €5.0 billion | Assumes ~200 bps tailwind to growth Y/Y (vs. ~70 bps headwind in Q1) due to foreign exchange rate movements; based on currency rates as of Q2 close (e.g. USD:Euro of 0.8756 as of June 30, 2026) |
| Gross Margin              | 32.9%        | Primarily driven by Y/Y favorability within the Premium and Ad-Supported segments                                                                                                                 |
| Operating Income          | €670 million | Incorporates €9 million in Social Charges based on a Q2 close share price of \$459.13                                                                                                             |

자료: SPOT, 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.