

본 보고서는 미국 Stifel 사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.

매수

목표주가 \$185.00

BUY

COMPANY UPDATE

Financial Summary			
Changes	Previous		Current
Rating	—		Buy
Target Price	\$200.00		\$185.00
FY26E Revenue	\$10.52B		\$11.29B
FY27E Revenue	\$11.90B		\$13.04B
FY26E FCF	\$4.38B		\$4.49B
FY27E FCF	\$4.76B		\$5.06B
Price (02/17/26):			\$163.50
52-Week Range:			\$224 - \$144
Market Cap.(mm):			\$138,485
Shr.O/S-Diluted (mm):			847.0
Enterprise Val. (mm):			\$111,842.8
Avg Daily Vol (3 Mo):			8,043,842
Dividend / Yield:			\$0.00 / 0.0%
FYE			Jul
EPS	2025A	2026E	2027E
Q1	\$0.78	\$0.93A	\$0.88
Q2	\$0.81	\$1.03A	\$0.91
Q3	\$0.80	\$0.79	\$0.93
Q4	\$0.95	\$0.94	\$1.02
	\$3.34A	\$3.68	\$3.74
	2025A	2026E	2027E
Revenue	\$9.22B	\$11.29B	\$13.04B
EV/Rev	12.1x	9.9x	8.6x
FCF	\$3.75B	\$4.49B	\$5.06B
EV/FCF	29.8x	24.9x	22.1x

Revenue and EPS are fiscal years; FCF is calendar year

Price Performance



변동성은 있으나, 플랫폼 열차에 탑승한 것은 고무적

기업개요

팔로엘토 네트워크스(Palo Alto Networks, PANW)는 차세대 방화벽(Next-Generation Firewall, NGFW) 시장을 선도하는 기업이다. 다양한 환경에서 사용자, 애플리케이션, 데이터, 네트워크, 디바이스 등을 보호하기 위해 광범위한 통합 사이버보안 플랫폼으로 사업 영역을 확장하고 있다.

Summary

예상대로, 크로노스피어 및 사이버아크 인수 건이 예상보다 일찍 마무리되면서 2분기(F2Q26) 실적에는 여러 변동 요인이 발생했다. 2분기 RPO는 예상대로 추정치 상단 수준에 발표되었지만, ARR은 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 예상된 것에 비해 추정치 범위의 상단에 조금 못 미치는 수준이었다. 가이던스는 RPO 및 ARR, 매출 모두 성장할 것으로 제시된 점이 고무적이다. 특히 3분기 가이던스는 컨센서스에 부합하거나 소폭 상회하는 수준에 발표되었으며 연간(FY) RPO 및 ARR 가이던스는 매출이 소폭 상향 조정되면서 이전과 같이 유지되었다. 중요한 점은 예상대로 FY 조정 FCF 마진(37%)도 이전 수준에 재확인되었다는 것이다. 인수 관련 노이즈를 제외하면, 팔로 엘토는 신규 영역(플랫폼화, SASE, 소프트웨어 방화벽, XSIAM, AI 보안 등)에서 지속적인 강세를 보이고 있으며, 사이버아크와 크로노스피어에 대해서는 여전히 낙관적인 전망을 유지한다.

Key Points

전반적으로, 소프트웨어 사업 내 AI 관련 리스크에 대한 논쟁이 향후 몇 분기 동안 전개될 것으로 예상되는 것은 사실이나, AI는 팔로 엘토 네트워크스(PANW)에 역풍이 아닌 순풍이 될 것이라는 전망을 유지한다. 결론적으로, 실적을 다시 살펴보면, 팔로 엘토가 향후 몇 년간 두 자릿수의 매출(organic 기준) 성장과 수익성 개선을 지속할 수 있는 여러 요인을 갖췄다고 판단하며, 사이버 보안 플랫폼 통합자로서 유리한 위치에 있다는 의견에 확신이 더해지는 상황이다.

F2Q26 실적

- RPO는 보고 기준 전년 대비 23% 증가했으며, 크로노스피어(Chronosphere)로부터 1억 5,000만 달러를 제외한 후 RPO는 가이던스 상단에 도달했고 당사 예상치 및 컨센서스를 상회했다.
- Non-GAAP 기준 연간 반복 매출(ARR)은 33% 증가했으며, 크로노스피어(Chronosphere)에서 발생하는 2억 달러를 제외한 기준으로는 28% 증가했다. 이는 가이던스의 상단에 근접하고 당사 예상치 및 컨센서스를 소폭 상회했으나 예상만큼 크게 상회하지 못했다. 보고된 순 신규 연간 반복 매출(NNARR)은 약 85% 증가한 반면, 핵심 사업(organic)을 기준으로 한 NNARR은 11% 증가했다.

STIFEL

본 리서치 보고서는 Stifel, Nicolaus & Company, Inc. (이하 "Stifel")가 한국투자증권(이하 "한국투자증권")과 체결한 계약에 따라 제공한 리서치 자료를 기초로 한 것입니다. Stifel은 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록된 투자중개매매업자(broker-dealer)로서 미국 금융산업규제기구(FINRA)의 회원이며, 미국 미주리주 세인트루이스에 본사를 둔 금융서비스 지주회사인 Stifel Financial Corp. (NYSE: SF)의 자회사입니다. Stifel은 한국 금융위원회에 등록되어 있지 않으며, 본 보고서는 Stifel에 의한 투자권유 또는 투자자문에 해당하지 않습니다. 또한, 본건 보고서에서 언급된 어떠한 증권, 주식, 채권, 파생상품, 또는 기타 금융상품에 대한 청약, 매매, 또는 기타 금융거래를 하도록 권유하거나, 또는 그러한 권유를 하도록 권유하는 것을 목적으로 하지 않습니다. Stifel과 한국투자증권 사이의 계약에 따라, 한국투자증권은 본 보고서 및 그 번역본의 내용에 대하여 전적인 책임을 부담합니다. 본 보고서에 대한 질문이 있는 고객은 자신의 한국투자증권 담당자에게 연락을 하시기 바랍니다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

- Chronosphere의 기여도는 분기 실적에 미미한 영향을 미쳤으며, 매출(전년 동기 대비 15% 증가), 제품 매출(전년 동기 대비 22% 증가), 영업이익률(30.3% 증가), 주당순이익은 예상치를 상회했다. 반면 서비스 매출, 총매출총이익률, 조정 FCF 마진은 소폭 예상치를 하회했다.
- 포트폴리오 전반의 강세: 경영진은 SASE, 소프트웨어 방화벽, XSIAM, Prisma AIRS의 초기 트랙션을 포함한 포트폴리오 전반의 강세를 언급했다. 하드웨어 방화벽은 Palo의 최신 방화벽과 SD-WAN으로 인해 수요가 개선되었다.

F3Q26 가이드선스

- RPO: 보고된 RPO 가이드선은 전년 동기 대비 32%~33% 성장을 예상하며, 유기적 RPO 가이드선의 중간값은 컨센서스를 상회한다.
- Non-GAAP 기준 ARR: 보고된 ARR 가이드선은 전년 동기 대비 56% 성장을 예상하며, 유기적 ARR 가이드선의 중간값은 컨센서스에 부합한다.
- 매출액: 보고된 매출 가이드선은 전년 대비 28%~29% 성장을 예상하며, 유기적 매출 가이드선의 중간값은 컨센서스에 부합한다.

FY26 연간 가이드선스 업데이트 (사이버아크/크로노스피어 포함)

- 사이버아크/크로노스피어의 보고된 가이드선이 상향 조정된 가운데, 경영진은 유기적 RPO 및 Non-GAAP 기준 ARR 가이드선을 재확인했으며, 유기적 매출 가이드선은 소폭 상향 조정했다.
- 보고된 영업이익률과 조정 FCF 마진은 예상대로 하락했지만, 경영진은 유기적 영업이익률 및 조정 FCF 마진 가정에는 변동이 없다고 언급했다(이는 상승하는 메모리 가격의 영향을 흡수함). 또한 경영진은 인수합병을 포함한 조정 FCF 마진 가이드선이 FY26 및 FY27에 37% 이상이 될 것이라는 기존 코멘트를 재확인했다.

향후 목표 재확인: 팰로앨토네트웍스는 FY28에 40% 이상의 조정 FCF 마진과 FY30에 200억 달러의 NGSARR을 달성할 것으로 여견히 예상한다.

사이버아크 관련 업데이트

- 딜이 성사됨에 따라 팰로앨토는 자연스럽게 GTM 전략 및 R&D 조정에 집중할 것으로 보인다.
- 사이버아크는 2025년 12월 기준 12억 달러 이상의 신원 보안 ARR을 기록했으며, 전년 대비 30% 증가한 수치이다. 이는 팰로앨토의 ARR 기준을 적용해 재작성된 수치인데, 배경을 설명하자면, 팰로앨토가 ARR을 정의하는 방식은 사이버아크보다 보수적이다. 팰로앨토는 ARR을 보고 기간 마지막 날 수익이 인식된 상품 및 서비스에 할당된 TCV로 정의하는 반면, 사이버아크는 수익 인식과 무관하게 보고 기간 마지막 날 예약의 연환산 가치로 정의했다. 또한, ARR은 사이버아크의 구독 ARR만 포함하며 유지보수 ARR은 포함하지 않는다. 결과적으로 팰로앨토의 사이버아크 ARR 산출 방식은 동등한 사이버아크 예약건 계산법에 비해 약 2~3% 낮을 것이다.
- 경영진은 팰로앨토의 상위 10,000개 방화벽 고객에게 인증 수명 주기 관리(CLM)를 추가함으로써 10억 달러 이상의 ARR 기회가 있다고 본다.
- 더 넓게 보면, 팰로앨토는 공동 계정 내에서 상당한 파이프라인 기회가 있으며, 모든 G2K 고객에 대해 계정별 플랫폼화를 추진할 기회가 있다고 본다.

크로노스피어 관련 업데이트

- 크로노스피어의 2026 회계연도 2분기 Non-GAAP 기준 ARR은 2억 달러로 예상치를 상회했다. 2025년 9월 기준 크로노스피어의 ARR은 1억 6천만 달러 이상으로 세 자릿수 성장을 기록한 바 있다.
- 크로노스피어 인수가 성사된 후, Palo는 선도적인 AI 모델 공급업체와 다년간의 9자리 수 확장 계약을 체결했다. 팰로앨토는 해당 AI 모델 공급업체가 향후 6~12개월 내에 기존 공급업체를 대체할 것이라고 언급했다.
- TTM 테크놀로지스의 크로노스피어 신규 고객 중 80% 이상이 여러 제품(메트릭, 트레이스, 로그)을 구매했다.
- 크로노스피어의 RPO 잔액은 사용량 기반 가격 책정으로 인해 변동될 수 있다는 점에 유의해야 한다. 결과적으로 팰로앨토는 ARR과 수익이 크로노스피어에 더 나은 지표라고 판단한다.
- 크로노스피어는 RPO 및 ARR 2분기 실적에 영향을 미쳤지만, 분기 말에 거래가 성사되었기 때문에 수익 및 전반적인 손익계산서에 미치는 영향은 미미했다.

코이 인수: 금일(2/17), 팰로앨토는 비상장사 코이(Koi)를 인수했다고 발표했다. 이스라엘에 기반을 둔 코이는 2024년에 설립되었으며, 자체적으로 '에이전트 엔드포인트 보안'이라고 칭하는 솔루션을 제공한다. 특히 코이는 엔드포인트에서 실행되는 AI 에이전트 및 도구를 보호하는데 도움을 주는데, 이들은 종종 데이터 및 작업에 대한 광범위한 접근 권한을 가지며 기존 엔드포인트 보안 솔루션의 범위를 벗어나는 경우가 많다. 결과적으로 코이는 AI 소프트웨어에 대한 가시성을 제공하고, 위험을 이해하며, 실시간 정책 시행을 통해 위험을 수정/차단할 수 있다. 이번 인수를 통해 팰로앨토는 코이를 Prisma AIRS 및 Cortex XDR에 통합할 예정이다. 거래 조건은 공개되지 않았으나, 최근 몇 주간 언론에서 이러한 인수에 대한 논의가 있었으며, 보도에 따르면 인수 가격은 4억 달러 범위로 추정된다. 흥미롭게도 팰로앨토는 2025년 여름부터 코이의 고객이었다.

Unit 42 XSIAM 2.0 (MSIAM): 2월 17일, 팰로앨토는 Cortex XSIAM SOC 플랫폼 기반의 관리형 SOC 서비스인 Unit 42 XSIAM 2.0(MSIAM) 출시를 발표했다. 신규 서비스는 250시간의 사고 대응 지원 및 위협 모니터링을 포함하여 조직이 침해 사고의 영향을 줄이고 더 나은 대응을 할 수 있도록 지원한다.

메모리 가격 업데이트: 경쟁사인 포티넷(FORTINET)과 체코포인트(CP)의 가격 인상과 유사하게, 팰로앨토 네트워크스(PANW)는 4월에 방화벽 가격을 약 10% 인상할 예정이다. 팰로앨토는 코로나 19 공급 부족 사태에서 얻은 교훈을 하드웨어 공급 확보에 적용했으며, 경쟁사에 비해 대규모 하드웨어 물량을 필요로 하지 않는다고 언급했다. 또한, 경영진은 제품 매출에서 소프트웨어 비중 증가(TTM 45%)가 추가적인 차질에 대한 자연스러운 헤지 역할을 한다고 믿고 있다. 총매출총이익률 가이던스 측면에서 경영진은 메모리 가격 상승으로 인한 보수주의 요소가 반영되었으며, 이는 자연스럽게 영업이익률 및 조정 FCF 마진 가이던스에도 영향을 미친다고 언급했다.

AI: 경영진은 AI 확보 기회에 대해 긍정적인 입장을 유지하고 있으며, 팰로앨토의 AI 보안 솔루션인 Prisma AIRS가 현재 100개 이상의 고객사(분기별 3배 이상 증가)를 확보하고 억 단위에 달하는 파이프라인을 보유하고 있으며, 회사 역사상 가장 빠르게 성장하는 제품 중 하나임을 언급했다. 또한, 팰로앨토는 퍼블릭 클라우드 기반 가상 방화벽 분야에서 지속적인 강세를 보이고 있으며, 소프트웨어 방화벽 ARR은 전년 대비 25% 성장하며 FY25년부터 가속화될 것이다. 또한, 경영진은 AI로 인해 위협 환경과 전체 공격 표면이 예상보다 빠르게 계속 진화하고 있음을 강조했다.

퀀텀: 경영진은 퀀텀 보안 기회를 CY26년 이후의 핵심 보안 테마로 강조했다. 흥미롭게도 팰로앨토는 차세대 신뢰 구독의 일환으로 Venafi(사이버아크의 인증서 관리 서비스)를 퀀텀 보안 기능과 통합할 계획이다. 이 회사는 약 100명의 베타 고객과 협력하고 있으며, 특히 여러 공급업체에 걸쳐 엔터프라이즈 전반의 암호화 자산을 분석하고 관리하는 능력에 대해 견고한 피드백을 받고 있다. 현재 퀀텀 관련 암호화 작업은 매우 수동적이고 오류가 발생하기 쉬우며, 목표는 차세대 방화벽과 추가 데이터 소스를 사용하여 검색 및 개선 조치를 자동화하는 것이다. 이러한 기능은 보안 리스크와 운영 신뢰성 모두를 해결할 수 있는 만큼 고객의 관심이 높아지고 있는 것으로 확인된다.

(다음 페이지에 계속)

실적 추정치 변경

(\$ in millions, except EPS)	F2Q26A			F3Q26E			FY26E			FY27E		
	Actual	Previous	Variance¹	New	Previous	Variance¹	New	Previous	Variance¹	New	Previous	Variance¹
Revenue and EPS												
Total Revenue	\$2,594.0	\$2,580.0	\$14.0	\$2,943.0	\$2,583.1	\$359.9	\$11,295.0	\$10,520.0	\$775.0	\$13,035.1	\$11,898.5	\$1,136.6
Y/Y Growth	14.9%	14.3%	0.5%	28.6%	12.8%	13.9%	22.5%	14.1%	7.4%	15.4%	13.1%	9.6%
Product Revenue	\$514.0	\$495.2	\$18.8	\$565.9	\$496.2	\$69.7	\$2,181.0	\$2,017.8	\$163.2	\$2,330.5	\$2,180.3	\$150.2
Y/Y Growth	21.9%	17.5%	3.8%	25.0%	9.6%	14.0%	21.0%	12.0%	8.1%	6.9%	8.1%	6.9%
Subscription and Support Revenue	\$2,080.0	\$2,084.8	(\$4.8)	\$2,377.1	\$2,086.9	\$290.2	\$9,114.0	\$8,502.2	\$611.8	\$10,704.6	\$9,718.2	\$986.4
Y/Y Growth	13.3%	13.6%	(0.2%)	29.5%	13.6%	13.9%	22.8%	14.6%	7.2%	17.5%	14.3%	10.2%
Non-GAAP EPS	\$1.03	\$0.94	\$0.09	\$0.79	\$0.91	(\$0.12)	\$3.68	\$3.88	(\$0.20)	\$3.74	\$4.28	(\$0.55)
Y/Y Growth	27.4%	16.1%	9.8%	(1.1%)	13.6%	(12.9%)	10.3%	16.1%	(5.0%)	1.5%	10.5%	(12.8%)
Cash Flow and Other												
CFFO	\$554.0	\$560.0	(\$6.0)	\$760.0	\$730.0	\$30.0	\$4,385.0	\$4,181.0	\$204.0	\$5,090.0	\$4,720.0	\$370.0
Y/Y Growth	(0.5%)	0.6%	(1.1%)	20.9%	16.1%	4.1%	18.0%	12.5%	4.9%	16.1%	12.9%	7.8%
FCF	\$384.0	\$425.0	(\$41.0)	\$720.0	\$719.5	\$0.5	\$4,051.0	\$3,941.0	\$110.0	\$4,820.0	\$4,520.0	\$300.0
Y/Y Growth	(24.6%)	(16.6%)	(9.6%)	28.5%	28.4%	0.1%	16.8%	13.6%	2.8%	19.0%	14.7%	6.6%
Adjusted FCF	\$502.0	\$515.0	(\$13.0)	\$720.0	\$719.5	\$0.5	\$4,176.0	\$4,046.0	\$130.0	\$4,820.0	\$4,520.0	\$300.0
Y/Y Growth	(1.5%)	1.1%	(2.5%)	24.5%	24.4%	0.1%	19.0%	15.3%	3.2%	15.4%	11.7%	6.6%
NGS ARR	\$6,330.0	\$6,125.0	\$205.1	\$7,952.0	\$6,461.8	\$1,490.2	\$8,580.0	\$7,052.0	\$1,528.0	\$10,467.4	\$8,603.3	\$1,864.1
Y/Y Growth	32.4%	28.1%	3.3%	56.2%	27.0%	23.1%	53.8%	26.4%	21.7%	22.0%	22.0%	21.7%
Total RPO	\$16,000.0	\$15,800.0	\$200.0	\$17,907.8	\$16,092.0	\$1,815.8	\$20,250.0	\$18,650.0	\$1,600.0	\$23,793.8	\$21,913.8	\$1,880.0
Y/Y Growth	23.1%	21.5%	1.3%	32.7%	19.2%	11.3%	28.2%	18.0%	8.6%	17.5%	17.5%	8.6%
Margins												
Total Gross Margin (Non-GAAP)	76.1%	76.3%	(0.2%)	76.2%	76.3%	(0.1%)	76.4%	76.5%	(0.1%)	76.4%	76.4%	(0.0%)
Operating Margin (Non-GAAP)	30.3%	29.2%	1.0%	25.8%	28.2%	(2.4%)	28.6%	29.8%	(1.1%)	28.9%	30.0%	(1.1%)
Adjusted FCF Margin (Non-GAAP)	19.4%	20.0%	(0.6%)	24.5%	27.9%	(3.4%)	37.0%	38.5%	(1.5%)	37.0%	38.0%	(1.0%)

Source: Company reports and Stifel estimates

밸류에이션: 주가는 동종업체 19.5 배 대비 22 배의 CY27E EV/FCF 추정치로 거래된다. 팰로앨토는 향후 몇 년간 수익성 개선과 함께 유기적인 두 자릿수 매출 성장을 지속할 수 있는 여러 동인을 보유하고 있으며, 이에 따라 주가가 여러 차례 상승할 수 있다고 본다. CY27 추정치 기준 EV/FCF 28 배를 적용하여 12 개월 목표주가 185 달러를 산출했다.

경영진 가이던스

F3Q26

- RPO 는 178 억 5,000 만 달러~179 억 5,000 만 달러로, 전년 동기 대비 32%~33% 증가하는 수준
- RPO 는 M&A 로 인한 16 억 달러를 포함하며, 그 결과 유기적 RPO 는 162 억 5,000 만 달러~163 억 5,000 만 달러로, 전년 대비 20.4%~21.1% 증가할 것으로 추정
- 제품 매출 성장률은 전년 동기 대비 25%
- 사이버악의 기간제/영구 라이선스는 F3 분기 및 F4 분기 제품 매출 성장에 대한 한자릿수 후반대 성장률에 기여 요인
- 매출액 29 억 4,100 만~29 억 4,500 만 달러(전년 대비 28.5%~28.7% 증가)
- 매출에는 M&A 로 인한 3 억 4,000 만 달러가 포함되며, 이에 따라 유기적 매출은 26 억 100 만~26 억 500 만 달러(전년 동기 대비 13.6%~13.8% 증가)로 추정
- NGS ARR 79 억 4 천만 달러~79 억 6 천만 달러, 전년 대비 56% 증가
- NGS ARR 에는 M&A 로 인한 14 억 7,000 만 달러가 포함되며, 그 결과 유기적 NGS ARR 은 64 억 7,000 만~64 억 9,000 만 달러로, 전년 동기 대비 27.9%~28.3% 증가하는 것으로 추정
- ARR 3 억 5,000 만 달러 수준
- 순 이자 및 기타 비용: 6,500 만~7,000 만 달러
- Non-GAAP 세율 22%
- Non-GAAP EPS 0.78~0.80 달러
- 발행 주식 수는 8 억 1,200 만 주에서 8 억 1,700 만 주로 예상
- 2026 년 3 분기에 사이버악에 23 억 달러의 현금 지출이 예상
- 사이버악의 기간 라이선스 및 영구 라이선스 매출에 대한 선불금은 제품 매출로 인식
- Chronosphere 의 수익은 서비스 매출에 해당

Palo Alto Networks Income Statement	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606	ASC606
\$ in millions except EPS	FY 2024	FY 2025	Oct 25	Jan 26	Apr 26E	Jul 26E	FY 2026E	Oct 26E	Jan 27E	Apr 27E	Jul 27E	FY 2027E	FY 2027E
	FY24	FY25	F1Q26	F2Q26	F3Q26E	F4Q26E	FY26E	F1Q27E	F2Q27E	F3Q27E	F4Q27E	FY27E	FY27E
Revenue													
Product Revenue	1,603.3	1,801.9	434.0	514.0	565.9	667.2	2,181.0	460.3	530.8	608.8	730.6	2,330.5	2,330.5
Subscription and Support Revenue	6,424.2	7,419.6	2,040.0	2,080.0	2,377.1	2,616.6	9,114.0	2,643.0	2,648.3	2,653.6	2,759.7	10,704.6	10,704.6
Total Revenue	8,027.5	9,221.5	2,474.0	2,594.0	2,943.0	3,284.0	11,295.0	3,103.3	3,179.1	3,262.4	3,490.3	13,035.1	13,035.1
Cost of Revenue													
Total Cost of Revenue (Non-GAAP)	1,798.3	2,176.2	572.0	619.0	699.8	780.1	2,670.8	734.0	750.2	768.1	819.6	3,071.9	3,071.9
Gross Profit of Product Revenue (Non-GAAP)	1,268.5	1,401.3	348.0	402.0	441.4	520.4	1,711.8	362.3	417.7	479.1	575.0	1,834.1	1,834.1
Gross Profit of Subscription and Support Revenue (Non-GAAP)	4,960.7	5,644.0	1,554.0	1,573.0	1,801.9	1,983.6	6,912.4	2,007.1	2,011.1	2,015.1	2,095.7	8,129.1	8,129.1
Gross Profit (Non-GAAP)	6,229.2	7,045.3	1,902.0	1,975.0	2,243.2	2,503.9	8,624.2	2,369.4	2,428.8	2,494.3	2,670.7	9,963.2	9,963.2
Operating Expenses													
R&D (Non-GAAP)	1,258.2	1,406.1	370.0	390.0	456.2	489.3	1,705.5	471.7	483.2	495.9	530.5	1,981.3	1,981.3
S&M (Non-GAAP)	2,440.1	2,663.2	699.0	708.0	909.4	949.1	3,265.5	909.3	918.7	946.1	977.3	3,751.4	3,751.4
G&A (Non-GAAP)	332.2	324.1	87.0	92.0	117.7	121.5	418.2	111.7	114.4	117.4	125.7	469.3	469.3
Total Operating Expenses (Non-GAAP)	4,030.5	4,393.4	1,156.0	1,190.0	1,483.3	1,559.9	5,389.2	1,492.7	1,516.4	1,559.4	1,633.5	6,202.0	6,202.0
Operating Income (Non-GAAP)	2,198.7	2,651.9	746.0	785.0	760.0	944.0	3,235.0	876.7	912.4	934.8	1,037.2	3,761.2	3,761.2
Interest Expense (Non-GAAP)	(4.8)	(1.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Income (Non-GAAP)	312.7	335.8	103.0	152.0	67.5	68.5	391.0	68.0	68.0	68.0	68.0	272.0	272.0
Income (Loss) before taxes (Non-GAAP)	2,497.6	3,005.8	849.0	937.0	827.5	1,012.5	3,626.0	944.7	980.4	1,002.8	1,105.2	4,033.2	4,033.2
Provision for Income Taxes (Non-GAAP)	549.5	661.3	187.0	205.0	182.0	222.8	796.8	207.8	215.7	220.6	243.2	887.3	887.3
Net Income (Non-GAAP)	1,948.1	2,344.5	662.0	732.0	645.4	789.8	2,829.2	736.8	764.7	782.2	862.1	3,145.9	3,145.9
EPS (Non-GAAP)	\$2.83	\$3.34	\$0.93	\$1.03	\$0.79	\$0.94	\$3.68	\$0.88	\$0.91	\$0.93	\$1.02	\$3.74	\$3.74
Fully Diluted Shares Outstanding (Non-GAAP)	687.2	702.0	709.0	711.0	815.0	838.0	768.3	839.5	841.0	842.5	844.0	841.8	841.8
Billings (CFS)	10,208.1	10,459.6	1,952.0	2,772.0	3,266.3	4,470.5	12,460.8	2,589.9	3,367.2	3,617.1	4,791.9	14,366.7	14,366.7
FCF	3,100.8	3,469.8	1,687.0	384.0	720.0	1,260.0	4,051.0	1,780.0	730.0	830.0	1,480.0	4,820.0	4,820.0
Adjusted FCF	3,120.8	3,507.8	1,713.0	502.0	720.0	1,260.0	4,176.0	1,780.0	730.0	830.0	1,480.0	4,820.0	4,820.0
CY Billings (CFS)	9,884.8	11,035.2					13,694.5					13,471.3	13,471.3
CY Revenue	8,570.5	9,893.3					12,599.4					13,627.7	13,627.7
CY Non-GAAP EPS	3.00	3.72					3.52					3.91	3.91
CY FCF	2,931.7	3,565.9					4,490.0					5,064.0	5,064.0
CY Adjusted FCF	2,951.7	3,747.9					4,490.0					5,064.0	5,064.0

Margin Analysis													
Revenue Mix													
Product as a % of Total Revenue	20.0%	19.5%	17.5%	19.8%	19.2%	20.3%	19.3%	14.8%	16.7%	18.7%	20.9%	17.9%	17.9%
Subscription and Support as a % of Total Revenue	80.0%	80.5%	82.5%	80.2%	80.8%	79.7%	80.7%	85.2%	83.3%	81.3%	79.1%	82.1%	82.1%
Total Revenue as a % of Total Revenue	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Gross Margin of Product Revenue (Non-GAAP)	79.1%	77.8%	80.2%	78.2%	78.0%	78.0%	78.5%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%
Gross Margin of Subscription and Support Revenue (Non-GAAP)	77.2%	76.1%	76.2%	75.6%	75.8%	75.8%	75.8%	75.9%	75.9%	75.9%	75.9%	75.9%	75.9%
Gross Margin (Non-GAAP)	77.6%	76.4%	76.9%	76.1%	76.2%	76.2%	76.4%	76.3%	76.4%	76.5%	76.5%	76.4%	76.4%
R&D as % of Revenue (Non-GAAP)	15.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.5%	14.9%	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
S&M as % of Revenue (Non-GAAP)	30.5%	28.9%	28.3%	27.3%	30.9%	28.9%	28.9%	29.3%	28.9%	29.0%	28.0%	28.8%	28.8%
G&A as % of Revenue (Non-GAAP)	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%	4.0%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
Total Stock-comp as % of Revenue	(14.5%)	(15.0%)	(15.6%)	(12.4%)	(14.5%)	(14.5%)	(14.3%)	(14.0%)	(14.0%)	(14.0%)	(14.0%)	(14.0%)	(14.0%)
Operating Margin (Non-GAAP)	27.3%	28.8%	30.2%	30.3%	25.6%	28.7%	28.6%	28.2%	28.7%	28.7%	29.7%	28.9%	28.9%
Tax Rate (Non-GAAP)	22.0%	22.0%	22.0%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Net Income Margin (Non-GAAP)	24.3%	25.4%	26.8%	28.2%	21.9%	24.0%	25.0%	23.7%	24.1%	24.0%	24.7%	24.1%	24.1%

Y/Y Growth													
Revenue													
Product Revenue	1.6%	12.4%	22.7%	21.9%	25.0%	16.3%	21.0%	6.1%	3.3%	7.6%	9.5%	6.9%	6.9%
Subscription and Support Revenue	20.9%	15.5%	14.3%	13.3%	29.5%	33.3%	22.8%	29.6%	27.3%	11.6%	5.5%	17.5%	17.5%
Total Revenue	16.5%	14.9%	15.7%	14.9%	28.6%	29.5%	22.5%	25.4%	22.6%	10.9%	6.3%	15.4%	15.4%
Gross Profit of Product Revenue (Non-GAAP)	8.0%	10.5%	23.4%	24.3%	24.3%	18.0%	22.2%	4.1%	3.9%	8.6%	10.5%	7.1%	7.1%
Gross Profit of Subscription and Support Revenue (Non-GAAP)	22.3%	13.8%	13.3%	11.9%	30.1%	33.9%	22.5%	29.2%	27.9%	11.8%	5.7%	17.6%	17.6%
Gross Profit (Non-GAAP)	19.1%	13.1%	15.0%	14.2%	28.9%	30.3%	22.4%	24.6%	23.0%	11.2%	6.7%	15.5%	15.5%
R&D (Non-GAAP)	14.7%	11.8%	9.5%	9.4%	29.3%	36.4%	21.3%	27.5%	23.9%	8.7%	8.4%	16.2%	16.2%
S&M (Non-GAAP)	13.0%	8.7%	11.7%	9.1%	33.9%	33.9%	22.6%	30.1%	29.8%	4.0%	3.0%	14.9%	14.9%
G&A (Non-GAAP)	8.9%	(2.4%)	18.4%	11.0%	45.0%	40.5%	29.0%	28.4%	24.4%	(0.2%)	3.4%	12.2%	12.2%
Operating Expense (Non-GAAP)	13.1%	8.8%	11.4%	9.3%	33.2%	35.1%	22.7%	29.1%	27.4%	5.1%	4.7%	15.1%	15.1%
Operating Income (Non-GAAP)	31.9%	21.1%	21.1%	22.6%	21.2%	22.9%	22.0%	17.5%	16.2%	23.0%	9.9%	16.3%	16.3%
EPS (Non-GAAP)	27.7%	17.8%	19.5%	27.4%	(1.1%)	(1.0%)	10.3%	(6.0%)	(11.7%)	17.2%	8.4%	1.5%	1.5%
Billings (CFS)	11.0%	2.5%	13.3%	14.3%	25.6%	20.5%	19.1%	32.7%	21.5%	10.7%	7.2%	15.3%	15.3%
FCF	17.8%	11.9%	15.1%	(24.6%)	28.5%	34.8%	16.8%	5.5%	90.1%	15.3%	17.5%	19.0%	19.0%
Adjusted FCF	16.8%	12.4%	16.9%	(1.5%)	24.5%	32.0%	19.0%	3.9%	45.4%	15.3%	17.5%	15.4%	15.4%

Source: Company reports and Stifel estimates

투자 의견 제시 근거

팔로앨토는 사이버보안 솔루션 분야를 선도하는 기업으로, 기업 네트워크를 안보 위협으로부터 보호하는 하드웨어 및 소프트웨어 기반 방화벽에 뿌리를 두고 있다. 이후 내부 개발과 적극적인 M&A를 통해 사용자, 애플리케이션, 데이터, 네트워크, 디바이스 전반을 아우르는 광범위한 통합 보안 플랫폼으로 빠르게 진화했다. 이러한 확장 전략을 바탕으로 팔로앨토는 앞으로도 기업 보안 지출의 핵심 수혜 기업으로 자리잡을 가능성이 높다. 또한 팔로앨토는 신규 고객 확보, 상향 및 교차 판매 강화, 신제품 출시, 해외 시장 확대 등 다양한 성장 동력을 확보하고 있어 향후 수년간 두 자릿수 매출 성장을 안정적으로 이어갈 수 있는 구조라고 판단한다. 이러한 성장성과 수익성 개선 흐름이 지속될 경우, 밸류에이션 역시 상향될 여지가 크다고 본다.

목표주가 산정 방법 및 위험 요인

12개월 목표주가 185 달러는 2027년(CY27) 실적 추정치 기준 EV/잉여현금흐름 27 배를 적용해 산출했다(vs. 동종업체 평균 19.5 배).

목표주가에 대한 위험 요인으로서는 거시 경기 둔화, 지정학적 불확실성, 사업 전반의 경쟁 심화, 신규 성장 기회의 미진한 실현, 인수 기업 통합 과정에서의 차질, 보안 침해 발생 시의 평판 리스크 등이 있다.

■ Compliance notice

- 본 보고서는 미국 Stifel사의 리서치 자료를 기초로 한국투자증권이 AI 번역시스템을 이용하여 국문으로 재작성하여 발간하는 리포트입니다.
- 당사는 2026년 2월 19일 현재 상시종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.