Adobe

ADBE · Revisión v10 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 09/11/2026

Precio de referencia / reference_price: 239.30 USD

Publicación en la web: 09/11/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	9.20/10
Oportunidad:	9.00/10
NOTA FINAL:	9.10/10

COMPRA SELECTIVA

Riesgo: Medio-alto

Adobe | Informe 09/11/2026 | Referencia 239,30 USD. Empresa 9,2/10; Oportunidad 9,0/10; Nota Final 9,1/10. COMPRA SELECTIVA. Riesgo medio-alto y tesis favorable a 5-10 años. La valoración deja margen para crecimiento moderado, pero la disrupción de flujos creativos por IA y la conversión del embudo gratuito impiden tratar la franquicia como intacta por definición.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

Adobe | Informe 09/11/2026 | Referencia 239,30 USD. Empresa 9,2/10; Oportunidad 9,0/10; Nota Final 9,1/10. COMPRA SELECTIVA. Riesgo medio-alto y tesis favorable a 5-10 años. La valoración deja margen para crecimiento moderado, pero la disrupción de flujos creativos por IA y la conversión del embudo gratuito impiden tratar la franquicia como intacta por definición.

Los formatos, habilidades, bibliotecas, colaboración e integración entre Photoshop, Illustrator, Acrobat y experiencia empresarial protegen la distribución. La IA puede ampliar producción y consumo de créditos, pero Canva, herramientas generativas y soluciones propias del cliente pueden reducir puestos pagados. Usuarios gratuitos no equivalen a ingresos ni ARR. La comparación útil es monetización por cohorte y caja tras coste de inferencia, no sólo audiencia.

Q3 FY26 vende 6.760 M USD, +13% nominal y +12% en moneda constante; BPA GAAP 4,62 frente a 6,13 no GAAP. ARR total 27.500 M, +11,2%, y AI-first ARR superior a 650 M no se suman: la segunda es parte de la primera. RPO 22.160 M, +8%, y caída de ARR nuevo descrita por el proveedor son la objeción comercial más fuerte. El segmento histórico del gráfico no representa la organización FY26: la primaria declara un solo segmento desde Q1.

Inspección visual de páginas 3 y 4: previsión tabla FY26 BPA 25,11 frente a gráfico con texto FY2025 20,80 y consenso Q4 4,97 que no concilia con escala gráfica 6,3-6,9. El pie de acciones en miles contradice filas 389,2 y gráfico en millones. BPA portada 20,9 no concilia con GAAP LTM 17,9. No certificamos una conversión por plausibilidad. La guía primaria da denominadores propios: 400 millones diluidas para FY26 y 389 para Q4, distintos de cierre y media LTM.

El relevo de Anil Chakravarthy está anunciado con efecto 01/12/2026, no ejecutado al corte. La guía anual primaria de septiembre es ventas 26.576-26.626 M y BPA GAAP 18,12-18,17/no GAAP 24,45-24,50. El consenso del proveedor 25,11 no sustituye esa guía. La noticia PERM del PDF se conserva como riesgo de acceso a talento no cuantificado: no obtuvimos una resolución primaria que pruebe alcance o duración, ni la convertimos en prohibición de contratar. Publicaciones del mismo 09/11 sin hora previa demostrable al PDF se excluyen.

Valoración y exigencias del precio

Caja económica nueve meses hasta 28/08/2026, M USD: CFO 7.646 menos inmovilizado 180 menos SBC 1.582 = 5.884. Deducir también 80 de inversiones en intangibles y otros activos da 5.804, sensibilidad prudente de perímetro, no certificación de mantenimiento. Intereses pagados 197 e impuestos 1.529 ya están en caja; alquileres operativos tampoco se vuelven a restar. SBC se carga por coste y no además mediante dilución futura del mismo coste. Recompras de 6.821 no son otra carga operativa ni beneficio para sumar al retorno.

No presentamos nueve meses multiplicados por 4/3 como LTM realizado. El CFO LTM 10.806 del proveedor concilia aritméticamente con FY25 10.031 + nueve meses actuales 7.646 - comparables 6.871, pero no basta para probar FCF económico LTM porque falta aquí la conciliación anual completa de SBC y capex. El trimestre Q3 da CFO 2.523 - capex 85 - SBC 539 = 1.899; cuatro trimestres iguales serían 7.596 M, únicamente escenario de ritmo constante. No añadimos atrás I+D, software o coste IA que ya financian crecimiento.

Semrush se adquirió por 1.874 M brutos, con 1.560 M de compras de negocios netas en el flujo de nueve meses. El ARR primario incluye su contribución: no se etiqueta todo orgánico. Topaz ya cerró el 23/09/2026, confirmado por comunicación corporativa antes del corte; el PDF y la instantánea trimestral que aún lo presentan pendiente están desactualizados. La consideración anunciada aproximada de 340 M es referencia de coste, no pago final verificado. Su desembolso después de agosto impide llamar a la caja de agosto saldo actual y no se vuelve a presupuestar como obligación futura de compra. Repetir adquisiciones cada año sí reduciría caja repartible. El escenario de crecimiento 8% exige que gasto y capex incluidos sostengan innovación sin comprar otra plataforma anualmente.

A 239,30 USD, PER sobre guía FY26 GAAP media 18,145 = 13,19 veces; sobre no GAAP 24,475 = 9,78 veces. La conciliación primaria suma 5,42 de SBC/diferida, 0,51 amortización, 0,18 deterioro, 0,23 contingencia y 0,14 adquisición, y resta 0,04 inversiones y 0,11 ajustes fiscales: diferencia total 6,33 USD. No llamamos a 9,53 veces un múltiplo de beneficio económico sin coste de talento. Fair value 400,20 y targets del PDF no son nuestra valoración.

Escenarios con entrada 09/11/2026 y flujos anuales 09/11/2027 a 09/11/2031: la caja por acción del primer aniversario es 19,50 USD en base, crece 8% en cuatro intervalos hasta año cinco, reparto 50% y terminal 16 veces ese último flujo. Los 19,50 son hipótesis futura, no caja histórica certificada: usando 389,2 millones orientativos representan 7.589 M, próximos al ritmo trimestral ilustrativo tras SBC. No se premia doblemente con contracción adicional de acciones por recompras.

Estrés conjunto: primer flujo 15 USD, crecimiento cero, reparto 50% y terminal 12 veces, si IA presiona precio y volumen. Favorable: 22 USD, crecimiento 12%, reparto 50%, terminal 20 veces. La reserva retenida no se añade al terminal ni recibe intereses: puede consumirse en liquidez, inversión o deuda y ser insuficiente. Son sensibilidades sin probabilidades; riqueza acumulada sin reinversión no es TIR. No añadimos toda la caja inicial ni restamos deuda otra vez al flujo de accionista después de intereses.

Qué exige el precio: con crecimiento de caja cero, primer flujo económico 19,50 y reparto 50%, alcanzar una riqueza anualizada ilustrativa de 10% exigiría terminal cercano a 17,3 veces. Con crecimiento 8% el requisito cae sensiblemente: la tesis no exige repetir 150% de AI-first ARR, pero sí defender caja mientras cambia la monetización. El 10% es referencia ilustrativa, no regla del método. CRM e INTU comparten software recurrente, pero sus compras, crédito, fiscalidad y SBC impiden trasladar PER del PDF sin homogeneizar: no imponemos su media como valor de Adobe.

Anexo numérico, USD/acción: stress: terminal 180.00, repartos 37.50, riqueza 217.50, CAGR -1.89%; base: terminal 424.47, repartos 57.20, riqueza 481.67, CAGR 15.02%; upside: terminal 692.35, repartos 69.88, riqueza 762.23, CAGR 26.07%.

Contraste adicional de financiación y retorno: otros 500 M anuales de gasto IA/captación no incluidos reducirían el primer flujo base en unos 1,28 USD/acción con 389,2 millones orientativos. Mantener además compras externas de 340 M al año reduciría otros 0,87 USD: no se presentan como costes ciertos ni se confunden con Topaz ya cerrado. Ambas demandas consumirían 840 M y exigirían menor reparto o retorno de inversión comprobable; sin mejora de monetización el margen de seguridad se estrecha. La fiscalidad pagada nueve meses 1.529 M frente a gasto 1.589 M no muestra por sí sola la enorme ventaja temporal de otra empresa; no importamos un ajuste fiscal ajeno. Se mantiene Compra selectiva con notas 9,2/9,0/9,1 por precio sobre GAAP y generación tras SBC, aun conservando la objeción de sustitución y el estrés conjunto.

Estrés de coste y valoración combinado: 840 M anuales adicionales reducen el primer flujo a 17.34 USD; si además el mercado paga 14 veces en vez de 16 al año cinco, manteniendo 8% de crecimiento y reparto 50%, terminal 330.31 USD y repartos 50.87 producen riqueza 381.17 USD y CAGR 9.76%. El gasto externo repetido también puede exigir una prima de riesgo superior: no sólo restamos coste dejando intacta la valoración. Si ese coste no compra crecimiento, el escenario de cero crecimiento es más pertinente.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

La mejor objeción a comprar es que la menor captación de ARR y el RPO más lento sean sustitución estructural, no una pausa por freemium. Adobe puede seguir mostrando BPA por recompras mientras erosiona puestos y poder de precios. La contraevidencia es crecimiento de ventas y ARR todavía de dos dígitos y monetización AI-first real, aunque pequeña respecto del total. Si inferencia y captación cuestan más que ingresos nuevos, la rentabilidad del capital baja incluso sin deuda excesiva.

Balance al 28/08: caja 4.359 M y corto plazo 1.280 M = 5.639 M; no se certifica que todo sea excedente disponible. Principal de notas 6.150 M y papel comercial 250 M; deuda contable total 6.363 M no concilia automáticamente con 6.787 M del PDF, cuyo perímetro puede incluir otras obligaciones. Vencen 850 M de notas en febrero de 2027 y 500 M en abril, además de papel de corto plazo. Ingresos diferidos son obligación de servicio, no deuda bancaria; explican parte del circulante negativo, no insolvencia automática.

Sin refinanciación se priorizan 1.350 M de notas y 250 M de papel frente a recompras. Topaz ya cerrado reduce la reserva de caja previa en un importe final no verificado; no se vuelve a restar 340 M como vencimiento futuro. La mitad retenida del escenario base equivale orientativamente a 3.795 M al año y cubre aritméticamente 1.600 M de deuda próxima, pero no garantiza liquidez estacional ni compras nuevas. Refinanciar 1.350 M a un coste 2 puntos mayor consume 27 M antes de impuestos al año; acceso no está comprometido y una línea disponible no es FCF. Reducir recompras es la primera defensa.

Empresa 9,2 se apoya en distribución, formatos, recurrencia y caja, limitada por IA, transición directiva y coste de defender clientes. Oportunidad 9,0 reconoce precio bajo incluso sobre GAAP y caja después de talento, con riesgo adverso real. Nota Final 9,1 es juicio propio de calidad y asimetría: Compra selectiva, no Compra plena, por monetización y reinversión aún inciertas; no es media ni penalización automática.

Conclusión y justificación de las notas

Por qué podemos estar equivocados: la base profesional puede monetizar IA con pocos abandonos y las cohortes gratuitas convertir mejor de lo supuesto; la valoración sería demasiado pesimista. En sentido contrario, el número de usuarios puede esconder sustitución del producto pagado y hacer excesivo el primer flujo de caja de 19,50 USD.

Qué dato nos haría cambiar de opinión: ARR orgánico y conversión a pago por cohortes, caja después de SBC y costes de inferencia, y evolución del precio efectivo frente a puestos. Contracción persistente conjunta de ARR y caja invalidaría la entrada selectiva; recuperación sin compras desproporcionadas la fortalecería.

Qué parte de valoración tiene menos respaldo: caja económica futura por acción y múltiplo terminal ante herramientas generativas. La división entre precio y guía está reconstruida; no lo están la conversión futura de MAU ni un valor terminal garantizado.

Mantener una posición existente: distribución profesional y caja después de remuneración e inversión todavía permiten financiar adaptación a IA sin una salida demostrada al precio de referencia. Mantener mientras ARR y conversión pagada sostengan caja después de SBC, inferencia, inversión y deuda sin compras desproporcionadas. Considerar reducir si el embudo gratuito crece pero puestos y caja pagados caen de forma persistente mientras se sostienen recompras por deuda. Considerar vender si sustitución estructural del flujo profesional rompe retención, caja y capacidad de financiar innovación incluso bajo una valoración prudente. Reducir ahora evitaría depender de que Adobe capture la nueva economía generativa. La caja actual y el acceso al profesional apoyan conservar, pero no garantizan que los nuevos usuarios se moneticen. Faltan cohortes de conversión, aportación orgánica exacta de adquisiciones y saldo financiero al corte; no se asume concentración o fiscalidad personal.

Las tres condiciones anteriores de tenencia se revisaron sobre el mismo Q3 FY26 y quedan inconclusas. El cierre de Topaz actualiza el estado de la compra pero no confirma recuperación de clientes ni retorno. No hay una condición de reducción o salida comprobada por un periodo nuevo.

Qué vigilamos

- Conversión de cohortes pagadas y ARR orgánico.
- Caja tras SBC, gasto IA y retorno de adquisiciones.

Fuentes y alcance

Adobe ProResearch, 9 November 2026 | 2026-11-09 | Complete authorised eleven page PDF, with pages 3 and 4 visually inspected; vendor metadata and historical reference price.

Adobe fiscal 2026 third quarter Form 10-Q | 2026-09-22 | Partial primary web opening: nine month cash flow, debt, acquisition, tax and segment notes. Literal full response unavailable locally; analyst summaries retained.

Adobe fiscal 2026 third quarter results and full year guidance | 2026-09-10 | Partial primary opening, annual EPS and SBC reconciliation and diluted share assumptions, not a complete literal archive.

Adobe announces chief executive transition effective December 2026 | 2026-09-03 | Primary corporate announcement opened, appointment date distinguished from future effective date.

Adobe confirms completion of Topaz Labs acquisition, 23 September 2026 | 2026-09-23 | Primary corporate blog opened, dated completion statement and standalone product status; not a payment statement or complete archived response.

Adobe

ADBE · v10 · Report 09/11/2026 · Reference 239.30 USD

Company 9.20/10 | Opportunity 9.00/10 | Overall 9.10/10

SELECTIVE BUY

Risk: Medium-high

Adobe | Report 09/11/2026 | Reference 239.30 USD. Company 9.2/10; Opportunity 9.0/10; Overall 9.1/10. SELECTIVE BUY. Medium-high risk and favourable 5-10 year thesis. Valuation allows moderate growth, while AI disruption of creative workflows and freemium conversion prevent assuming the franchise remains intact.

Business, developments and cash

Adobe | Report 09/11/2026 | Reference 239.30 USD. Company 9.2/10; Opportunity 9.0/10; Overall 9.1/10. SELECTIVE BUY. Medium-high risk and favourable 5-10 year thesis. Valuation allows moderate growth, while AI disruption of creative workflows and freemium conversion prevent assuming the franchise remains intact.

Formats, skills, libraries, collaboration and integration across Photoshop, Illustrator, Acrobat and enterprise experience protect distribution. AI may expand production and credit consumption, but Canva, generative tools and customer-built solutions may reduce paid seats. Free users are neither revenue nor ARR. Useful comparison is cohort monetisation and cash after inference cost rather than audience alone.

Q 3 FY 26 revenue is USD 6,760 m, up 13% reported and 12% constant currency; GAAP EPS 4.62 versus non-GAAP 6.13. Total ARR 27,500 m grows 11.2%; AI-first ARR above 650 m is a subset rather than additive. RPO 22,160 m grows 8% and vendor-described net-new ARR decline is the strongest commercial objection. Historic chart segments do not represent FY 26 organisation: primary filings disclose a single segment from Q 1.

Visual inspection of original pages 3 and 4 shows table FY 26 EPS 25.11 beside chart text FY 2025 EPS 20.80; Q 4 consensus 4.97 does not reconcile with chart scale 6.3-6.9. Shares footnote in thousands conflicts with 389.2 rows and million-scaled chart. Cover EPS 20.9 does not reconcile to GAAP LTM 17.9. No arbitrary conversion is certified. Primary guidance supplies its own denominators: 400 million diluted for FY 26 and 389 for Q 4, differing from closing and LTM averages.

Anil Chakravarthy transition is announced effective 01/12/2026 rather than completed at cutoff. Primary September annual guidance is revenue 26,576-26,626 m, GAAP EPS 18.12-18.17 and non-GAAP 24.45-24.50. Vendor consensus 25.11 does not replace guidance. The PDF PERM story remains an unquantified talent-access risk: no primary ruling was obtained to establish scope or duration, and no hiring prohibition is inferred. Same-day 09/11 publications without demonstrated availability before the PDF are excluded.

Valuation and price expectations

Economic cash for nine months to 28/08/2026, USD millions: CFO 7,646 less property 180 less SBC 1,582 equals 5,884. Also deducting 80 for investments in intangibles and other assets gives 5,804, a cautious scope sensitivity rather than certified maintenance. Cash interest 197 and tax 1,529 are already included; operating rentals are not deducted again. SBC is charged by cost without also imposing future dilution for the same remuneration. Buybacks 6,821 are neither another operating expense nor a benefit added to returns.

Nine months multiplied by 4/3 is not presented as realised LTM. Vendor CFO LTM 10,806 reconciles arithmetically to FY 25 10,031 plus current nine months 7,646 less comparable 6,871, but this alone does not establish economic FCF LTM because full annual SBC and capex reconciliation is absent here. Q 3 CFO 2,523 less capex 85 less SBC 539 equals 1,899; four identical quarters would give 7,596 m, only a constant-run-rate scenario. R&D, software and AI costs already funding growth are not added back.

Semrush cost 1,874m gross, with 1,560m net business purchases in nine-month cash flow. Primary ARR includes its contribution and is not all labelled organic. Topaz closed on 23/09/2026, confirmed by a corporate release before cutoff; the PDF and quarterly snapshot still showing it pending are stale. Announced consideration of approximately 340m is a cost reference rather than verified final payment. Its cash use after August prevents calling August cash current and is not budgeted again as a future purchase obligation. Repeated annual acquisitions would reduce distributable cash. The 8% growth scenario requires included expense and capex to sustain innovation without buying another platform annually.

At 239.30 USD, P/E on FY 26 midpoint GAAP guidance 18.145 is 13.19 times, versus 9.78 on non-GAAP 24.475. Primary reconciliation adds 5.42 SBC/deferred compensation, 0.51 amortisation, 0.18 impairment, 0.23 contingency and 0.14 acquisition, subtracting 0.04 investments and 0.11 tax adjustments: total gap 6.33 USD. The advertised 9.53 times is not an economic earnings multiple without talent cost. Fair value 400.20 and PDF targets are not our valuation.

Scenarios enter 09/11/2026 with annual flows 09/11/2027 through 09/11/2031. Base economic cash per share is 19.50 USD at the first anniversary, growing 8% across four subsequent intervals to year five, payout 50% and terminal 16 times that final flow. The 19.50 is a future assumption rather than certified historic cash: using indicative 389.2 million shares it represents 7,589 m, near the illustrative post-SBC quarterly run rate. No additional shrinkage in shares rewards the same buybacks twice.

Joint stress uses first flow 15 USD, zero growth, payout 50% and terminal 12 times if AI pressures price and volume. Upside uses 22 USD, growth 12%, payout 50% and terminal 20 times. Retained cash is not added to terminal value or awarded interest: it may fund liquidity, investment or debt and may prove insufficient. These are sensitivities without probabilities; cumulative non-reinvested wealth is not IRR. Full starting cash is not added and debt is not subtracted again from equity cash after interest.

What price requires: with zero cash growth, first flow 19.50 USD and payout 50%, an illustrative annualised wealth gain of 10% requires terminal near 17.3 times. With 8% growth the requirement falls materially: the thesis does not need repeated 150% AI-first ARR growth, but it does need cash defence while monetisation changes. The 10% is an illustration rather than a methodological rule. CRM and INTU share recurring software, but acquisitions, credit, tax and SBC prevent transferring PDF P/E without reconciliation; their average is not Adobe value.

Numerical appendix, USD per share: stress: terminal 180.00, distributions 37.50, wealth 217.50, CAGR -1.89%; base: terminal 424.47, distributions 57.20, wealth 481.67, CAGR 15.02%; upside: terminal 692.35, distributions 69.88, wealth 762.23, CAGR 26.07%.

Additional funding and return comparison: another 500m annual AI/acquisition expense beyond included costs would reduce base first-year cash by approximately 1.28 USD per share using indicative 389.2 million shares. Annual external acquisitions of 340m would subtract another 0.87 USD: neither is a certain cost and neither is confused with already closed Topaz. Together they consume 840m and require lower payout or demonstrated reinvestment returns; absent better monetisation the margin narrows. Nine-month cash tax of 1,529m versus expense 1,589m does not alone show an enormous timing windfall; no other company tax adjustment is imported. Selective Buy and 9.2/9.0/9.1 are maintained because of GAAP price and post-SBC generation while retaining the substitution objection and joint stress.

Combined cost and valuation stress: another 840m annually reduces first cash to 17.34 USD; if the market also pays 14 rather than 16 times year-five cash, retaining growth 8% and payout 50%, terminal 330.31 USD plus distributions 50.87 give wealth 381.17 USD and CAGR 9.76%. Repeated external spending may warrant a higher risk premium: cost is not merely deducted while valuation stays intact. If spending fails to buy growth, the zero-growth scenario is more relevant.

Risks and monitoring

The strongest objection to buying is that weaker new ARR and slower RPO reflect structural substitution rather than a freemium pause. Buybacks can support EPS while paid seats and pricing power erode. Counterevidence is continuing double-digit revenue and ARR growth plus real, albeit small, AI-first monetisation. Inference and acquisition costs exceeding incremental revenue would reduce capital returns even without excessive debt.

At 28/08, cash 4,359 m plus short-term investments 1,280 m equals 5,639 m; not all is certified excess. Notes principal 6,150 m and commercial paper 250 m produce carrying debt 6,363 m, which does not automatically reconcile to PDF 6,787 m whose scope may include other obligations. Notes 850 m mature February 2027 and 500 m April 2027, alongside short-term paper. Deferred revenue is a service obligation rather than bank debt; it explains part of negative working capital without establishing insolvency.

Without refinancing, priority goes to notes of 1,350m and paper of 250m ahead of buybacks. Closed Topaz reduces the earlier cash reserve by a final amount not verified; 340m is not deducted again as a future maturity. Half retained under base assumptions is indicatively 3,795m annually, arithmetically covering 1,600m near-term debt without guaranteeing seasonal liquidity or new deals. Refinancing 1,350m at 2 percentage points higher cost consumes 27m annually before tax; access is not committed and an available facility is not FCF. Reducing buybacks is the first defence.

Company 9.2 reflects distribution, formats, recurrence and cash, limited by AI, leadership transition and customer defence costs. Opportunity 9.0 recognises a low price even on GAAP and cash after talent costs, with genuine downside risk. Overall 9.1 is our own quality and asymmetry judgment: Selective Buy rather than full Buy because monetisation and reinvestment remain uncertain, without averaging or automatic penalties.

Conclusion and independent score judgments

Why we could be wrong: professional users may monetise AI with little churn and free cohorts convert better than assumed, making valuation too pessimistic. Conversely, user numbers may mask substitution of paid products and make the first 19.50 USD cash flow excessive.

What would change our view: organic ARR and paid cohort conversion, cash after SBC and inference costs, and effective pricing versus seats. Persistent joint contraction of ARR and cash would invalidate selective entry; recovery without disproportionate acquisitions would strengthen it.

The least supported valuation components are future economic cash per share and terminal multiple in a generative-tool market. Price divided by guidance is reconstructed; future MAU conversion and a guaranteed terminal valuation are not.

Hold an existing position: professional distribution and cash after compensation and investment still fund AI adaptation without a demonstrated case to exit at the reference price. Hold while ARR and paid conversion sustain cash after SBC, inference, investment and debt without disproportionate acquisitions. Consider reducing if the free funnel expands but paid seats and cash fall persistently while debt supports buybacks. Consider selling if structural substitution of professional workflows breaks retention, cash and funding for innovation even under prudent valuation. Reducing now would avoid depending on Adobe capturing generative economics. Current cash and professional access support holding but do not guarantee new-user monetisation. Conversion cohorts, precise acquisition-adjusted organic contribution and cutoff financial balances remain unavailable; personal concentration and taxation are not assumed.

All three prior holder conditions were reviewed against the same Q3 FY26 and remain inconclusive. Closing Topaz updates deal status without confirming customer recovery or acquisition returns. No new period verifies a reduction or exit trigger.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.