

2019. 11. 16

Company Update



오동환

Analyst

dh1.oh@samsung.com

02 2020 7808

사람인에이치알 (143240)

경쟁 완화 의한 영업 레버리지 효과 재확인

- 사람인HR의 3분기 매칭 플랫폼 매출액은 연초 광고 단가 인상 효과로 y-y 14.0% 증가. 영업이익은 비용 절감에 따른 레버리지 효과로 y-y 45.2% 증가하여 컨센서스 상회
- 높은 시장 지배력을 바탕으로 내년에도 광고 상품 단가 인상을 통한 안정적 매출 성장 가능 전망. 시장 경쟁 완화에 따른 비용 절감으로 영업 레버리지 효과가 내년에도 이어질 것으로 예상됨

WHAT'S THE STORY

3분기에도 놀라운 성장: 3분기 매출액은 225억원으로 y-y 7.9% 증가하며 컨센서스에 부합. 매칭 플랫폼 매출은 160억원으로 y-y 14.0% 성장. 이는 취업 플랫폼(온라인 채용 포털) 매출이 연초 진행된 광고 단가 인상 효과로 y-y 15.2% 성장하며 전체 매출을 견인하였기 때문. 공공기관 등의 공채 대행 사업인 HR 컨설팅 매출은 공공기관의 신규 채용이 2분기에 몰렸던 효과로 y-y 6.3% 증가에 그침. 오프라인 인력 파견 자회사 사람인HS 매출은 y-y 4.8% 감소하며 감소세가 다소 완화됨. 매출 증가와 인건비 감소에 따른 비용 절감으로 영업이익은 y-y 45.2% 74억원을 기록, 컨센서스를 12.0% 상회.

매칭플랫폼 안정적 성장 유지: 연초 단가 인상 효과 지속과 공공기관 공채 확대 영향으로 매칭플랫폼의 매출은 14~15% 수준으로 안정적 성장. 내년에도 PC 광고 상품 전반의 가격 인상과 모바일 패키지 광고 상품의 할인율 인하를 통해 안정적인 매출 성장을 이어나갈 전망.

경쟁 완화 의한 영업 레버리지 지속: 1) 취업 포털 시장의 전반적인 경쟁 완화와 이에 따른 마케팅비 축소, 2) 제한적인 신규 인원 채용을 통한 인건비 절감으로 영업 레버리지 효과가 발생 중. 회사는 내년에도 올해와 같은 비용 효율화 기조를 이어나갈 계획으로 매출 증가에 따른 높은 영업 레버리지 효과가 유지될 전망.

목표주가 상향: 사람인에이치알에 대해 기존의 BUY 투자 의견을 유지하며, 안정적인 매출 성장에 따른 이익 레버리지 효과를 반영하여 목표주가를 기존 36,000원에서 45,000원(12개월 forward EPS에 목표 P/E 19.8배 적용)으로 25.0% 상향. 사람인은 높은 시장 지배력과 시장 경쟁 완화 기조 하에서 지속적인 가격 인상과 마케팅 효율화를 통해 높은 영업 레버리지를 누리고 있어 글로벌 취업 포털 피어 대비 밸류에이션 디스카운트 인하가 지속적으로 나타날 전망.

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가 45,000원 (44.2%)

현재주가	31,200 원
시가총액	3,629.9억원
Shares (float)	11,634,263주 (46.6%)
52 주 최저/최고	17,200원/31,200원
60 일-평균거래대금	6.6억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
사람인에이치알 (%)	9.3	28.7	67.7
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	5.7	40.4	71.0

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	45,000	36,000	25.0%
2019E EPS	2,069	2,197	-5.8%
2020E EPS	2,511	2,608	-3.7%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	36,000
Recommendation	4.0

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

분기 실적

(십억원)	3Q19	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	22.5	7.9 (8.9)	1.3 0.4
영업이익	7.4	45.2 (16.9)	(2.2) 12.0
세전이익	8.2	42.7 (20.6)	(6.4) 5.1
순이익	6.3	37.3 (21.8)	(9.0) 1.6
이익률 (%)			
영업이익	32.9		
세전이익	36.4		
순이익	28.0		

자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

Valuation summary

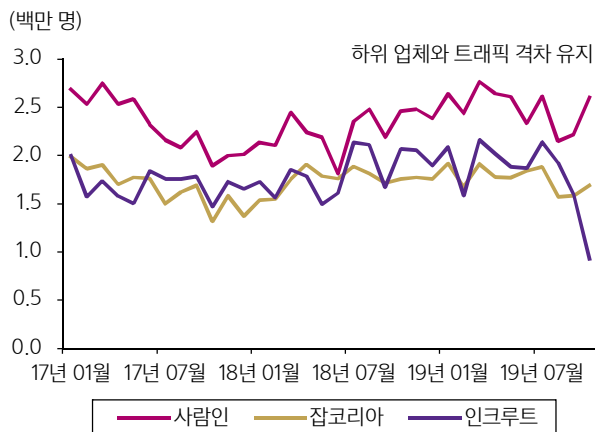
	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	21.4	15.1	12.4
P/B	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	15.4	10.0	7.6
Div yield (%)	1.3	1.3	1.3
EPS 증가율 (%)	(0.3)	41.8	21.4
ROE (%)	20.2	25.1	24.8
주당지표 (원)			
EPS	1,459	2,069	2,511
BVPS	8,142	10,035	12,436
DPS	390	390	390

3분기 review

(십억원)	3Q19P			차이 (%)		3Q18	2Q19	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년도 대비	전분기 대비
매출액	22.5	22.4	22.4	0.2	0.3	20.8	24.7	7.9	(8.9)
매칭 플랫폼	16.0	16.7				14.1	18.9	14.0	(15.1)
취업 플랫폼	14.1	14.3				12.2	15.2	15.2	(7.4)
HR 컨설팅	1.9	2.3				1.8	3.6	6.3	(47.7)
기타	0.1	0.1				0.1	0.1	2.6	(15.3)
사람인HS	6.4	5.7				6.7	5.8	(4.8)	11.5
영업비용	15.1	15.8		(4.6)		15.7	15.8	(4.2)	(4.3)
인건비 및 복리후생비	11.6	11.1				12.0	11.1	(3.9)	4.7
지급수수료	1.1	2.3				1.0	2.5	3.6	(56.4)
광고선전비	0.9	0.8				0.9	0.7	3.0	19.2
기타	1.5	1.7				1.8	1.5	(14.2)	3.6
영업이익	7.4	6.6	6.6	11.8	12.0	5.1	8.9	45.2	(16.9)
세전계속사업이익	8.2	7.8	7.8	4.7	4.8	5.7	10.3	42.7	(20.6)
순이익	6.3	6.2	6.2	1.8	1.3	4.6	8.0	37.3	(21.8)
지배주주순이익	6.3	6.2	6.2	1.8	1.3	4.6	8.0	37.3	(21.8)
이익률 (%)									
영업이익률	32.9	29.5	29.5			24.4	36.1		
세전계속사업이익률	36.4	34.8	34.8			27.5	41.8		
순이익률	27.9	27.5	27.7			22.0	32.5		
지배주주순이익률	27.9	27.5	27.7			22.0	32.5		

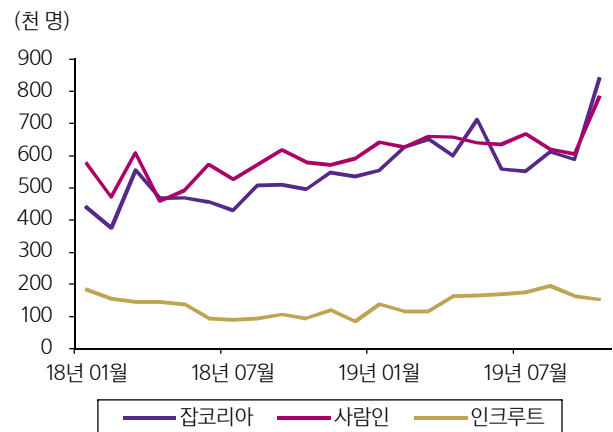
자료: 사람인에이치알, 삼성증권

취업포털 PC 사이트 순방문자 추이



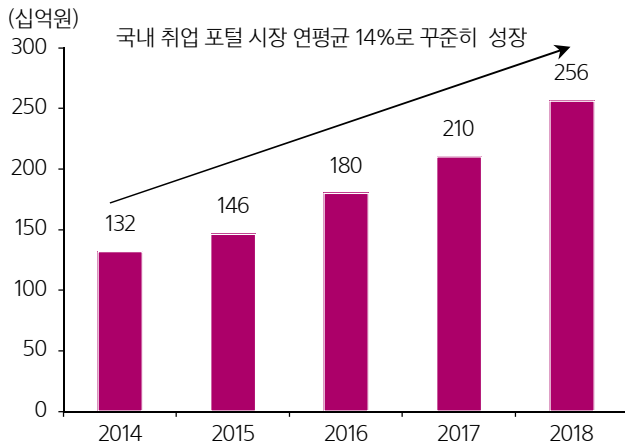
자료: 닐슨코리아클릭

취업포털 모바일 앱 순방문자 추이



자료: 닐슨코리아클릭

국내 취업 포털 시장 규모



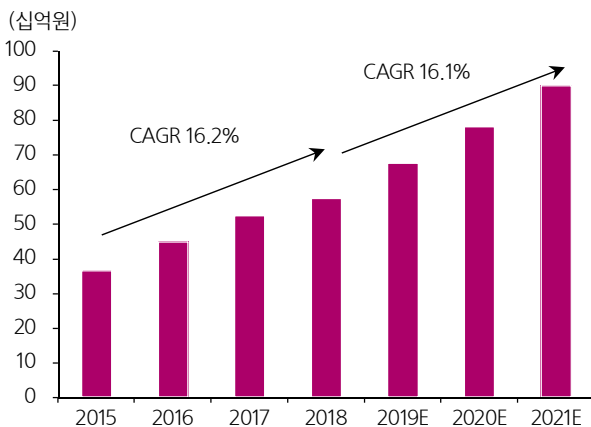
자료: 사람인에이치알

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%		

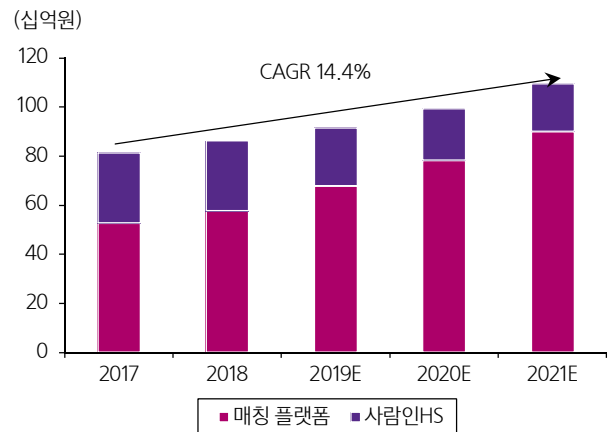
자료: 사람인에이치알

안정적인 매칭 플랫폼 매출 성장



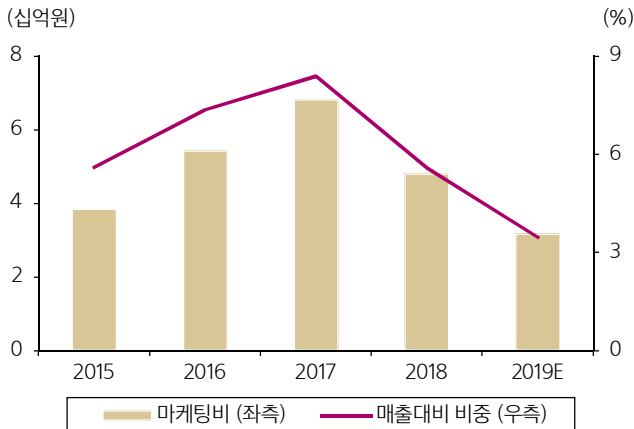
자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

고마진 매칭 플랫폼 매출이 전체 성장 견인



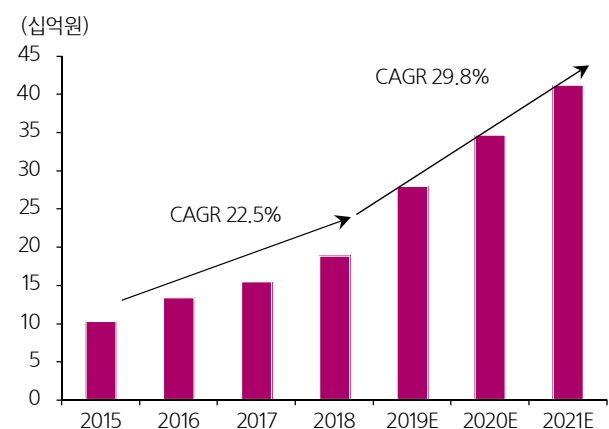
자료: 사람인에이치알, 삼성증권 추정

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	2,258
목표 P/E (배)*	19.8
적정 주가	44,668
목표 주가	45,000
현재 주가	31,200
상승 여력 (%)	44.2

참고: 2019년 11월 15일 종가 기준; * 글로벌 취업 포털 2019년, 2020년 평균 P/E에 45% 할인율 적용
자료: 삼성증권

글로벌 취업 포털 P/E 밸류에이션

	2019E	2020E	평균
Recruit Holdings	38.3	32.7	35.5
Seek	42.6	51.3	46.9
51Jobs	26.7	24.2	25.5
평균	35.9	36.1	36.0
할인율 (%)	45.0	45.0	45.0
목표 P/E	19.7	19.8	19.8

참고: 2019년 11월 15일 종가 기준
자료: 각 사, 블룸버그

분기 수익 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	21.9	21.7	20.8	21.7	20.7	24.7	22.5	23.6	22.3	26.7	24.3	25.9
매칭 플랫폼	12.9	14.9	14.1	15.6	14.7	18.9	16.0	18.0	17.0	21.5	18.5	20.9
취업 플랫폼	11.8	12.8	12.2	12.3	13.4	15.2	14.1	14.3	15.4	17.5	16.2	16.4
HR 컨설팅	1.0	1.9	1.8	3.2	1.2	3.6	1.9	3.7	1.5	3.9	2.2	4.4
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
사람인HS	9.0	6.9	6.7	6.1	6.1	5.8	6.4	5.6	5.3	5.1	5.8	5.0
영업비용	18.2	15.9	15.7	17.5	15.0	15.8	15.1	17.8	14.8	16.2	15.9	17.7
인건비	13.6	11.7	12.0	12.7	11.8	11.1	11.6	12.5	11.4	11.3	11.9	12.5
광고선전비	0.8	0.9	1.0	2.0	1.0	2.5	1.1	2.0	0.9	2.1	1.3	2.4
지급수수료	2.0	1.3	0.9	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9
기타	1.8	1.9	1.8	2.1	1.5	1.5	1.5	2.5	1.7	1.9	1.8	1.9
영업이익	3.8	5.8	5.1	4.2	5.8	8.9	7.4	5.9	7.5	10.4	8.4	8.2
세전이익	4.3	6.5	5.7	4.7	6.8	10.3	8.2	7.0	8.7	11.6	9.6	9.4
당기순이익	2.6	5.2	4.6	4.3	5.3	8.0	6.3	5.5	6.7	9.1	7.5	7.4
지배주주순이익	2.6	5.2	4.6	4.3	5.3	8.0	6.3	5.5	6.7	9.1	7.5	7.4
수정 EPS (원)*	243	440	381	395	436	672	525	437	552	745	613	601
이익률 (%)												
영업이익	17.2	26.8	24.4	19.3	27.8	36.1	32.9	24.9	33.8	39.1	34.7	31.6
세전계속사업이익	19.7	30.0	27.5	21.5	32.9	41.8	36.4	29.8	38.8	43.7	39.7	36.4
순이익	11.8	23.8	22.0	20.0	25.4	32.5	27.9	23.2	30.2	34.0	31.0	28.4
지배주주순이익률	11.8	23.8	22.0	20.0	25.4	32.5	27.9	23.2	30.2	34.0	31.0	28.4

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	91.5	91.5	(0.0)	99.0	99.2	0.2	108.2	109.4	1.1
매칭 플랫폼	68.6	67.6	(1.4)	78.6	78.0	(0.8)	89.5	89.9	0.5
취업 플랫폼	57.1	56.9	(0.4)	65.2	65.5	0.5	74.3	75.3	1.4
HR 컨설팅	11.0	10.3	(6.7)	13.0	12.1	(7.1)	14.8	14.2	(4.0)
기타	0.4	0.4	(0.1)	0.4	0.4	(0.1)	0.4	0.4	(0.1)
사람인HS	22.9	23.8	4.1	20.4	21.2	4.1	18.8	19.5	4.1
영업비용	63.1	63.6	0.8	65.6	64.6	(1.4)	67.6	68.2	0.9
인건비 및 복리후생비	44.7	46.9	4.9	42.7	47.1	10.2	42.1	48.4	14.9
지급수수료	8.9	6.6	(26.5)	11.5	6.7	(41.4)	12.8	7.8	(38.9)
광고선전비	3.1	3.2	3.3	4.0	3.4	(15.9)	4.7	3.7	(20.1)
기타	6.4	6.9	8.8	7.3	7.4	1.0	8.0	8.2	2.9
영업이익	28.4	27.9	(1.8)	33.4	34.6	3.5	40.7	41.2	1.4
세전계속사업이익	33.4	32.3	(3.1)	38.8	39.4	1.4	46.7	46.7	(0.0)
순이익	26.1	25.1	(4.1)	30.7	30.7	0.1	36.9	36.4	(1.3)
지배주주순이익	26.1	25.1	(4.1)	30.7	30.7	0.1	36.9	36.4	(1.3)
수정 EPS (원)*	2,198	2,069	(5.9)	2,611	2,511	(3.8)	3,143	2,994	(4.7)
이익률 (%)									
영업이익	31.1	30.5		33.8	34.9		37.6	37.7	
세전계속사업이익	36.5	35.4		39.2	39.7		43.1	42.6	
순이익	28.6	27.4		31.0	31.0		34.1	33.3	
지배주주순이익률	28.6	27.4		31.0	31.0		34.1	33.3	

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	91	99	109
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	81	86	91	99	109
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	66	67	64	65	68
영업이익	15	19	28	35	41
(영업이익률, %)	19.0	21.9	30.5	34.9	37.7
영업외손익	(11)	2	4	5	5
금융수익	1	1	2	3	3
금융비용	0	0	0	0	0
지분법손익	2	2	2	2	2
기타	(14)	0	1	0	0
세전이익	4	21	32	39	47
법인세	1	5	7	9	10
(법인세율, %)	21.7	21.4	22.5	22.0	22.0
계속사업이익	3	17	25	31	36
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	3	17	25	31	36
(순이익률, %)	4.2	19.3	27.4	31.0	33.3
지배주주순이익	3	17	25	31	36
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	18	21	30	37	44
(EBITDA 이익률, %)	21.7	24.4	33.2	37.2	40.0
EPS (지배주주)	293	1,433	2,155	2,641	3,128
EPS (연결기준)	293	1,433	2,155	2,641	3,128
수정 EPS (원)*	1,463	1,459	2,069	2,511	2,994

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	16	10	25	33	38
당기순이익	3	17	25	31	36
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	5	7	9	11
유형자산 감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	12	3	4	7	8
영업활동 자산부채 변동	0	(11)	(4)	(0)	(1)
투자활동에서의 현금흐름	(24)	(6)	(17)	(10)	(11)
유형자산 증감	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
장단기금융자산의 증감	(22)	(1)	(14)	(8)	(9)
기타	(2)	(4)	(1)	(1)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	(1)	(1)	(5)	(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	5	15	19
기초현금	18	8	11	16	31
기말현금	8	11	16	31	51
Gross cash flow	18	21	32	40	47
Free cash flow	15	9	23	31	37

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회식, 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	72	97	127
현금 및 현금등가물	8	11	16	31	51
매출채권	6	6	6	7	7
재고자산	0	0	0	0	0
기타	26	30	50	59	69
비유동자산	57	57	54	57	60
투자자산	38	39	37	40	43
유형자산	10	9	10	10	11
무형자산	4	5	5	4	4
기타	5	3	3	3	3
자산총계	98	104	126	154	188
유동부채	22	15	15	17	18
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	22	15	15	17	18
비유동부채	0	0	1	1	1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	0	1	1	1
부채총계	22	15	16	17	19
지배주주지분	76	90	110	137	169
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	39	39	39	39	39
이익잉여금	37	51	71	98	130
기타	(7)	(6)	(6)	(6)	(6)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	76	90	110	137	169
순부채	(34)	(40)	(60)	(83)	(111)

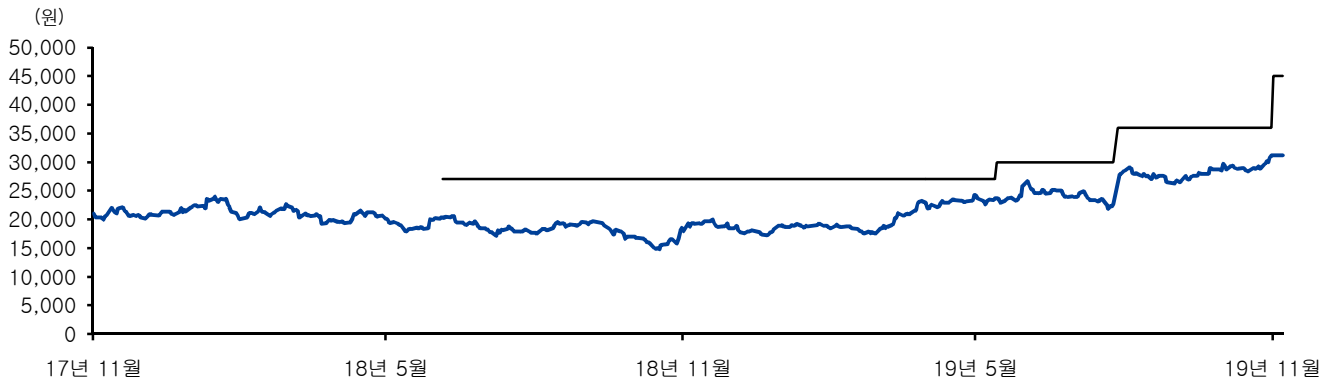
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	10.4	5.9	6.2	8.5	10.3
영업이익	15.4	22.1	48.0	23.9	19.1
순이익	(67.3)	388.8	50.4	22.6	18.4
수정 EPS**	61.0	(0.3)	41.8	21.4	19.2
주당지표					
EPS (지배주주)	293	1,433	2,155	2,641	3,128
EPS (연결기준)	293	1,433	2,155	2,641	3,128
수정 EPS**	1,463	1,459	2,069	2,511	2,994
BPS	6,880	8,142	10,035	12,436	15,353
DPS (보통주)	60	390	390	390	390
Valuations (배)					
P/E***	21.3	21.4	15.1	12.4	10.4
P/B***	4.5	3.8	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	18.7	15.4	10.0	7.6	5.8
비율					
ROE (%)	4.6	20.2	25.1	24.8	23.8
ROA (%)	3.8	16.5	21.7	21.9	21.3
ROIC (%)	82.9	125.4	189.2	183.5	209.6
배당성향 (%)	19.4	25.7	17.1	14.0	11.8
배당수익률 (보통주, %)	0.2	1.3	1.3	1.3	1.3
순부채비율 (%)	(44.3)	(44.4)	(54.1)	(60.4)	(65.6)
이자보상배율 (배)	966,215.4	2,551.8	911.7	849.0	952.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 15일 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	11/16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	27,000	30,000	36,000	45,000
과리율 (평균)	(29.18)	(19.72)	(21.46)	
과리율 (최대/최소)	(10.00)	(10.83)	(13.33)	

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 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)