

ANÁLISIS ADOBE

Ramón Alfonso

ralfonso@norzpatrimonia.com



1. Descripción de la empresa

Adobe proporciona software y servicios de creación de contenido, administración de documentos y marketing digital y publicidad a profesionales creativos y comercializadores para crear, administrar, entregar, medir, optimizar e interactuar con contenido atractivo en múltiples sistemas operativos, dispositivos y medios. La compañía opera con **tres segmentos**: Digital Media, Digital Experience y Publishing and Advertising.



- **Digital Media.** Soluciones a las tendencias en las comunicaciones digitales, las cuales continúan representando un mercado con potencial para Adobe. Este segmento ofrece herramientas de creación y consumo de contenido digital crece constantemente, y donde el diseño y la creatividad cobran un rol muy relevante para la diferenciación y la necesidad de satisfacer la demanda en línea. Digital Media es el segmento más rentable de la compañía, teniendo como buque insignia a **Adobe Creative Cloud**, un servicio de suscripción que permite a sus clientes el uso en la nube de todos sus productos. En este apartado también se incluye **Adobe Document Cloud**.
- **Digital Experience:** Desarrollo de las tendencias derivadas de la transformación digital de la economía, dirigido a empresas y ofreciendo soluciones de análisis, marketing social y automático, campañas de marketing y gestión digital, centrándose no solamente en el producto, sino en la experiencia del consumidor con el fin de marcar la diferencia. En este apartado se incluye **Adobe Experience Cloud**.
- **Publishing and Advertising:** Es una fuente de ingresos minoritaria, en este segmento, Adobe ofrece productos que abordan diferentes oportunidades de mercado, incluyendo soluciones de eLearning, publicación de documentos técnicos, conferencias web, plataforma de documentos y formularios, web, desarrollo de aplicaciones, impresión de alta gama y, a partir del cuarto trimestre de 2020, Adobe Advertising Cloud para satisfacer la necesidad de los profesionales de los sectores gráficos.

Estrategia de Adobe

Rienda suelta a
la creatividad

Acelerador
documentos

Impulsando negocios
digitales



Fuente: Adobe Financial Analyst Meeting - 16 diciembre 2021

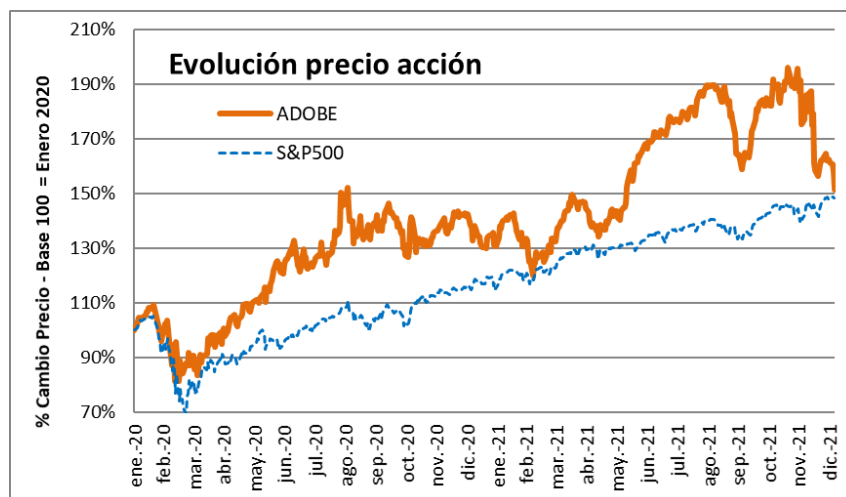
ADOBE	2018		2019		2020		2021	
	M USD	%	M USD	%	M USD	%	M USD	%
Total Ventas	9,030	100.0%	11,171	100.0%	12,868	100.0%	15,785	100.0%
Crecimiento (% a-a)			24%		15%		23%	
Creative Cloud	5,347	59.2%	6,480	58.0%	7,740	60.1%	9,550	60.5%
Crecimiento (% a-a)			21%		19%		23%	
Document Cloud	803	8.9%	1,090	9.8%	1,460	11.3%	1,930	12.2%
Crecimiento (% a-a)			36%		34%		32%	
Experience Cloud	1,623	18.0%	2,280	20.4%	2,660	20.7%	3,380	21.4%
Crecimiento (% a-a)			40%		17%		27%	
Publishing & Advert.	1,257	13.9%	1,321	11.8%	1,007	7.8%	924	5.9%
Crecimiento (% a-a)			5%		-24%		-8%	
EBITDA	3,187		4,005		5,113		6,590	
EBITDA/Ventas	35.3%		35.8%		39.7%		41.7%	
Ventas /Empleado	0.42		0.49		0.57		0.61	
Crecimiento (% a-a)			17%		16%		7%	

El 16 diciembre 2021, Adobe reportó resultados del cuarto trimestre. Las ventas incluyen beneficios al alza, facturación en línea, alza modesta de BPA. Sin embargo, también creemos que las perspectivas son mejores de lo que parece. Después de todo, la perspectiva para 2022. Pensamos que los inversores estaban un poco sobreexcitados por las acciones hace un mes cuando las acciones estaban a 690 USD/acción y la caída de precios nos dan un sesgo demasiado pesimista. **Vemos el dominio de Adobe sin trabas y una cartera en expansión preparada para atacar un mercado en crecimiento como señales de que las acciones ahora están infravaloradas.**

Adobe tiene una elevada capacidad para generar nuevos usuarios en los medios digitales y nos alientan los sólidos resultados en la experiencia digital, que creemos continuarán en 2022.

RESULTADOS FINANCIEROS 2021	Previsión 2021	Resultados 2021	Mejora
Total ventas (Millones\$)	15,150	15,785	635
Digital Media (%aa)	19%	25%	6%
Digital Experience (%aa)	19%	27%	8%
Digital Experience Suscripción (%aa)	22%	27%	5%
BPA USD/acción	8.57	10.11	1.54

Fuente: Adobe - Presentación Analistas 16 diciembre 2021



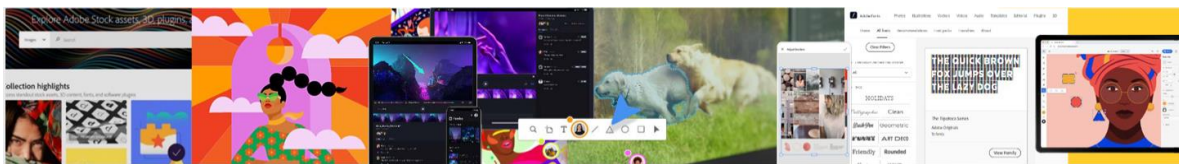
EMPRESA	ADOBE		
CODIGO ISIN	US00724F1012	USD	
CIERRE AÑO FISCAL	30/09/2021		
SECTOR GICS	Information Technology /Software		
CAPITALIZACION	243,370.2 millones USD		
PRECIO MERCADO	510.2	Potencial	
VALOR INTRÍNSECO	698.3	37%	ATRACTIVO
RATIOS	ROE	% DVY	EV/EBITDA
	33%	0.0%	37.2
	BETA	WACC	DEUDA/ACT.
	0.9	11.6%	20.6%
VARIACION PRECIOS	Último mes	3 meses	12 meses
ADOBE	-6.7%	-16.9%	8.8%
S&P500	1.3%	4.1%	22.3%
RANKING CALIDAD RATIO	Historic	Forecast	Global
Q-SCORE	8 /10	9 /10	8 /10
OPINION SOBRE RATIOS	OPTIMA	OPTIMA	OPTIMA

2. Modelo de negocio y Contexto

Adobe se encuadra dentro de las empresas desarrolladoras de software dentro de la megatendencia de crecimiento del mundo digital.

Adobe desarrolla sus capacidades en tres direcciones:

- **Empoderando a las personas:**
 - o Situando el mundo digital al alcance de su mano
 - o Acceso a través de cualquier soporte
 - o Democratización de la creatividad
 - o Flexibilidad para trabajar desde cualquier lugar
- **Transformando el entorno empresarial.**
 - o Expansión del comercio electrónico
 - o Personalización de las experiencias de empresas y consumidores
 - o Automatización del flujo de trabajo de documentos
 - o Software de redefinición de IA (inteligencia artificial) y ML (Machine Learning o aprendizaje automático, que permite que las máquinas aprendan sin ser expresamente programadas para ello. Una habilidad indispensable para hacer sistemas capaces de identificar patrones entre los datos para hacer predicciones).
- **Conectando comunidades.**
 - o Surgimiento de la economía creadora
 - o Nuevos niveles de colaboración
 - o Facilidad para conectarse a través de plataformas sociales
 - o Acceso instantáneo en todo el mundo



La economía digital impulsa la economía global, lo que constituye unas de las patas de las megatendencias en la sociedad y la economía mundiales.

Adobe se posiciona para aprovechar este flujo a través de:

- Creative Cloud,
- Digital Document Cloud,
- Experience Cloud

Estrategia de Creative Cloud.

- Explosión del consumo de contenidos digitales
- Cada empresa incorpora un negocio digital
- La velocidad de los contenidos impulsan el mundo digital
- 3D, metaverso e inmersión se expanden



- La creación de contenidos video en crecimiento
- Crecimiento de las actividades colaborativas
- Desarrollo continuo de las plataformas creación.

Mercado potencial Creative Cloud, se estima en unos 41.000 millones dólares para 2023 y unos 63.000 millones dólares para 2024 (25.000 millones para profesionales de diseño y creación, 31.000 millones a través de comunicadores y unos 7.000 millones para consumidores.

Estrategia Digital Documents Cloud

- PDF es el formato para datos no estructurados
- Inteligencia Artificial y Machine Learning permiten la gestión de información
- Productividad a través del uso de web y plataformas móviles
- Empresas modernizan y digitalizan sus flujos de información
- Extensión del uso de API
- Extensión de la firma digital
- Mayor compromiso empresas con la sostenibilidad
- Mayor accesibilidad a la información



Mercado potencial Digital Documents Cloud se estima en unos 21.000 millones dólares para 2023 y unos 32.000 millones dólares para 2024 (10.000 millones para profesionales de conocimiento (knowledge workers), 8.000 millones a través de comunicadores y unos 14.000 millones para servicios de documentación y APIs.

Estrategia Experience Cloud

- Experiencia en tiempo real para el usuario
- Aplicaciones y servicios integrados con inteligencia artificial
- Flujo información para marketing digital
- Socio estratégico para transformación B2B y B2C
- Ecosistema expansivo



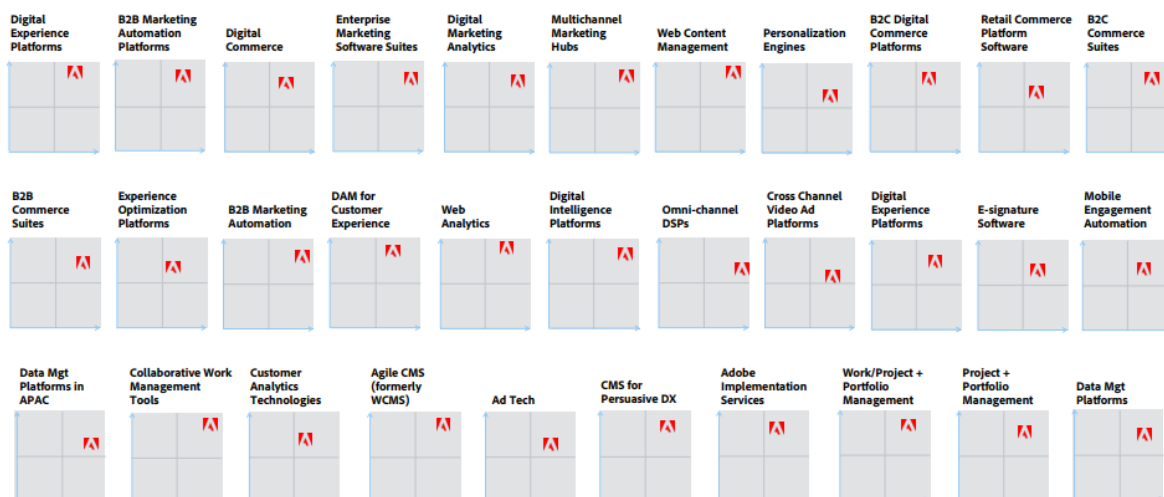
Mercado potencial Digital Experience Cloud se estima en unos 85.000 millones dólares para 2023 y unos 110.000 millones dólares para 2024 (33.000 millones para Data Insights & Audiences, 49.000 millones para contenidos y comercio, 18.000 millones para B2B, B2C, B2B2C, Web+Mobile y unos 10.000 millones para marketing digital.

La estrategia Experience Cloud se ha extendido en múltiples sectores tales como

- **Modelos de negocio digital** (p.e. Manulife, Nedbank, DBS, Raiffeisen, Allianz, Citi,...),
- **Salud** (p.e. CVS Health, Humana, AstraZeneca, Merck, Novo Nordisk, Roche, Abbvie, GE Healthcare ...),
- **Industriales** (p.e. Airbus, e.on, Nestle, BMW, Panasonic, Epson, Philips, BP, Andritz ...), Media y entretenimiento (p.e. Real Madrid, Harvard Business review, Nascar, Spiegel, mediacorp, SuperRTL ...)
- **Consumo** (p.e. Aldo, L'Occitane, 7 Eleven, Illy, Woolworths ...)

La diversas herramientas y plataformas de Adobe están posicionadas para permitir crecimiento e innovación.

Adobe leadership recognition

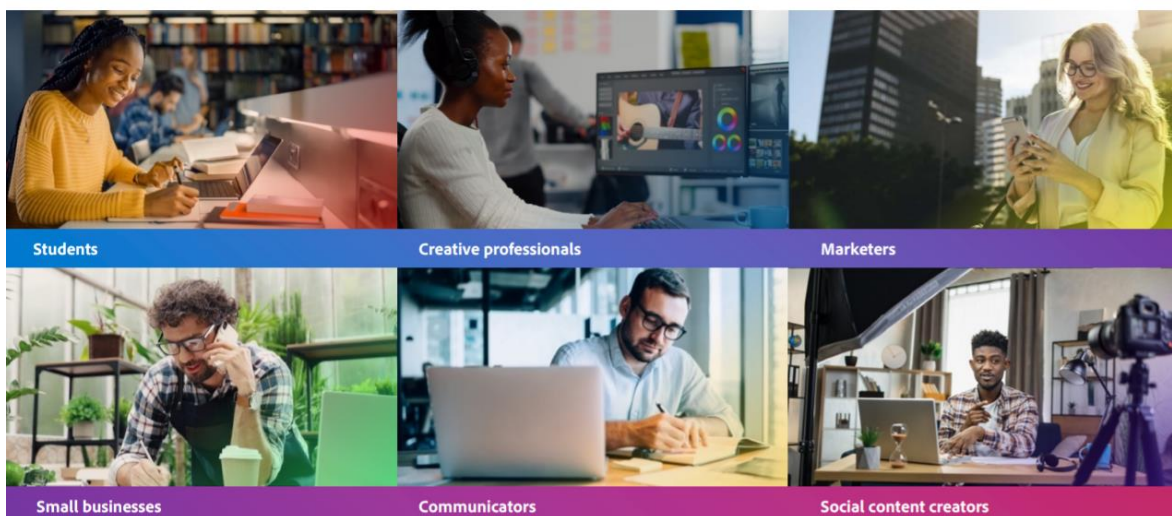


Source: Industry analyst reports as of December 2021

Adobe cuenta con un **ecosistema expansivo con más de 4.000 socios tecnológicos**, entre los que se cuentan:

- Consultoras integradoras de sistemas como Accenture, Deloitte, Dentsu, IBM, PWC o EY
- Socios tecnológicos como Servicenow, SAP, Walmart, Bolt, Paypal, fedex o Microsoft.

Everyone's a content creator



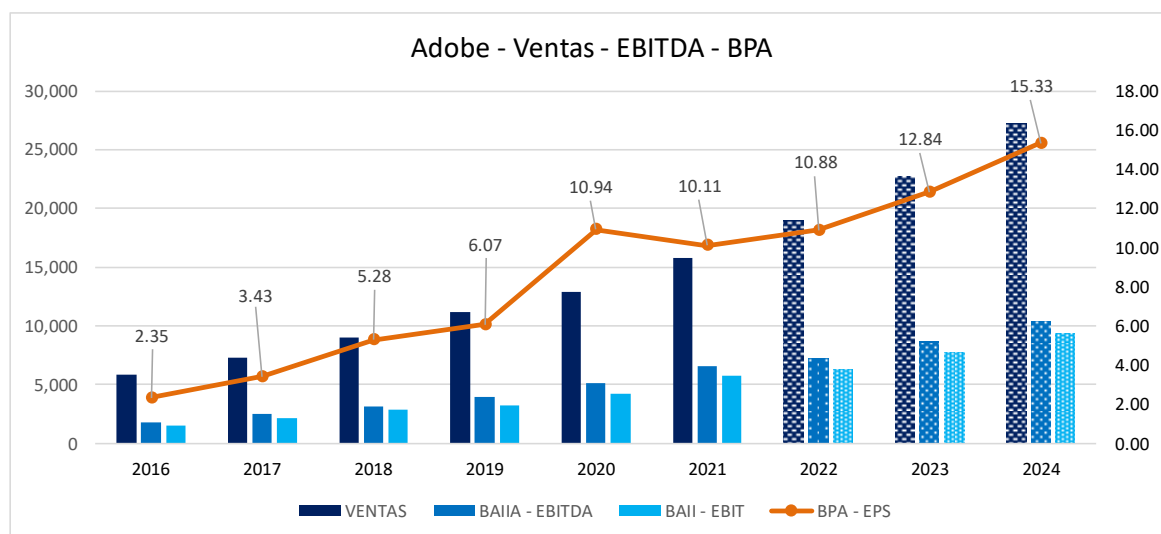
3. Análisis de la compañía

CUENTA RESULTADOS	Histórico						Previsión		
Importes en millones EUR	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
VENTAS (1)	5,854.4	7,301.5	9,030.0	11,171.3	12,868.0	15,785.0	18,942.0	22,730.4	27,276.5
% crecimiento en ventas		24.7%	23.7%	23.7%	15.2%	22.7%	20.0%	20.0%	20.0%
Costes Generales	4,029.3	4,807.4	5,843.1	7,166.5	7,755.0	9,195.0	11,744.0	14,092.8	16,911.4
BAIIA o EBITDA (2)	1,825.1	2,494.1	3,186.9	4,004.8	5,113.0	6,590.0	7,198.0	8,637.6	10,365.1
Margen Ebitda/Ventas % (2)/(1)	31.2%	34.2%	35.3%	35.8%	39.7%	41.7%	38.0%	38.0%	38.0%
Depreciación & Amortización	331.5	326.0	346.5	736.7	876.0	788.0	924.7	918.8	968.6
BAII o EBIT (3)	1,493.6	2,168.1	2,840.4	3,268.1	4,237.0	5,802.0	6,273.2	7,718.7	9,396.5
Margen EBIT/Ventas % (3)/(1)	25.5%	29.7%	31.5%	29.3%	32.9%	36.8%	33.1%	34.0%	34.4%
Gastos Financieros (+)	70.4	74.4	89.2	157.2	116.0	113.0	147.1	254.9	265.1
Ingresos Financieros (-) u Otros	-12.0	-43.9	-42.7	-93.8	-55.0	-16.0	443.6	644.7	948.4
BENEFICIO ANTES IMPUESTOS (BAI) (4)	1,435.1	2,137.6	2,793.9	3,204.7	4,176.0	5,705.0	5,682.6	6,819.1	8,182.9
Margen BAI/Ventas % (4)/(1)	24.5%	29.3%	30.9%	28.7%	32.5%	36.1%	30.0%	30.0%	30.0%
Otros Ajustes al Beneficio Neto		-304.5	-383.6	-419.7	-1,961.0	-315.1	-676.8	-676.8	-738.8
Impuesto Sociedades (5)	502.3	748.2	586.7	673.0	877.0	1,198.1	1,193.3	1,432.0	1,718.4
% Effective Corporate Tax (5)/(4)	35.0%	35.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
BENEFICIO NETO (6)	1,168.8	1,694.0	2,590.8	2,951.5	5,260.0	4,822.0	5,166.0	6,063.9	7,203.3
Margen Beneficio Neto / Ventas % (6)/(1)	20.0%	23.2%	28.7%	26.4%	40.9%	30.5%	27.3%	26.7%	26.4%
Número acciones (Millones) (7)	498.3	493.6	490.6	486.3	481.0	477.0	474.6	472.2	469.9
Beneficios por acción (BPA) (6)/(7)	2.35	3.43	5.28	6.07	10.94	10.11	10.88	12.84	15.33

Históricamente, el **crecimiento de la compañía ha sido estable y elevado**, con tasas de crecimiento en ventas de doble dígito y con márgenes EBITDA/Ventas superiores al 35%. Observamos una **clara mejora de productividad** a través del aumento en sus márgenes y en el incremento de la ratio de ventas por empleado.

La ratio de **beneficio neto por acción** también ha mostrado un **crecimiento sostenido** en el transcurso de los ejercicios.

Las previsiones para los próximos años apuntan a la **continuación del crecimiento** en ventas, EBITDA y beneficio neto por acción.



Beneficio por acción. El beneficio por acción ha seguido su tendencia de incremento, situándose en 10,11 USD por acción en 2021 y se prevé que alcance 10,88 USD por acción en 2022.

Flujo de efectivo. El flujo de efectivo de Adobe ha mostrado una mejora continuada en el transcurso de los ejercicios. La actividad de Adobe corresponde a una empresa con una capacidad saneada de crecimiento y autofinanciación.

VARIACION FLUJOS CAJA	Histórico					Previsión		
Importes en Millones	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Flujos de Caja de Operaciones (1)	2,457.7	5,459.1	3,703.6	4,630.8	5,712.0	5,090.9	5,810.2	7,598.3
Flujo de Caja de Inversiones (2)	-430.3	-6,623.9	-355.8	-1,870.5	-2,452.0	-1,429.2	-350.2	-603.8
Flujo de Caja de Operaciones Financieras (3)	1,013.3	3,101.6	991.5	3,303.6	1,498.0	3,348.1	2,169.8	2,706.8
VARIACION FLUJOS CAJA (1)+(2)+(3)	3,040.7	1,936.9	4,339.2	6,063.8	4,758.0	7,009.8	7,629.8	9,701.3

Balance. La deuda financiera neta de Adobe 2021 es moderada. La ratio de deuda financiera respecto total activo es de 20%, siendo uno de las ratios de endeudamiento más bajos del sector.

RATIO ENDEUDAMIENTO	Histórico						Previsión		
Importes en millones	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Deuda Financiera Corto Plazo (1)	245.0	234.0	190.0	3,149.3	92.0	97.0	142.8	148.5	154.4
Deuda Financiera Largo Plazo (2)	2,460.8	2,548.2	5,105.4	2,041.3	5,508.0	5,512.0	5,710.8	5,939.3	6,176.9
Total Activo (3)	12,697.2	14,535.6	18,768.7	20,762.4	24,284.0	27,241.0	30,365.0	32,239.1	35,216.8
RATIO ENDEUDAMIENTO = (1)+(2)/(3)	21%	19%	28%	25%	23%	21%	19%	19%	18%
DIAGNOSTICO: ¿Está entre 40%-60%?	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO
DIAGNOSTICO: Si es menor 40%, conservador	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.	CONSERV.

RESUMEN RATIOS	HISTORICO	PREVISION	Opinión
ADOBE	6 años	3 años	
Crecimiento Ventas (%)	23.7%	20.0%	Atractivo
Margen EBITDA/Ventas	36.3%	38.0%	Atractivo
Margen Beneficio Neto/Ventas	28.3%	26.8%	Atractivo
ROA	16.0%	23.9%	Atractivo
ROE	27.9%	30.5%	Atractivo
Apalancamiento financiero	1.8	1.4	Atractivo
Deuda financiera / Total Activo	22.9%	18.9%	Atractivo

Adobe muestra una tasa de crecimiento de ventas con un crecimiento estable de doble dígito y con buenas perspectivas futuras, con márgenes BAIIA/Ventas estables superiores al 30%, un margen de beneficio neto sobre ventas en torno al 25%, ROE superior al 25%, apalancamiento financiero saneado y un nivel de endeudamiento respecto activo inferior al 20%.

Podemos considerar la capacidad de generación de beneficios operativos y netos es de alta calidad, en un sector con buenas perspectivas de continuación del crecimiento. Adobe está posicionado como uno de los líderes en su sector y se encuadra dentro de las grandes megatendencias de la sociedad y economía mundiales.

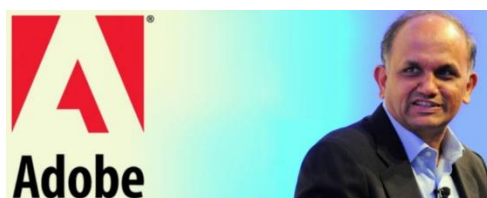
Adobe destaca respecto a sus competidores por su mayor tamaño, mayor rentabilidad por ROE y una mayor rentabilidad en términos de EBITDA/Ventas. En términos de múltiplos como PER, PVC y EV/EBITDA está alineado con el conjunto de su sector.

COMPETIDORES						
Empresa	Capita- lización	PER	PVC	ROE	EV/EBITDA	EBITDA/ Ventas
ADOBE	253,382	48.4	13.5	27.29	37.3	41.7%
salesforce.com Inc	195,909	60.7	4.7	20.00	25.2	14.4%
SAP SE	154,501	21.9	4.3	14.30	15.2	3.3%
Intuit Inc	110,015	43.8	12.4	17.30	30.7	10.0%
Autodesk Inc	61,112	53.9	63.3	20.80	41.1	7.0%
Workday Inc	60,254	85.2	18.2	19.30	49.6	4.8%
Dassault Systemes SE	55,430	40.5	8.8	17.60	29.5	14.2%
Veeva Systems Inc	43,516	89.7	20.6	15.30	61.1	15.6%
Cadence Design Systems Inc	39,656	46.4	15.9	21.00	34.9	4.6%
Synopsys Inc	37,769	37.7	7.7	19.60	27.8	8.6%
ANSYS Inc	29,177	48.7	7.1	18.50	35.4	-1.7%

4. Equipo Gestor

La dirección y el consejo de administración de Adobe está alineada con los accionistas.

El Sr. Shantanu Narayen ha sido el consejero delegado de Adobe desde 2007 y ha sido su presidente desde 2017. Se incorporó a Adobe en 1998. Su compensación económica ha sido consistente con el crecimiento y los resultados de la compañía en el transcurso de los últimos años.



Nombre	Cargo	Años en cargo	Compensación (M USD)	% Acciones
Shantanu Narayen	Chairman (2017) y CEO (2007)	14	45.89	0.070%
Abhay Parasnis	Executive VP	7	9.90	0.007%
Scott Belsky	Chief Product Officer & Executive VP Creative Cloud	4	9.84	0.005%
Anil Chakravarthy	President Digital Experience Business	2	22.77	0.001%
Media Equipo directivo		4		
Edad media equipo directivo		54		

<https://simplywall.st/stocks/us/software/nasdaq-adbe/adobe#management>

El equipo de dirección se considera experimentado (antigüedad media de 4,1 años).

El consejo de administración se considera experimentado (antigüedad promedio de 4,1 años).

Los datos sugieren que la dirección y el consejo de administración poseen menos del 1% de Adobe en sus propios nombres. Es una empresa muy grande, por lo que sería sorprendente que la dirección y el consejo poseyeran una parte significativa de la empresa. Aunque su participación asciende a menos del 1%, podemos ver que los miembros de la dirección poseen colectivamente acciones por valor de 769 millones de dólares a los precios actuales.

5. SWOT o DAFO o FODA Análisis



Fortalezas:

- Diversificación de productos.
- Reputación de marca.
- Fuerte presencia mundial.
- Gran crecimiento en mercados secundarios como el asiático.
- Ingresos estables por suscripción.

Oportunidades:

- Digitalización de países asiáticos con gran densidad de población como China o India.
- Colaboración con Microsoft y otros socios estratégicos de primer nivel.

Debilidades:

- Precio superior a la competencia.
- Fallas de seguridad.
- Poca presencia en marketing.

Amenazas:

- Piratería.
- Alternativas de precios menores.
- Softwares alternativos (Open Source)
- Disminución de ventas por cese de clientes debido a la pandemia.

6. Valoración

Adobe combina una empresa en el sector de crecimiento de los sistemas de realidad virtual y un negocio con excelentes ratios de calidad de gestión y capacidad de generación de flujos de caja. La empresa muestra buenas perspectivas de crecimiento en ventas, márgenes operativos, beneficio neto, deuda financiera dentro de los límites correctos, apalancamiento financiero óptimo y ROE atractivo.

Adobe constituye una **oportunidad de inversión única.**

- Mercado masivo
- Rentabilidad financiera excelente
- Productos y plataformas con posición de liderazgo.
- Bien situados para aprovechar la siguiente década de crecimiento en el entorno digital y de la nueva economía.

Si efectuamos la valoración de Adobe a través de los diversos métodos, nos da un valor intrínseco de unos 698 dólares por acción, lo que, comparado con el precio de la acción en bolsa a la fecha de realización de este análisis, nos daría una infravaloración cercana al 37%, **lo que convierte a Adobe en una inversión atractiva.**

RESUMEN VALORACION		ADOBE			07-ene-21
Importes en millones EUR	Múltiplo Histórico	Múltiplo Actual	Valor Intrínseco	# Acciones Millones	Precio Intrínseco Accion
VALORACION MULTIPLO PVC (1)	13.5	16.4	303,263	477.0	635.8
VALORACION MULTIPLO P/VENTAS (2)	13.3	15.4	363,425	477.0	761.9
VALORACION MULTIPLO PER (3)	48.1	50.5	346,496	477.0	726.4
VALORACION MULTIPLO PCF (4)	42.8	42.8	319,678	477.0	670.2
VALORACION MULTIPLO EV/EBITDA (5)	36.6	37.2	379,206	477.0	795.0
VALORACION DCF (6)			252,449	477.0	529.2
VALORACION PER RESPECTO SECTOR (7)			342,550	477.0	718.1
VALORACION EV/EBITDA RESPECTO SECTOR (8)			339,863	477.0	712.5
MEDIANA VALOR INTRINSECO MODELOS (1), (2), (3), (4), (5), (6)			333,087	477.0	698.3
PRECIO ACCION EN BOLSA			243,370	477.0	510.2
DIFERENCIA en % ENTRE VALOR INTRINSECO Y PRECIO EN BOLSA					37%
Si valor intrínseco >25% ATRACTIVO; si está entre 10% y 25%, NORMAL; si inferior a 10%, NO ATRACTIVO					ATRACTIVO

Descargo de responsabilidad de análisis – Research Disclaimer

Si un análisis contuviera recomendaciones para comprar o vender un instrumento financiero específico, dichas recomendaciones deben considerarse como la opinión de NORZ Patrimonia EAF de que el instrumento específico superará respectivamente al mercado relevante o tendrá un rendimiento inferior al del mercado. NORZ Patrimonia EAF no será responsable de ninguna pérdida que surja de cualquier inversión basada en cualquier recomendación, pronóstico u otra información aquí contenida. NORZ Patrimonia EAF utiliza proveedores de información financiera y la información de dichos proveedores puede constituir la base para un análisis. NORZ Patrimonia EAF no acepta ninguna responsabilidad por la exactitud o integridad de la información aquí contenida.