



Adobe Inc



Adobe

Naam: Adobe Inc

ISIN: US00724F1012

Hoofdnotering: NASDAQ

Ticker: \$ADBE

Sector: Software - Infrastructure

Land: Verenigde Staten

Huidige koers: \$284.72

Marktcapitalisatie: \$134 miljard

Free Float: 99,9%

Bèta: 1,13



Adobe Inc

Intro:

Adobe Inc is een Amerikaans computer software bedrijf gevestigd te San Jose. Het is één van de grootste en meest gediversifieerde software bedrijven van de wereld. Het bedrijf deelt zijn activiteit op in 3 segmenten: digital media content creation, digital experience for marketing solutions, and publishing for legacy products. Voor zowel editors, fotografen of zelfs voor gewone internetgebruikers zijn Adobe's producten bijna niet uit het dagelijkse leven weg te denken. Uit het 50-koppige lijstje van software producten zijn vooral Photoshop, Premiere PRO, Illustrator, Acrobat Reader en Spark de meest bekende. Adobe opereert als een de facto monopolie, dit is duidelijk te zien aan zowel de bruto als netto marges, de hoge jaarlijkse Free Cash Flow (marge) en de uiterst lage reinvestment rate benodigd om de bedrijfsactiviteiten op een winstgevende manier voort te zetten.

Management:

De voorzitter en CEO Shantanu Narayen staat al aan het roer van het bedrijf sinds 2007. Onder zijn leiderschap en initiatief heeft Adobe een transformatie van digitaal naar cloud doormaakt en is Adobe in nieuwe categorieën gestapt door enkele slimme overnames. Hij is 1 van de meest populaire CEOs (gekozen door werknemers) en heeft een legendarisch status in de Amerikaanse tech sector. Samen met de CFO wordt hem een vrij grote compensatie voor zijn diensten toegekend: beide krijgen elks een totale remuneratie boven de 30 miljard dollar. Shantanu verdient zo meer dan enkele CEO's van Amerikaanse grootbanken. Ook is het grootste deel van zijn vermogen verbonden met dat van de aandeelhouders. Verder zetelt de 81-jarige John Warnock nog als onafhankelijke in de raad van bestuur. Hij was 1 van de twee oprichters van Adobe en zal in december 41 jaar ervaring in de raad van bestuur van Adobe op de teller hebben.



Adobe Inc

Bedrijfsmodel:

Zoals eerder gezegd deelt Adobe zijn producten op in 3 bedrijfssegmenten.

1. **Digitale media:** Het digitale media gedeelte was goed voor \$11,52 miljard omzet voor het boekjaar 2021. Dat is 73% van de totale omzet en 25% meer dan het jaar ervoor. Dit segment is veruit het meest rendabele, zo realiseert adobe hier een riant brutomarge van 96%, slechts enkele bedrijven op deze planeet zijn hiertoe in staat. Digitale media wordt verder opgesplitst in **Creative Cloud** en **Document Cloud**. Het bedrijf biedt via Adobe Creative Cloud verschillende diensten aan waaronder Photoshop, Illustrator, InDesign, Premiere Pro en nog vele andere. Creative Cloud is echt de “core business” van het bedrijf en was goed voor 82% van de omzet uit digitale media.

Document Cloud is de groeipoot binnen digitale media. Zo groeide deze met 32% in 2021 op vlak van omzet. Sterke user metrics en een stijging van 85% op jaarbasis van het aantal digitaal ondertekende documenten via Adobe Sign zijn de drijvende krachten achter deze groei. Op termijn zal dit segment een significant groter deel van de omzet binnen digitale media gaan uitmaken. Momenteel heeft Adobe 20% marktaandeel in de markt voor digitaal ondertekenen van documenten. DocuSign de marktleider heeft 70% van de markt in handen. Omwille van het aanbieden van bundels met andere producten en de veel lagere prijs, verwachten wij dat veel bedrijven zullen overstappen van DocuSign naar Adobe.

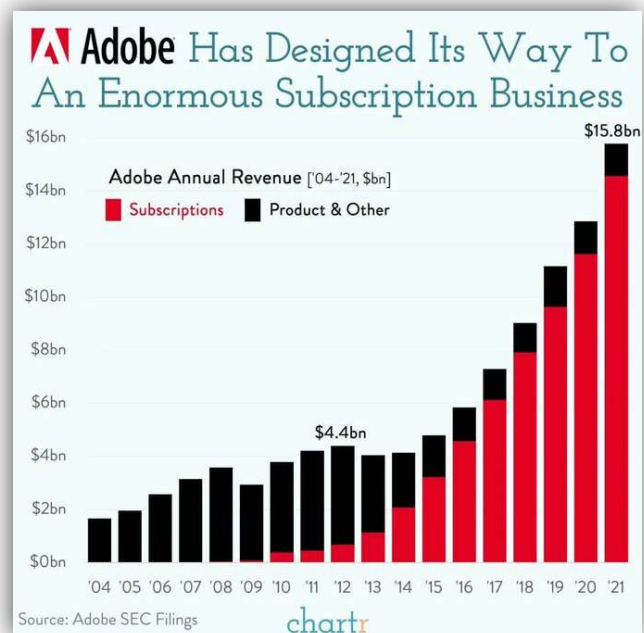
2. **Digital experience:** Het Digital Experience-segment bestaat uit Adobe Experience Cloud en biedt een geïntegreerd platform en een reeks applicaties en services waarmee merken en bedrijven klantervaringen kunnen creëren, beheren, uitvoeren, meten, inkomsten genereren en optimaliseren, van analyses tot business. Dit segment was goed voor \$3,86 miljard dollar omzet. Dat is 24% van de totale omzet en 24% hoger dan in 2020. Hier behaalt men slechts een brutomarge van 66%, deels door enkele sterke concurrenten zoals Salesforce en Oracle. Hoewel de (bruto)marges van de genoemde bedrijven groter zijn dan die van Adobe in dit segment zien we toch een positieve evolutie.

Adobe Inc

- 3. Publishing and Advertising:** soort van restdeeltje, bestaat vooral uit “legacy products and services” zoals eLearning-oplossingen, publicatie van technische documenten, webconferenties, document- en formulierenplatform, ontwikkeling van webapplicaties, high-end printen en het Adobe Advertising Cloud-aanbod. Het omzetcijfer bedroeg hier slechts \$398 miljoen wat slechts goed is voor 3% van de totale omzet. Hier is de omzet met 22% gedaald ten opzichte van boekjaar 2020 en het jaar daarvoor was de omzet in dit segment al eens gezakt met bijna 24%. Deze zwakke cijfers komen vooral doordat drukkerijen iets van het verleden zijn en advertising die het in het algemeen al enkele kwartalen slecht doet.

Op geografisch vlak haalt adobe 57% van de totale omzet uit het Amerikaanse continent (53% uit U.S.A), 27% uit het blok Europe-Middle East-and Africa (EMEA) en 16% uit Asia-Pacific (APAC). Deze verdeling is vrij gestaag gebleven de afgelopen jaren en de groei in de drie gebieden ligt tussen de 21%-26%.

Zoals eerder vermeld heeft Adobe onder Shantanu een heuse verandering ondergaan. Het is van een groeibedrijf dat priority licenses verkocht uitgedroeid tot een volwassen bedrijf dat +90% van haar omzet uit het SaaS subscription model haalt. Hoewel deze verandering niet zo goed zat bij vele klanten heeft het duidelijk zijn vruchten afgeworpen. Wat ook van belang is dat een groot deel van de subscriptions eigenlijk grote contracten zijn met bedrijven die niet zomaar te cancellen zijn. Adobe's subscription revenues zijn dus veel stabiel en makkelijker te voorspellen dan de meeste bedrijven.

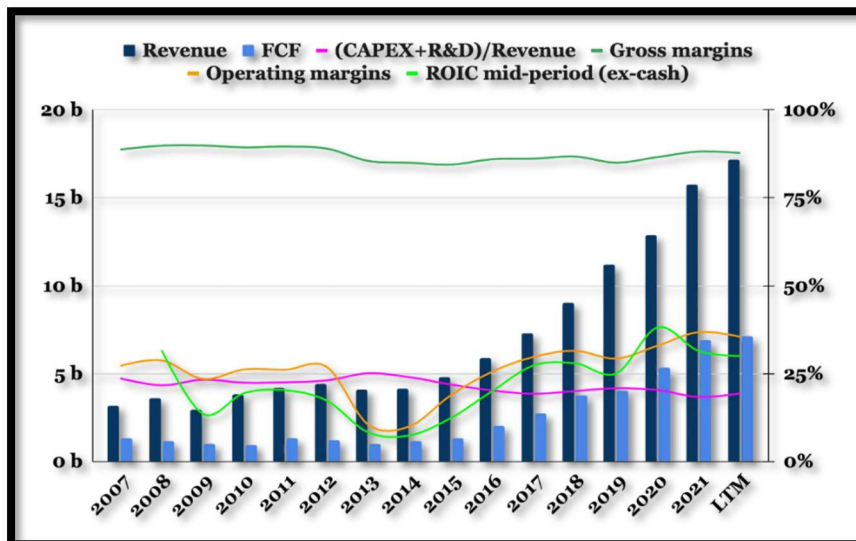


Adobe Inc

Lange Termijn Thesis:

De volgende stap in de langetermijn visie van de CEO is de ontwikkeling **online collaboration tools**, deze toepassing hadden ze duidelijk gemist bij de ontwikkeling van Adobe XD. De CEO gaf aan in een interview op Squawk Box dat hij samen met het team van Figma de eerste bakstenen wou leggen om Adobe collaborative cloud te ontwikkelen. Er zijn wel al gevestigde waarden in dit segment zoals Docusign.

Adobe is op weg om over de komende paar jaar de omzet te doen groeien tot een niveau dat 2 of 3 keer zo hoog is als het huidige niveau. Adobe is een marktleider met een dominante positie en pricing power in de Creative Cloud markt. Het aantal gebruikers in deze markt wordt verwacht te groeien met ongeveer 15%, gedreven door verdere digitalisering. Dit verzekert het bedrijf van duurzame “double-digit growth” voor de jaren die komen. Verder zal ook het snelgroeiende Document Cloud bijdragen tot deze groei. Adobe geniet van een loyale en groeiende klanten en gebruikersbasis. De producten van Adobe worden nog steeds aanzien als de “industry-standard” en zullen ook in de toekomst hun dominante positie behouden door verdere innovatie, zowel organisch als door overnames. Ondanks de besparingen gerelateerd aan de pandemie die voor een operationele marge van 46% zorgden in 2021, wordt verwacht dat deze marges ergens rond de 45% zullen blijven. Dit gecombineerd met de “double-digit” omzet groei, garandeert meerdere jaren waarin de winst zal groeien met minstens 10%.



Macro:

In het verleden heeft Adobe wisselkoers- en renterisico's kunnen afwenden met behulp van afgeleide producten maar het bestuur blijft voorzichtig. In de periode van eind december tot 12 juni heeft Adobe van een wisselkoersverlies van 201 miljoen dollar 84 kunnen recupereren door hun hedging posities.

Adobe Inc

Figma overname:

Op 15 september kwam het nieuws naar buiten dat Adobe een overname akkoord had met het design softwarebedrijf Figma. Adobe is bereid om voor de 10-jaar oude startup 20 miljard dollar, waarvan de helft in cash en andere helft in aandelen, neer te tellen. Dit maakt het 1 van de grootste overnames in de geschiedenis van Silicon Valley. Het nieuws veroorzaakte heel wat tumult in de financiële markten, enkele dagen nadat het nieuws uitbrak was Adobe 20% van zijn marktwaarde verloren oftewel 25 miljard dollar. Er heerste veel negativiteit in de kranten en op sociale media en overal werd hetzelfde liedje herhaald: Adobe betaalt 50 keer de omzet (ARR) voor een klein softwarebedrijf.

Adobe verwacht dat Figma pas in het derde jaar na de voltooiing van de deal aan het nettoresultaat van het bedrijf zal bijdragen, wat erop wijst dat de winst van Adobe een negatieve impact van de deal zal ondervinden gedurende de komende twee jaar. Indien blijkt dat Adobe effectief te veel heeft betaald voor het bedrijf en Figma teleurstelt dan zal Adobe verplicht zijn om Figma te herwaarderen en een extra afschrijving te doen die het nettoresultaat ook negatief zal beïnvloeden.

Wij zelf kijken echter veel positiever naar deze overname. Ten eerste moeten we de valuation wat meer in perspectief zetten. Figma heeft haar beta-versie pas op de markt gebracht in 2016 en zat in 2021 reeds aan \$200 miljoen ARR en ook voor 2022 en 2023 projecteert het bedrijf sterke groeicijfers. De juiste manier om naar deze acquisitie te kijken is om jezelf de vraag te stellen: Wat is de kans dat op 5 jaar tijd dit bedrijf 20% van de markt bezit en welke gevolgen heeft dit op de concurrentiële positie en cashflows van Adobe. Adobe zag dat het in dit segment met Adobe XD de boot had gemist en heeft de keuze genomen om zijn gevaarlijkste concurrent uit te schakelen.

<u>Year</u>	<u>ARR</u>
2012-2014	R&D
2015	\$0 (private beta)
2016	\$0 (public launch)
2017	\$700k
2018	\$4M
2019	\$23M
2020	\$77M
2021	\$210M
2022E	\$450M
2023E	\$800M+

Het is opgenomen in de overname overeenkomst dat de CEO van Figma aanblijft en in zijn woorden "Figma onafhankelijk van Adobe zal kunnen fungeren". Het is nog te zien hoe lang en wat hier van waar komt en of Figma uiteindelijk opgenomen wordt in de Adobe creative cloud bundle. Volgens Adobe zal de deal rond zijn in 2023 mits goedkeuring van de antitrust autoriteiten. Wij zijn niet al te zeker dat antitrust deze deal zal laten doorgaan maar aangezien Lina Khan en de FTC bezig is met belangrijkere zaken zoals het verhinderen dat Amazon de



Adobe Inc

maker van de Roomba overkoopt en Facebook pesten, verwachten wij dat de overname zonder al te veel slag of stoot door zal gaan.

SWOT analyse:

Strengths:

- Het bedrijf genereert een hoge mate van recurrente inkomsten omwille van het subscriptiemodel dat toegang geeft tot de verschillende applicaties. 90% van de omzet komt uit subscriptions en keert dus ieder jaar terug.
- Daarnaast beschikt Adobe over een sterke balans en een hoge mate van vrije kasstroomgeneratie.
- Het 'digital media' segment kent zeer sterke netwerkeffecten.
- De klantenloyaliteit wordt vergroot door de continue introductie van updates van de bestaande applicaties.

Weaknesses:

- Het bedrijf moet continu blijven innoveren om de producten van de groep aantrekkelijk te houden voor klanten.
- Adobe heeft een mindere trackrecord op vlak van cyberveiligheid. In het verleden zijn er onder andere gevallen geweest van hackers die gebruikmakend van adobe reader toegang verkregen tot de persoonlijke informatie van slachtoffers.

Opportunities:

- Het 'software as a service' businessmodel geeft het bedrijf zeer grote visibiliteit in de operationele resultaten en de toekomst. Bovendien biedt het subscriptie-gebaseerde model een interessanter instappunt op vlak van prijs voor potentieel nieuwe klanten.
- Adobe staat er in tegenstelling tot andere NASDAQ bedrijven er voor gekend om haar subscription prijzen niet te verhogen. Dit biedt het bedrijf nog veel ruimte om omzet en marges te doen groeien.
- Er zijn duidelijke cross-selling en synergie-effecten tussen de verschillende productcategorieën van de groep.

Threats:

- Mogelijke alternatieven voor de producten van Adobe zoals Canva zijn voor een technologiebedrijf steeds een risico.
- Slechte kapitaal allocatie door overnames brengen eventuele risico's mee.
- Ondanks de conversie naar SaaS (cloud) is het vaak nog steeds eenvoudig om Adobe software illegaal te downloaden.



Adobe Inc

Kerncijfers:

In miljoen dollar	2018	2019	2020	2021	2022 E
Omzet	9.030	11.171	12.868	15.785	17.667
Omzet Digital Media	6.325	7.707	9.233	11.520	12.889
Omzet Digital Experience	2.073	2.795	3.125	3.867	4.413
Omzet Publ and Advertising	632	669	510	398	365
Bedrijfskosten	1.195	1.673	1.722	1.865	1.795
Bruto winst	7.835	9.498	11.146	13.920	15.873
EBIT	3.625	4.461	5.521	7.259	7.917
Winst	2.591	2.951	5.260	4.822	4.697

Brutomarge (%)	88	87	89	90	90
EBIT marge (%)	31	29	33	37	34
Winst marge (%)	29	26	41	31	27

Vrije kasstroom (SBC gezuiverd)	3.763	4.087	5.308	6.893	7.270
Kasstroommarge (%)	42%	37%	37%	44%	41%
Kasstroomrendement (%)	3,4%	2,6%	2,2%	2,6%	5,3%

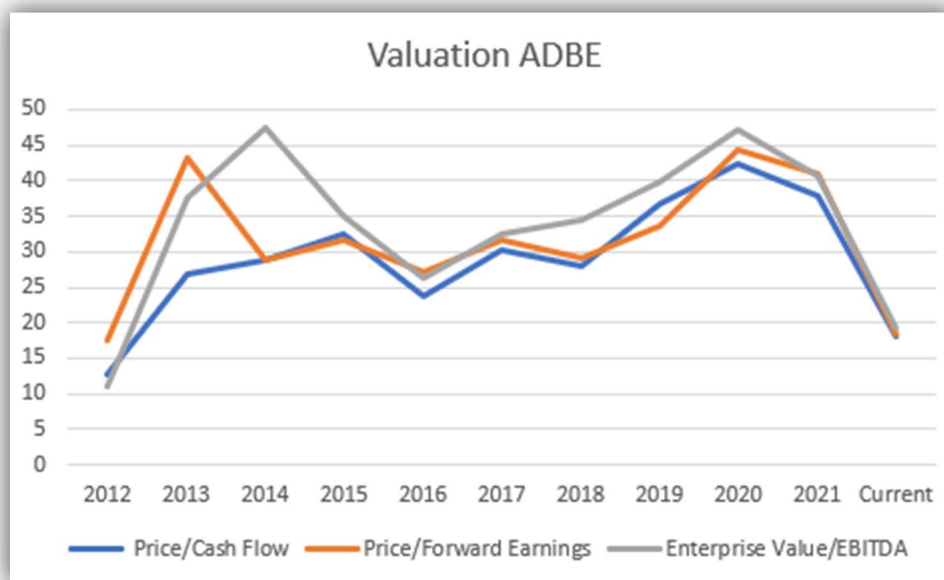
	2018	2019	2020	2021	huidig
Koers/Winst	43	55	46	57	28
Return on assets ROA (%)	16	15	23	19	19
Return on equity ROE (%)	29	30	44	34	29
SBC/revenue (%)	6,7	7,1	6,2	6,8	8,0

EV/EBIT	38,6	47,3	55,5	46,1	21,9
EV/EBITDA	34,4	39,9	47,2	40,6	19,2



Adobe Inc

Valuation:



Comparable Company Analysis (CCA):

Company Name	Market Data			Financial Data				Valuation			
	Price (\$/share)	Market Cap (\$M)	EV (\$M)	Sales (\$M)	EBITDA (\$M)	EBIT (\$M)	Earnings (\$M)	EV/Sales x	EV/EBITDA x	EV/EBIT x	P/E x
Adobe, Inc.	288,77	134.249	133.130	15.790	6.610	7.259	4.820	8,4x	20,1x	18,3x	27,9x
Microsoft Corp.	234,24	1.746.900	1.703.460	198.270	100.240	83.383	72.740	8,6x	17,0x	20,4x	24,0x
Salesforce, Inc.	150,29	150.290	150.560	26.490	3.850	548	540	5,7x	39,1x	274,7x	278,3x
Oracle Corp.	63,29	170.640	251.000	42.440	13.530	10.926	6.720	5,9x	18,6x	23,0x	25,4x
Average								7,2x	23,7x	84,1x	88,9x
Median								7,2x	19,3x	21,7x	26,6x

Fair Value (DCF):

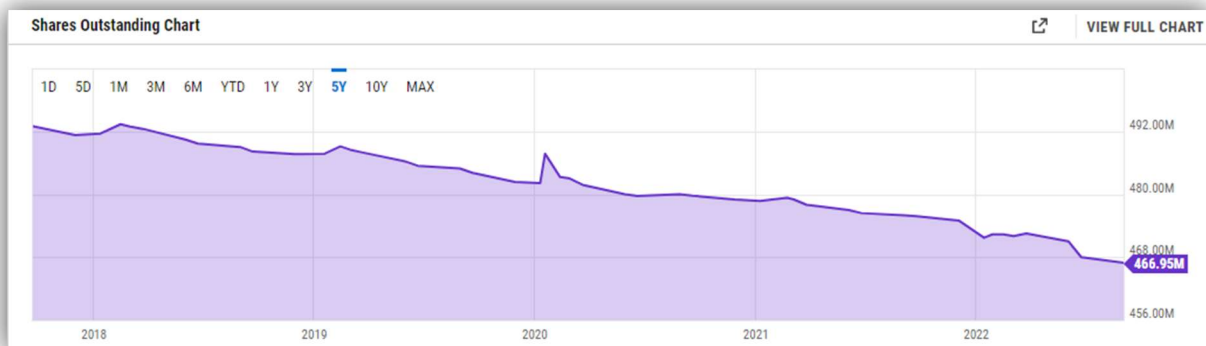
Rate of Return	
Target Price Upside	41%
Internal Rate of Return (IRR,	20%
Market Value vs Intrinsic Value	
Market Value	287,00
Upside	116,66
Intrinsic Value	403,66



Adobe Inc

Ownership:

Adobe heeft op 25 september 466,95 miljoen uitgegeven aandelen waarvan 465,88 miljoen vrij verhandelbaar. Een dikke 84% van de aandelen is in handen van institutionele beleggers waar de grote fondsuitgevers direct met hoofd en schouders uit steken. Particuliere beleggers bezitten slechts een kleine 15% en de insiders waaronder ex-oprichter John Wornock bezitten met 1,2 miljoen aandelen een kleine 0,3% van het eigen vermogen; Voor de liefhebbers de CFO heeft op 22 september 1 miljoen dollar aan aandelen bijgekocht en wie zijn wij om hem tegen te spreken.



Wat ook nog noemenswaardig is, is dat Adobe al jaren, mede door zijn aanzienlijke cashflows en lage benodigde reinvestment rate, er in staat is om het aantal uitgegeven aandelen te doen afnemen. Vorig boekjaar heeft het bedrijf het aantal uitgegeven aandelen doen dalen met 1,5% desondanks de toch wel aanzienlijke stock based compensation.

Adobe Inc

Besluit:



Naar onze mening is het aangeraden om een kleine positie van 4 aandelen op te bouwen aan marktprijs. Dit is een duidelijk compounder aandeel dus zou het de bedoeling zijn dat dit aandeel voor de lange termijn in portefeuille blijft.

Dit rapport is gemaakt door de vooraan vermelde leden van de VEK Investment Club met de bedoeling een beursgenoteerd bedrijf grondig te analyseren. Het bedrijf werd uiteindelijk ook gepresenteerd voor alle andere leden en een professionele analist.

De VEK Investment Club (VIC) is een onderdeel van de Vlaamse Economische Kring, de facultaire studentenvereniging voor economiestudenten aan de Universiteit Gent. De VIC wil zoveel mogelijk studenten informeren over al de facetten van beleggen en de financiële markten. Dit doen we aan de hand van gastlezingen, workshops, wedstrijden en een beleggingsclub. In die beleggingsclub leren een 100-tal studenten aandelen analyseren en beheren ze samen een aandelenportefeuille.

Dit rapport is geen beleggingsadvies. De auteurs, de VEK Investment Club en de Vlaamse Economische Kring zijn niet verantwoordelijk voor eventuele schade geleden door handel in financiële instrumenten op basis van dit rapport.