MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.10.22

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**USD 1,500**
현재주가(25/10/21)	USD 1,241.35
상승여력	20.8%

나스닥 종합(p)	22,953.67
EPS 성장률(25F,%)	32.8
P/E(25F,x)	46.0
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	527.48
시가총액(조원)	749.13
상장주식수(백만주)	424.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	3,613.44
52주 최저가(USD)	749.12
52주 최고가(USD)	1,339.13

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.2	25.7	60.8
상대주가	-0.2	-13.1	29.9

[미디어/엔터테인먼트]
김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com
장다현
dahyun.jang@miraeasset.com

NFLX US · 미디어 · 미국

넷플릭스

일회성 비용에 가려진 ARPU 상승세

3Q25 Review: 브라질 비소득 조세로 영업이익 쇼크

당분기 매출 115.1억USD, 영업이익 32.5억USD로 매출은 컨센서스 115.2억USD에 부합했으나 영업이익 컨센서스 36.4억USD를 11% 하회했다.

하회의 원인은 브라질의 비소득 과세(non-income tax) 때문이다. 브라질은 CIDE, Contribution for Intervention in the Economic Domain이라는 연방 기여금이 존재한다. 이는 브라질 기업이 해외 기업에게 지급하는 로열티, 기술 사용료 등으로 지불하는 금액에 세금을 부과하는 것으로 일반적으로 총 지불액의 10%를 브라질 기업이 부담토록 한다. 2022년 브라질 조세 당국이 넷플릭스 브라질 법인에 관련 조항 적용을 고려하면서 법적 분쟁이 시작됐다. 당시에는 넷플릭스의 승소율이 유리하다고 판단됐지만 올해 8월 기술 이전이 포함되지 않은 지불액에 대한 CIDE 적용 판례가 나오며 넷플릭스가 해당 세금을 적용받을 확률이 높아졌다. 이에 동사는 당분기에 2022년부터 2025년에 부과해야할 것으로 추정되는 비용을 매출원가에 일시 반영했다. 규모는 6.2억USD로 당분기 영업이익률에 5%p 가량의 영향을 미쳤다.

ARPU의 상승세와 효율적인 콘텐츠 운영

다시 말하면 해당 비용을 제외하고는 사업이 매우 견조했다고 해석할 수 있다. 6.2억 USD를 가산하면 당분기 영업이익은 38.7억USD로 컨센서스와 가이던스를 모두 상회한다. 영업이익률 역시 33.6%로 컨센서스 및 가이던스를 약 2%p 상회한다. 콘텐츠 지출 부담이 예상치보다 적었기 때문이다. 하반기 텐트폴 작품이 집중돼 있어 당분기 콘텐츠 자산 상각비는 40억USD로 컨센서스 47억USD보다 작았다. 추가된 콘텐츠 자산도 46.5억USD로 예상치 52.0억USD보다 작았다. 웬즈데이 시즌2 등 제작비가 큰 작품이 3분기 공개된 것을 고려할 때 AI 등으로 인한 콘텐츠 제작 효율화가 진행되고 있을 가능성이 있다.

목표주가 1,500USD 유지, 과매도 구간

영업이익이 예상치를 하회하긴 했으나 일회성 비용 때문이다. 추후 동일한 항목의 비용이 반영되겠지만 분기당 0.5억USD로 추정되며 실적에 대한 영향이 미미하다. 4개년 치가 한 번에 반영되며 발생한 착시효과로 판단한다. 이를 제외한 매출과 영업이익 실적이 매우 견조하다. 26년 인터랙티브 광고 등 추가 상승 동력도 존재한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만USD)	33,640	39,001	45,142	50,892	57,427
영업이익 (백만USD)	6,871	10,418	13,638	16,631	20,415
영업이익률 (%)	20.4	26.7	30.2	32.7	35.5
순이익 (백만USD)	5,408	8,712	11,450	14,092	17,460
EPS (USD)	12.23	20.28	26.93	33.53	41.99
ROE (%)	23.8	35.2	41.8	41.5	39.7
P/E (배)	97.4	60.5	46.0	37.4	30.2
P/B (배)	15.1	13.9	10.6	8.2	6.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 넷플릭스 실적 추정 (백만USD, USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,370**	**9,559**	**9,825**	**10,247**	**10,543**	**11,079**	**11,510**	**12,010**	**39,001**	**45,142**	**50,892**	**57,427**
QoQ/YoY	*6%*	*2%*	*3%*	*4%*	*3%*	*5%*	*4%*	*4%*	*16%*	*16%*	*13%*	13%
UCAN	4,224	4,296	4,322	4,517	4,617	4,929	5,072	5,218	17,359	19,835	21,893	23,672
EMEA	2,958	3,008	3,133	3,288	3,405	3,538	3,699	3,952	12,387	14,594	16,866	19,184
LATAM	1,165	1,204	1,241	1,230	1,262	1,307	1,371	1,406	4,840	5,346	6,081	6,860
APAC	1,023	1,052	1,128	1,212	1,259	1,305	1,369	1,434	4,415	5,367	6,051	7,712
OPEX	**6,738**	**6,956**	**6,915**	**7,974**	**7,196**	**7,304**	**8,262**	**8,742**	**28,583**	**31,505**	**34,260**	**37,012**
콘텐츠 자산 상각비	3,671	3,770	3,700	3,671	3,823	3,832	4,003	4,541	15,302	16,199	17,009	17,859
판매 및 관리비	1,058	1,071	1,060	1,430	1,110	1,154	1,244	1,547	4,620	5,055	5,508	6,007
연구개발비	702	711	735	777	823	825	854	845	2,925	3,346	3,848	4,135
기타	1,306	1,404	1,420	2,097	1,440	1,493	2,162	1,810	5,737	6,904	7,896	9,010
영업이익 (GAAP)	**2,633**	**2,603**	**2,909**	**2,273**	**3,347**	**3,775**	**3,248**	**3,268**	**10,418**	**13,638**	**16,631**	**20,415**
영업이익률	*28%*	*27%*	*30%*	*22%*	*32%*	*34%*	*28%*	*27%*	*27%*	*30%*	*33%*	*36%*
EPS (GAAP)	5.4	5.0	5.5	4.4	6.8	7.4	6.0	6.8	20.3	26.9	33.5	42.0
희석 EPS	5.3	4.9	5.4	4.3	6.6	7.2	5.9	6.7	19.8	26.3	32.8	41.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 실적 변경표 (백만USD, USD)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	44,792	49,773	45,142	50,892	+0.8%	+2.2%	미국을 중심으로 ARPU 증가세 포착
영업이익	14,095	16,538	13,638	16,631	-0.3%	+0.6%	당분기 반영된 브라질 비소득 조세 부과의 지속적 적용 반영
희석 EPS	27.2	32.6	26.3	32.8	-0.9%p	+0.2%p	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 밸류에이션

항목	값	비고
26F 희석주당순이익 (USD)	32.8	
Target P/E	44.3x	
목표주가 (USD)	1,500	십의 자리에서 반올림
현재주가 (USD)	1,241.35	
상승여력	20.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 주가 시나리오 (USD)

Case	Target P/E	목표주가	상승여력	
Bull	55.1x	1,800	45.0%	- 코로나 이후 신규가입자수의 증가폭은 둔화됐으나 양(+)의 증가를 기록하며 비용 효율화로 영업이익률 증가가 동시에 발생했던 21년 평균 FY1 P/E
Base	44.3x	1,500	20.8%	- 매출과 영업이익 양의 성장률이 지속된다는 가정 하에 FY1 P/E +2sd(3yr) - 21년 당시 매출성장률은 25% → 19%로 둔화됐으나 영업이익률이 18.5% → 21.0%로 상향되며 주가가 +2SD를 상회
Bear	35.7x	1,200	-3.3%	- 주가의 key factor가 신규 가입자수에서 OP로 전환되기 시작한 23년부터의 평균 FY1 P/E

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷플릭스 (NFLX US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**39,001**	**45,142**	**50,892**	**57,427**
매출원가	**21,038**	**23,103**	**24,905**	**26,870**
매출총이익	**17,963**	**22,039**	**25,987**	**30,557**
판매비와관리비	**7,545**	**8,401**	**9,355**	**10,142**
영업이익	**10,418**	**13,638**	**16,631**	**20,415**
비영업손익	**-452**	**-540**	**-511**	**-442**
이자비용	-719	-712	-680	-610
이자 및 기타 손익	267	172	168	168
법인세차감전순이익	9,966	13,098	16,120	19,973
법인세	1,254	1,648	2,028	2,513
당기순이익	**8,712**	**11,450**	**14,092**	**17,460**
지배주주	8,712	11,450	14,092	17,460
비지배주주	0	0	0	0

Growth & Margins (%)	2021	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	15.9	15.7	12.7	12.8
매출총이익증가율	29.0	22.7	17.9	17.6
영업이익증가율	51.6	30.9	22.0	22.8
순이익증가율	61.1	31.4	23.1	23.9
EPS증가율	65.0	32.8	24.5	25.2
매출총이익률	46.1	48.8	51.1	53.2
영업이익률	26.7	30.2	32.7	35.5
당기순이익률	22.3	25.4	27.7	30.4

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**13,100**	**12755.86**	**18077.29**	**27103.44**
현금성자산	7,805	9197.659	14495.77	23514.91
단기투자자산	1,779	37.105	37.105	37.105
기타유동자산	3,517	3521.102	3544.419	3551.429
비유동자산	40,530	42,527	44,682	43,820
판권	32,452	33,672	35,147	37,136
유형자산	1,594	1,880	2,147	2,424
기타비유동자산	6,484	6,974	7,388	4,260
자산총계	**53,630**	**55,283**	**62,760**	**70,924**
유동부채	**10,755**	**9,386**	**9,995**	**10,585**
매입채무	900	746	823	882
단기차입금	1,784	-	-	-
기타유동부채	8,071	8,640	9,172	9,702
비유동부채	**18,131**	**18,504**	**18,836**	**16,408**
장기금융부채	13,798	14,241	14,241	11,824
기타비유동부채	2,552	2,881	2,978	2,999
부채총계	**28,887**	**27,890**	**28,831**	**26,992**
지배주주지분(연결)	**24,744**	**27,392**	**33,928**	**43,931**
자본금	6,252	7,165	7,470	7,757
자사주	-13,172	-22,271	-30,271	-38,271
이익잉여금	31,301	42,835	57,232	74,979
기타	362	-337	-503	-535
비지배주주지분(연결)	**-**	**-**	**-**	**-**
자본총계	**24,744**	**27,392**	**33,928**	**43,931**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**7,361**	**9,990**	**13,565**	**17,296**
당기순이익	8,712	11,450	14,092	17,460
콘텐츠 자산 증가(감소)	-17,003	-17,635	-18,900	-19,845
콘텐츠 자산 상각비	15,302	16,199	17,009	17,859
감가상각비	329	335	349	349
기타	22	-358	1,015	1,472
투자활동 현금흐름	**-2,182**	**1,256**	**-267**	**-277**
- 자본적 지출(CAPEX)	-440	-491	-267	-277
기타	-1,742	1,747	0	0
재무활동 현금흐름	**-4,074**	**-10,268**	**-8,000**	**-8,000**
장단기금융부채의증가(감소)	1,394	-1,833	0	0
자본의 증가(감소)	833	591	0	0
자사주의 취득	-6,264	-9,048	-8,000	-8,000
기타	-38	22	0	0
FX rate effect	-416	416	0	0
현금의 증감	**689**	**1,394**	**5,298**	**9,019**
기초현금	28,231	32,483	46,254	71,546
기말현금	28,920	33,877	51,552	80,565

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	60.5	46.0	37.4	30.2
P/CF (배)	71.6	52.7	38.8	30.5
P/B (배)	13.9	10.6	8.2	6.4
EV/EBITDA (배)	14.9	17.6	15.5	13.4
EPS (USD)	20.5	27.0	33.2	41.1
CFPS (USD)	17.3	23.5	32.0	40.7
BPS (USD)	89.3	117.0	151.3	193.7
매출액증가율(%)	15.9	15.7	12.7	12.8
EBITDA증가율(%)	21.6	15.8	12.7	13.6
조정영업이익증가율(%)	51.6	30.9	22.0	22.8
EPS증가율(%)	65.0	32.8	24.5	25.2
ROA (%)	16.2	20.7	22.5	24.6
ROE (%)	35.2	41.8	41.5	39.7
ROIC (%)	23.1	28.7	33.3	41.7
부채비율 (배)	116.7	101.8	85.0	61.4
유동비율 (배)	121.8	135.9	180.9	256.1
순차입금/자기자본 (배)	24.2	18.3	-0.9	-26.7
조정영업이익/금융비용 (배)	14.5	19.2	24.5	33.5

자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 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.