

스포티파이 SPOTIFY TECHNOLOGY (SPOT US)

신시장을 넓혀간다

Bloomberg
최고목표주가

USD 428.00
상승여력: 34.9%

박정엽 jay.park@miraeeasset.com

4Q20 Review

스포티파이 4Q20 실적 발표, 가입자 및 실적 지표 가이던스/컨센서스 상단 부합

- 4Q20 매출액 2.2B EUR(+16.9% YoY), 영업손실 -69M EUR(OPM -3.2%, 적지)
- MAU: 연말 3.45억명(+27.3% YoY), 순증 25M 기록하며 가이던스 최상단 달성
- 프리미엄: 1.55억명(+25.0% YoY), 유럽/북미 중심 성장, Family/Duo 요금제 주효
- 광고: 매출액 281M EUR로 전망 상회, 2Q20 이후 광고 시장 회복 및 팟캐스트 효과
- 견고한 MAU, ARPU 감소세 개선, 팟캐스트 유저 증가가 Gross margin 확대에 연결됐으나, 반면 유로 환율(vs. 달러) 약세로 매출액 -6.9% 악영향

1위 플랫폼의 지역 확장 지속

순조로운 신규 시장 진입, 투자 본격화 되는 팟캐스트

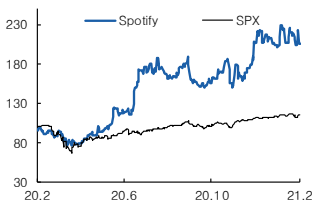
- 인도 마케팅, 서유럽 출시국 확대 힘입어 전지역 MAU 고르게 두 자릿수 증가율 기록
- 성장 동력 1) 남미/인도/러시아 등 신규 시장 내 다양한 파트너십 통해 MAU 증가
- 콘텐츠/상품 현지화 지속: 인도/인니 저가 요금제 출시, 그랩, 플립카트 등과 파트너십
- 2) 팟캐스트 선점, 4Q 2.2M 콘텐츠 보유(3Q 1.9M), 전체 유저 25%가 이용(3Q 22%)
- 동사는 1위 프리미엄 바탕으로 공격적인 투자 집행, Google/Alexa에 팟캐스트 지원
- 하반기 광고 경기 회복과 함께 팟캐스트 광고주 수 +50% 증가한 것으로 파악

전망 및 Valuation

지역 확장, 팟캐스트, 유비쿼터스(스마트스피커) 통한 1위 지배력 확대 긍정적

- 신규 시장(한국 포함) 가입자 확보 및 수익성 지속 개선에 따라 장기 긍정적 시각 유지
- 다만 주가는 관련 기대감 선반영하며 12개월 간 +106%, 3개월 간 +33% 상승한 상태
- 현 주가는 12MF PSR 6.3, NFLX 확장기 참고 시 지배력 확대에 따른 상승 여력 있음
- 다만 과거 대비 모멘텀 강도는 약화, 향후 핵심 변수는 광고 경기 반등과 신시장 진출

Key data



현재주가 (21/02/03, USD)	317.25	시가총액 (십억USD)	60.15
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	67.3
EPS 성장률 (21F,x)	-58.8	Bloomberg Rating	
P/E (21F,x)	-	매수	보유
MKT P/E (21F,x)	22.5	43%	37%
배당수익률 (%)	-	매도	20%

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	26.9	105.6
상대주가	-1.4	9.5	77.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	12/17	12/18	12/19	12/20P	12/21F	12/22F
매출액 (십억EUR)	4.1	5.3	6.8	7.9	9.5	11.4
영업이익 (십억EUR)	-0.4	0.0	-0.1	-0.3	-0.2	0.0
영업이익률 (%)	-9.2	-0.8	-1.1	-3.7	-1.7	0.2
순이익 (십억EUR)	-1.2	-0.1	-0.2	-0.6	-0.2	-0.1
EPS (EUR)	-8.14	-0.4	-1.0	-3.1	-1.3	-0.4
ROE (%)	-	-6.7	-9.0	-20.7	-5.5	2.1
P/E (배)	-	-	-	--	-	-
P/B (배)	-	8.6	12.1	17.7	20.9	20.1



주: GAAP / Non-GAAP
자료: 스포티파이, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실적 및 가이드런스 요약

표 1. 실적-가이드런스 비교 전망

(백만EUR, 백만명)

	FY 4Q20 Actual	FY 4Q20 가이드런스	FY 4Q20 컨센서스	FY 1Q21 가이드런스	FY 1Q21 컨센서스	FY 2021 가이드런스	FY 2021 컨센서스
Streaming							
Global MAU	345	340~345	344	354~364	360	407~427	415
Premium Subs	155	150~154	153	155~158	160	172~184	181
Ad-supported	199	186~195	191	196~209		223~255	233
Net additions	25			14		72	
Premium Subs	11			2		23	
Ad-supported	14			3		40	
실적							
Revenue	2,168	2,000~2,200	2,154	1,990~2,190	2,188	9,010~9,410	9,535
Premium	1,887		1,895		1,988		8,496
Ad-supported	281		260		200		1,040
Gross Profit	575		552		564		2,476
Gross Margin	26.5%	24.2~26.2%	25.6%	23.5~25.5%	25.6%	23.7~25.7%	25.8%
영업이익	-69	(-112)~(-32)	-90	(-78)~(-28)	-21	(-300)~(-200)	-68
영업이익률(%)	-3.2%		-4.2%	(-3.9)~(-1.3)%	-1.0%	(-3.3)~(-2.1)%	-0.7%
Free Cash Flow	74		74		72		321

자료: Spotify, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 분기 및 연간 실적 추이

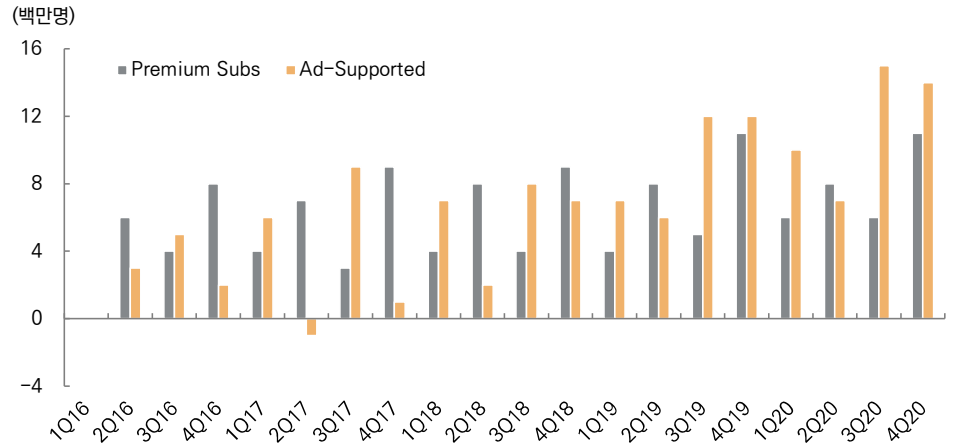
(백만EUR, %, 백만명, EUR)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020	2021F
Revenue	1,511	1,667	1,731	1,855	1,848	1,889	1,975	2,168	5,259	6,764	7,880	9,535
Premium	1,385	1,502	1,561	1,638	1,700	1,758	1,790	1,887	4,717	6,086	7,135	8,496
Ad-supported	126	165	170	217	148	131	185	281	542	678	745	1,040
COGS	1,138	1,233	1,290	1,381	1,376	1,410	1,486	1,593	3,919	5,042	5,865	-
SG&A	420	437	387	551	489	646	529	644	1,397	1,795	2,308	-
General and administrative	93	86	73	102	96	131	97	118	283	354	442	-
Marketing	172	200	178	276	231	248	256	294	620	826	1,029	-
R&D	155	151	136	173	162	267	176	232	493	615	837	-
Operating profit	-47	-3	54	-77	-17	-167	-40	-69	-44	-73	-293	-68
OP margin	-3.1	-0.2	3.1	-4.2	-0.9	-8.8	-2.0	-3.2	-0.8	-1.1	-3.7	-0.7
Net profit	-142	-76	241	-209	1	-356	-101	-125	-78	-186	-581	-
NP margin	-9.4	-4.6	13.9	-11.3	0.1	-18.8	-5.1	-5.8	-1.5	-2.7	-7.4	-
YoY												
Revenue	32.7	31.0	28.0	24.1	22.3	13.3	14.1	16.9	28.6	28.6	16.5	21.0
OP	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
NP	적지	적지	460.5	적전	흑전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	-
Variables												
MAU	217.0	232.0	248.0	271.0	286.0	299.0	320.0	345.0	207.0	271.0	345.0	417.0
Premium	100.0	108.0	113.0	124.0	130.0	138.0	144.0	155.0	96.0	124.0	155.0	178.0
Ad-supported	123.0	129.0	141.0	153.0	163.0	170.0	185.0	199.0	116.0	153.0	199.0	239.0
ARPU	7.0	7.2	7.0	6.8	6.5	6.3	6.2	6.3	25.4	25.0	22.8	22.9
Premium	13.9	13.9	13.8	13.2	13.1	12.7	12.4	12.2	49.1	49.1	46.0	47.7
Ad-supported	1.0	1.3	1.2	1.4	0.9	0.8	1.0	1.4	4.7	4.4	3.7	4.4

주: 2021년은 가이드런스 수치 적용

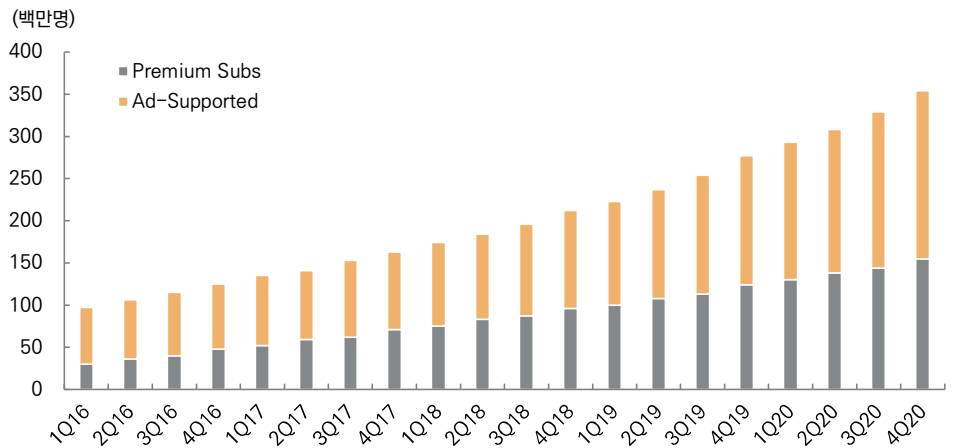
자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 광고 기반 가입자 성장 두드러진 4Q20



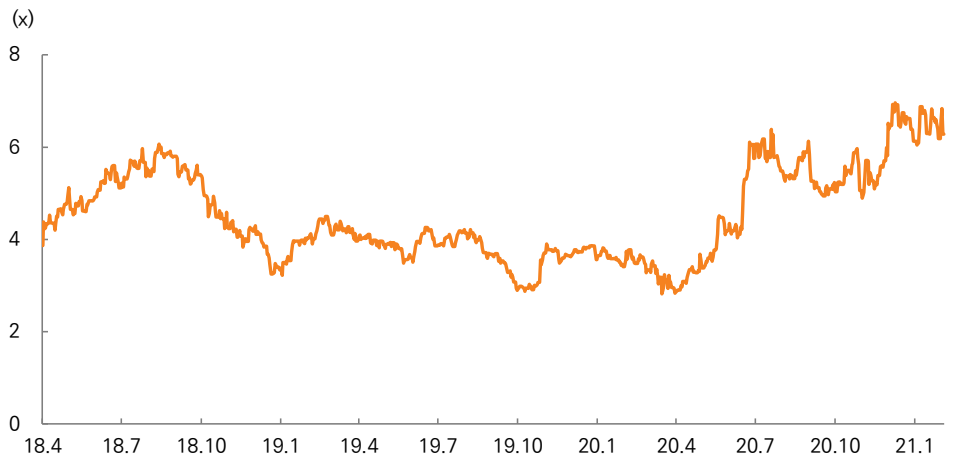
자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. MAU는 전년비 27% 증가



자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 스포티파이 상장 이후 P/S 추이



자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 글로벌 미디어 플랫폼 업체 실적 및 밸류에이션 비교

(십억원, %, x)

	상승률 YTD	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		ROE		PER		PSR		EV/EBITDA	
			20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F	20F	21F
콘텐츠 플랫폼																
SPOTIFY	0.8	67,254	12,684	15,048	-238	6	-1.9	0.0	-7.8	-1.5	-	-	5.3	4.5	-	230.2
WALT DISNEY	-2.6	357,916	77,694	96,486	7,771	16,260	10.0	16.9	2.5	9.3	115.8	38.0	4.6	3.7	37.9	22.2
NETFLIX	-0.2	267,153	33,469	38,888	6,792	8,799	20.3	22.6	32.5	31.6	53.5	41.1	8.0	6.9	36.9	29.1
IQIYI	30.5	20,109	5,081	5,615	-1,074	-740	-21.1	-13.2	-120.0	-459.2	-	-	3.9	3.5	-	-
TENCENT MUSIC ENT	36.6	49,295	5,067	6,164	801	1,024	15.8	16.6	9.6	10.9	59.3	47.5	9.8	8.0	56.6	42.5
WARNER MUSIC	0.1	21,878	5,547	6,212	646	887	11.6	14.3	-921.9	285.1	59.4	37.9	3.9	3.5	25.1	20.5
SNS 플랫폼																
FACEBOOK	-2.4	849,061	119,873	143,168	43,536	52,791	36.3	36.9	21.8	21.0	21.6	18.6	7.1	5.9	12.9	10.8
TWITTER	0.8	48,540	4,036	4,965	624	901	15.5	18.1	-7.8	6.8	-	64.1	12.0	9.8	38.0	28.9
SNAP	18.4	98,730	2,742	3,948	-96	336	-3.5	8.5	-32.9	-9.6	-	336.7	36.0	25.0	4,663.0	163.4
종합 인터넷 플랫폼																
ALPHABET	17.5	1,556,368	206,934	250,535	58,980	69,178	28.5	27.6	18.5	18.7	27.3	23.3	7.5	6.2	15.6	13.3
NAVER	22.4	58,806	6,569	7,827	1,454	1,833	22.1	23.4	19.4	18.7	40.9	33.2	9.0	7.5	31.7	26.4
KAKAO	16.7	40,251	4,129	5,396	450	775	10.9	14.4	8.1	9.8	86.3	63.6	9.7	7.5	56.6	37.0
평균	11.5						12.0	15.5	-81.5	-4.9	58.0	70.4	9.7	7.7	497.4	56.8

자료: 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.