

Fortinet, Inc. (U.S. Nasdaq: FTNT)

Зорилтот үнэ **140.52** америк доллар, **HOLD** үнэлгээ

Бид Nasdaq-н хөрөнгийн бирж (Nasdaq) дээр бүртгэлтэй Fortinet, Inc. ("FTNT" эсвэл "Компани") компанийг судалсны дагуу уг хувьцааны зорилтот үнийг 132.02 америк доллараар дүгнэж HOLD үнэлгээ санал болгож байна.

Covid Ба FTNT

Цар тахлын халдварыг хязгаарлах зорилгоор авсан арга хэмжээнүүдийн улмаас олон сая хүмүүс гэрээсээ ажиллаж суралцах болсон нь тус компанид ихээхэн шинэ боломжуудыг олгож байна. Албан байгууллагууд онлайн орчинд ажлаа явуулах болсноор мэдээллийн аюулгүй байдал нууцлалын чанар хурдан шуурхай, мөн үр ашигтай байдалд ихээр анхаарал хандуулж байгаа. Энэхүү трендийг ашиглан гэрээс ажиллахад зориулагдсан шинэхэн бүтээгдэхүүн болох FortiGate80F-г гаргаж SD-WAN-ийхаа багцыг төрөлжүүлсэн юм. Түүнчлэн компанийн бараа бүтээгдэхүүн болон зах зээлийн төрөлжүүлэлт нь тус компанийг цар тахлын хямралын үед ч орлогоо 18 хувиар нэмэгдүүлэхэд тусалсан байна.

Өрсөлдөгчдөөсөө хол давсан чанар

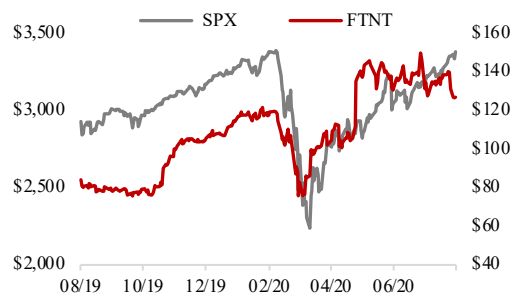
Gartner-н судалгаагаар тус компани нь 2020 оны эхний улиралд дэлхийн SD-WAN үйлдвэрлэгчид дундаас хамгийн өндөр орлогын өсөлтийг харуулсан төдийгүй зах зээлд эзлэх байр сууриараа эхний 3-т багтаж байна. Түүнчлэн тус компанийн саяхан шинээр зах зээлд нэвтрүүлсэн FortiGate 4400F бүтээгдэхүүн нь зах зээлд байгаа цорын ганц асар том хэмжээний мэдээллийн төв болон 5G сүлжээг хамгаалах чадвартай бүтээгдэхүүн болсон юм. Энэ нь 5G сүлжээ болон "Big Data" эрчтэй зах зээлд нэвтэрч буй үед компанийг стратегийн хувьд чухал ач холбогдол бүхий байр сууринд авчирж байна. NP7 сүлжээний процессороор ажиллах 4400F бүтээгдэхүүн нь төстэй бараа бүтээгдэхүүнээс "Аюулгүй байдлын тооцоолол"-н хэмжигдэхүүнээр даруй 13 дахин илүү үзүүлэлттэй байгаа юм.

Ашгийн маржины өсөлт

2-р улиралд компанийн нийт болон нэгж бүтээгдэхүүний ашгийн маржин өссөн нь Компани зардал багатай шинэ үеийн FortiGate-н бүтээгдэхүүнийг гаргасан, мөн програм хангамжийн бүтээгдэхүүний орлого бараг 40 хувиар өссөнтэй холбоотой юм. Үнээс гадна үйлчилгээний орлогын маржин өсөж 88.5 хувьд хүрсэн, ажилчдын аяллын зардал болон виртуал уулзалт зохион байгуулалтад шилжсэнээр маркетингийн зардал буурсан зэрэг нь компанийн үйл ажиллагааны орлогын маржинд эерэгээр нөлөөлжээ.

NTFLX (U.S.:Nasdaq)	8/17/20
Үнэлгээ	HOLD
Хаалтын үнэ (USD)	127.60
1 жилийн дээд/доод ханш	70.2 - 152.0
Зах зээлийн үнэлгээ (USD тэрбум)	20.65
Нийт хувьцааны тоо (сая)	161.8
Зорилтот үнэ (USD)	140.52
Өсөлт/бууралтын потенциал	10.1%

Нэг жилийн хувьцааны ханш



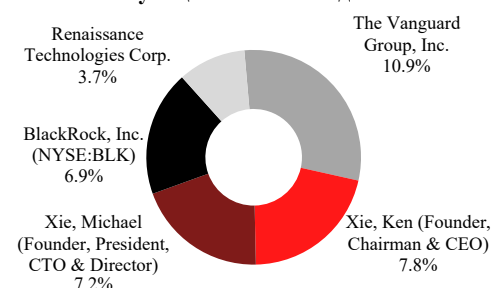
Үндсэн харьцаанууд	FTNT	Салбар
P/E Ratio	62.6	30.9
Debt/Equity харьцаа	8.0%	31.6%
Current Ratio	1.4x	2.0x
Return On Equity	49.3%	32.8%

Санхүүгийн үзүүлэлтүүд	USD тэрбум
Нийт орлого	2.354
Нийт орлогын өртөг	0.528
Татвараас өмнөх цэвэр ашиг	0.472
Цэвэр ашиг	0.411
Үйл ажиллагааны бэлэн мөнгө	0.978

Хувьцаа эзэмшигчдийн төрлүүд

Институцүүд	75.09%
Засгийн газар	0.03%
Хувь хүмүүс/ дотоод ажилчид	15.16%
Олон нийт болон бусад	9.72%

Томоохон хувьцаа эзэмшигчид



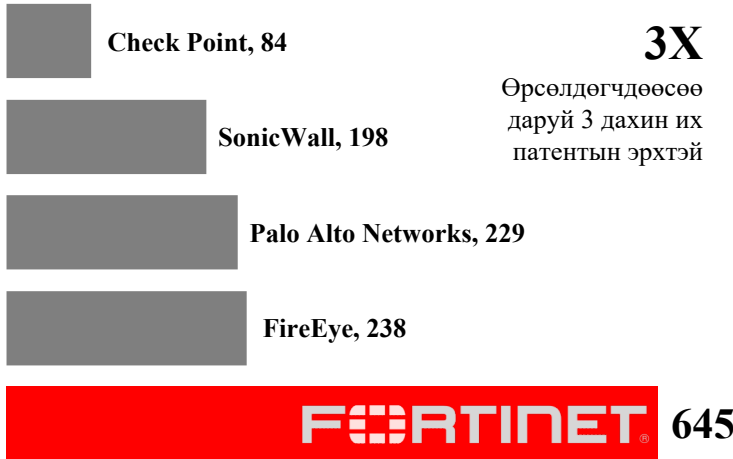
Fortinet, Inc. (U.S. Nasdaq: FTNT)

Зорилтот үнэ **140.52** америк доллар, **HOLD** үнэлгээ

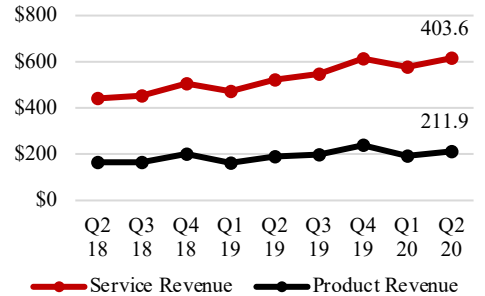
Компанийн үйл ажиллагаа

Fortinet, Inc. нь дэлхий даяар өргөн, нэгдсэн, автоматжуулсан кибер аюулгүй байдлын шийдлүүдийг хэрэглэгчдээ санал болгодог. Үүнд хамгаалалтын хана, халдлагаас урьдчилан сэргийлэх програм, анти-вирус, виртуал хувийн сүлжээ, хэрэглээний хяналт, веб шүүлтүүр, спамын эсрэг програм, мөн өргөн хүрээний сүлжээ (WAN)-ий хурдатгал гэх мэт аюулгүй байдал, сүлжээний янз бүрийн функцийг хангадаг програм хангамжууд орно. Тус компани аюулгүй байдлын шийдлүүдээ сувгийн түншүүд болон харилцаа холбоо, технологи, засгийн газар, санхүүгийн үйлчилгээ, боловсрол, жижиглэн худалдаа, үйлдвэрлэл, эрүүл мэнд зэрэг олон төрлийн салбарт ажилладаг төрөл бүрийн үйлчлүүлэгчдэд шууд зарах эсвэл хугацаат захиалга хэлбэрээр санал болгодог. Fortinet, Inc нь Америк, Европ, Ойрх Дорнод, Африк, Ази Номхон далайн бүс нутагт одоогоор үйл ажиллагаагаа явуулж байна. Тус компани нь 2000 онд байгуулагдсан бөгөөд төв байр нь California мужийн Sunnyvale хотод байрладаг.

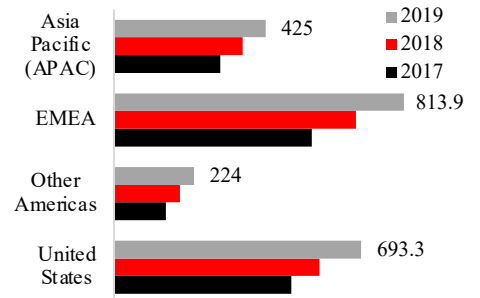
Нийт патентын тоо



Борлуулалтын задаргаа, сегментээр



ROE-н харьцуулсан үзүүлэлт



Аюулгүйн сүлжээ



НИЙТ БОЛОМЖИТ ЗАХ ЗЭЭЛ



\$44B

2020 оны байдлаар зорилтот зах зээл

\$63B

2024 оны байдлаар зорилтот зах зээл

Fortinet, Inc. (U.S. Nasdaq: FTNT)

Зорилтот үнэ **140.52** америк доллар, **HOLD** үнэлгээ

2-р улирлын санхүүгийн үзүүлэлт

Орлогын өсөлт	18.0%	Кибер аюулгүй байдлын хэрэгцээ, эрэлт ихсэх
Үйл ажиллагааны орлогын маржин	27.3%	Ашгийн маржин өндөр шинэ бүтээгдэхүүн
Цэвэр ашгийн маржин	~21.9%	Орлогын өсөлт, маркетинг зардлын ханалт
Хойшлогдсон орлогын өсөлт	24.1%	Үйлчилгээний орлогын 90%-г бүрдүүлдэг
Үйл ажиллагааны мөнгөн гүйлгээ	\$247M	Мөнгөн урсгалын нэмэгдүүлэлт

Өрсөлдөөний талбар

Кибер аюулгүй байдлын бүтээгдэхүүний зах зээл нь маш өрсөлдөөнтэй бөгөөд технологийн хурдацтай өөрчлөлтөөр тодорхойлогддог. Энэ зах зээл дэх өрсөлдөөний гол хүчин зүйлүүдэд бүтээгдэхүүний үзүүлэлт гүйцэтгэл, аюулгүй байдлын шинэ шинж чанарууд, шинэчлэлт, салбарын чанар стандартад нийцсэн байдал, үнэ болон үйлчлүүлэгчдэд үзүүлэх үйлчилгээ зэрэг багтана. Энэхүү салбарт шинэ тоглогчид ихээр орж ирж байгаа бөгөөд одоогийн байдлаар Fortinet-ийн гол өрсөлдөгчид нь Check Point Software, Cisco Systems, FireEye, Palo Alto Networks зэрэг компаниуд байна.

Тус компанийн өсөлтийн хурд болон болон салбарын тайлангаас харахад Fortinet нь хамгаалалтын хана болон SD-WAN-ий зах зээлд тэргүүлэгч хэвээр байна.

Хөрөнгө оруулалтын үндэслэл

Аюулын нэгдсэн менежмент (UTM)-н зах зээл нь өнгөрсөн хугацаанд тогтвортой өндөр өсөлтийг харуулсаар байгаа бөгөөд нэн ялангуяа жижиг дунд бизнес эрхлэгчдийн дунд илүүтэйгээр хэрэглэгдэх болсон. FTNT нь энэ зах зээлд аль хэдийн тэргүүлэгч байр суурийг эзэлсэн ч өөрийн шинэлэг технологи, өрсөлдөгчдөөсөө хол давсан чанар бүхий бараа үйлчилгээг тогтмол зах зээлд нэвтрүүлж байгаа нь тус компанийн зах зээлийн нэвтрэлтийг ахиулсаар байна. Cloud аюулгүй байдал нь одоогоор тус компанийн хамгийн өндөр өсөлттэй салбаруудын нэг бөгөөд уг зах зээл жилд дунджаар 50 хувийн өсөлттэй байгаа юм.

Гол үзүүлэлтүүд

Сая \$	2019A	2020E	2021E
Санхүүгийн таамаглалууд			
Орлого	2,156	2,549	2,982
EBIT	344.2	479.1	590.9
EBITDA	405.8	548.0	685.8
Цэвэр ашиг	326.5	472.5	695.9
EPS	1.87	2.70	3.91
Үйл ажиллагааны мөнгөн урсгал	808.0	1,008	1,156

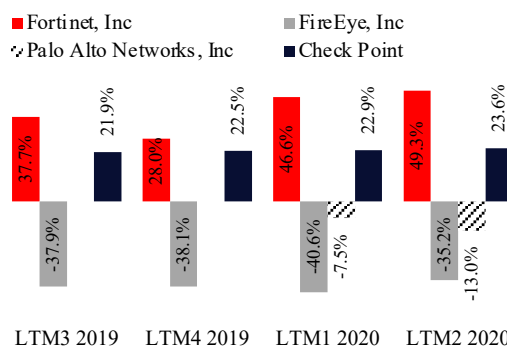
Ашгийн маржин болон өсөлт

Орлогын өсөлт	19.7%	18.2%	17.0%
EBIT маржин	16.0%	18.8%	19.8%
EBIT өсөлт	49.0%	39.2%	23.3%
EBITDA маржин	18.8%	21.5%	23.0%
EBITDA өсөлт	41.5%	35.0%	25.2%
Цэвэр ашгийн маржин	15.1%	18.5%	23.3%
EPS өсөлт	-2.09%	44.4%	44.8%

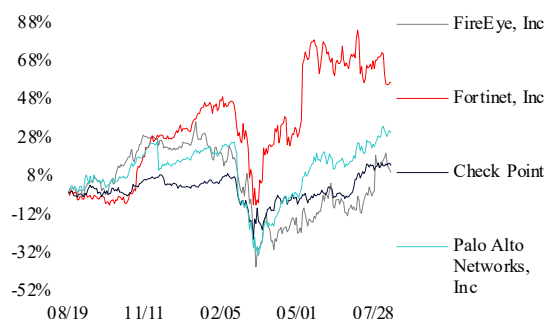
Харьцаанууд

Татварын хувь	13.9%	22.0%	22.0%
ROE	28.0	44.5	46.7
ROA	6.2	12.3	11.8

ROE-н харьцуулсан үзүүлэлт



Хувьцааны ханшны харьцуулсан үзүүлэлт



Fortinet, Inc. (U.S. Nasdaq: FTNT)

Зорилтот үнэ **140.52** америк доллар, **HOLD** үнэлгээ

Орлогын төрөлжүүлэлт: Тус компани нь бүс нутаг, хэрэглэгчдийн бүлэг болон салбарын хувьд харьцангуй төрөлжсөн байгаа нь мөнгөн урсгалыг тогтворжуулахад чухал ач холбогдол үзүүлж байна. Fortinet-ийн SD-WAN-г гэрт, салбар оффист, мөн үүлэн системд гэх мэт хаана ч олон төрлийн хэрэглээнд ашиглах боломжтой байгаа нь тус бүтээгдэхүүний эрэлтийг хурдасгаж SD-WAN-ий зах зээлд Fortinet-г хоёрдох том үйлдвэрлэгч болгож байгаа юм.

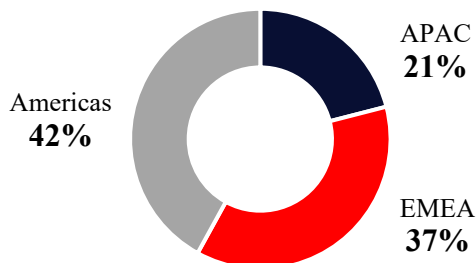
FortiGate 4400F: Улам бүр дижиталчлагдаж байгаа энэ үед асар их хэмжээний мэдээлэл хэрэглэгчээс хэрэглэгч, хэрэглэгчээс машин, мөн машин хооронд маш хурдтайгаар дамжуулагдах боломжтой болсон. Үүнийг дагаад мэдээллийн аюулгүй байдлыг хангах төхөөрөмж хэрэгслийн эрэлт хэрэгцээ улам бүр нэмэгдсээр байна. Fortinet компанийн шинээр гаргаж буй FortiGate 4400F нь их хэмжээний дата мэдээлэл болон 5G сүлжээний аюулгүй байдлыг хамгаалахад чиглэгдсэн бөгөөд өмнө нь байгаагүй өндөр цар хүрээ, гүйцэтгэлийг хэрэглэгчиддээ санал болгож байна. Энэ нь тус компанийг асар их тэлэх потенциал бүхий мэдээллийн аюулгүй байдлын салбарт анхдагч болгохоос гадна 4G сүлжээнээс 5G-руу шилжих үед стратегийн хувьд маш ашигтай байр суурин авчирж байгаа юм.

Ашигт ажиллагаа: Ойрын ирээдүйд програм хангамж, хэрэглэгчдэд зориулсан үйлчилгээ дэмжлэг болон захиалгын үйлчилгээ нь орлогын дийлэнхийг бүрдүүлж тоног төхөөрөмжийн орлогод эзлэх хувь багассанаар компанийн үйл ажиллагааны маржинд мэдэгдэхүйц ахиц гарах юм. Түүнчлэн өнгөрсөн жил болон энэ жилийн эхээр компани нь ажилчдын сургалт шинэ ажилчдад ихээхэн хөрөнгө оруулсан нь ирэх жилүүдэд үр ашгаа өгнө гэж бид үзэж байна.

Стратегийн худалдан авалт/нэгдэлт: Fortinet нь өсөлтийг түргэсгэж өрсөлдөөнийг хянах зорилгоор хэд хэдэн стратегийн худалдан авалт хийсэнд AccelOps, Meru Networks, Coyote Point, XDN болон OPAQ Networks зэрэг багтана. Эдгээр нь компанид дан ганц бараа бүтээгдэхүүний багцаа төрөлжүүлээд зогсохгүй, зах зээлээ нэмэх, хэрэглэгчдийн сууриа тэлэх, бүтээгдэхүүний чанар төрлийг сайжруулах мөн компанийн нэр хүндийг өсгөх зорилготой юм.

Эрсдэл: Хэдийгээр компанийн орлого өссөөр байгаа ч өсөлтийн хурд нь удааширч байгаа нь тус компанийг өрсөлдөгчдөө боломжит зах зээлээ алдаж байна уу гэсэн эргэлзээг бий болгоод байна. Түүнчлэн ашигтай зах зээлийг дагаад өрсөлдөөн эрчимжиж олон шинэ шинэлэг компаниуд зах зээлд орж ирж байгаа нь компанийн ашгийн маржиныг бууруулах, хэрэглэгчдийг булаах, судалгаа шинжилгээний зардлыг өсгөх зэрэг эрсдэлийг бий болгож байна. Эрэлт талдаа компаниуд мэдээллийн аюулгүй байдалд хөрөнгө оруулахдаа урт хугацаанд бага дүнгээр хуваарилж байгаа нь компанийн ойрын ирээдүйн мөнгөн урсгалыг хязгаарлах аюултай.

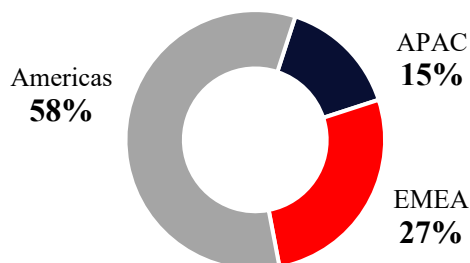
FTNT: Орлого, бүсээр



FortiGate нэхэмжлэл, бүлгээр



FortiGate нэхэмжлэл, бүлгээр



2020 Q2-н байдлаар

Шинжээчдийн таамаглал

Компани	Үнэлгээ	Зорилтот үнэ
Oppenheimer	Buy	\$ 160.0
Citigroup	Sell	\$ 102.0
FBN Securities	Buy	\$ 145.0
Credit Suisse	Hold	\$ 130.0
Robert W. Baird	Hold	\$ 132.0
Wedbush	Buy	\$ 170.0
UBS	Hold	\$ 134.0
Barclays	Hold	\$ 135.0
Morgan Stanley	Hold	\$ 124.0

Fortinet, Inc. (U.S. Nasdaq: FTNT)

Зорилтот үнэ **140.52** америк доллар, **HOLD** үнэлгээ

Үнэлгээ:

Бид Fortinet компанийн нэгж хувьцааны зорилтот үнийг 140.52 америк доллар гэж тооцохдоо DCF буюу хорогдуулсан мөнгөн гүйлгээний тооцооллын аргачлалыг ашигласан бөгөөд ингэхдээ WACC буюу капиталын жигнэсэн дундаж зардлыг 9.1 хувиар, Implied EV/EBITDA үржүүлэгчийг 26.2-р мөн урт хугацааны өсөлтийг 5.9 хувиар тус тус тооцсон болно. Бид DCF үнэлгээг ашиглахдаа компанийг ирээдүйд тогтвортой өснө гэж үзсэний үндсэн дээр тооцсон болно.

PROJECTED CASH FLOWS

(USD in millions, except per share data)

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020-2024
Total Revenue	2,156.2	2,548.6	2,981.9	3,488.8	4,012.1	4,614.0	16.0%
Annual Growth	19.7%	18.2%	17.0%	17.0%	15.0%	15.0%	
Cost of Revenue	505.9	535.2	626.2	732.7	842.5	968.9	
Margin	23.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	
EBITDA	405.8	548.0	685.8	802.4	922.8	1,061.2	18.0%
Annual Growth	41.5%	35.0%	25.2%	17.0%	15.0%	15.0%	
Margin	18.8%	21.5%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	
Less: Depreciation and Amortization	61.6	68.9	95.0	111.1	127.8	147.0	20.9%
% of Capital Expenditure	66.8%	40.5%	63.1%	63.1%	63.1%	63.1%	
EBIT	344.2	479.1	590.9	691.3	795.0	914.2	17.5%
Annual Growth	49.0%	39.2%	23.3%	17.0%	15.0%	15.0%	
Margin	16.0%	18.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	
Less: Income Taxes	(75.7)	(105.4)	(130.0)	(152.1)	(174.9)	(201.1)	
Unlevered Net Income	268.5	373.7	460.9	539.2	620.1	713.1	17.5%
Plus: Depreciation and Amortization	61.6	68.9	95.0	111.1	127.8	147.0	
Less: Capital Expenditure	(92.2)	(170.0)	(150.5)	(176.1)	(202.5)	(232.9)	8.2%
Margin	(4.3%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)	(5.0%)	
Less: Additions to Intangibles	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Less: Increase in Working Capital	69.6	100.0	145.3	170.0	175.5	201.8	19.2%
Margin	3.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	
Unlevered Free Cash Flow	307.5	372.5	550.6	644.2	720.9	829.0	22.1%
Annual Growth	0.4%	21.2%	47.8%	17.0%	11.9%	15.0%	
Discount Factor - End-of-Period Convention		0.37	1.37	2.37	3.37	4.37	
PV of Yearly Cash Flows		133.4	488.7	524.1	537.6	566.7	

Present value of Equity at 08/18/2020

		% of TEV	% of MVE
PV of 2020 Free Cash Flow Stub(1)	133.4	0.6%	0.6%
PV of 2021-2024 Free Cash Flows(1)	2,117.1	10.0%	9.3%
PV of Terminal Value(1)	19,006.1	89.4%	83.6%
Enterprise Value	21,256.7	100.0%	93.5%
Less:			
Total Debt	(43.3)		(0.2%)
Preferred Stock	0.0		0.0%
Minority Interest	0.0		0.0%
Plus:			
Cash and Equivalents	1,526.9		6.7%
Equity Value	22,740.3		100.0%

Shares Outstanding	161.8
Implied Per Share Value	140.52
Current Price	127.60
Premium/(Discount) to Current Price	10.1%

DCF Assumptions

Weighted Average Cost of Capital	9.10%
Terminal EBITDA Multiple	26.2x
Implied Perp. Growth Rate of Unlevered Free Cash Flow	5.9%
Tax Rate	41.7%

Бид үнэлгээндээ компанийн борлуулалтын орлогыг 2020 онд 18.2 хувиар, 2021 онд 17 хувиар өснө гэж тооцоолсон болно. Үйл ажиллагааны маржин нь компани тоног төхөөрөмжөөс илүү програм хангамжийн үйлчилгээнд шилжсэнээр бага зэрэг өсөж 2021 оны төгсгөл гэхэд 19.8% хувьд хүрэх таамаглалтай байгаа бөгөөд нийт борлуулалтын орлогын 5 хувийг капиталын зардал зарцуулна гэж тооцон энэхүү үнэлгээг гаргасан болно.

WACC	Equity Value per Share EBITDA Exit Multiple				
	24.2	25.2	26.2	27.2	28.2
7.10%	141.43	146.29	151.15	156.01	160.87
8.10%	136.37	141.03	145.70	150.37	155.03
9.10%	131.55	136.04	140.52	145.00	149.48
10.10%	126.97	131.27	135.58	139.89	144.20
11.10%	122.59	126.73	130.87	135.02	139.16

WACC	Premium/(Discount) to Current Price per Share EBITDA Exit Multiple				
	26.0	27.0	28.0	29.0	30.0
10.8%	10.83%	14.64%	18.45%	22.26%	26.07%
11.8%	6.87%	10.53%	14.19%	17.84%	21.50%
12.8%	3.10%	6.61%	10.12%	13.64%	17.15%
13.8%	-0.50%	2.88%	6.25%	9.63%	13.01%
14.8%	-3.92%	-0.68%	2.57%	5.81%	9.06%