Global Research

2026.10.28

스포티파이

(SPOT-US)

투자 회수 구간 진입

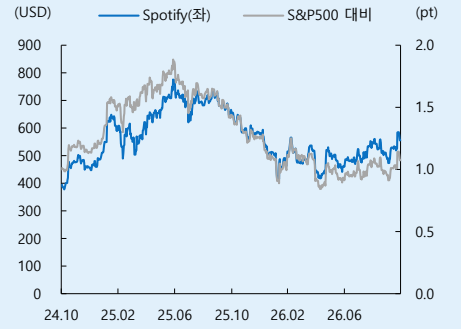
Global Company Brief

블룸버그 최고 목표가	USD 725.00
블룸버그 최저 목표가	USD 287.76
종가(2026-10-27)	USD 555.45

Stock Indicator	
거래소	NYSE
발행주식수	205.8 백만주
시가총액	114.3 십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 673.16
52주 최저가(USD)	USD 405.00

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	8.6	27.9	-15.0
상대수익률	11.1	4.4	18.3	-24.1

Price Trend



결산(12월)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액(십억EUR)	11.7	13.2	15.7	17.2
영업이익(십억EUR)	-0.7	-0.4	1.4	2.2
순이익(십억EUR)	-0.4	-0.5	1.1	2.2
EPS(EUR)	-2.9	-2.7	5.7	10.8
BPS(EUR)	12.4	12.8	27.1	40.5
PER(x)	N/A	N/A	76.3	46.9
PBR(x)	5.9	13.3	15.9	12.2
ROE(%)	-25.4	-21.6	28.3	31.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA(x)	N/A	N/A	55.7	41.0

주: Bloomberg 기준

견조한 구독 성장에 수익성 개선 본격화

스포티파이는 MAU 8억명, 유료 가입자 3억명을 보유한 세계 최대 음악 스트리밍 플랫폼으로, 구독 매출 비중이 90%다. 상장 이후 유료 가입자가 매년 2,500만명 이상 순증했고, 글로벌 유료 침투율도 4% 미만으로 중장기 성장 여력이 크다. 2026년 GPM은 가이던스 기준 전년 대비 약 130bp 개선될 전망이며, 영업비용 증가율도 3분기를 정점으로 둔화돼 이익 성장을 뒷받침할 것으로 예상된다. 광고 매출 성장률도 고정환율 기준 상반기 3%에서 3분기 9%로 회복됐다. 구독 중심의 매출 구조상 단기 실적 기여는 제한적이나, 회복세가 이어지면 추가 성장 동력으로 작용할 것이다. 전년 가격 인상 효과 소멸에 따른 4분기 ARPU 성장률 둔화(4.5~5%)와 오디오북 글로벌 확장에 따른 초기 원가 증가는 단기 부담 요인이다. 현재 주가는 12MF P/E 35배로 낮지 않으나, 외형 성장과 마진 개선에 따른 이익 확대, 풍부한 현금성 자산에 기반한 자사주 매입이 밸류에이션 프리미엄을 뒷받침할 전망이다.

3Q26 Review: 영업이익 6.7억유로(+15% YoY)

3분기 매출액은 50억유로(+16% YoY, 고정환율 +14%), 영업이익은 6.7억유로(+15%, OPM 13.5%)로 가이던스에 부합했다. 유료 가입자는 3.1억명(+9%)으로 가이던스를 100만명 상회했다. 지역별로 유럽 1.1억명(+6%), 북미 7,700만명(+9%), 남미 7,300만명(+14%), 기타 4,600만명(+17%)으로 전 지역에서 증가했으며, 남미와 기타 지역은 두 자릿수 성장률을 기록했다. 구독 매출은 가입자 증가와 ARPU 상승(+9%)에 힘입어 17% 성장했으며, 광고 매출도 자동화 판매 채널 확대로 10% 증가했다. GPM은 33%(+1.4%p)로 3분기 기준 최고치를 기록했다. 영업비용은 마케팅·AI 투자 확대로 26% 증가했지만, 주가 변동에 따른 주식보상 관련 세금(Social Charge)의 예상 대비 초과분 1,300만유로를 제외하면 영업이익은 가이던스를 상회했다. 4분기 가이던스는 유료 가입자 3.2억명, 매출액 52억유로, GPM 34%, 영업이익 8.2억유로(+17%)다. 연말까지 오디오북 서비스 국가를 22개국에서 180개국 이상으로 확대하는 점도 구독 가치를 높이는 요인이다. 이를 반영한 연간 영업이익은 29억유로로 전년 대비 30% 성장할 것으로 예상된다.

AI 에이전트 시대, 위협보다 기회

AI 에이전트의 앱 대체 우려에도 동사는 수혜가 가능할 것으로 판단한다. 첫째, 주요 AI 플랫폼과의 연동으로 이용자 접점을 확대하고 있다. ChatGPT에 선제적으로 통합됐으며, Meta의 AI 에이전트 Muse에는 출시 당시 유일한 미디어 서비스로 탑재됐다. 둘째, 앱 직접 접속 여부와 무관하게 수익화가 가능하다. 다른 앱이나 에이전트를 통해 콘텐츠를 재생하더라도 구독과 오디오 광고 기반의 수익 구조는 유지된다. 셋째, AI는 음악 소비를 대체하기보다 개인화 추천을 통해 이용을 촉진할 수 있다. 믹스 플레이리스트를 이용하는 유료 가입자는 약 4,000만명이며, 관련 소비량은 전분기 대비 90% 증가했다. 축적된 청취 데이터는 취향 모델(Taste Model) 고도화에 활용되며, 초기부터 콘텐츠 발견 지표가 두 자릿수 개선됐다. AI 플랫폼을 통한 접근성 확대와 추천 정교화는 이용자 유입과 구독 유지에 기여할 전망이다.

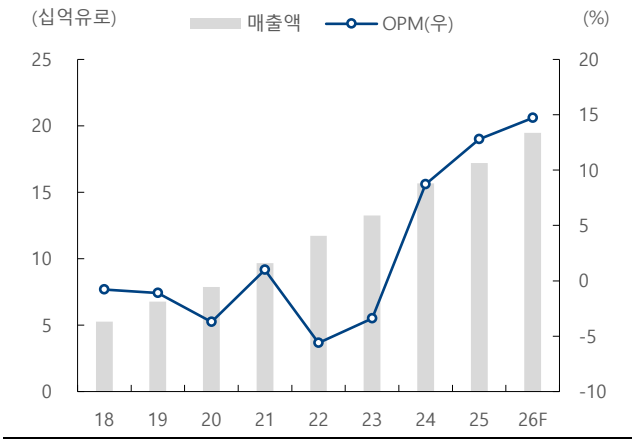
[엔터/레저]
황지원 2122-9180 jiwon.hwang@imfnsec.com

표1. Spotify 실적 테이블

(백만유로)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F
매출액	4,190	4,193	4,272	4,531	4,533	4,777	4,969	5,200	17,186	19,479
YoY(%)	15.2	10.1	7.1	6.8	8.2	13.9	16.3	14.8	9.7	13.3
Premium	3,783	3,753	3,835	4,020	4,148	4,331	4,487	4,640	15,391	17,606
YoY(%)	16.1	11.5	8.6	8.0	9.6	15.4	17.0	15.4	10.9	14.4
Ad-Supported	407	440	437	511	385	446	482	560	1,795	1,873
YoY(%)	8.0	-0.5	-4.6	-1.9	-5.4	1.4	10.3	9.6	-0.2	4.3
매출총이익	1,326	1,320	1,351	1,499	1,495	1,596	1,639	1,758	5,496	6,488
GPM(%)	31.6	31.5	31.6	33.1	33.0	33.4	33.0	33.8	32.0	33.3
영업이익	509	406	582	701	715	655	672	820	2,198	2,862
YoY(%)	203.0	52.6	28.2	47.0	40.5	61.3	15.5	17.0	61.0	30.2
영업비용	817	914	769	798	780	941	967	938	3,298	3,626
YoY(%)	-2.3	8.0	-2.2	-10.4	-4.5	3.0	25.7	17.5	-1.8	9.9
OPM(%)	12.1	9.7	13.6	15.5	15.8	13.7	13.5	15.8	12.8	14.7
주요 지표										
MAU(백만명)	678	696	713	751	761	777	788	818	751	818
유료 가입자(백만명)	268	276	281	290	293	300	306	316	290	316
광고 기반 MAU(백만명)	423	433	446	476	483	494	499	502	476	502

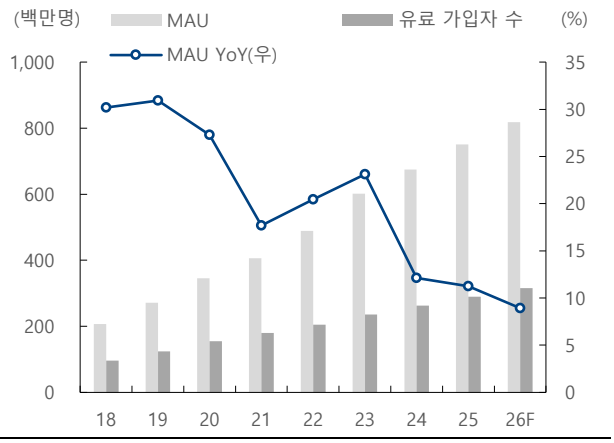
주: 2026년 매출 부문 재분류, 4Q26F는 회사 가이던스 기반 추정. 자료: Spotify, iM증권 리서치본부

그림1. 연간 매출액 및 영업이익률 추이



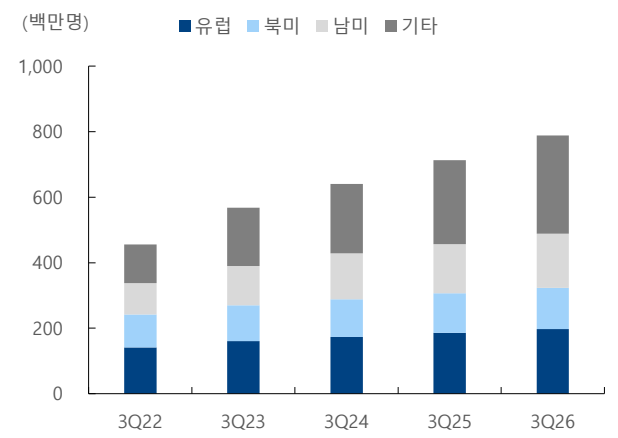
주: 2026년은 가이던스 기준. 자료: Spotify, iM증권 리서치본부

그림2. 연간 MAU 및 유료 가입자 추이: 유료 구독 비중 40%



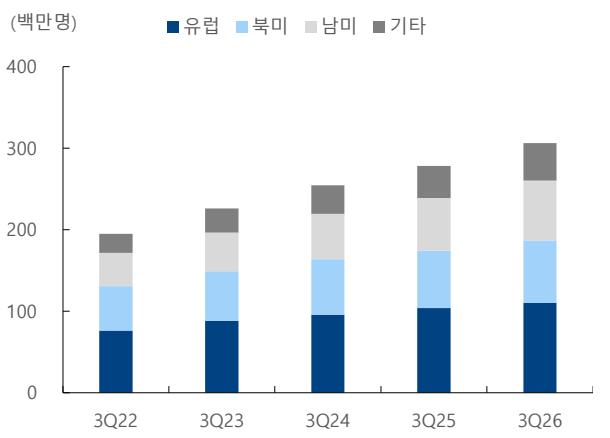
주: 2026년은 가이던스 기준. 자료: Spotify, iM증권 리서치본부

그림3. 지역별 스포티파이 MAU: 7.9억명(+11% YoY)



자료: Spotify, iM증권 리서치본부

그림4. 지역별 스포티파이 유료 가입자: 3.1억명(+9% YoY)



자료: Spotify, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표

(백만EUR)	FY22	FY23	FY24	FY25
유동자산	4,352	5,260	8,379	10,496
현금 및 현금성자산	2,483	3,114	4,781	5,258
매출채권	502	602	540	536
비유동자산	3,284	3,086	3,626	4,519
유형자산	765	547	414	422
무형자산	1,295	1,221	1,249	1,124
자산총계	7,636	8,346	12,005	15,015
유동부채	3,516	4,090	4,450	6,085
비유동부채	1,719	1,733	2,030	601
부채총계	5,235	5,823	6,480	6,686
지배주주지분	2,401	2,523	5,525	8,329
자본금	4,789	5,155	6,124	6,496
이익잉여금	-3,647	-4,182	-3,044	-832
자본총계	2,401	2,523	5,525	8,329

포괄손익계산서

(백만EUR, %)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액	11,727	13,247	15,673	17,186
매출원가	8,801	9,850	10,949	11,690
매출총이익	2,926	3,397	4,724	5,496
판매비와관리비	2,198	2,118	1,873	1,905
EBITDA	-488	-288	1,486	2,300
영업이익	-659	-446	1,365	2,198
영업이익률	-5.6	-3.4	8.7	0.0
세전계속사업이익	-370	-505	1,341	2,224
법인세비용	60	27	203	12
당기순이익	-430	-532	1,138	2,212
성장률(YoY)				
매출액	21.3	13.0	18.3	9.7
영업이익	적전	적지	흑전	61.0
순이익	적지	적지	흑전	94.4

현금흐름표

(백만EUR)	FY22	FY23	FY24	FY25
영업활동 현금흐름	46	680	2,320	2,956
당기순이익	-430	-532	1,138	2,212
유무형자산감가상각비	171	158	121	102
비현금항목	111	585	688	416
투자활동 현금흐름	-423	-217	-1,505	-1,808
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-25	-6	-17	-61
기타투자활동	-92	-211	-1,488	-1,738
재무활동 현금흐름	-40	234	729	-381
부채의 증감	-43	-66	-69	-73
자본의 증감	41	366	933	-67
배당금 지급	0	0	0	0
기타 재무활동	-38	-66	-135	-241
현금및현금성자산의증감	-261	631	1,667	477
기초현금및현금성자산	2,744	2,483	3,114	4,781
기말현금및현금성자산	2,483	3,114	4,781	5,258
잉여현금흐름	21	674	2,303	2,895

주요투자지표

	FY22	FY23	FY24	FY25
주당지표(EUR)				
EPS	-2.9	-2.7	5.7	10.8
BPS	12.4	12.8	27.1	40.5
CFPS	0.2	3.5	11.6	14.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(배)				
PER	-	-	76.3	46.9
PBR	5.9	13.3	15.9	12.2
PCR	309.2	48.6	37.4	34.4
EV/EBITDA	-	-	55.7	41.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-25.4	-21.6	28.3	31.9
EBITDA이익률	-4.2	-2.2	9.5	13.4
부채비율	218.0	230.8	117.3	0.0
순부채비율	-67.0	-97.2	-97.2	-90.2
매출채권회전율(x)	15.7	15.8	13.7	13.6
재고자산회전율(x)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: IFRS 기준

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-