



# Adobe, Inc. (ADBE)

AI 제품에 대한 걱정은 너무 이르다

▶ Analyst 강재구, jaekoo.kang@hanwha.com 3772-7581

## Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: 602.34USD

현재 주가(9/15, USD)	528.89
상승여력	▲ 13.9%
시가총액(백만 USD)	241,068
발행주식수(천주)	455,800
52 주 최고가 / 최저가(USD)	570.24 / 274.73
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,690.7

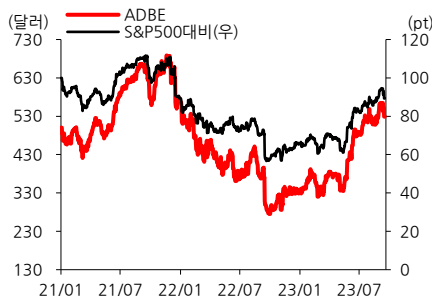
거래소	NASDAQ
국가명	UNITED STATES
티커	ADBE US EQUITY
산업	정보기술

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.4	31.1	87.7	79.9
상대수익률(S&P500)	15.3	27.5	85.5	76.5

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2022	FY 2023	FY 2024E	FY 2025E
매출액	15,785	17,606	19,368	21,724
영업이익	7,259	7,945	8,847	9,939
영업이익률	8,047	8,801	9,542	10,291
지배주주 순이익	6,003	6,457	7,281	8,172
EPS	12.48	13.71	15.89	17.93
PER	61.7	33.5	33.3	29.5
PBR	19.8	11.2	14.4	11.4
EV/EBITDA	43.5	22.1	24.9	23.1
배당수익률	-	-	-	-
ROE	34.4	33.0	34	34

### 주가 추이



어도비가 시장 컨센서스를 상회한 FY 3Q23 실적과 다음 분기 가이드언스를 제시했으나, 주가는 하락했습니다(-4.21%). 주가 하락의 원인은 시장 참여자들의 높은 AI 제품 효과에 대한 기대감에 못 미치는 가이드언스 때문입니다. 다음 분기 디지털 미디어 사업부의 신규 순 연간 반복 매출을 5억 2,000만 달러로 제시했는데, 이는 2020~2022년 4분기 평균(5억 6,300만 달러)보다 낮습니다. 투자자들의 걱정과 달리 AI를 적용한 제품을 통해 고객 저변을 확대하는 전략은 순항 중이고, AI 산업이 초기 단계라는 점에서 시장 참여자들의 우려는 너무 이르다고 판단합니다. 단기 조정이 나타난다면 매수 기회로 삼을 수 있습니다.

### FY 3Q23 실적 컨센서스 상회

어도비의 FY 3Q23 실적은 매출액 49억 달러(YoY +11.7%), 영업이익 23억 달러(YoY +15.8%), EPS 4.09 달러(YoY +20.3%)로 양호한 실적을 거뒀다. 각각 컨센서스를 0.4%, 2.2%, 2.8% 상회했다. 청구 금액(Billing)은 50억 달러(YoY +10.9%), 수주잔고(RPO)는 157억 달러로 전년보다 11.4% 증가했다. 구독 매출은 46억 달러(YoY +12.2%), 제품 매출 1억 달러(YoY -23.8%), 서비스 매출 16억 달러(YoY -8.9%)로 구성되어 있다. 연구개발비는 9억 달러로 전년보다 13.7% 증가했으나, 2분기에 비해 전년 동기 대비 상승률은 5%p 낮다.

### FY 4Q23 실적 가이드언스 상회

어도비가 제시한 FY 4Q23 실적 가이드언스는 매출액 50억 달러(YoY +12.3%), EPS 4.13 달러(YoY +14.8%)로 매출액은 시장 예상치 수준이고 EPS는 시장 기대보다 1.6% 높았다. 디지털 미디어 사업부의 신규 연간 반복 매출(ARR)은 5억 2천만 달러를 예상했고, 이를 반영한 FY 4Q23의 디지털 미디어 사업부 연간 반복 매출은 151억 달러(YoY 8.2%)로 시장 전망치 수준이다. 디지털 미디어 사업부 예상 매출은 37억 달러(YoY +11.2%), 디지털 경험 사업부 예상 매출은 13억 달러(YoY +10.4%)로 디지털 미디어 사업부 매출은 시장 전망을 상회하지만, 경험 사업부는 컨센서스를 0.8% 하회한다.

### 디지털 미디어 사업부: 연간 반복 매출 견조하게 성장

어도비의 디지털 미디어 사업부 매출은 크리에이티브 부문과 문서 클라우드 부문으로 나뉘어져 있다. FY 3Q23 디지털 미디어 사업부 매출은 36억 달러(YoY +11.2%)로 크리에이티브 부문은 29억 달러(YoY +10.7%), 문서 클라우드 부문은 7억 달러(YoY +12.9%)의 성과를 달성했다. 이번 분기 디지털 미디어 사업부의 연간 반복 매출은 146억 달러(YoY +9%)이며, 크리에이티브 부문은 120억 달러(YoY +7.4%), 문서 클라우드 부문은 26억 달러(YoY +17.1%)로 견조한 성장을 이어갔다.

CEO는 크리에이티브 부문의 모든 제품군의 수요가 좋았다고 평가했으며, 신규 고객 증가에 따른 트래픽 확대를 강조했다. AI 어플리케이션인 FireFly가 다양한 제품군으로 확장된 덕분이며, 300만 명이 넘는 고객들이 새로운 어플리케이션이 적용된 제품군을 다운로드 했다고 설명했다. 이 외에도 라이트 룸 모바일 수요도 좋았으며 아마존, 파라마운트, SAP, 테이크 투, 미국 에너지 부 등 다양한 고객을 확보했다고 발표했다. 견조한 수요를 바탕으로 11월 1일부터 가격 인상을 예고했다.

문서 클라우드 사업부는 아크로벳 제품군이 성과를 내고 있는데, 모바일을 포함한 전반적인 전자 문서 생태계에서 월간 활성 사용자 수가 전년보다 70% 크게 증가했다. 시티은행, 글락소 스미스 클라인, 에머슨 일렉트릭, 모건 스탠리, 폭스 바겐 등의 고객을 확보했다. 고객사들이 어도비의 제품군을 활용해 대규모의 개인화 된 생성형 AI를 구축하고 있다고 평가했다.

### 디지털 경험 사업부: 전략적 파트너십 부각

디지털 경험 사업부의 매출은 12억 달러(YoY +9.8%)로 구독 매출은 11억 달러(YoY +12%)다. 3분기 디지털 경험 사업부의 호실적은 어도비 경험 플랫폼(Adobe Experience Platform)과 협업 어플리케이션 Journey Optimizer 덕분이라고 평가했다. 경험 플랫폼을 포함한 앱 구독 매출은 전년보다 60% 확대되었다. 어도비는 코카콜라가 협업 앱을 활용해 고객들에게 맞춤형 마케팅을 효과적으로 한 것을 강조했다. 아마존과는 파트너십을 강화했는데, AWS를 통해 다양한 고객들에게 어도비의 경험 클라우드가 배포될 것을 기대했다.

### 기대에 비해 다소 보수적인 가이던스

시장 컨센서스보다 높은 3분기 실적과 4분기 가이던스에도 불구하고 실적 발표 후 주가가 하락한 이유는 시장 기대보다 보수적인 가이던스 때문이다. 디지털 미디어 사업부의 순 신규 연간 매출 5억 2,000만 달러는 전년 동기 대비 8.9% 줄어든 것이다. 어도비가 가격 인상 효과를 반영해 제시하진 않았지만, 디지털 미디어 사업부의 2020~2022년의 4분기 평균 순 신규 연간 매출 5억6,300만 달러를 하회한다는 점이 AI 효과를 기대한 시장 참여자들을 실망시켰을 것이다. AI 산업은 초기 단계이기 때문에 어도비의 AI 제품과 그 성과에 대한 걱정은 너무 이르며, AI를 적용해 진입 장벽을 낮춰 고객 저변을 넓히는 전략은 순항 중이다. 시장 참여자들의 걱정으로 단기 주가 조정이 나타난다면 매수 기회가 될 수 있다.

### 12개월 선행 PER 30.2배, EV/EBITDA 23.4배

어도비의 12개월 선행 PER은 30.2배로 2년 평균(29.2배)보다 높고, 5년 평균(33.5배)보다 낮다. EV/EBITDA는 23.4배로 2년 평균(21.7배)보다 높고, 5년 평균(25.1배)보다 낮은 수준이다.

### 매수 비율 65%, 평균 목표 주가 602.34달러

어도비에 대해 투자 의견을 제시한 증권사는 40곳이다. 매수 비율은 65%이고, 평균 목표 주가는 602.34달러다. 현재 주가 대비 13.9%의 상승 여력이 있다. 제시된 최고 목표 주가는 모건 스탠리에서 제시한 660달러(상승 여력 +24.8%)다.

[표1] 컨센서스 대비 FY 3Q23 실적 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 3Q22	FY 2Q23	FY 3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,379	4,806	4,890	11.7	1.7	4,870	0.4
EBIT	1,955	2,180	2,264	15.8	3.9	2,216	2.2
EPS	3.4	3.91	4.09	20.3	4.6	3.98	2.8

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 컨센서스 대비 FY 4Q23 가이던스 비교

(단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 3Q23	FY 2Q24	FY 3Q24	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,454	4,890	5,000	12.3	2.2	5,000	-
EPS	3.59	4.09	4.13	14.8	0.9	4.06	1.6

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

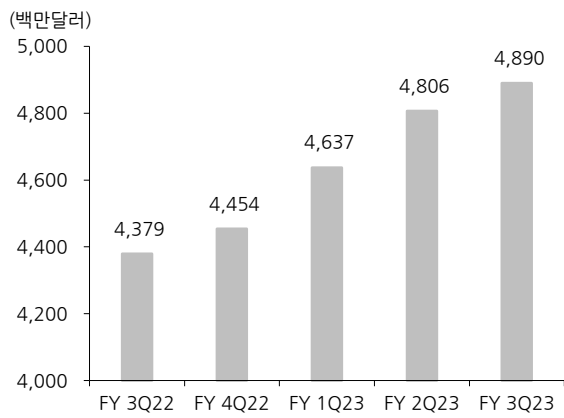
[표3] 분기 실적 요약 및 컨센서스

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

	FY 3Q22	FY 4Q22	FY 1Q23	FY 2Q24	FY 3Q23	FY 4Q23(E)	FY 1Q24(E)
매출액	4,433	4,525	4,655	4,816	4,890	5,014	5,176
(YoY)	12.7	10.1	9.2	9.8	10.3	10.8	11.2
영업이익	1,955	2,023	2,131	2,180	2,264	2,298	2,371
(YoY)	8.0	8.9	6.9	10.4	15.8	13.6	11.3
영업이익률	44.1	44.7	45.8	45.3	46.3	45.8	45.8
순이익	1,888	1,675	1,746	1,794	1,878	1,890	1,949
(YoY)	26.2	9.1	35.6	13.2	-0.5	12.8	11.6
EPS	3.4	3.6	3.8	3.91	4.09	4.13	4.26
(YoY)	9.3	12.5	12.8	16.7	20.3	14.7	12.2
PER	35.8	33.3	33.4	40.9	49.8	30.4	29.4
PBR	12.0	11.2	11.1	13.4	16.4	14.5	13.6
EV/EBITDA	24.6	22.5	22.5	27.8	35.1	22.8	22.2
ROE	33.4	33.0	33.9	33.7	34.0	43	42.2

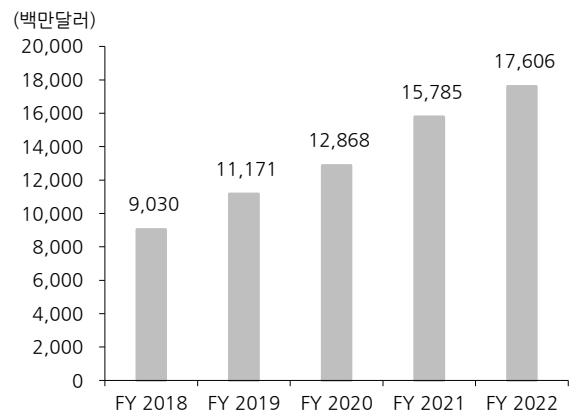
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 분기 매출액 추이



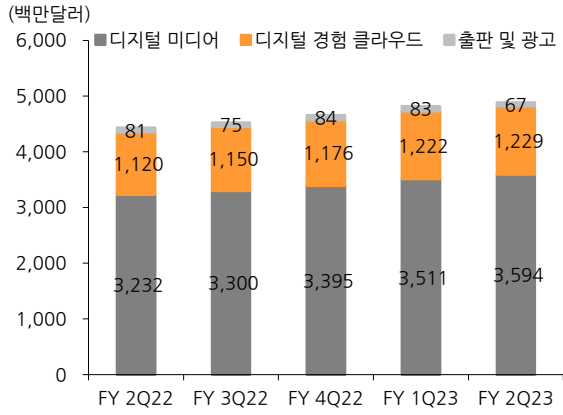
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연간 매출액 추이



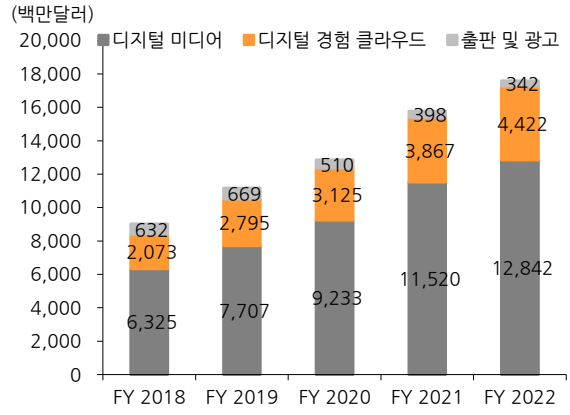
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기 사업부별 매출액 추이



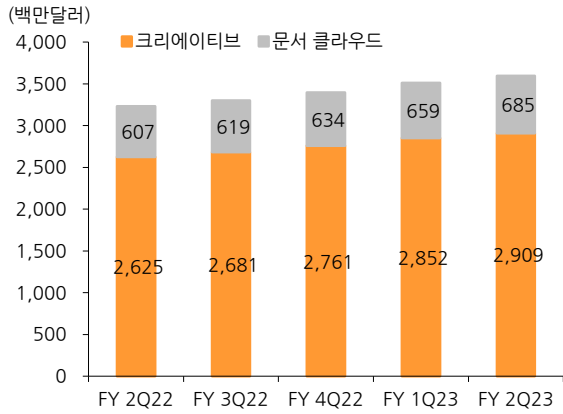
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연간 매출액 추이



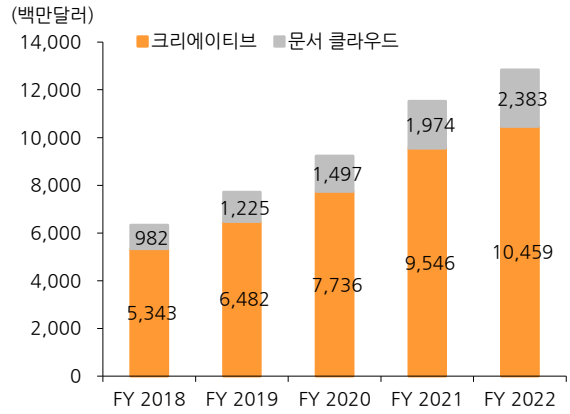
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 분기 디지털 미디어 사업부 부문별 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

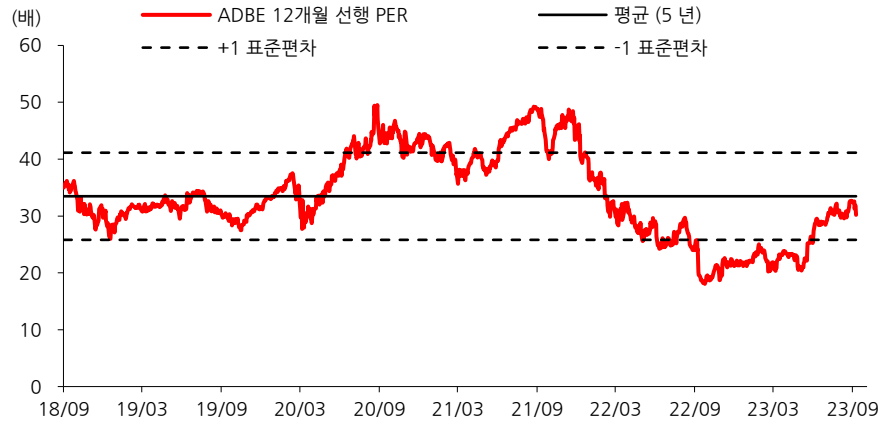
[그림6] 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 12개월 선행 PER(5년): 평균과 표준편차

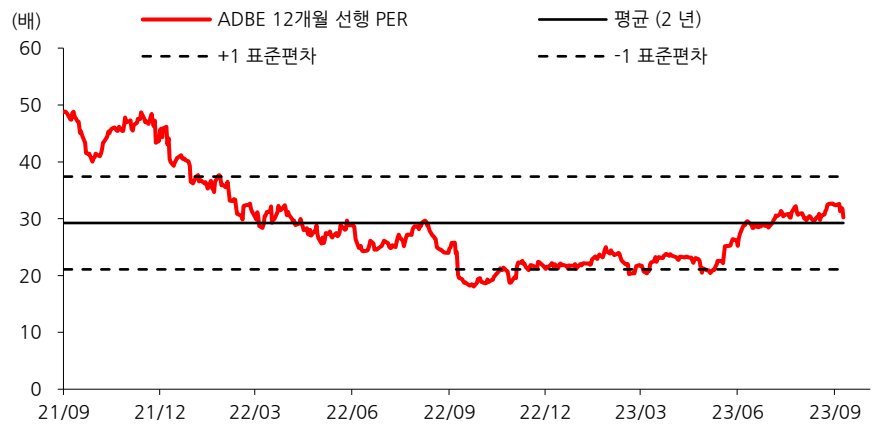
12개월 선행 PER은 30.2배로  
5년 평균(33.5배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 12개월 선행 PER(2년): 평균과 표준편차

12개월 선행 PER은 30.2배로  
2년 평균(29.2배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 12개월 선행 EV/EBITDA (5년): 평균과 표준편차

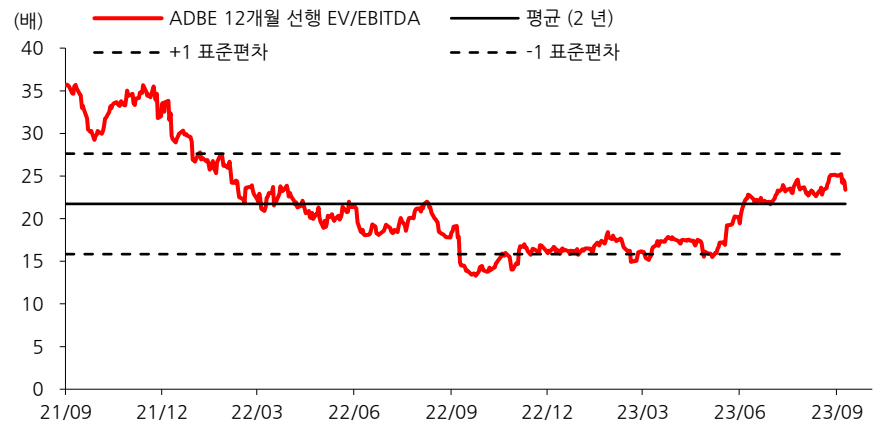
12개월 선행 EV/EBITDA는  
23.4배로  
5년 평균(25.1배)보다 낮다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 12개월 선행 EV/EBITDA (2년): 평균과 표준편차

12개월 선행 EV/EBITDA는  
23.4배로  
2년 평균(21.7배)보다 높다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2023년 9월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (강제구)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%