

Company Update



오동환
Analyst
dh1.oh@samsung.com
02 2020 7808

이준용
Research Associate
jbrad.lee@samsung.com
02 2020 7981

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	36,000원	(36.6%)
현재주가	26,350 원	
시가총액	3,065.6억원	
Shares (float)	11,634,263주 (46.6%)	
52 주 최저/최고	14,800원/26,750원	
60 일-평균거래대금	7.5억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
사람인에이치알 (%)	10.3	39.8	44.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	26.4	71.9	90.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	36,000	30,000	20.0%
2019E EPS	2,095	1,756	19.3%
2020E EPS	2,504	2,080	20.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	30,000
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

2019. 8. 12

사람인에이치알 (143240)

본격적인 영업 레버리지 구간 진입

- 연초 광고 단가 인상 효과 지속으로 2분기 매출액은 y-y 13.4% 증가. 매출 증가에도 광고 선전비 감소로 영업이익은 y-y 52.5% 증가한 89억원으로 컨센서스 43.5% 상회
- 높은 시장 지배력을 통한 지속적인 단가 인상 역량과 마케팅 경쟁 둔화에 따른 제한적인 비용 증가, 이에 따른 높은 영업 레버리지 효과를 고려하면 경쟁사 대비 밸류에이션 할인은 빠르게 해소될 전망

WHAT'S THE STORY

마케팅 감소에도 매출 상승: 2분기 매출액은 247억원으로 y-y 13.4%, q-q 18.9% 증가. 올해 1월 초 PC 광고 상품 단가 인상 효과로 매칭 플랫폼 부문의 매출이 y-y 27.2%, q-q 28.0% 증가하며 성장을 견인. 저마진 오프라인 인력 사업 매출은 사업 조정으로 y-y 5.2% 감소. 취업 플랫폼 시장 내 경쟁 둔화로 TV 광고 등 마케팅비용은 y-y 42.0% 감소. 매출 증가와 영업비용 감소에 따른 영업 레버리지 효과로 2분기 영업이익은 y-y 52.5%, q-q 54.2% 대폭 증가한 89억원을 기록하여 컨센서스를 43.5% 상회.

안정적 점유율을 기반으로 단가 상승: 올 1월 초 PC 로고 상품의 단가 상승에도 불구하고, 국내 1위의 구직자 점유율을 바탕으로 광고주의 수요가 견조하게 유지. 이에 따라 단가 인상은 올해 매출 성장을 상승으로 이어짐. 아직 구인 광고주의 유료화율이 5% 이하이고, 취업 포털들의 시장 점유율이 고착화되는 상황에서 매년 지속적인 단가 상승을 통한 연간 15~20% 수준의 안정적인 매출 성장은 충분히 가능할 전망.

마케팅 경쟁 약화로 높은 영업 레버리지 기대: 회사는 수익성 개선 우선 정책으로 안정적인 취업 플랫폼 매출 성장이 이어지는 가운데에도 사업 확장을 위한 인력 충원은 제한적으로 진행 중. 마케팅 비용 역시 시장 경쟁 완화로 2017년은 고점으로 점차 하락세. 매출 성장과 비용 통제를 통해 영업이익률은 전년동기 대비 9.2%p 상승한 36.1% 기록. 하반기에도 상반기의 비용 통제 기조를 유지함에 따라 높은 이익 성장세가 지속될 전망.

견조한 성장성 대비 낮은 밸류에이션: 사람인에이치알에 대해 기존 BUY 투자의견을 유지하며, EPS 향상을 반영하여 목표주가를 기존 30,000원에서 36,000원(12개월 forward EPS에 목표 P/E 15.5배 적용)으로 20.0% 상향함. 현재 12개월 forward p/e는 11.4배로, 글로벌 취업 포털 업체에 비해 크게 저평가된 상황. 높은 시장 지배력을 통한 지속적인 단가 인상 역량과 마케팅 경쟁 둔화에 따른 제한적인 비용 증가, 이에 따른 높은 영업 레버리지 효과를 고려하면 경쟁사 대비 밸류에이션 할인은 빠르게 해소될 전망.

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	24.7	13.6	19.1	4.9	5.1
영업이익	8.9	52.5	54.3	42.8	43.5
세전이익	10.3	58.0	50.9	44.4	45.1
순이익	8.0	54.8	51.8	41.9	42.9
이익률 (%)					
영업이익	36.0				
세전이익	41.7				
순이익	32.4				

자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

Valuation summary

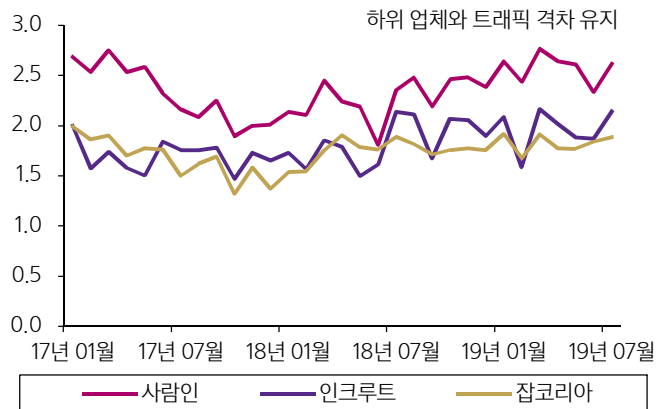
	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	18.1	12.6	10.5
P/B	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.7	8.4	6.5
Div yield (%)	1.5	1.5	1.5
EPS 증가율 (%)	(0.3)	43.6	19.5
ROE (%)	20.2	25.0	24.0
주당지표 (원)			
EPS	1,459	2,095	2,504
BVPS	8,142	10,020	12,305
DPS	390	390	390

2분기 review

(십억원)	2Q19P			차이 (%)		2Q18	1Q19	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	24.7	23.5	23.5	4.8	4.9	21.7	20.7	13.4	18.9
취업포탈	18.9	16.6				14.9	14.7	27.2	28.9
PC	12.0	10.4				9.9	9.7	21.1	22.9
모바일	4.5	4.1				3.1	3.8	45.0	18.5
기타	2.5	2.1				1.9	1.2	30.0	114.8
기타	5.8	6.9				6.9	6.1	(16.2)	(5.3)
영업비용	15.8	17.3		(8.9)		15.9	15.0	(0.9)	5.3
인건비 및 복리후생비	11.1	12.8				11.7	11.8	(5.1)	(5.4)
지급수수료	2.5	1.4				0.9	1.0	164.8	142.5
광고선전비	0.7	0.9				1.3	0.7	(42.0)	5.0
기타	1.4	2.1				1.9	1.5	(27.8)	(4.4)
영업이익	8.9	6.2	6.2	42.7	43.5	5.8	5.8	52.5	54.2
세전계속사업이익	10.3	7.1	7.1	44.4	45.1	6.5	6.8	58.0	50.9
순이익	8.0	5.6	5.6	42.4	43.3	5.2	5.3	55.3	52.2
지배주주순이익	8.0	5.6	5.6	42.4	43.3	5.2	5.3	55.3	52.2
이익률 (%)									
영업이익률	36.1	26.5	26.4			26.8	27.8		
세전계속사업이익률	41.8	30.3	30.2			30.0	32.9		
순이익률	32.5	24.0	23.8			23.8	25.4		
지배주주순이익률	32.5	24.0	23.8			23.8	25.4		

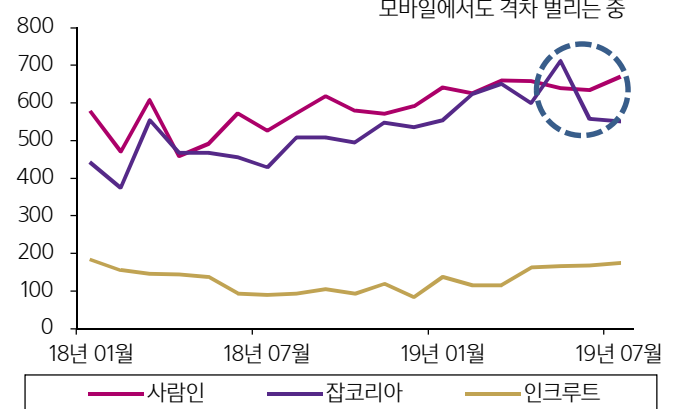
자료: 사람인에이치알, 삼성증권

취업포털 PC 사이트 순방문자 추이
(백만 명)



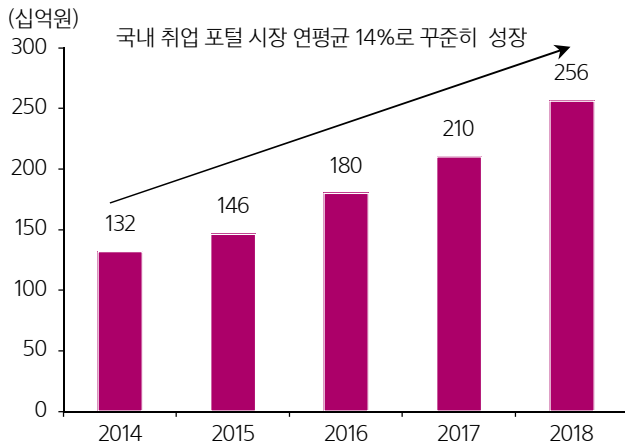
자료: 닐슨코리아클릭

취업포털 모바일 앱 순방문자
(천 명)



자료: 닐슨코리아클릭

국내 취업 포털 시장 규모



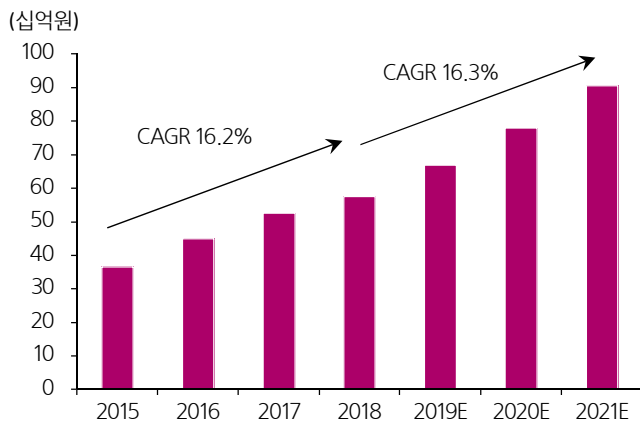
자료: 사람인에이치알

주요 서비스 가격 추이

	2017년	2018년	2019년
채용광고 (스페셜)	180만원/주	180만원/주	230만원/주
채용솔루션 (등용문 2.0)	600만원/건	600만원/건	600만원/건
인재파견	입사자 연봉의 6~8%		
헤드헌팅	입사자 연봉의 15~20%		

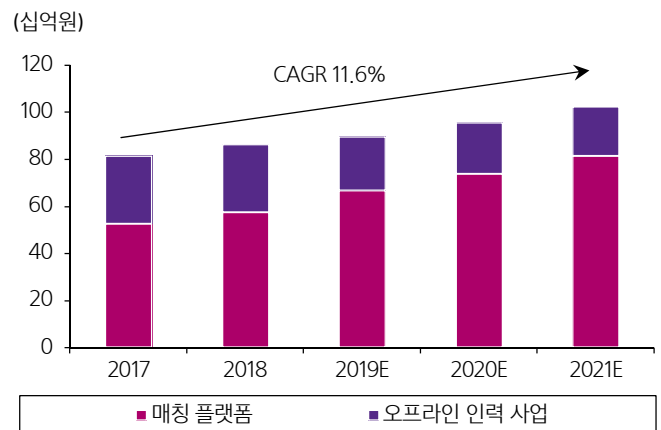
자료: 사람인에이치알

안정적인 매칭 플랫폼 매출 성장



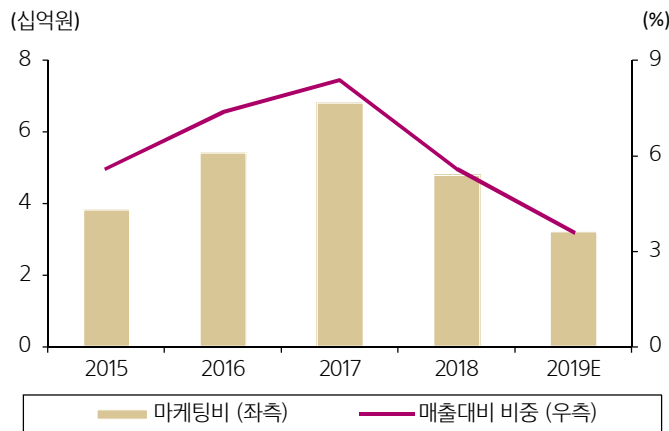
자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

고마진 매칭 플랫폼 매출이 전체 성장 견인



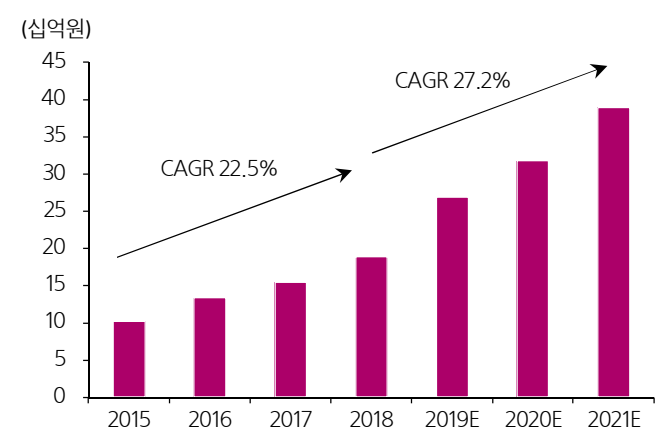
자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

비용 통제 정책으로 마케팅비용 감소



자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

영업이익 레버리지 효과로 높은 이익성장 지속 전망



자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

사람인에이치알 밸류에이션

	(원)
12개월 forward EPS	2,304
목표 P/E (배)*	15.5
적정 주가	35,796
목표 주가	36,000
현재 주가	26,350
상승 여력 (%)	36.6

참고: 2019년 8월 12일 종가 기준; * 글로벌 취업 포털 2019년 평균 P/E에 45% 할인율 적용

자료: 삼성증권

글로벌 취업 포털 P/E 밸류에이션

	2019E	2020E	평균
Recruit Holdings	36.4	31.2	33.8
Seek	33.3	30.5	31.9
51Jobs	20.9	17.1	19.0
평균	30.2	26.3	28.2
할인율 (%)	45.0	45.0	45.0
목표 P/E	16.6	14.5	15.5

참고: 2019년 8월 12일 종가 기준

자료: 각 사, 블룸버그

분기 수익 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	21.9	21.7	20.8	21.7	20.7	24.7	21.4	22.9	22.4	27.2	23.5	25.2
매칭 플랫폼	12.9	14.9	14.1	15.6	14.7	18.9	15.7	17.6	17.1	22.1	18.3	20.4
PC	9.0	9.9	9.4	9.3	9.7	12.0	9.9	10.1	10.9	13.4	11.1	11.3
모바일	2.9	3.1	3.0	3.0	3.8	4.5	3.9	3.8	4.9	5.8	5.1	4.8
기타	1.0	1.9	1.7	3.4	1.2	2.5	1.9	3.7	1.3	2.8	2.2	4.3
오프라인 HR	9.0	6.9	6.7	6.1	6.1	5.8	5.7	5.3	5.3	5.1	5.2	4.8
영업비용	18.2	15.9	15.7	17.5	15.0	15.8	15.0	17.1	15.3	17.5	15.7	18.0
인건비	13.6	11.7	12.0	12.7	11.8	11.1	11.4	12.2	11.4	11.6	11.7	12.5
광고선전비	0.8	0.9	1.0	2.0	1.0	2.5	1.1	2.3	1.1	2.7	1.2	2.5
지급수수료	2.0	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
기타	1.8	1.9	1.8	2.1	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7	2.0	1.8	1.9
영업이익	3.8	5.8	5.1	4.2	5.8	8.9	6.4	5.8	7.2	9.7	7.8	7.1
세전이익	4.3	6.5	5.7	4.7	6.8	10.3	7.6	7.1	8.5	11.1	9.1	8.6
당기순이익	2.6	5.2	4.6	4.3	5.3	8.0	6.0	5.6	6.7	8.7	7.2	6.8
지배주주순이익	2.6	5.2	4.6	4.3	5.3	8.0	6.0	5.6	6.7	8.7	7.2	6.8
수정 EPS (원)*	243	440	381	395	436	672	513	475	570	746	614	574
이익률 (%)												
영업이익	17.2	26.8	24.4	19.3	27.8	36.1	30.0	25.3	31.9	35.8	33.0	28.3
세전계속사업이익	19.7	30.0	27.5	21.5	32.9	41.8	35.7	30.9	37.9	40.7	38.9	34.0
순이익	11.8	23.8	22.0	20.0	25.4	32.5	28.2	24.4	29.9	32.1	30.7	26.9
지배주주순이익률	11.8	23.8	22.0	20.0	25.4	32.5	28.2	24.4	29.9	32.1	30.7	26.9

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회계화됨; K-IFRS 연결 기준;

자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

수익추정 변경

(십억원)	2019E			2020E			2021E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	90.5	89.8	(0.8)	98.5	98.3	(0.2)	107.5	109.2	1.6
매칭 플랫폼	64.5	66.8	3.6	72.2	77.9	7.9	81.0	90.4	11.7
PC	40.0	41.7	4.2	42.1	46.8	11.0	43.8	52.6	20.0
모바일	15.7	16.0	1.8	20.4	20.6	0.8	26.5	25.7	(3.0)
기타	8.8	9.2	4.3	9.7	10.6	9.1	10.7	12.2	14.0
오프라인 HR	26.0	22.9	(11.8)	26.2	20.4	(22.3)	26.5	18.7	(29.2)
영업비용	67.8	62.9	(7.3)	71.5	66.5	(7.0)	75.8	70.3	(7.3)
인건비 및 복리후생비	51.5	46.5	(9.6)	53.8	47.2	(12.2)	55.6	48.9	(12.2)
지급수수료	5.0	6.9	37.8	4.9	7.5	53.0	5.4	8.4	55.9
광고선전비	3.5	3.2	(7.7)	3.9	4.4	12.3	5.4	4.9	(8.6)
기타	7.8	6.2	(20.3)	8.9	7.3	(17.5)	9.5	8.1	(14.0)
영업이익	22.7	26.9	18.4	26.9	31.8	18.0	31.6	38.9	23.0
세전계속사업이익	26.6	31.9	19.9	31.1	37.3	19.7	36.3	45.0	23.9
순이익	20.9	24.9	19.4	24.6	29.4	19.7	28.7	35.6	23.9
지배주주순이익	20.9	24.9	19.4	24.6	29.4	19.7	28.7	35.6	23.9
수정 EPS (원)*	1,756	2,095	19.3	2,080	2,504	20.4	2,433	3,030	24.5
이익률 (%)									
영업이익	25.1	30.0		27.3	32.3		29.4	35.6	
세전계속사업이익	29.4	35.5		31.6	37.9		33.8	41.2	
순이익	23.1	27.8		25.0	29.9		26.7	32.6	
지배주주순이익률	23.1	27.8		25.0	29.9		26.7	32.6	

참고: * 일회성 요인 제외, 완전 회계화됨; K-IFRS 연결 기준

자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	81	86	90	98	109
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	81	86	90	98	109
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	66	67	63	67	70
영업이익	15	19	27	32	39
(영업이익률, %)	19.0	21.9	30.0	32.3	35.6
영업외손익	(11)	2	5	5	6
금융수익	1	1	3	4	4
금융비용	0	0	0	0	0
지분법손익	2	2	2	2	2
기타	(14)	0	0	0	0
세전이익	4	21	32	37	45
법인세	1	5	7	8	9
(법인세율, %)	21.7	21.4	21.7	21.0	21.0
계속사업이익	3	17	25	29	36
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	3	17	25	29	36
(순이익률, %)	4.2	19.3	27.8	29.9	32.6
지배주주순이익	3	17	25	29	36
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	18	21	29	34	41
(EBITDA 이익률, %)	21.7	24.4	32.5	34.7	38.0
EPS (지배주주)	293	1,433	2,144	2,531	3,056
EPS (연결기준)	293	1,433	2,144	2,531	3,056
수정 EPS (원)*	1,463	1,459	2,095	2,504	3,030

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	16	10	27	32	38
당기순이익	3	17	25	29	36
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	5	6	7	8
유형자산 감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	12	3	4	4	5
영업활동 자산부채 변동	0	(11)	1	0	(0)
투자활동에서의 현금흐름	(24)	(6)	(13)	(9)	(11)
유형자산 증감	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
장단기금융자산의 증감	(22)	(1)	(11)	(7)	(8)
기타	(2)	(4)	(1)	(1)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
차입금의 증가(감소)	0	0	1	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(1)	(1)	(4)	(4)	(4)
기타	0	0	(1)	0	0
현금증감	(10)	3	10	15	20
기초현금	18	8	11	21	37
기말현금	8	11	21	37	56
Gross cash flow	18	21	31	36	44
Free cash flow	15	9	26	30	36

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	40	48	73	97	126
현금 및 현금등가물	8	11	21	37	56
매출채권	6	6	7	8	9
재고자산	0	0	0	0	0
기타	26	30	44	52	61
비유동자산	57	57	55	59	62
투자자산	38	39	37	40	43
유형자산	10	9	10	10	11
무형자산	4	5	5	4	4
기타	5	3	4	4	4
자산총계	98	104	128	155	188
유동부채	22	15	18	19	21
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	22	15	18	19	21
비유동부채	0	0	1	1	1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	0	1	1	1
부채총계	22	15	18	20	21
지배주주지분	76	90	110	135	167
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	39	39	39	39	39
이익잉여금	37	51	71	96	128
기타	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	76	90	110	135	167
순부채	(34)	(40)	(62)	(84)	(112)

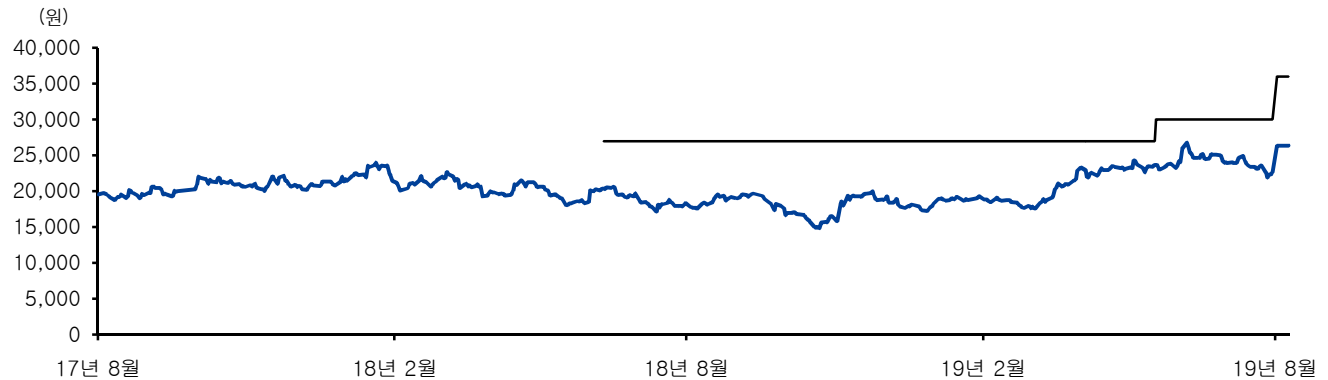
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	10.4	5.9	4.2	9.5	11.1
영업이익	15.4	22.1	42.5	18.1	22.4
순이익	(67.3)	388.8	49.6	18.0	20.8
수정 EPS**	61.0	(0.3)	43.6	19.5	21.0
주당지표					
EPS (지배주주)	293	1,433	2,144	2,531	3,056
EPS (연결기준)	293	1,433	2,144	2,531	3,056
수정 EPS**	1,463	1,459	2,095	2,504	3,030
BPS	6,880	8,142	10,020	12,305	15,146
DPS (보통주)	60	390	390	390	390
Valuations (배)					
P/E***	18.0	18.1	12.6	10.5	8.7
P/B***	3.8	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	15.5	12.7	8.4	6.5	4.7
비율					
ROE (%)	4.6	20.2	25.0	24.0	23.5
ROA (%)	3.8	16.5	21.4	20.8	20.7
ROIC (%)	82.9	125.4	202.0	219.4	268.1
배당성향 (%)	19.4	25.7	17.2	14.6	12.1
배당수익률 (보통주, %)	0.2	1.5	1.5	1.5	1.5
순부채비용 (%)	(44.3)	(44.4)	(56.0)	(61.9)	(67.1)
이자보상배율 (배)	966,215.4	2,551.8	425.7	357.7	414.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/6/20	2019/5/29	8/12
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	27,000	30,000	36,000
과리율 (평균)	(29.18)	(19.72)	
과리율 (최대/최소)	(10.00)	(10.83)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)