



어도비 (ADBE.US)

포기의 대가

- 어도비는 문서 프로그램, 디지털 콘텐츠, 마케팅 소프트웨어 부문 선도 기업
- 실적은 컨센스를 상회했으나 무료 전환 전략에 따른 ARR 목표 하향으로 주가 하락
- 무료 사용자의 유료 전환 성과가 확인되는 FY27 전까지는 보수적 의견을 유지

FY2Q26 실적 Review

FY2Q26('26.03~05) 실적은 매출액 66.18 억 달러(YoY +12.7%, QoQ +3.4%, 컨센서스 대비 +2.5%), 영업이익 29.45 억 달러(YoY +10.1%, QoQ -3.0%, 컨센서스 대비 +2.5%), 영업이익률 44.5%(YoY -1.0%p, QoQ -2.9%p, 컨센서스 부합), EPS 5.96 달러(YoY +17.8%, QoQ -1.7%, 컨센서스 대비 +2.2%)를 기록했다.

동사는 FY26 연간 매출 가이드언스를 265.0~266.0 억 달러로, non-GAAP EPS 가이드언스를 24.35~24.45 달러로 상향했다. 그러나 실적 발표 후 주가는 시간외에서 5~6% 하락했다. 컨센서스 상회와 가이드언스 상향과 주가 반응이 엇갈린 이유는 ARR 가이드언스에 있다.

ARR 목표 하향과 이유

분기 말 총 ARR은 271.0억 달러(YoY +12.5%)를 기록했고, FY26 기말 ARR 성장률 목표는 10.2%로 제시됐다. 다만, 두 수치 모두 4월 인수를 완료한 Semrush의 4.8억 달러가 포함된 것으로, 이를 제외한 오가닉 성장률 목표는 8%대 초반으로 계산된다. 본업의 연간 ARR 목표를 약 5억 달러 낮추고 인수 효과로 전체 목표 수준을 유지한 구조다. 하향 조정분의 절반은 하반기 예정이던 Creative Cloud 가격 인상 연기에서, 나머지 절반은 신규 방문자를 유료 가입보다 무료 체험 중심으로 유입시키는 전략 변경에서 발생한다. 가격 인상 효과를 뒤로 미루고 유료 전환 시점도 늦춘 만큼, 단기 ARR 일부를 의도적으로 포기한 결정이다. 시장은 이를 장기 성장 투자보다 본업 성장률 눈높이 하향으로 해석했다.

MAU 확대를 우선한 전략

동사가 전략을 변경한 근거는 트래픽 증가다. Adobe.com 방문은 전년 대비 40% 이상 늘었는데, 상당 부분이 LLM 대화나 검색을 통해 특정 작업을 목적으로 유입된 신규 사용자다. 이들을 결제 페이지로 보내면 이탈률이 높기 때문에, 우선 무료로 작업을 완료하게 해 사용 습관을 만든 뒤 과금 단계로 옮기겠다는 구상이다. 초기 지표는 이 구상을 뒷받침한다. (2page 계속)

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.06.11): \$218.80
 목표주가 컨센서스: \$319.83

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
37%	53%	9%

Stock Data

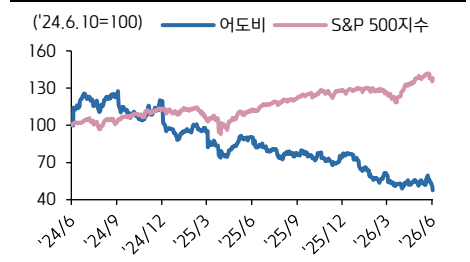
산업분류	소프트웨어
S&P 500(06/11)	7,394.30
현재주가/목표주가(\$)	218.8 / 319.83
52주 최고/최저(\$)	416.39 / 218.09
시가총액(백만\$)	88,439
유통주식 수(백만주)	404
일평균거래량(3M)	5,575,146

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	21,505	23,769	26,066	28,436
영업이익	10,019	10,986	11,724	12,760
영업이익률(%)	46.6	46.2	45.0	44.9
순이익	8,281	8,941	9,508	10,402
EPS	18.42	20.94	23.59	26.53
증가율	14.6	13.7	12.7	12.5
PER	36.3	19.3	9.3	8.2
PBR	16.1	11.4	6.5	4.4
ROE	36.3	55.4	66.5	62.0
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-37.5	-11.1	-37.6	-47.0
S&P Index	8.0	-0.1	8.3	22.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: Non-GAAP 기준

우선 크리에이티브 프리미엄 MAU 는 1 년 사이 5,000 만에서 9,000 만으로 늘었고, Firefly ARR 은 앱과 크레딧 팩을 중심으로 전분기 대비 약 50% 성장해 3억 달러에 근접했다. 전사 AI-first ARR 은 전년 대비 3 배 늘어 5 억 달러를 넘었다. 트래픽 급증이 이미 확인된 것이다. 한편, 무료로 유입된 후 유료 전환한 사용자의 사용량과 잔존율이 직접 유료 가입자보다 높았다. MAU 확대를 단기 ARR 보다 우선한 이유다. 다만 회수 시점은 FY27 이후로 설정됐다. 동사는 프리미엄 전환의 수익화는 내년에 걸쳐 나타날 것으로 밝혔다. 또한 무료 전환 조치가 3 분기에 집중되는 만큼 하반기 ARR 증가분이 예년보다 4 분기에 더 몰릴 것이라고 미리 설명했는데, 3 분기 ARR 증가폭이 시장 기대에 못 미칠 수 있음을 사전에 인정한 부분이다. 전략의 성과를 확인할 수 있는 시점은 FY27 가이드스가 제시되는 연말이며, 그 전까지의 검증 지표는 Firefly ARR 과 프리미엄 사용자의 유료 전환 추이로 제한된다.

경영진 교체와 경쟁 AI 출범의 이종고

이번 전환에는 방어적 성격이 함께 있다. 4월 Anthropic 의 Claude Design 출시 후 생성형 AI 에 의한 사업 잠식 우려가 커진 상황에서, 가격 인상을 미루고 무료 진입 장벽을 낮춰야 하는 환경이 조성됐다. 여기에 CFO 가 6 월 15 일 퇴사하고 CEO 교체 절차도 진행 중이다. 대규모 전략 전환을 선언한 시점에 경영 공백이 발생할 수 있다. FY27 계획 수립을 신임 CEO 에게 맡기겠다는 이사회 방침을 감안하면 현 전략의 연속성 여부도 변수로 남는다.

다행인 부분은 견고한 재무다. 분기 영업현금흐름은 21.7 억 달러인 데 비해 CapEx 는 6,000 만 달러 수준에 그친다. 미디어 생성 모델을 외부 파트너십으로 조달해 hyperscaler 와 같은 대규모 인프라 투자 없이 AI 사업을 진행하는 구조이기 때문이다. 이에 AI 전환을 추진하는 기업 가운데 FCF 훼손이 거의 없다.

견고한 재무는 장기 성장을 위해 단기 실적을 포기할 수 있었던 이유다. 다만 성장 모멘텀을 확보하지 못할 경우, 가격 인상 포기과 무료 전환 비용을 모두 떠안게 되는 만큼 전략 실패의 충격은 두 배가 될 수 있다. 경영진 교체와 MAU 전환이라는 두 과제를 동시에 진행해야 하는 상황과, 실패할 경우 발생할 손해 등을 감안할 때 동사에 대한 보수적 관점을 유지한다.

어도비 FY26 2Q ('26.03.01~'26.05.29)

구분	FY26 2Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY25 2Q	성장률	FY26 1Q
매출액	6,618	6,455	2.5%	5,873	12.7%	6,398	3.4%
영업이익	2,945	2,873	2.5%	2,674	10.1%	3,035	-3.0%
영업이익률(%)	44.5%	44.5%	0.0%p	45.5%	-1.0%p	47.4%	-2.9%p
순이익	2,400	2,344	2.4%	2,171	10.5%	2,488	-3.5%
EPS (USD)	5.96	5.83	2.2%	5.06	17.8%	6.06	-1.7%

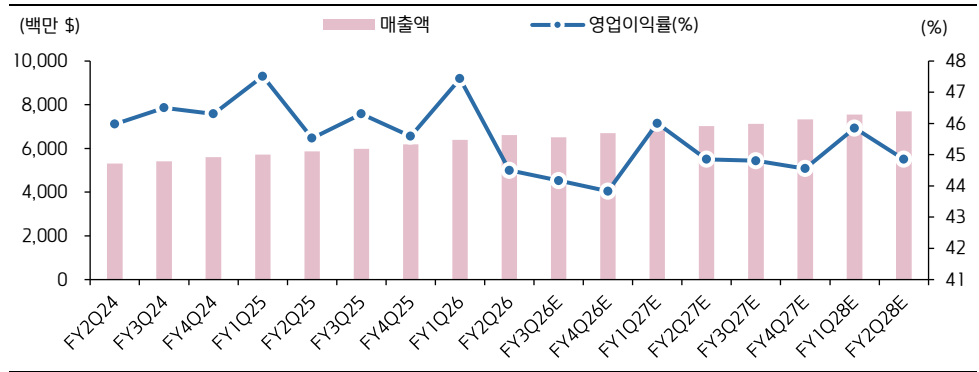
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

어도비 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	(백만 USD)	FY26Q3	YoY 성장률	FY26Q4	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27
매출액	6,515	8.8%	6,702	8.2%	26,066	9.7%	28,436	9.1%
영업이익	2,878	3.8%	2,937	4.0%	11,724	6.7%	12,760	8.8%
영업이익률(%)	44.2%	-2.1%p	43.8%	-1.8%p	45.0%	-1.2%p	44.9%	-0.1%p
순이익	2,314	2.8%	2,362	3.0%	9,508	6.3%	10,402	9.4%
EPS (USD)	5.78	8.9%	5.94	8.1%	23.59	12.7%	26.53	12.5%

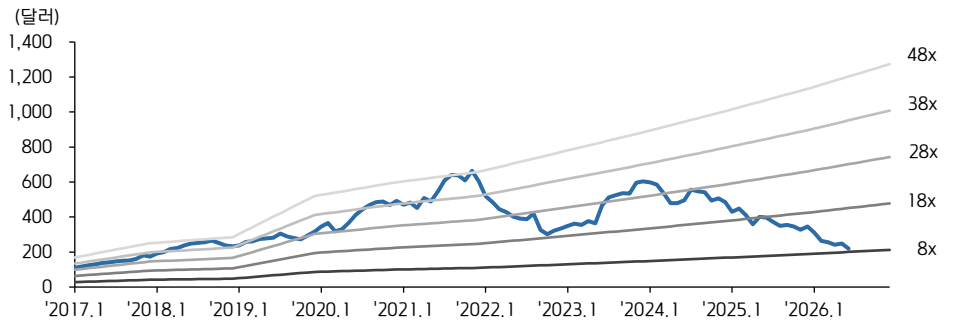
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

어도비 분기 실적 추이



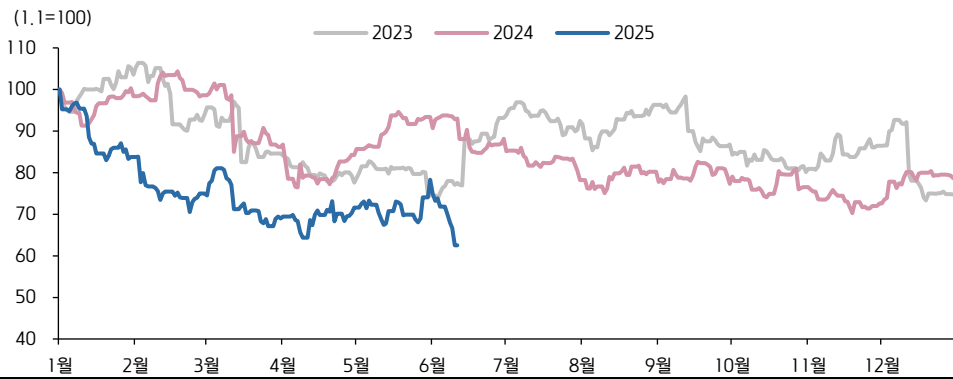
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-06-11 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

어도비 12M FWD PER 밴드



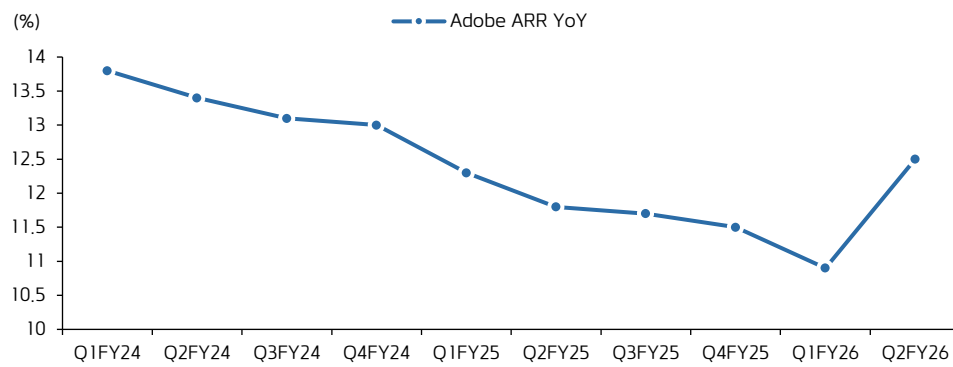
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주:Non-GAAP 기준

어도비 최근 3개년 연도별 주가 추이



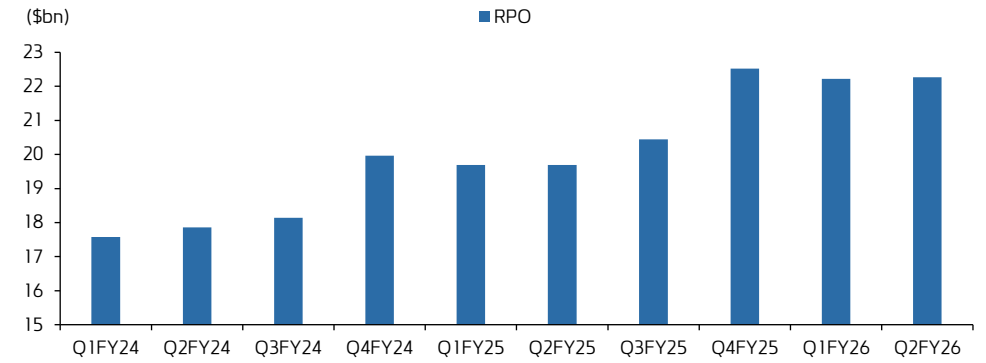
자료: 어도비, 키움증권 리서치

Adobe ARR YoY



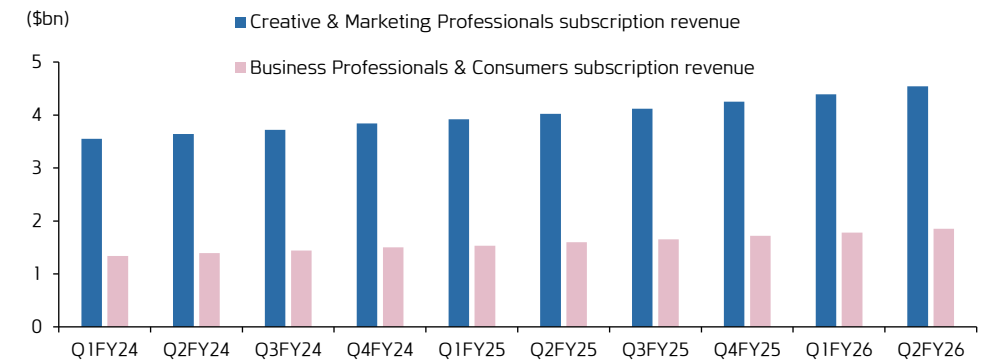
자료: Adobe, 키움증권 리서치

Remaining Performance Obligations



자료: Adobe, 키움증권 리서치

Customer Group Subscription Revenue



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

어도비 생성형 AI(Firefly) 기능

Firefly 기능	설명
Text to Image	텍스트 입력을 기반으로 AI가 새로운 이미지를 생성
Generative Fill	Photoshop에서 AI를 활용해 이미지 일부를 자동으로 채우거나 확장
Generative Expand	이미지의 경계를 AI가 자동으로 생성해 확장
Text Effects	입력된 텍스트를 기반으로 AI가 독창적인 글꼴 스타일을 생성
Vector Recoloring	Illustrator에서 AI가 벡터 디자인의 색상을 자동으로 변경
3D to Image	3D 모델을 기반으로 AI가 2D 이미지를 생성
Generative Recolor	벡터 아트웍의 색상을 자동으로 변환 및 최적화

자료: 키움증권 리서치

어도비 사업부별 설명 및 주요 제품

사업부 구분	설명	주요 제품 및 서비스
Digital Media	크리에이티브 및 문서 관련 소프트웨어 판매	Creative Cloud (Photoshop, Illustrator, Premiere Pro 등), Document Cloud (Acrobat, PDF)
Digital Experience	기업용 디지털 마케팅 및 고객 경험 관리 솔루션	Adobe Experience Cloud (Analytics, Target, Campaign, AEM 등)
Publishing & Advertising	전통적인 출판 및 광고 소프트웨어 판매	FrameMaker, ColdFusion, Advertising Cloud 등

자료: 키움증권 리서치

어도비 상세 실적표

(백만 달러)	FY2Q25	FY1Q26	FY2Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	5,873	6,398	6,618	12.7	3.4
Subscription	5,641	6,198	6,416	13.7	3.5
Product	88	90	89	1.1	-1.1
Services and Other	144	110	113	-21.5	2.7
매출원가	638	664	715	12.1	7.7
매출총이익	5,235	5,734	5,903	12.8	2.9
영업비용	3,126	3,316	3,665	17.2	10.5
R&D	1,082	1,110	1,198	10.7	7.9
세일즈&마케팅	1,626	1,708	1,884	15.9	10.3
일반 관리비	377	463	546	44.8	17.9
기타	41	35	37	-9.8	5.7
영업이익	2,109	2,418	2,238	6.1	-7.4
순이자수익	-68	-58	-47		
기타손익	60	62	47		
세전이익	2,101	2,422	2,238		
법인세비용	410	533	526		
순이익	1,691	1,889	1,712	1.2	-9.4
회석 EPS(달러/주)	3.94	4.60	4.25	7.9	-7.6
회석 가중평균주수(백만주)	429	411	402	-6.3	-2.2
[Non-GAAP]					
영업이익	2,674	3,035	2,945	10.1	-3.0
순이익	2,171	2,488	2,400	10.5	-3.5
회석 EPS(달러/주)	5.06	6.06	5.96	17.8	-1.7
[영업 데이터]					
고객 그룹별 구독 매출(\$bn)					
Creative&Marketing Professionals	4.02	4.39	4.54	12.9	3.4
Business Professional & Consumers	1.60	1.78	1.85	15.6	3.9
ARR(\$bn)	24.08	26.06	27.10	12.5	4.0
RPO(\$bn)	19.69	22.22	22.27	13.1	0.2

자료: 어도비, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.