



에르메스 (RMS FP)

뛰는 명품 위에 나는 명품

Global Company Report

Meritz Research 2020. 10. 28

- ✓ 글로벌 최상위 럭셔리 '에르메스', 투자의견 Buy 및 적정주가 1,000유로 제시
- ✓ '실적 성장 → 주가 상승'의 선순환 기대(2021E 매출액 +16.0%, EPSG +33.9% 추정)
- ✓ ① 콘텐츠(카테고리 추가) 및 플랫폼(판매 채널 효율화) 다각화 통한 저변 확장
- ✓ ② 럭셔리 시장 성장 및 중국 기여 확대 따른 낙수효과
- ✓ ③ 운전자본 효율화 → 현금전환주기 단축 → 잉여현금 증가 → 주주환원 여력 증대

매출 = 공급 ≠ 수요

에르메스는 글로벌 최상위 럭셔리 브랜드이다. 마구용품 전문점에서 출발, 지속적인 카테고리 확장을 통해 종합 소비자 업체로서 거듭났다. 특수 장인에 기반한 소량 생산제 및 평생 책임제가 제품력과 희소성을 부여한다. 비싸서가 아니라 없어서 못사는 브랜드로 지칭하는 배경이다.

실적 ↑ → 주가 ↑

에르메스의 주가 상승은 실적 성장에 기반한다. CAC 40가 제자리 걸음을 지속해 온 지난 10년간, 에르메스 주가는 5배 가까이 뛰었다. 5개년(2014~2019) 연평균 매출액 성장률은 +10.8%로, 20개년(1999~2019) 기준인 +10.5% 대비 되려 높다.

2021E 매출액과 EPS는 전년대비 각각 +16.0%, +33.9% 증가할 전망이다. 글로벌 럭셔리 시장 확대에 따른 낙수효과가 기대되는 가운데, 콘텐츠와(카테고리) 플랫폼의(판매 채널) 다각화가 사업 저변을 넓히겠다. 효율적인 운전자본 활용이 현금 전환을 가속화, 재무 건전성과 주주환원 여력이 증대되는 점 또한 매력적이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 1,000유로 제시

에르메스에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 1,000유로로 분석을 개시한다. 2021E EPS(14.4유로)에 직전 12개월 평균 Forward PER의 20% 할증 값(69.6배)을 적용해 산출하였다. 전일 기준 Implied PER은 56.9배이며, 상승여력은 21%에 달한다.

화장품/섬유의복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Key Data

	Buy(신규)		
적정주가	1000.0 유로		
현재주가 (10.26)	826.2 유로		
시가총액 (유로)	87.2십억유로		
시가총액 (원)	116.2조원		
거래소	프랑스 CAC		
업종	섬유의복		
국내 Peer	한섬		
52주 최고/최저가	828.8/516.0유로		
Bloomberg 평균목표주가	712.3유로		
주요주주(%)			
Family Hermes	66.70		
Capital Group Inc.	1.92		
Hermes	1.29		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	21.3	26.5
상대주가	11.2	18.2	42.3

(백만유로)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (유로) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (유로)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,966.1	2,128.0	1,405.5	13.3	15.1	51.8	36.4	9.4	20.1	25.7	54.4
2019	6,883.4	2,338.9	1,528.2	14.5	9.2	62.2	46.0	10.7	25.0	23.3	50.3
2020E	6,057.4	1,756.6	1,134.8	10.7	-26.1	66.3	76.8	12.4	41.1	16.2	51.2
2021E	7,026.6	2,362.1	1,519.6	14.4	33.9	77.5	57.3	10.7	31.3	18.6	43.6
2022E	7,718.9	2,616.8	1,712.4	16.2	12.7	89.1	50.9	9.3	28.3	18.2	39.2
















I. 투자 포인트 ① 콘텐츠 경쟁력

카테고리 다변화

에르메스는 카테고리 다변화를 통한 자연 성장에 주력한다. 상품 구성의 폭을 넓혀 다양한 소비자 니즈에 부합하는 전략이다. 사업부는 총 7개로 소비재 전반을 아우른다(가죽제품, 의류, 실크, 가정용품, 귀금속, 소품, 화장품). 2020년 3월 립스틱 출시로서 화장품 사업을 본격화했다. 6개월마다 카테고리를 추가하여 신규 소비력을 확보할 전망이다.

후방 수직계열화가 한 몫 한다. 가정용품 전문 업체 Debar와의 합작 회사 설립, 편직물 업체 Perrin & Fils와 Bettina 및 귀금속 제조사 J3L에 대한 지분 투자 등을 말한다. 제조사의 노하우를 활용하여 제품의 품질을 높이고, 라인업을 강화하는 데에 힘쓰는 것이다. 브랜드 다각화로써 비자연적 성장 도모에 집중하는 경쟁사와 차별화되는 부분이기도 하다.

그림1 에르메스 카테고리별 주요 제품 라인업

가방	의류/잡화	주얼리	가정용품	화장품
 Kelly 7,700달러~13,200달러	 Wrap Leather Coat 28,100달러	 Heure H Double 6,850달러	 Bleus d'Ailleurs 220달러	 Terre d'Hermes 138달러
 Birkin 12,000달러~200,000달러	 Maxi Twilly 295달러	 Apple Watch 339달러	 H Salad Bowl 515달러	 L'Ombre des Merveilles 153달러
 Constance 9,550달러	 Absolue ankle boot 2,475달러	 Kelly Clochette 24,900달러	 H'Bloc wallpaper 306달러/10m	 Matte 67달러

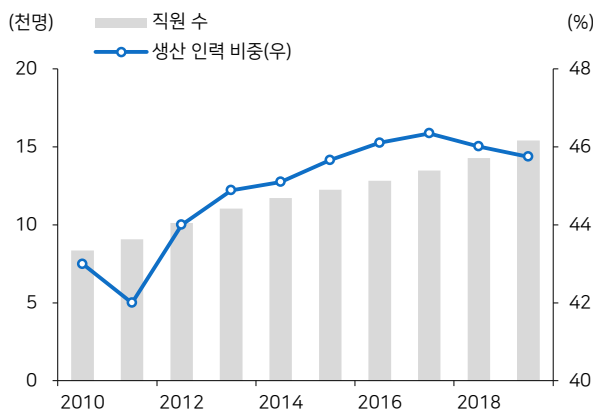
주: 미국 온라인 자사몰 판매 가격 기준
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

브랜드 가치

에르메스의 매출은 수요가 아닌 공급이 창출한다. 비싸서가 아니라 없어서 못산다는 말이 맞겠다. 특수 장인을 통한 소량 생산제를 따르고 있어, 판매 가능 수량이 넉넉하지 못하다. 대표 제품인 Birkin과 Kelly의 경우, VIP 고객들마저 최소 2년은 대기해야 손에 넣을 수 있다. 분업화를 통해 대량 생산 체계를 구축, 양적 성장을 도모하는 경쟁사와의 또 다른 차이점이다.

고유의 제조 방식은 브랜드 가치를 설명한다. 최상급의 제품을 제한적으로 공급함으로써 희소성을 높이는 것이다. 생산을 전담한 장인이 수선까지 돌보는 등 '평생 책임제'를 고수하는 유일무이한 브랜드이기도 하다. 철저한 검수와 장기간의 무두질(약 8개월 소요)을 통해 최상급 가죽을 선별한다. 자체 교육으로(총 5년 과정) 특수 장인을 발굴한다. 장인 한 명이 제품의 모든 과정을 도맡아 생산한다(가방당 20시간 투여).

그림2 에르메스 직원 수 및 생산 인력 비중



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 에르메스 가죽 공방



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

표1 에르메스 생산 법인 (전세계 55개 지)

분야	법인명	분야	법인명
가죽	Hermès Sellier	무두질	Tannerie de Montereau
	Maroquinerie de Saint-Antoine		Tannerie de Vivoin
	Maroquinerie de Belley		Tannerie d'Annonay
	Maroquinerie des Ardennes		Conceria di Cuneo
	Maroquinerie de Sayat		Taneries du Puy
	Manufacture de Franche-Comté		United States division
	Manufacture de Haute Maroquinerie		Australia division
	Maroquinerie du Sud Ouest		텍스타일
	Maroquinerie de Normandie	Société d'Impression sur étoffes du Grand-Lemps	
	Maroquinerie Iséroise	Ateliers A.S.	
	Maroquinerie de Guyenne	Holding Textile Hermès	
	Maroquinerie de Montereau	Établissements Marcel Gandit	
		Ateliers de Tissage de Bussières et de Challes	
	자기 및 세공	Puiforcat	Société Novatrice de Confection
Compagnie des Arts de la Table et de Beyrand		Ateliers d'Ennoblement d'Irigny	

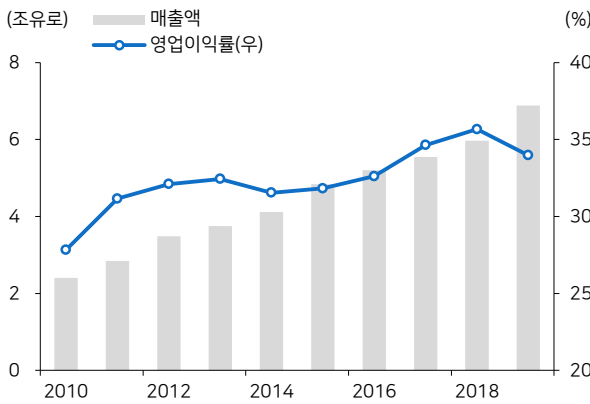
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

I. 투자 포인트 ② 플랫폼 효율화

에르메스는 질적 성장을 추구한다. 오프라인 점포 수는 순감, 점당 매출액은 증가를 지속하고 있다. '플랫폼 효율화 → 고정비 부담 완화 → 수익성 향상'에의 선순환에 따른다.

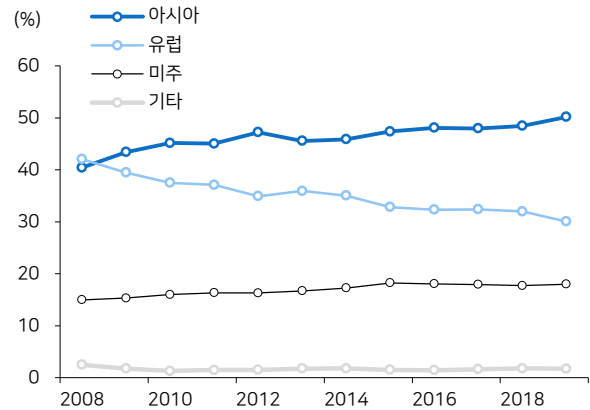
① 아시아 거점이 확대된다. 매출 비중과 성장률이 가장 높은 권역이다. ② 유럽은 점포 효율화에 집중한다. 실적 기여가 줄고 있기 때문이다. ③ 온라인 채널을 키운다. 유통 중심축의 이동과 주력 소비층의 연소화를 감안한 전략이다. 2017년 자사몰을 개편한 후, 전개 지역을 넓히고 있다. 2018년 중국, 2020년 홍콩/마카오/한국에 공식 온라인몰을 출범했다. 매장 방문이나 구매 제품 예약 등의 서비스 강화에도 힘쓰고 있다.

그림4 에르메스 매출액 및 영업이익률



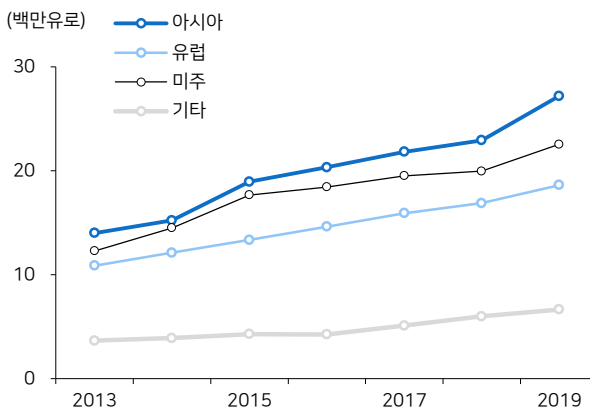
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에르메스 권역별 매출 비중



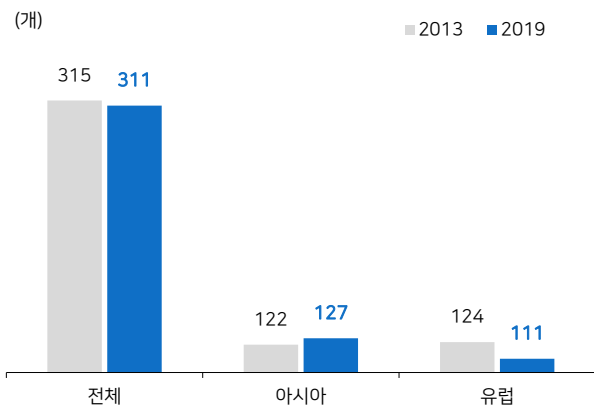
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림6 에르메스 권역별 점당 매출액



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 에르메스 매장 수: 아시아 vs. 유럽



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

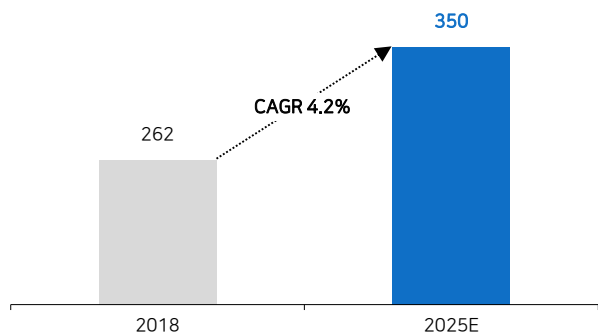
I. 투자 포인트 ③ 럭셔리 시장 확대

시장 성장에 따른 낙수효과 또한 기대 가능하다. 글로벌 럭셔리 시장은 2025E 3,500억유로로 2018년 대비 34% 확대될 전망이다. 특히, 중국의 활약이 돋보인다. 연평균 두 자릿수의 고성장을 구가하며, 글로벌 시장의 과반을 이끌어갈 전망이다 (럭셔리 시장 내 중국 비중 2018년 33% → 2025E 48%). 중산층 이상의 인구가 빠르게 증가하면서, 소비 여력이 높아진 결과이다. 에르메스 또한 해당 트렌드에 편승, 중국 소비력을 사로잡기 위한 일환으로 판매 채널을 늘려왔다.

복종별로 살펴봐도 럭셔리 강세는 두드러진다. 실적과 주가 모두 여타 복종(스포츠, 캐주얼 등) 대비 우수한 흐름을 시현해왔다. 글로벌 브랜드 가치 상위 10위권 모두, 럭셔리가 석권하고 있기도 하다.

그림8 글로벌 럭셔리 시장 규모 전망

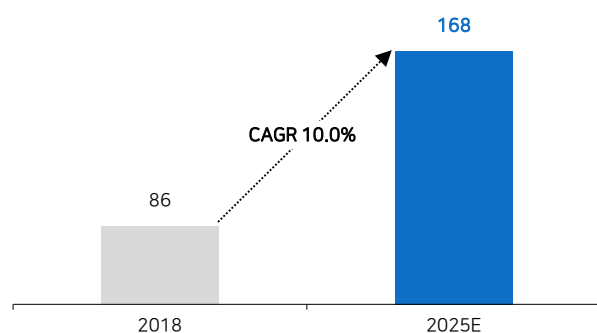
(십억유로)



자료: Bain&Company, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 럭셔리 시장 규모 전망

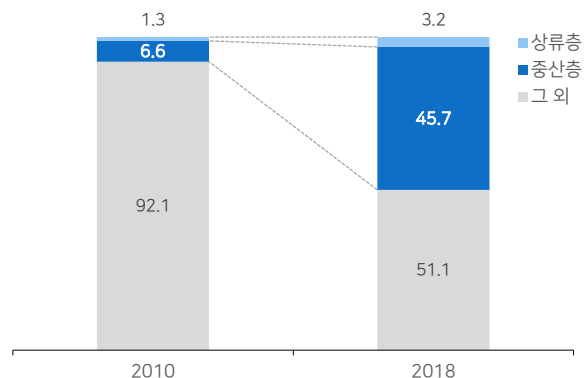
(십억유로)



자료: Bain&Company, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 중산층 비중 변화

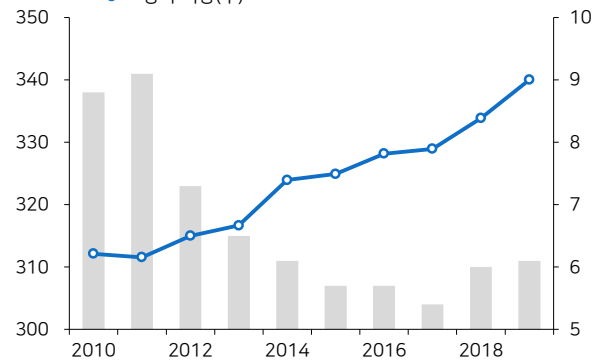
(%)



주: 중산층은 연간 가처분소득 13.8만~29.7만원인 보유 가구 기준
자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

그림11 에르메스 매장 수: 전체 vs. 중국

(개) — 전체 매장 수 (%) — 중국 비중(우)



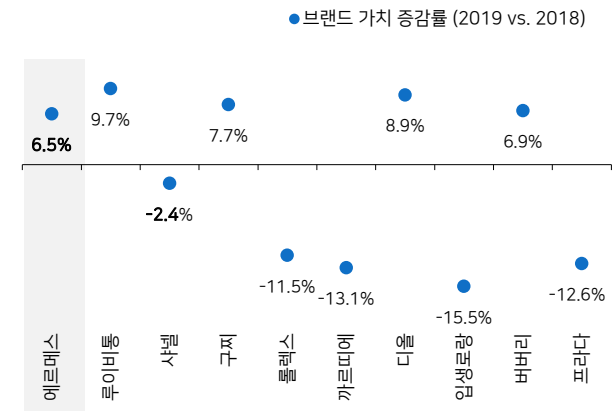
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 브랜드 가치 순위: 상위 10개 모두 럭셔리

순위	2020년	브랜드 가치 (백만달러)	2019년	브랜드 가치 (백만달러)
1	루이비통	518	루이비통	472
2	샤넬	361	샤넬	370
3	에르메스	330	에르메스	310
4	구찌	272	구찌	253
5	롤렉스	74	롤렉스	84
6	까르띠에	52	까르띠에	60
7	디올	51	버버리	47
8	입생로랑	40	디올	47
9	버버리	38	입생로랑	36
10	프라다	31	프라다	35

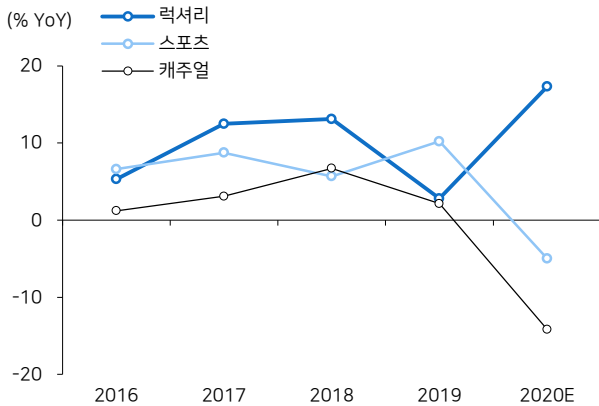
자료: BrandZ, Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림12 글로벌 상위 10개 브랜드 가치 증감률



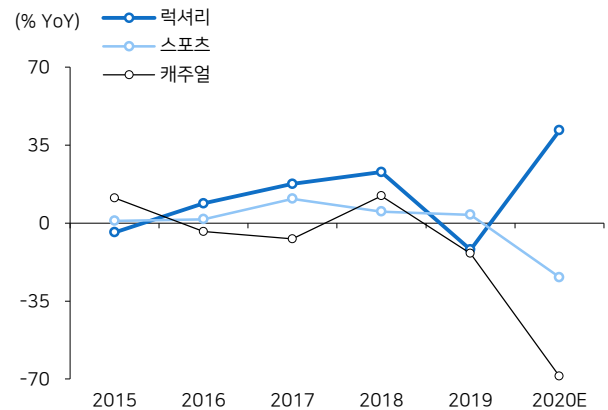
자료: BrandZ, Kantar, 메리츠증권 리서치센터

그림13 복종별 매출 성장률: 럭셔리 > 스포츠 > 캐주얼



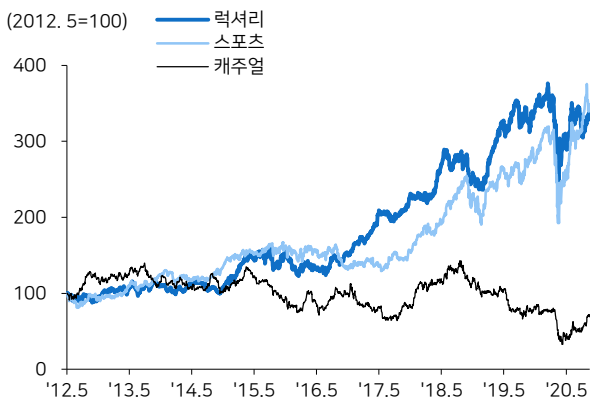
주: 복종별 대표 3개 업체 평균 값, 럭셔리: LVMH/Kering/Hermès, 스포츠는 Nike/VFC/Lululemon, 캐주얼은 GAP/Urban Outfitters/American Eagle 차환
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 복종별 영업이익의 성장률: 럭셔리 > 스포츠 > 캐주얼



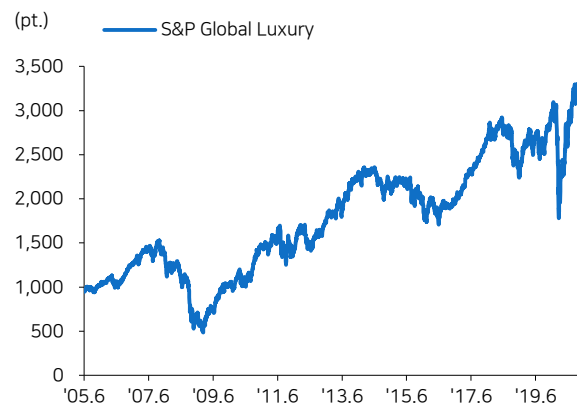
주: 복종별 대표 3개 업체 평균 값, 럭셔리: LVMH/Kering/Hermès, 스포츠는 Nike/VFC/Lululemon, 캐주얼은 GAP/Urban Outfitters/American Eagle 차환
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 복종별 주가 추이



주: 복종별 대표 3개 업체 평균 값, 럭셔리: LVMH/Kering/Hermès, 스포츠는 Nike/VFC/Lululemon, 캐주얼은 GAP/Urban Outfitters/American Eagle 차환
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 S&P 글로벌 럭셔리 지수



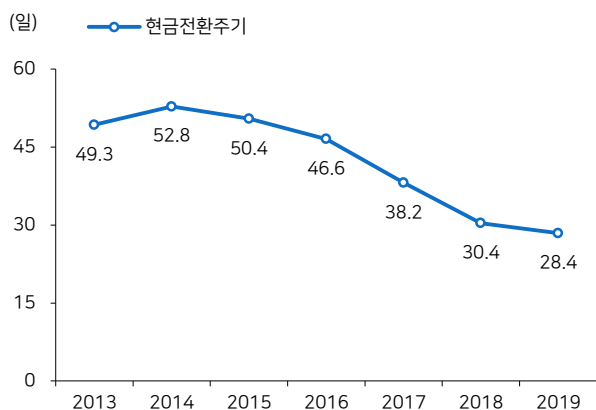
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

I. 투자 포인트 ④ 운전자본 활용력

현금전환주기가 단축된다. 효율적인 운전자본 활용에 기반한다. '재료 구비 → 제품 생산 → 유통 판매 → 대금 수취'까지의 이익 주기가 채 한 달도 되지 않는다 (현금전환주기: 2014년 52.8일 → 2019년 28.4일).

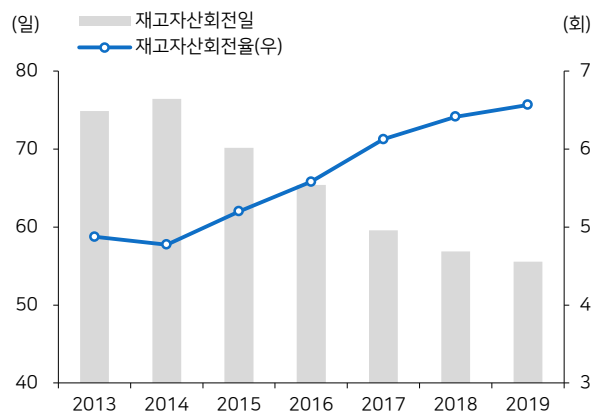
① 재고자산이 잘 돈다. 한정적 물량 공급과 판매 호조가 재고 회전 주기를 지속 높이는 것이다. 2014년 4.8회 수준이었던 재고자산회전율은, 2019년 6.6회로 50% 가까이 증가했다. ② 매출채권은 순조롭게 회수된다. 평균 15.9일을 주기로 회전, 판매 대금이 매월 두 번씩 수취되는 셈이다. ③ 매입채무 또한 안정적이다. 지급 주기가 적정 수준을 유지함으로써, 신용도와 협상력의 우위를 방증한다.

그림17 에르메스 현금전환주기



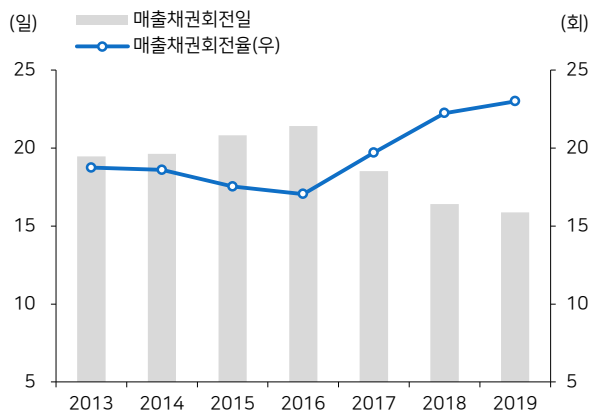
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림18 에르메스 재고자산 회전



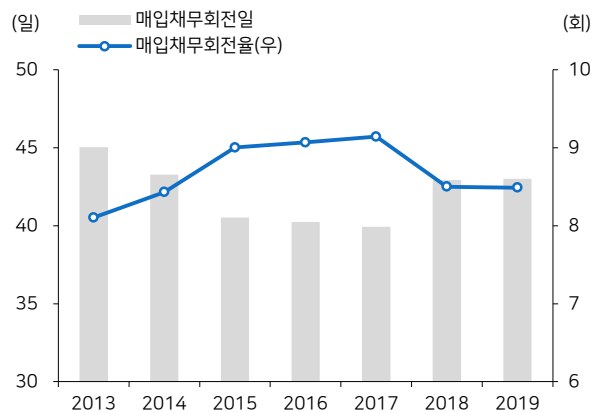
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림19 에르메스 매출채권 회전



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림20 에르메스 매입채무 회전



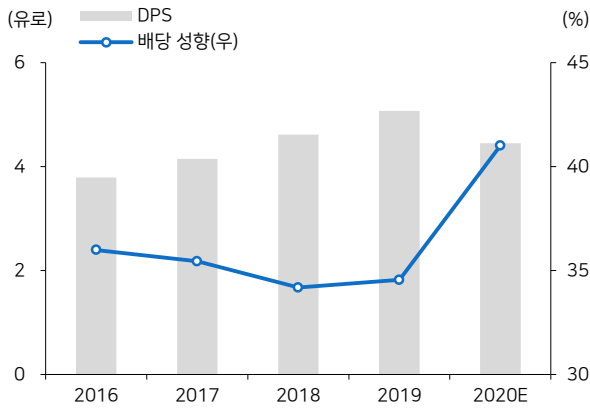
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

I. 투자 포인트 ⑤ 주주환원정책

주주환원에 적극적이다. 견조한 실적(= EPS ↑)과 건강한 재무구조(= 순현금 ↑)를 바탕으로 잉여 현금을 높여왔다. 2019년 주당 배당금과 자사주 매입분은 각각 5.1유로, 5,282만유로로 연결 지배순이익의 38%가 주주에게 귀속되었다(배당 지급분 및 자사주 매입분 합산 기준).

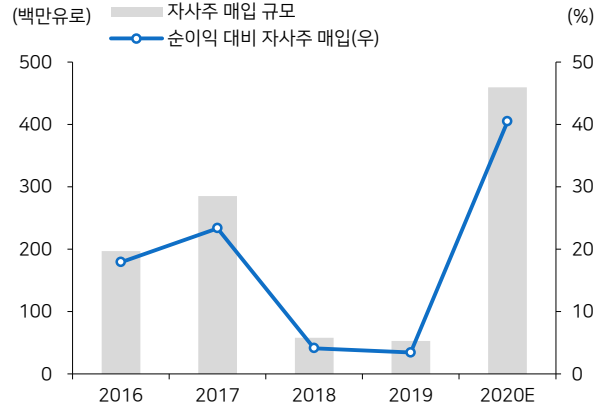
주주 가치 제고는 계속된다. 2020E 주당 배당금으로 4.4유로를 추산, 배당 성향은 41%에 달할 전망이다. 2020년 누적 자사주 매입분은 4.6억유로로, 2020E 당사 예상 지배순이익의 41%를 사들였다. 번 돈의 82%가 환원되는 격이다.

그림21 에르메스 배당



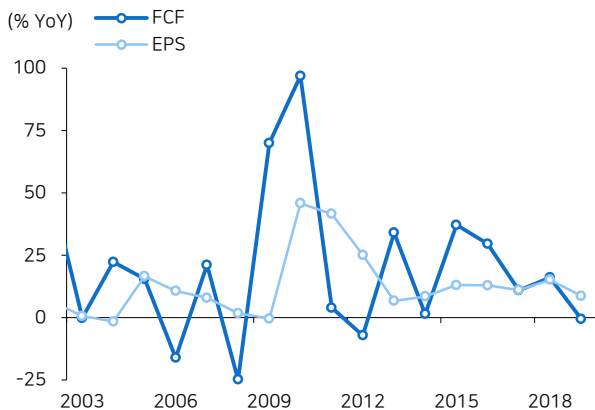
주: 배당 성향은 자사주 매입 제외 후 DPS를 EPS로 나누어 산출, 2020E는 당사 예상 주당 배당금 적용
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림22 에르메스 자사주 매입



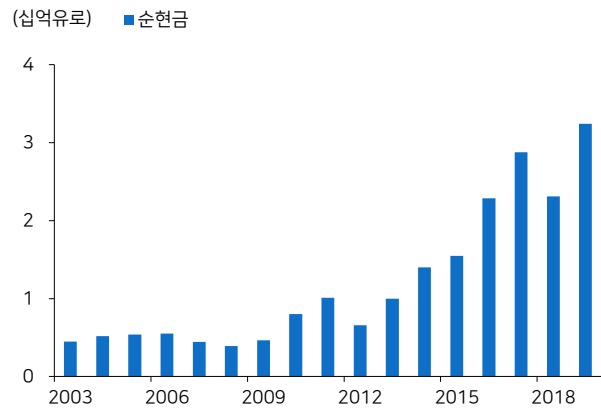
주: 2020E은 YTD 누적 자사주 매입분 적용
자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림23 에르메스 FCF 및 EPS 성장률



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

그림24 에르메스 순현금



자료: 에르메스, 메리츠증권 리서치센터

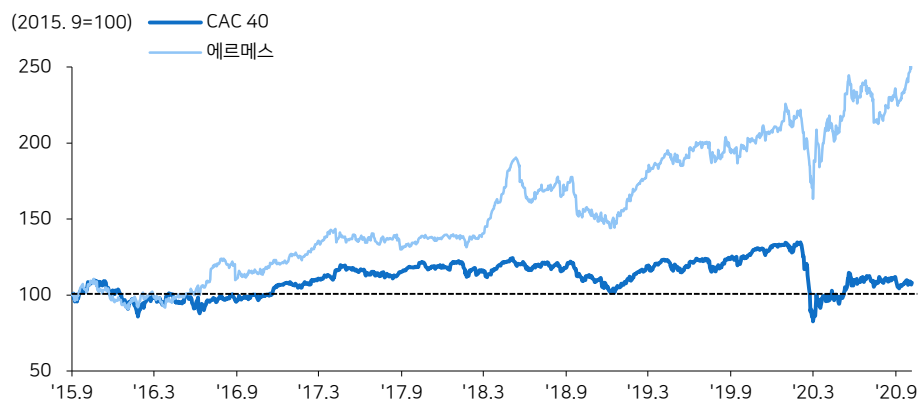
II. 실적 전망

고성장의 연속

CAC 40가 제자리 걸음을 지속해 온 지난 10년간, 에르메스 주가는 5배 가까이 뛰었다. 현재 주가는 연초 대비 +20% 상승한 수준으로, 코로나 사태로 인한 휘청임을 완연하게 벗어내기도 했다. 주가는 실적에 수렴한다. 에르메스 주가가 시장을 크게 상회하는 이유이다.

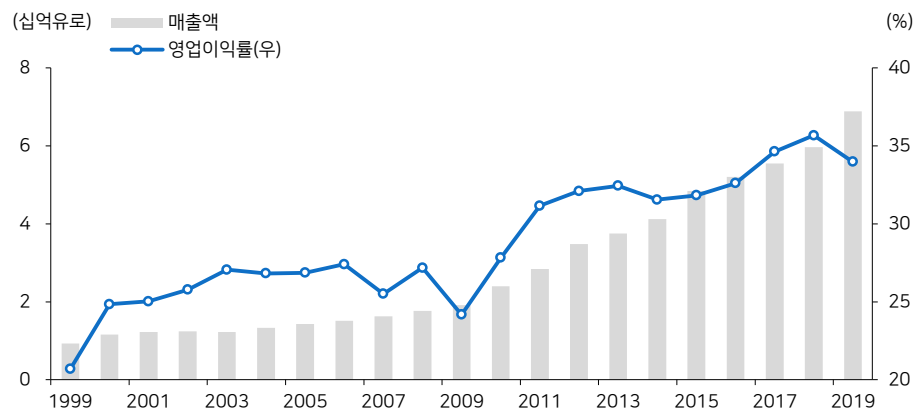
에르메스는 매년 성장해왔다. 매출과 수익성 모두가 그렇다. 콘텐츠와(카테고리) 플랫폼의(판매 채널) 다각화를 통해 사업 저변을 지속 확장시켜 온 결과이다. 특히, 성장률을 유지하는 점이 부각된다. 5개년(2014~2019) 연평균 매출액 성장률은 +10.8%로, 20개년(1999~2019) 기준인 +10.5% 대비 되려 높다.

그림25 상대주가: 에르메스 vs. CAC 40



주: 2015년 9월 18일 종가를 100으로 환산하여 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 에르메스 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2021E: 매출액 +16.0%, EPSG +33.9% 전망

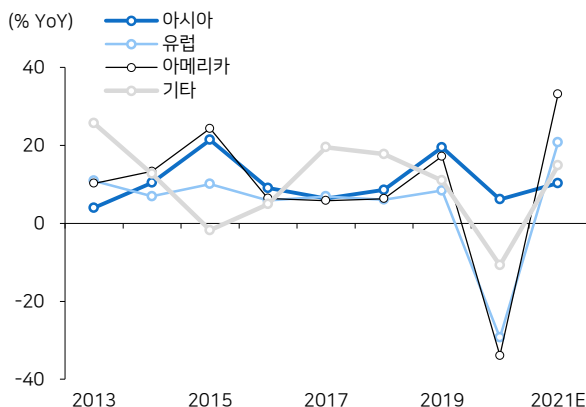
에르메스는 2021년 매출액 70.3억유로(+16.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 23.6억유로(+34.5%), 순이익 15.2억유로(+33.9%)를 기록할 전망이다. 코로나로 인한 기저 효과에 화장품 라인업 추가를 감안했다.

지역별 매출 성장률로는 아메리카 +33.1%, 유럽 +20.8%, 기타 +14.9%, 아시아 +10.3%를 추산한다. 전 권역에서 판매 회복이 나타나는 가운데, 특히 서구권의 성장이 두드러지겠다. 록다운 영향을 제거한 데에 기인한다(1H20 매장 휴업 기간: 미국 10주, 유럽 9주).

(백만유로, %, %p)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,754.8	4,118.6	4,841.0	5,202.2	5,549.2	5,966.1	6,883.4	6,057.4	7,026.6
매출총이익	2,584.5	2,753.0	3,198.5	3,520.3	3,889.9	4,174.3	4,758.5	4,088.7	4,819.3
매출총이익률	68.8	66.8	66.1	67.7	70.1	70.0	69.1	67.5	68.6
영업이익	1,218.0	1,299.3	1,540.7	1,696.5	1,922.0	2,128.0	2,338.9	1,756.6	2,362.1
영업이익률	32.4	31.5	31.8	32.6	34.6	35.7	34.0	29.0	33.6
세전이익	1,194.6	1,274.6	1,495.1	1,648.8	1,889.8	2,066.2	2,270.3	1,668.8	2,291.2
세전이익률	31.8	30.9	30.9	31.7	34.1	34.6	33.0	27.6	32.6
순이익	790.3	858.8	972.6	1,100.3	1,221.5	1,405.5	1,528.2	1,134.8	1,519.6
순이익률	21.0	20.9	20.1	21.2	22.0	23.6	22.2	18.7	21.6
YoY									
매출액	7.8	9.7	17.5	7.5	6.7	7.5	15.4	-12.0	16.0
매출총이익	8.9	6.5	16.2	10.1	10.5	7.3	14.0	-14.1	17.9
영업이익	8.9	6.7	18.6	10.1	13.3	10.7	9.9	-24.9	34.5
영업이익률	0.3	-0.9	0.3	0.8	2.0	1.0	-1.7	-5.0	4.6
세전이익	8.6	6.7	17.3	10.3	14.6	9.3	9.9	-26.5	37.3
순이익	6.8	8.7	13.3	13.1	11.0	15.1	8.7	-25.7	33.9

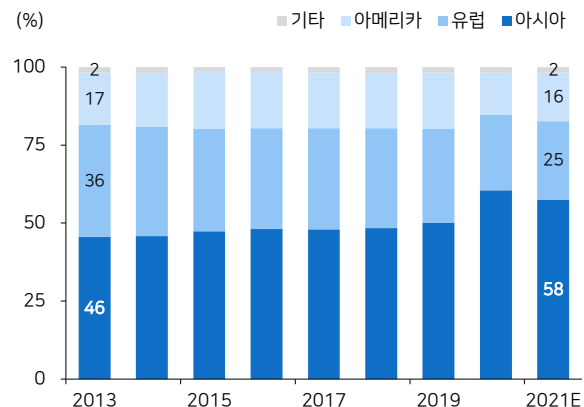
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 에르메스 권역별 매출 성장률



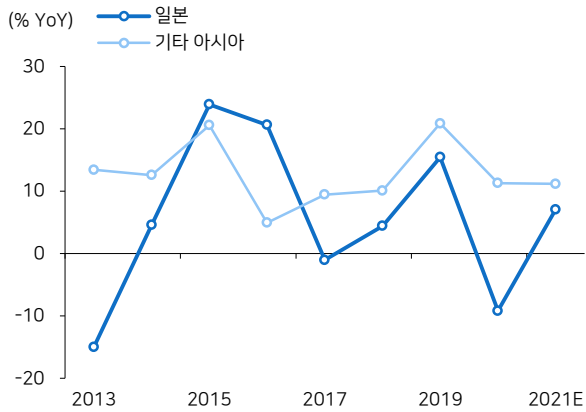
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 에르메스 권역별 매출 비중



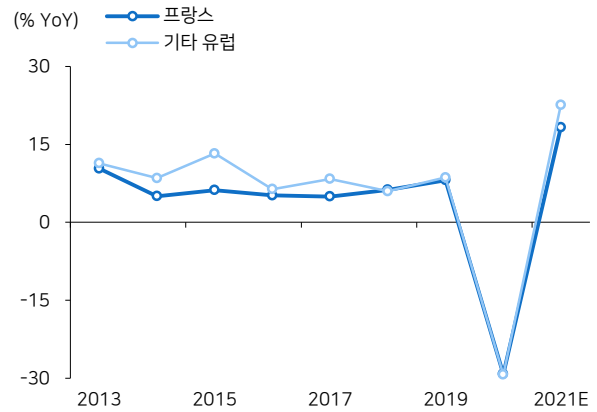
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 아시아 매출 성장률: 일본 vs. ex-일본



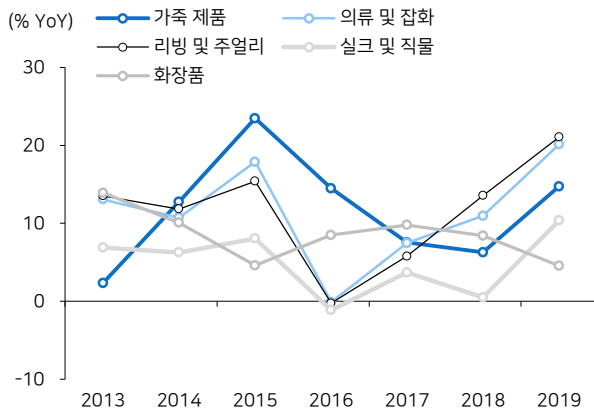
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 유럽 매출 성장률: 프랑스 vs. ex-프랑스



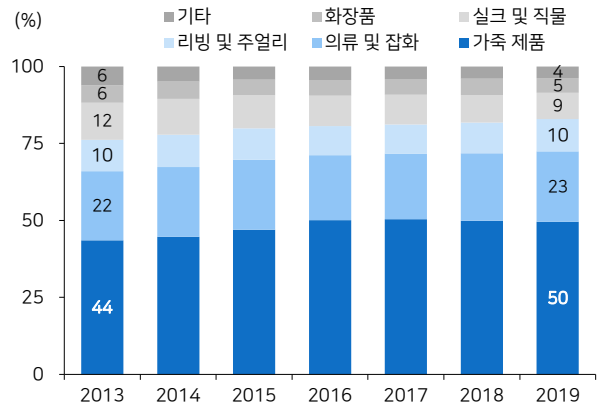
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 에르메스 카테고리별 매출 성장률



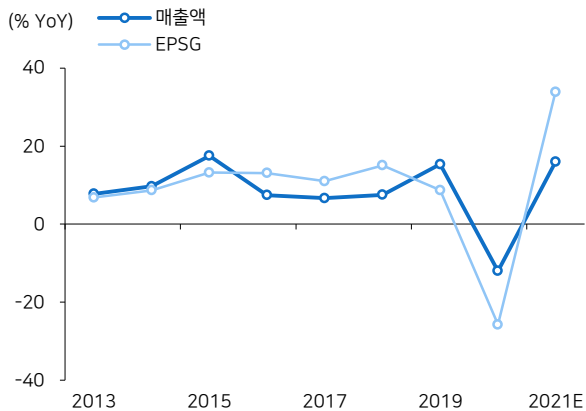
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 에르메스 카테고리별 매출 비중



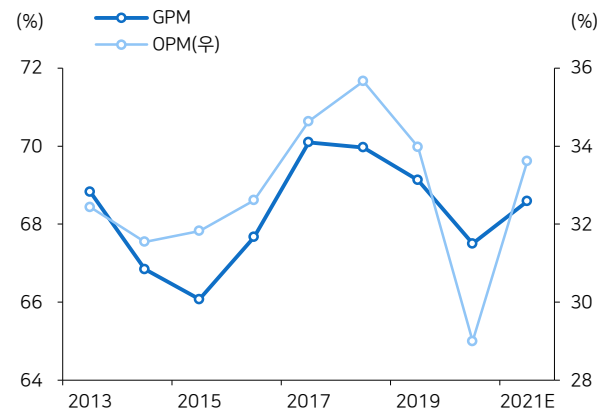
자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 에르메스 매출액 및 순이익 성장률



자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 에르메스 GPM 및 OPM



자료: 에르메스, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

III. Valuation

에르메스에 대해 투자 의견 Buy와 적정주가 1,000유로로 분석을 개시한다. 2021E EPS(14.4유로)에 직전 12개월 평균 Forward PER의 20% 할증 값(69.6배)을 적용해 산출하였다. 전일 기준 Implied PER은 56.9배이며, 상승여력은 21%에 달한다.

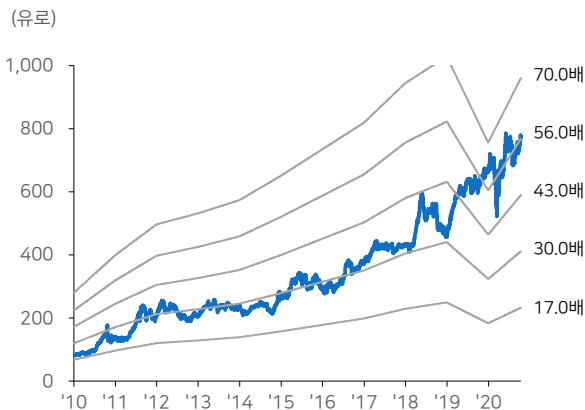
Valuation 확장이 가능하다는 판단, Target PER을 할증했다. ① 실적 개선에 대한 기대(3Q20 매출 '+' 성장 전환, 코로나 영향권 탈출), ② 브랜드 가치 증대의 지속(2018~2020 브랜드 가치 CAGR +8.5%), ③ 재무재표의 건전성(2020E 순현금: 에르메스 48억유로 vs. LVMH -100억유로 vs. Kering -32억유로)을 감안했다.

표4 에르메스 적정주가 산출

(유로, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (유로)	14.4	2021E 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	69.6	직전 12개월 평균 Forward PER에 20% 할증 적용
적정주가 (유로)	1,011	
적정주가 (유로)	1,000	반내림 적용
현재주가 (유로)	826.2	
상승여력 (%)	21.0	
2021E Implied PER	56.9	

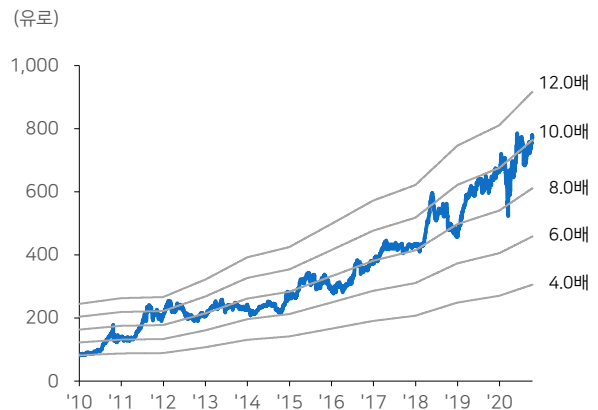
주: 2020년 10월 23일 증가 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림35 에르메스 12개월 선행 PER 밴드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 에르메스 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 럭셔리 업체 실적 전망 및 Valuation

종목명		에르메스	LVMH	Kering
현재주가(유로)		826.2	421.8	549.4
시가총액(백만유로)		87,221.4	212,881.4	69,377.9
매출액(백만유로)	2019	6,883.4	53,670.0	15,883.5
	2020E	6,057.4	45,216.0	13,336.0
	2021E	7,026.6	53,258.0	15,650.0
매출액성장률(%)	2019	15.4	14.6	16.2
	2020E	-12.0	-15.8	-16.0
	2021E	16.0	17.8	17.4
영업이익(백만유로)	2019	2,338.9	11,245.0	4,609.8
	2020E	1,756.6	7,581.0	3,092.0
	2021E	2,362.1	11,111.0	4,358.0
OPM(%)	2019	34.0	21.0	29.0
	2020E	29.0	16.8	23.2
	2021E	33.6	20.9	27.8
순이익(백만유로)	2019	1,528.2	7,171.0	2,308.6
	2020E	1,134.8	4,066.0	1,853.0
	2021E	1,519.6	6,836.0	2,838.0
EPSG(%)	2019	9.2	12.7	-37.6
	2020E	-26.1	-43.3	-20.0
	2021E	33.9	70.6	55.8
ROE(%)	2019	23.3	20.8	22.9
	2020E	16.2	21.1	30.2
	2021E	18.6	11.2	18.2
PER(배)	2019	46.0	29.1	33.6
	2020E	76.8	51.8	34.9
	2021E	57.3	30.7	23.9
PBR(배)	2019	10.7	5.7	7.2
	2020E	12.4	5.6	6.2
	2021E	10.7	5.1	5.4
EV/EBITDA(배)	2019	25.0	14.0	13.9
	2020E	41.1	22.0	18.6
	2021E	31.3	16.6	14.3
순현금(백만유로)	2019	3,242.5	-18,851.0	-7,595.6
	2020E	4,672.4	-9,878.0	-3,082.7
	2021E	5,693.2	-7,542.8	-1,473.3

주: 에르메스는 당사 예상치 기준, LVMH와 Kering은 Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

IV. 기업 개요

에르메스는 1837년 마구 용품 전문점으로 설립되었다. 고품질의 제품을 전세계 귀족들에게 판매하면서 브랜드 명성을 알리기 시작했다. 1892년 최초의 가방 '삭 오타구루아'를 출시함으로써 패션계의 발을 내딛었다. 1935년 '캘리', 1967년 '콘스탄스', 1984년 '버킨' 등 잇달아 내놓은 제품 모두가 성공하며 패션잡화 1인자로 등극했다. 의류, 신발, 귀금속, 가정용품까지 사업 영역을 지속 확장시켜 왔고, 최근에는 화장품 사업에 뛰어들기도 했다. 현재 51국에서 311개 매장을 운영하고 있으며, 플래그십 스토어 및 온라인 자사몰 강화에 주력하고 있다.

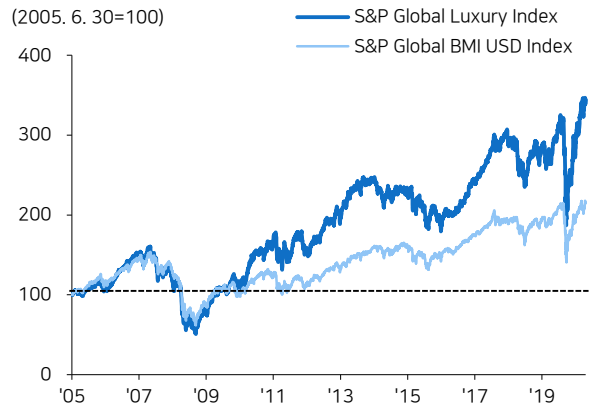
1993년 6월 프랑스 주식 시장에 상장하였다. 글로벌 럭셔리 브랜드 추종 펀드 S&P Global Luxury Index와 프랑스 주가지수 CAC 40에 편입되어 있기도 하다. 주주는 최대주주 외 특수관계인 66.7%, 기타 33.3%로 구성되어 있다.

표6 S&P Global Luxury Index 비중 상위 10개 종목

비중	종목명	종목코드	섹터
1	테슬라	TSLA	자유재-자동차
2	LVMH	MC	자유재-패션/화장품/주류
3	케링	KER	자유재-패션/화장품
4	에스티로더	EL	필수재-화장품
5	리치몬드	CFR	자유재-패션
6	다임러	DAI	자유재-자동차
7	에르메스	RMS	자유재-패션/화장품
8	나이키	NKE	자유재-패션
9	페르노리카	RI	필수재-주류
10	페라리	RACE	자유재-자동차

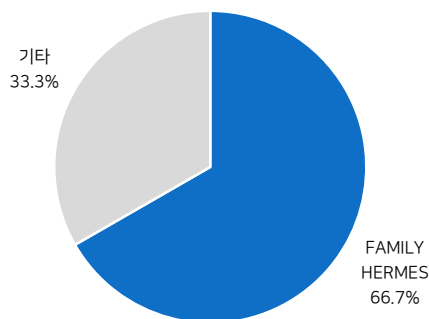
자료: S&P Dow Jones Indices, 메리츠증권 리서치센터

그림37 상대주가: S&P Global Luxury Index vs. 벤치마크



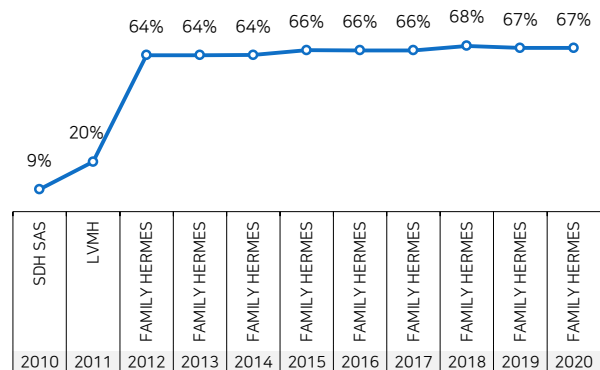
자료: S&P Dow Jones Indices, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림38 에르메스 주주 구성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림39 에르메스 최대주주 지분율 변동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Hermes International (RMS:FP)

Income Statement

(백만유로)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,966.1	6,883.4	6,057.4	7,026.6	7,718.9
매출성장률 (%)	7.5	15.4	-12.0	16.0	9.9
매출원가	1,791.8	2,124.9	1,968.7	2,207.2	2,402.7
매출총이익	4,174.3	4,758.5	4,088.7	4,819.4	5,316.2
판매관리비	2,046.3	2,419.6	2,332.1	2,457.3	2,699.4
영업이익	2,128.0	2,338.9	1,756.6	2,362.1	2,616.8
영업이익률 (%)	35.7	34.0	29.0	33.6	33.9
금융손익	6.7	3.6	3.3	2.9	2.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-55.1	-65.0	-91.1	-73.8	-80.9
세전계속사업이익	2,066.2	2,270.3	1,668.8	2,291.2	2,538.4
법인세비용	672.2	751.0	534.0	771.6	825.9
당기순이익	1,411.0	1,535.0	1,135.0	1,520.0	1,712.8
지배주주지분 순이익	1,405.5	1,528.2	1,134.8	1,519.6	1,712.4

Balance Sheet

(백만유로)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,975.5	6,090.5	6,515.5	7,594.8	8,833.4
현금 및 현금성 자산	3,479.1	4,384.2	4,672.4	5,693.2	6,893.4
매출채권	280.7	317.9	302.3	322.3	335.5
재고자산	963.6	1,132.6	1,279.8	1,308.0	1,325.0
비유동자산	3,476.4	3,790.6	4,069.0	4,154.9	4,258.0
유형자산	2,328.3	2,496.1	2,718.5	2,727.0	2,757.2
무형자산	157.7	200.3	210.3	216.6	223.1
자산총계	8,451.9	9,881.1	10,584.5	11,749.7	13,091.4
유동부채	1,716.7	2,023.5	1,983.9	1,935.5	2,034.4
매입채무	781.6	840.4	890.8	962.1	1,029.4
단기차입금	22.5	20.5	17.4	13.9	11.6
비유동부채	1,260.5	1,281.7	1,602.1	1,634.2	1,650.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,977.2	3,305.2	3,586.1	3,569.7	3,684.9
자본금	53.8	53.8	53.8	53.8	53.8
자본잉여금	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6
기타포괄이익누계액	-426.2	-452.3	-410.7	-410.7	-410.7
이익잉여금	5,792.6	6,917.0	7,305.3	8,486.9	9,713.4
비지배주주지분	4.9	7.8	0.4	0.4	0.4
자본총계	5,474.7	6,575.9	6,998.4	8,180.0	9,406.5

Statement of Cash Flow

(백만유로)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,967.7	2,124.8	1,559.2	2,118.6	2,373.8
당기순이익(손실)	1,405.5	1,528.2	1,134.8	1,519.6	1,712.4
유형자산상각비	405.8	447.7	399.3	464.2	509.3
무형자산상각비	79.7	125.1	106.3	111.7	115.0
운전자본의 증감	76.7	23.8	-81.2	23.2	37.1
투자활동 현금흐름	-266.9	-508.6	-395.2	-396.3	-407.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-312.3	-478.0	-382.4	-393.9	-405.7
투자자산의 감소(증가)	69.1	0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-1,200.4	-742.8	-905.7	-701.6	-766.1
차입금의 증감	-182.3	-203.1	-317.4	-28.6	-14.0
자본의 증가	-59.7	-53.1	-123.0	-50.0	-50.0
현금의증가(감소)	500.4	873.4	258.3	1,020.8	1,200.2
기초현금	3,040.3	3,540.7	4,414.1	4,672.4	5,693.2
기말현금	3,540.7	4,414.1	4,672.4	5,693.2	6,893.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표 (유로)					
SPS	56.5	65.2	57.4	66.5	73.1
EPS	13.3	14.5	10.7	14.4	16.2
CFPS	18.6	20.1	14.8	20.1	22.5
EBITDAPS	24.2	26.7	20.1	26.4	29.2
BPS	51.8	62.2	66.3	77.5	89.1
DPS	4.6	5.0	4.4	6.0	6.7
배당수익률 (%)	0.9	0.8	0.5	0.7	0.8
밸류에이션 (배)					
PER	36.4	46.0	76.8	57.3	50.9
PCR	26.0	33.1	55.9	41.1	36.7
PSR	8.6	10.2	14.4	12.4	11.3
PBR	9.4	10.7	12.4	10.7	9.3
EV/EBITDA	20.1	25.0	41.1	31.3	28.3
Key Financial Ratio (%)					
ROE	25.7	23.3	16.2	18.6	18.2
EBITDA 이익률	42.8	40.9	35.0	39.6	39.9
부채비율	54.4	50.3	51.2	43.6	39.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
이자보상비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

Hermes International (RMS:FP) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

