



일본 노동&이직 시장 톨아보기

일본 이직 시장을 이해하려면 단순한 구직·구인의 흐름이 아니라, 그것을 규정해온 산업 내부의 구조부터 살펴볼 필요가 있다. 장기고용과 내부 육성을 중심으로 인력을 운용해온 일본의 구조는 채용 관행, 소개업 비즈니스, 구직자의 행동 양식까지 깊숙이 영향을 미쳐왔다. 본서는 이러한 노동 시장의 변화를 따라가며, 이직이라는 움직임이 왜 지금, 어떻게 바뀌고 있는지를 밝히고자 한다.

JAC금의 일본

채용 컨설턴트에 대한 일본 기업들의 수요는 폭발적, 그리고 구조적으로 증가할 것이다. 35세 이상의 미들/하이클래스의 이직 움직임이 활발해짐에 따라 현재 일본의 이직시장은 오랜 통념을 깨고 진화중이다. 여성과 고령층의 경제활동참가율이 고점을 찍었기에 경제활동인구를 유지할 동력은 사라졌고, 이는 연봉 상승과 더불어 기업들의 시선을 경력직 채용으로 옮기고 있다. 더불어 일본 정부의 정책적 지원은 이러한 변화에 날개를 달아준다. 경력직 채용에 대한 수요와 공급이 맞물린 지금, 우리는 동사에 주목해야 한다.

겉JAC은 곧 탐픽

전방 수요가 확실해진 순간, 그 수혜는 '사람'과 'DB'를 동시에 쥔 대형 미들/하이클래스 에이전트에게 집중될 것이다. 전직 에이전트 확보는 낱알이 어려워지며, DB의 확보 여부가 수익성을 가른다. 또한 유난히 수익성이 좋은 미들/하이클래스 에이전트는 레퍼런스라는 장벽이 가로막고 있다. 모든 단서가 동사가 Top-Pick일 수밖에 없음을 가리키고 있다. 전방의 수혜를 온전히 받게 될 동사, 그 이유를 살펴보자.

Valuation - Historical PER Method

동사의 2027E EPS 80.1에 Target Multiple 21.02x를 적용한 1,686 ¥을 목표주가로 제시한다. 35세 이상 미들/하이클래스 이직과 연봉이 모두 상승하는 구간에 도입했다. 이는 일시적 상승이 아닌 일본만의 특수한 인구역학 및 산업구조에 기인한 필연적인 구조적 성장인 바, 전방 노동시장의 성장을 그대로 흡수할 준비가 된 지금, 동사를 봐야할 때다.

Rating

Buy

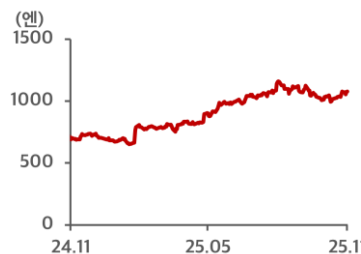
현재주가: ¥ 1,108

목표주가: ¥ 1,686

상승여력 : 52 %

12M 주가추이

시가총액 1,834 ¥ 억



Key Metrics

| | |
|------------|---------|
| PER (12mf) | 21.02 x |
| EPS (27E) | 80.1 ¥ |
| OPM (27E) | 26.8 % |

B/S Data

| | |
|-------|---------|
| 자본 총계 | ¥ 212 억 |
| 부채 총계 | ¥ 58 억 |
| 자산 총계 | ¥ 270 억 |

주요 주주

| | |
|-----------------------|--------|
| Tazaki Tadayoshi | 20.85% |
| Tazaki Hiromi | 13.05% |
| Kaneoya, Shingo | 10.37% |
| The Tazaki Foundation | 5.54% |

SMIC 2 팀

- 팀장 51기 임승범
- 팀원 51기 김동혁
- 51기 박민성
- 52기 김규민
- 52기 현정아

| 損益計算書(연립 손익계산서) | | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 売上高(매출액) | 24,852 | 30,435 | 34,475 | 39,156 | 35,389 | 46,160 | 56,039 | 66,972 | 80,184 |
| YoY(%) | 15.0% | 22.5% | 13.3% | 13.6% | 20.0% | 17.9% | 21.4% | 19.5% | 19.7% |
| 売上原価(매출원가) | 1,848 | 2,391 | 2,654 | 2,907 | 2,566 | 3,347 | 4,063 | 4,856 | 5,814 |
| 売上総利益(매출총이익) | 23,004 | 28,043 | 31,821 | 36,248 | 32,822 | 42,813 | 51,976 | 62,116 | 74,370 |
| GPM(%) | 92.6% | 92.1% | 92.3% | 92.6% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% |
| 販売費及び一般管理費合計(판매비와 관리비) | 17,182 | 20,999 | 23,606 | 27,157 | 23,001 | 31,002 | 37,260 | 44,168 | 52,346 |
| 営業利益(영업이익) | 5,822 | 7,044 | 8,215 | 9,090 | 9,820 | 11,811 | 14,716 | 17,947 | 22,024 |
| OPM(%) | 23.4% | 23.1% | 23.8% | 23.2% | 27.7% | 25.6% | 26.3% | 26.8% | 27.5% |
| 営業外損失(영업외손익) | (8) | 9 | (5) | 31 | 17 | 18 | 12 | 17 | 22 |
| 固定資産除却損(비유동자산 처분손실) | (3) | (12) | (1) | (7) | (1) | (1) | - | - | - |
| 減損損失(손상차손) | (32) | (29) | - | (766) | (108) | (108) | - | - | - |
| 税金等調整前四半期純利益(법인세차감전 이익) | 5,776 | 7,011 | 8,207 | 8,348 | 9,727 | 11,720 | 14,728 | 17,964 | 22,046 |
| 法人税等合計(법인세 비용) | 1,894 | 1,981 | 2,229 | 2,737 | 2,712 | 3,446 | 4,330 | 5,282 | 6,482 |
| 四半期純利益(당기순이익) | 3,882 | 5,029 | 5,978 | 5,611 | 7,015 | 8,274 | 10,398 | 12,683 | 15,564 |
| NPM(%) | 15.6% | 16.5% | 17.3% | 14.3% | 19.8% | 17.9% | 18.6% | 18.9% | 19.4% |

CONTENT

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 일본 노동&이직 시장 훑아보기 - 산업분석 | 3 |
| 2. JAC Recruitment는 어떠신가요 - 기업분석 | 7 |
| 3. JAC금의 일본 - 투자포인트 1 | 9 |
| 4. 걸JAC은 곧 탑픽 - 투자포인트 2 | 16 |
| 5. 매출추정 | 21 |
| 6. Valuation - Historical PER Method | 24 |
| Appendix | 28 |

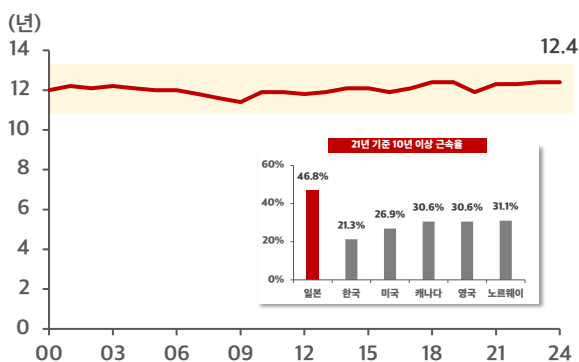
1. 일본 노동&이직 시장을 살펴볼 JAC정 - 산업분석

일본 이직 시장을 본격적으로 해석하기 위해서는, 그 상위 구조인 노동 시장의 특성과 문화부터 짚고 넘어갈 필요가 있다. 본 장에서는 일본은 장기근속을 전제로 한 내적 육성 모델과 고용 경직성이 뿌리 깊게 고착된 시장과 채용시장 전반의 구조를 해체함으로써, 동사가 뛰어든 '이직'이라는 시장이 과연 어떤 배경 위에 형성되어 왔는지를 먼저 밝히고자 한다.

1.1. 과거 일본 노동시장 Preview

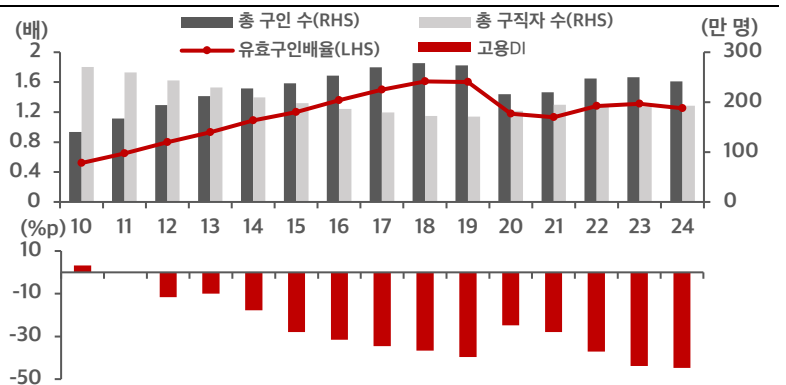
| | |
|--|--|
| <p>일본 노동시장 : 경직적 + 장기고용</p> | <p>일본 노동시장은 구조적 경직성과 장기고용 중심의 문화가 공고히 자리잡고 있다. 전후 경제 재건기부터 형성된 일본 고용 관행은 종신고용과 연공서열을 핵심 축으로 하며, 기업과 근로자 간 장기적 신뢰 관계를 전제로 한 내적 육성 모델을 유지해왔다. 특히 근속연수가 길수록 승진과 임금 인상이 보장되는 구조는 인력 이동의 유연성을 제한해왔으며, 실제로 00년 이후 일본 근로자의 평균 근속 연수는 11년~12년 수준을 유지해오며, 24년에는 12.4년을 기록하였다.</p> |
| <p>글로벌에서 압도적 고용 경직적</p> | <p>글로벌 비교 시, 일본의 장기근속 비중은 두드러진다. 21년 국제 노동 비교 데이터 기준 동일 기업에 10년 이상 근무하는 비율은 46.8%로, 대부분의 국가가 30%대 이하에 머무는 것과 비교하면 매우 높은 수치다. 이는 일본 노동시장의 고용 경직성을 보여주는 간접적 지표이다.</p> |
| <p>사회적 인식도 강화 요인</p> | <p>근속 중심 문화에 대한 사회적 인식도 고용 경직성을 강화해왔다. 일본 노동정책연구연수기구(JILPT)가 진행한 '근로생활에 관한 조사'에서 15년 기준 87.9%가 일본식 종신고용을 좋게 평가한다고 대답했다. 또한 대부분 기업의 인사 시스템이 신졸 일괄 채용 후 사내 교육 및 로테이션을 거쳐 장기 육성으로 구성되어 있을 만큼 장기고용을 중요시하였다. 특히 임금과 승진도 근속연수가 길어짐에 따라 올라가는 연공서열의 체계를 따르고 있어 이직은 큰 위험부담이 따랐다. 이 같은 구조 속에서 이직은 곧 리스크로 인식되며, 실제로 이직은 쉽지 않은 선택이 되어왔다.</p> |
| <p>노동 수급 지표 : 유효구인배율 & 고용 DI</p> | <p>한편, 일본 노동시장의 수급 강도는 유효구인배율과 고용DI라는 주요 지표를 통해 확인할 수 있다. 유효구인배율은 구직자 1인당 일자리 수를 나타내며, 1.0 초과 시 '구인 우위', 1.0 미만은 '구직 우위' 시장으로 해석된다. 반면, 고용DI는 일본은행이 조사한 체감 지표로, '인력 과잉'과 '인력 부족' 응답 비율의 차이(과잉 - 부족)로 산출되며, 기업의 심리적 고용 수요를 반영한다.</p> |
| <p>24년까지 구인 우위 → 인력 부족</p> | <p>24년까지도 일본은 여전히 구직자 우위 국면에 놓여 있으며, 전 업종에서 인력 부족 현상이 심화되고 있다. 24년 기준 유효구인배율은 1.25배로 1을 초과하고 있으며, 11년 이후 공급자 우위 시장 기조가 지속되고 있다. 동시에 고용DI는 21년 이후 업종을 불문하고 지속적인 '인력 부족' 상태를 기록하고 있다. 이에 일본에서는 인재 채용 비즈니스의 필요성이 지속적으로 커져왔다.</p> |

도표 1-1. 일본 근속 연수 추이 및 국가별 장기근속 비중



출처: 후생노동성, JILPT, SMIC 2팀

도표 1-2. 유효구인배율과 전체 DI 추이

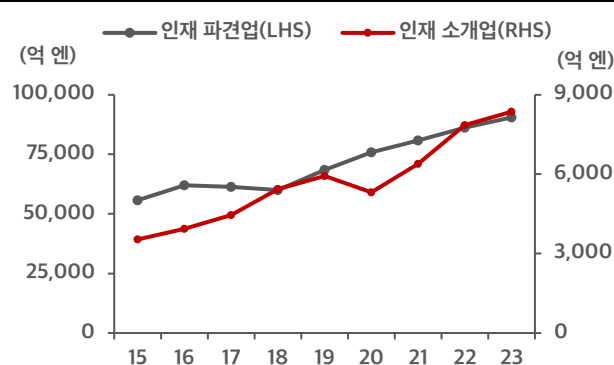


출처: 후생노동성, 일본은행, SMIC 2팀

1.2. 일본 인재 채용 비즈니스의 현황

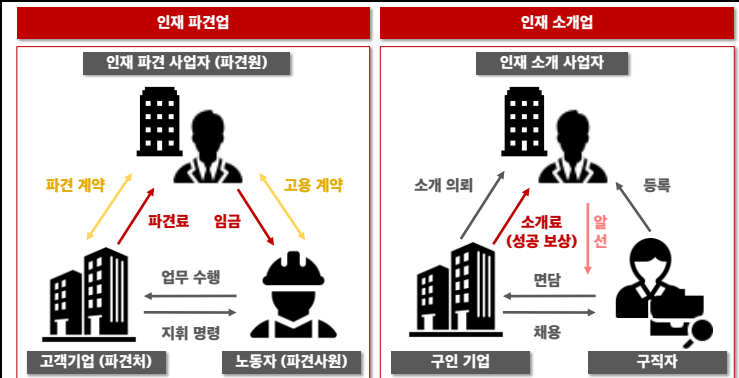
| | |
|----------------------------|---|
| 인재 채용 비즈니스의 구분 | 일본의 인재 채용 비즈니스는 크게 ① 인재 파견업, ② 인재 소개업으로 나눌 수 있다. 이 외에도 구인 광고나 업무 위탁(Business Process Outsourcing, 이하 BPO), 커리어 형성을 지원하는 인재 교육 및 인사 컨설팅 등 매칭 영역에 한정되지 않는 다양한 HR 부가가치 사업이 병행되고 있다. |
| ① 인재 파견업 : 자사 인력 파견 | 인재 파견업은 파견사가 자사 인력을 고용한 뒤 외부 기업에 일정 기간 파견하여 사용하게 하고, 그 대가로 파견료를 수취하는 고정 수익형 모델이다. 시장 규모는 24년 기준 9조 3,220억 엔으로, 일본 인재 채용 시장 내 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 15년 5조 5,734억 엔 대비 약 67.3% 성장하였다. 다만, 상대적으로 진입 장벽이 낮아 업체 난립과 단가 경쟁이 격화되어, 연간 파견료 기반 평균 영업이익률은 1.2% 수준에 불과하다. |
| ① 인재 파견업 : 상대적 저수익 | 파견업의 저수익 구조는 ‘고정 인건비 부담’과 ‘범용직 위주 시장’이라는 구조적 특성에서 기인한다. 파견사는 자체 고용한 인력을 외부에 파견하고, 고객사로부터 받은 파견료에서 인건비 및 사회보험료를 직접 부담하는 구조이기 때문에, 고정비 부담이 크고 성과보수형의 수익 레버리지가 작동하지 않는다. 더불어 시장의 74%가 사무, 제조, 운반, 청소 등 대체 가능한 범용직군이며, 기술·전문직 비중은 10%에 불과해 고부가가치 창출이 제한적이다. |
| ② 인재 소개업 : 상대적 고수익 | 반면, 인재 소개업은 기업이 요청한 포지션에 적합한 외부 인재를 발굴 및 연결하고, 채용 성사 시 일정 비율의 수수료를 받는 성공보수형 매칭 서비스이다. 24년 전국 수수료 수입은 9,474억 엔으로, 15년 대비 168% 증가하며 파견업 대비 뚜렷한 성장세를 보였다. 고용 주체가 구인 기업 이면서 인건비 리스크를 직접 부담하지 않는 구조이거나, 인력을 고용하더라도 성공 보수 및 횡수에 따른 레버리지가 발생하여 파견업 대비 구조적으로 높은 수익성을 확보하기 용이하다. |
| ② 인재 파견업 : 전문직·기술직 ↑ | 또한, 인재 소개 직종은 전문직·기술직의 비중이 크기에 수익성이 더욱 높다. 수수료 기준 직종 구성은 전문/기술직이 49%로 가장 많고, 사무직(18%), 판매직(14%)이 뒤를 잇는다. 이는 소개업이 상대적으로 고부가가치 직종을 중심으로 매칭 구조를 설계하고 있다는 점을 보여준다. |
| 구인 광고, 전직 사이트형의 핵심 | 한편, 구인 광고는 전직 사이트형 수익 모델의 핵심 구성요소로, 유료 공고 게재와 노출 순위 경쟁 등을 통해 유입을 유도한다. 기업은 구인 정보를 플랫폼에 등록하고, 구직자는 이를 기반으로 매칭되는 구조다. 일부 사례에서는 성공 시 성공 보수도 부과된다. 구조적으로는 대량 매칭 및 효율성 중심이며, 광고비 기반의 반복 매출이 발생하는 특징을 가지고 있다. |
| BPO, + 인재교육 + 컨설팅도 확장 중 | 이외에도 BPO, 인재 교육, 인사 컨설팅 등은 HR 전후 단계에서의 부가가치를 높이며 플랫폼형 사이트 기업 중심으로 확장 중이다. BPO는 고객사의 비핵심 업무를 외부 위탁하는 구조로 고정 매출 기반이고, 인재 교육 및 컨설팅은 매칭과 이직 이후의 서비스 영역을 커버하고 있다. |

도표 1-3. 일본 인재 파견 및 소개업 시장 규모 추이



출처: 후생노동성, SMIC 2팀

도표 1-4. 인재 파견 사업과 인재 소개업 비즈니스 모델



출처: SMIC 2팀

1.3. 인재 소개업의 유형 뵈개보기

인력 소개업 구분 인재 소개업은 다시 크게 ① 전직 사이트형과 ② 전직 에이전트형으로 구분된다. 두 모델은 수익 방식, 비용 구조, 타겟 대상에서 서로 다른 사업 구조를 가진다.

① 전직 사이트형 : 규모의 경제 유리 전직 사이트형은 ‘저비용×고회전’ 구조의 디지털 기반 매칭 모델로, 구직자는 자사 홈페이지나 외부 플랫폼을 통해 유입되고, 시스템은 자동 추천 혹은 컨설턴트 개입 하에 적합 인재를 선별한다. 수익은 구인 광고 및 노출 프리미엄 등의 고정형 수익과 성과 수수료로 구성되며, 비용 구조는 주로 디지털 마케팅과 플랫폼 유지에 집중된다. 특히 구인 광고와의 결합을 통해 플랫폼 트래픽을 극대화하고 이를 매칭률 제고와 성과 전환에 재활용하는 구조로, 규모의 경제와 시스템 효율성에 최적화된 대량 매칭에 유리한 방식이다.

② 전직 에이전트형 : 탐색 역량이 중요 전직 에이전트형은 ‘고단가×저회전’ 구조로, 컨설턴트의 탐색 역량이 수익성과 직결된다. 컨설턴트는 기업의 구인 의뢰를 바탕으로 외부 인재를 직접 발굴, 매칭하며, 구직자 연봉의 30~50%를 성공 성과 수수료로 수취한다. 고난도 포지션을 다루는 만큼 회전율은 낮지만, 건당 수익은 높은 구조이며, 인건비 중심의 비용 구조에서 고객의 연봉 수준과 인당 생산성이 수익성을 좌우한다. 고정비 부담은 크지만, 1건당 성과보수를 통한 ROI 극대화가 가능하다는 점이 구조적 강점이다.

1.4. 전직 에이전트형을 소개합니다.

전직 에이전트형의 주체인 컨설턴트의 업무 방식을 자세히 이해하기 위해, 인재를 어떻게 발굴하는지부터, 이후 실제로 어떤 역할을 수행하며 어떻게 유형화되는지까지 단계적으로 짚어보자.

(1) 인재 소싱 방식에 따른 구분: 등록형 vs 검색형

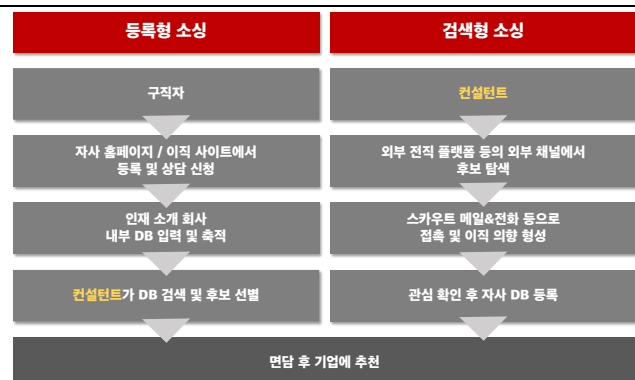
등록형 소싱 : 내부 데이터베이스 등록형 소싱은 내부 데이터베이스 기반으로 빠르게 접근 가능한 후보자를 매칭하는 방식이다. 컨설턴트는 자사 홈페이지 또는 내부 DB에 등록된 구직자 중에서 이직 의사를 밝힌 인재를 선별하고, 과거 접점이 있었던 지원자에게 우선 연락하여 상담을 개시한다. 이전 커뮤니케이션 히스토리를 바탕으로 초기 접촉이 원활하게 이루어지며, 추천까지의 전환 속도 또한 빠른 편이다. 즉, 자사 내부 자원에서 도달 가능한 후보자를 선별 및 활용하는 전형적 1차 매칭 단계인 것이다.

검색형 소싱 : 외부 채널로 발굴 검색형 소싱은 외부 채널을 통해 능동적으로 인재를 발굴하는 방식이다. 자사 풀만으로 충원되지 않는 포지션의 경우, 컨설턴트는 타 전직 플랫폼, 링크드인, 직무 특화 커뮤니티, 세미나 등 외부 채널에서 조건에 맞는 인재를 탐색한다. 이후 스카우트 메시지 또는 네트워킹을 통해 접촉을 시도하고, 반응이 확인되면 정식 상담과 기업 요건과의 정합도 검토를 거쳐 추천으로 이어진다. 등록형으로 대응이 어려운 고난도 및 니치 포지션에서 주로 활용되는 접근 방식이다.

도표 1-5. 전직 사이트형 vs 전직 에이전트형 비교

| 구분 | 전직 사이트형 | 전직 에이전트형 |
|------------|-------------------------------|--------------------------------|
| 수익 구조 | 구인 광고료, 노출 프리미엄, 일부 성과 수수료 | 채용 성사 시 후보자 연봉의 30~50% 성공 보수 |
| 비용 구조 | 디지털 마케팅, 플랫폼 개발·유지비 중심 | 컨설턴트 인건비, 리서치·영업 활동비 중심 |
| 단가 x 회전 구조 | 저단가 x 고회전 → 다수 포지션을 빠르게 소화 | 고단가 x 저회전 → 건수는 적지만 건당 수익 큼 |
| 주 타겟 포지션 | 중저연봉 일반 사무·판매·서비스 등 대량 채용 포지션 | 관리직·전문직·니치 스페셜리스트 등 고난도 포지션 |
| 핵심 경쟁력 | 사용자 수, 구인 광고 수, 매칭 알고리즘·UI/UX | 컨설턴트의 업계 이해도, 네트워크, 협상력 |

도표 1-6. 등록형 및 검색형 소싱 프로세스



출처: SMIC 2팀

출처: JILPT, SMIC 2팀

(2) 역할 범위에 따른 구분: 분업형 vs 양면형

분업형

: CA + RA로 분리

컨설턴트형은 분업형과 양면형으로 나뉘며, 정보 흐름과 매칭 정밀도, 운영 효율성에서 상반된 구조를 가진다. 분업형은 구직자 대응을 맡는 CA(Career Advisor)와 구인 기업을 담당하는 RA(Recruiting Advisor)가 역할을 나누어 대응하는 방식으로, 각 영역에 집중할 수 있어 양측 파이프라인을 대규모로 확보하는 데 유리하다. 반면, RA가 수집한 구인 정보가 CA에게 완전히 전달되지 않으면 정보 단절이나 해석 오류가 발생할 수 있다는 한계가 존재한다.

양면형

: 한 사람이

RA와 CA를 모두

양면형은 한 명의 컨설턴트가 RA와 CA 역할을 통합 수행하여, 정보 일관성과 매칭 정밀도를 극대화한다. 컨설턴트는 기업 수요 확보부터 후보자 발굴 및 매칭까지 전 과정을 일관되게 담당하며, 특히 구인 요건과 구직자 커리어 방향에 대한 양측 정보를 동시 보유하기 때문에 매칭 정밀도가 높다. 해당 구조는 35세~64세의 연령대를 커버하는 하이/미들 클래스 특화 기업들에게 매력적인 구조로, 검색형 소싱에서 스카우트 제시 시, 더 높은 확률로 고객의 선택을 받을 수 있다.

양면형의 한계

: 확장성과 처리량

다만, 양면형은 구조적 집중도의 대가로 확장성과 처리량에서 제약이 뚜렷하다. 구인과 구직을 모두 관리해야 하므로 인당 처리 건수가 제한적이고, 다양한 포지션을 병렬로 운영하기 어려워 사업 확장에 비효율이 발생한다. 컨설턴트 육성도 쉽지 않아, 조직 전체 성과가 고성과자 일부에 편중될 가능성이 높다. 즉, 정밀도와 신뢰는 높지만, 스케일 비즈니스에는 구조적 한계를 지닌다.

1.5. 일본 인재 채용 시장의 주요 플레이어

종합형

: Recruit, PERSOL 등

일본 인재 채용 시장은 매출 구조에 따라 종합형, 사이트형, 에이전트형으로 구분된다. 종합형은 인재 파견, 인재 소개, 구인 광고 등을 아우르는 대형 종합 인재 서비스 그룹을 의미하며, 대표적으로 Recruit, PERSOL, Pasona 등이 해당된다. 다만, 이들 매출의 상당 부분은 파견업에서 발생하며, 소개업 및 광고업은 사업 포트폴리오의 일부로 편입된다. 일본 채용 시장 중 인재 파견의 규모가 가장 크다는 점을 고려하면, 파견 기반 매출 비중이 높게 나타나는 것은 자연스럽다.

사이트 중심형

: Visional, DIP 등

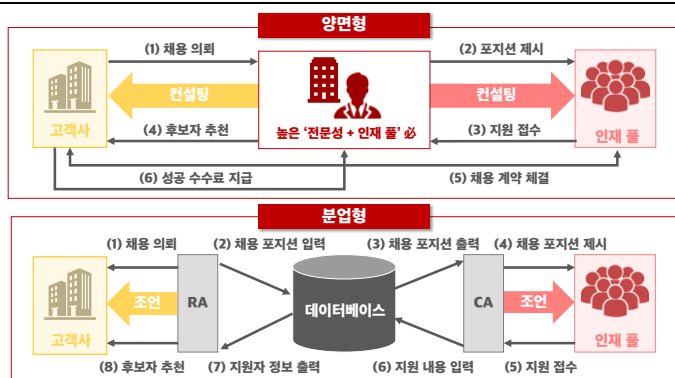
전직 사이트형 중심 기업은 온라인 플랫폼 기반의 전직 매칭을 통해 구인 광고료, 스카우트 이용료, 성공 보수를 동시에 수취하는 하이브리드 BM을 구축한다. Visional, DIP, en-japan 등이 유사한 구조를 갖고 있다. 다만, 시장 진입장벽은 비교적 낮은 편이라, 24년 기준 일본 전체 인재 소개 기업의 80.2%가 사이트형으로, 경쟁이 가장 치열한 세그먼트로 파악된다.

전직 에이전트 중심형

: JAC, MS-Japan 등

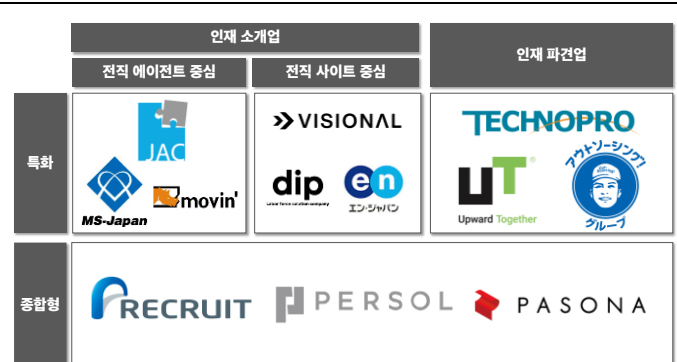
전직 에이전트형 중심 기업은, 컨설턴트가 직접 기업과 구직자 간 매칭을 수행하는 고단가 수수료 기반 BM을 취한다. 주요 플레이어로는 JAC Recruitment, MS-Japan, SMS, Movin 등이 있으며, 인건비 중심의 비용 구조로, 1인당 컨설턴트 생산성이 기업 경쟁력을 결정짓는다.

도표 1-7. 양면형 모델 vs 분업형 모델



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 1-8. 일본 인재 채용 비즈니스 주요 플레이어



출처: 각 사, SMIC 2팀

2. 기업 분석

2.1. 기업 개요 및 사업 분석

글로벌하게 탄생한
동사

동사는 일본 및 글로벌 시장에서 인재 매칭 역량을 갖춘 기업으로, 현재 11개국 34개 거점을 보유한 글로벌 네트워크를 운영 중이다. 75년 영국 창업 이후 일본계 기업의 해외 진출 수요에 따라 싱가포르·일본 등으로 사업을 확장하였으며, 88년 JAC Japan 설립을 기점으로 일본 내 비즈니스가 본격 성장했다. 06년에는 JASDAQ 상장에 성공하며 제도권에 안착하였고, 현재는 외자계 및 일본계 다국적 기업을 대상으로 한 인재 매칭 부문에서 뚜렷한 경쟁 우위를 보유 중이다.

동사의 주 타겟 시장
: 내수 X 하이/미들

전체 매출의 90% 이상이 내수 이직 부문에서 발생하며, 연수입 600만 엔 이상 중고액 화이트 칼라를 정조준하고 있다. 동사의 사업은 내수 이직, 해외 이직, 채용 광고의 세 부문으로 나뉘며, 이 중 내수 이직이 압도적 비중을 차지한다. 해외 사업은 약 10%, 채용 광고는 1% 미만에 불과하며, 사실상 내수 이직 사업 단일 구조를 유지하고 있다. 이직 시장 내 점유율은 작지만 높은 수익성을 지닌 하이/미들 직군을 대상으로 오리콘 고객만족도 7년 연속 1위를 달성한 바 있다.

등록·양면형 컨설턴트
+ 팀제로 병목 극복

동사는 ‘등록형 x 양면형 컨설턴트’를 기반으로 하되, 일부 검색형을 병행하는 구조를 택하고 있다. 동사의 양면형 모델은 컨설턴트 1인이 채용 수요 발굴부터 후보자 매칭까지 일관 수행하고 있다. 다만, 개인 역량 의존도가 크고 컨설턴트 육성 난이도가 높다는 점에서 성장의 병목 요인이 존재한다. 이에 대응하기 위해 동사는 산업 및 직무별 실무 경험 기반의 팀제를 운영하고 있다. 팀 간 자율 인계를 통해 매칭 정밀도와 대응 속도를 동시에 확보해왔다.

매출 구조
= 1인당 성과
x 컨설턴트 수

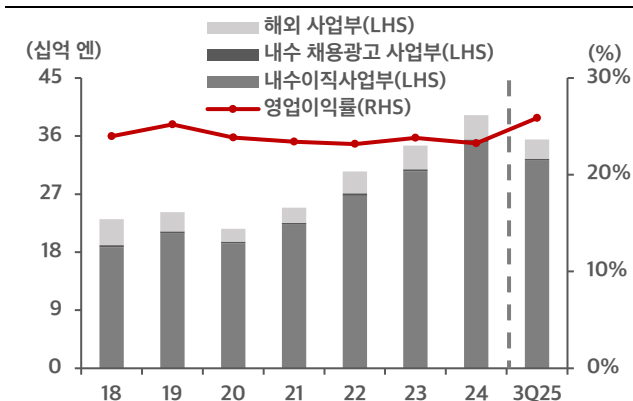
동사 매출은 ‘1인당 성과 x 컨설턴트 수’로 결정되며, 고단가 연봉군을 통한 수익성 레버리지가 구조적으로 내재돼 있다. 1인당 성과는 ‘건당 수수료(= 연봉 x 커미션율) x 매칭 성공 건수’로 정의되며, 단가가 높을수록 수익 기여도가 비례해 커지는 구조이다. 컨설턴트 수는 재직 인력과 신규 채용 인원을 기준으로 하되, 퇴사·이직을 고려한 순증 기준으로 산출된다. 따라서 단순 증원 외에도 연봉군 단가 믹스 및 성공률 개선만으로도 매출 성장이 확보되는 구조적 특성을 지닌다.

2.2. 재무분석

배당 중심 주주환원
: 배당성향 60~65%

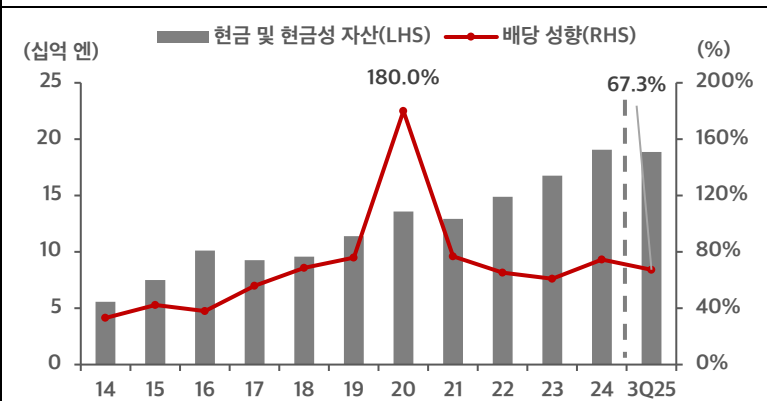
동사는 주주환원을 배당 중심으로 일관되게 추진하고 있으며, 배당성향 60~65% 수준을 정책 기조로 명시하고 있다. 일회성 이벤트에 따라 탄력적으로 배당을 조정하기보다는, 이익 성장에 맞춰 안정적으로 증배당을 이어가는 전략을 취하고 있으며, 실제로 최근 배당성향은 24년 74.6%, 25년 가이드스 예상치 기준으로도 67.3%에 달한다. 설비투자 부담이 거의 없는 사업 구조와 축적된 현금흐름 덕분에 이러한 고배당 기조는 충분히 지속 가능할 것으로 보인다.

도표 2-1. 동사 사업부별 매출 추이 (YTD 3Q25)



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-2. 동사 현금 및 현금성 자산 및 배당 성향 추이 (YTD 3Q25)



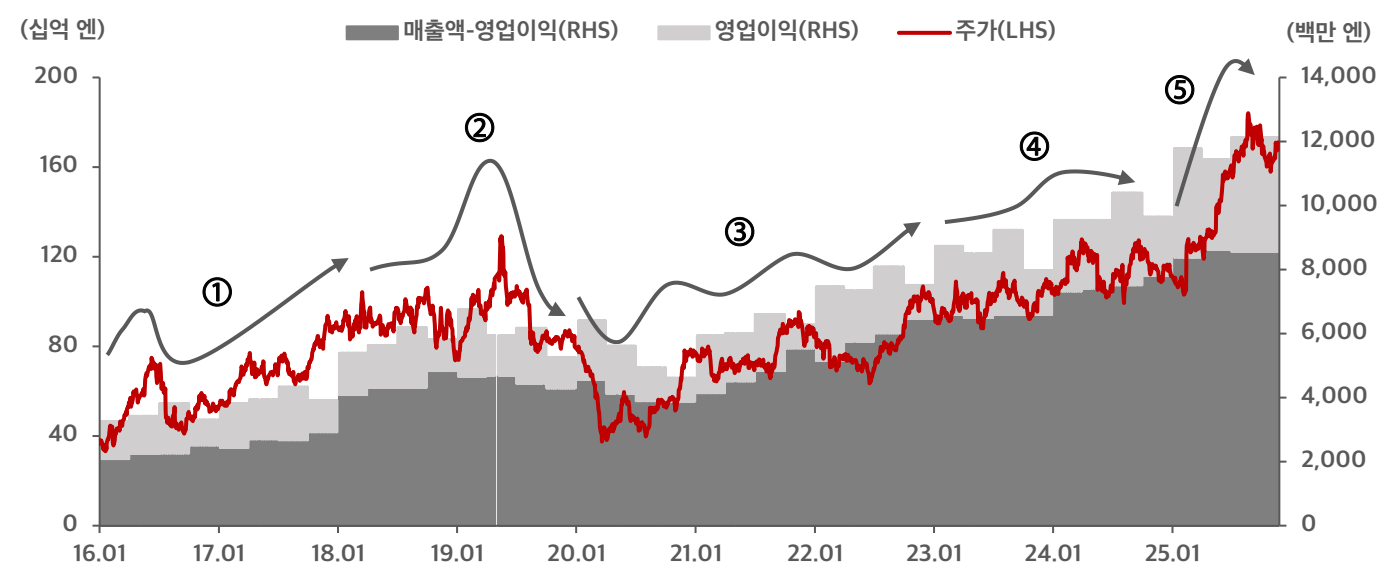
출처: 동사, SMIC 2팀

사실상 무차입 경영
→ 높은 재무 안정성

동사의 무차입 경영 역시 안정적인 재무 기반을 뒷받침한다. 25년 3분기 기준 부채비율은 27.4% 수준에 불과하며, 이 중 이자부 부채는 사실상 거의 존재하지 않는다. 동사의 사업 구조는 고정 자산 투자가 거의 없는 인건비 중심의 인재 매칭 서비스에 기반하므로, 매출 성장과 함께 잉여 현금의 누적이 가능하고, 이는 재투자보다는 배당 등 주주환원 재원으로 이어진다. 나아가, 이처럼 외부 차입에 의존하지 않고 내부 자본으로 성장과 배당을 병행하는 구조는 높은 ROE를 유지하면서도 변동성이 낮은 재무 안정성을 동시에 확보할 수 있는 토대를 제공한다.

2.3. 주가분석

도표 2-3. 주가 분석



출처: Capital IQ, SMIC 2팀

- ① 16년~17년: 일본 내 고용시장이 호조를 보이며 실적이 성장했고, 15년 1부시장 이전 효과로 투자자층이 확대되어 주가가 우상향을 지속하였다. 또한, 전국에 새로운 지점을 열어 국내 네트워크를 확장함에 따라 광범위한 국내확장과 지속적 실적 성장으로 주가가 또 한 번 상승하였다.
- ② 18년~19년: 18년 3월 싱가포르 JAC Recruitment Asia Ltd.를 완전 자회사로 편입하고, 12월에는 독일 사무소 설립을 발표하였다. 투자자들은 글로벌 성장에 대한 기대를 품었으나, 통합 비용과 글로벌 경기 둔화로 실적 기여가 지연되면서 주가는 횡보하였다.
- ③ 20년~22년: 컨설팅 및 금융권 헤드헌팅 업체 VantagePoint K.K.를 100% 인수하였으나, 20년 팬데믹으로 주가가 급락하였다. 21년 이후 리오프닝과 디지털 전환으로 실적이 급반등하면서 주가가 다시 상승했다. 특히, 22년 프라임시장 이전과 지속적인 배당 증액이 신뢰를 높였다.
- ④ 23~24년: 23년 미국 진출과 독일 추가 지점 개설, 24년 1월 실시한 4 대1 주식분할은 장기 성장 기대를 높였지만, 2024년에는 비용 증가로 이익이 둔화되어 주가가 횡보했다.
- ⑤ 25년 이후: 25년 3분기까지 연속적으로 실적이 컨센서스를 크게 상회했고, 자사주 매입과 배당 상향이 발표되면서 주주환원 기조 강화로 주가가 새로운 고점을 기록했다. 이처럼 실적과 주주 환원이 주가 상승의 강력한 촉매임을 재확인할 수 있다.

'실적'과 이를 바탕으로 한 '주주환원'은 동사의 주가를 움직이는 가장 강력한 축이다. 그리고 지금, 실적을 끌어올릴 구조적 변화, '일본 이직 시장의 대전환'이라는 파도가 움직이기 시작했다. 그 물결에 가장 먼저 올라탈 기업은 단연 동사다. 이제부터 그 변화의 실체를 하나씩 짚어보자.

3. 투자포인트 1 - JAC금의 일본

3.1. 일본의 평생직장 신화가 흔들린다

일본의 전통

:35세 이상 이직x
→ 더 이상은 없다

35세부터는 이직하지 않는다는 일본의 전통이 올해부터 깨지고 있다. 24년부터 35세 이상 이직 인원 수가 가파르게 증가하기 시작했다. 인재소개업체를 통한 35세 이상 이직 수는 과거 10년간 평균 +13.6%씩 상승했지만, 24년에는 +20.8%나 상승하면서 전 연령대에서 가장 크게 솟구쳤다. 동시에 35세 이상의 연봉 또한 정체를 끝내고 반등하고 있다. 일본 35~64세 연봉인상률은 21년 -0.1%, 22년 +0.9%, 23년 +2.3% 수준에 그쳤지만, 24년에 갑자기 3.6%가 상승했다.

노동자 몸값 상승

→ 한번도 이직 안한
노동자마저 이직준비

일본은 현재 노동자 몸값이 높아지면서 이직을 해본 적 없는 노동자도 이직을 준비하고 있다. 일본과 노동시장이 유사한 한국은 이미 2010년대 이직이 늘어나면서 헤드헌터 업계가 성장했다. 한국의 근로자 평균 이직 횟수가 10년 2.0회 수준에서 20년 3.1회 수준으로 약 1.5배 늘어났기 때문이다. 40대로 한정하면 20년 평균 이직 경험 횟수는 4.2회에 달한다. 반면, 일본은 24년에 평균 전직 횟수가 1.9회에 불과해 첫 직장을 빼면 평균 이직 횟수는 0.9회밖에 되지 않는다.

평균 이직 횟수&연봉 모두 증가

→ 구조적 성장을 앞
둔 전직 에이전트

직장인의 평균 이직 횟수와 연봉 모두 상승하면서, 전직 에이전트 또한 구조적 성장을 앞두고 있다. 이미 같은 전철을 밟았던 한국은 근로자 평균 이직 횟수가 늘어나는 것과 비례해 서치펌 산업 규모가 11년 4~5천억 수준에서 23년 약 1조원 수준까지 성장했다. 한국의 헤드헌터 수도 11년 약 4천 명에서 18년 약 7.5천 명 수준까지 늘어나 성장을 견인했다. 그러나 일본은 노동력 부족이 불러온 이직과 연봉의 동반 상승이라는 점에서, 구조적으로 더 큰 물결을 앞두고 있다.

3.2. 일본 인구구조가 이끄는 불가역적 이직 트렌드

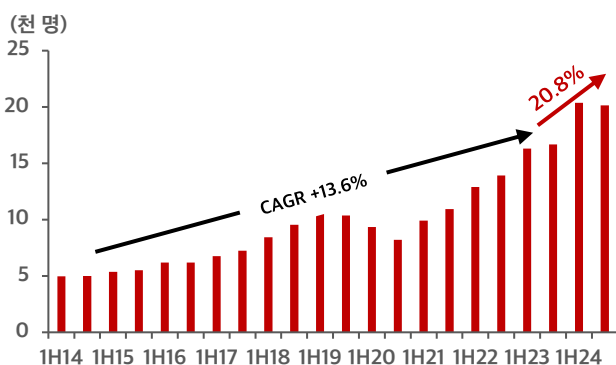
24년 경제활동인구 피크→25년 이직러시 시작

25년부터 이직 러시가 시작된 건 경제활동인구가 작년부터 피크를 달성했기 때문이다. 일본의 생산가능인구는 95년부터 피크를 찍고 지속적으로 감소했다. 그러나 경제활동참가율이 반등하여 경제활동인구는 늘어나 일본의 노동력 부족을 방어해 임금이 반등할 시기가 미뤄졌다. 하지만, 경제는 성장하는데, 20년 이후 경제활동참가율도 한계에 이르면서 임금 반등이 시작되었다.

모두 일하러 나온 여 성과 고령층 → 더 이상 경제활동인 구 성장 불가

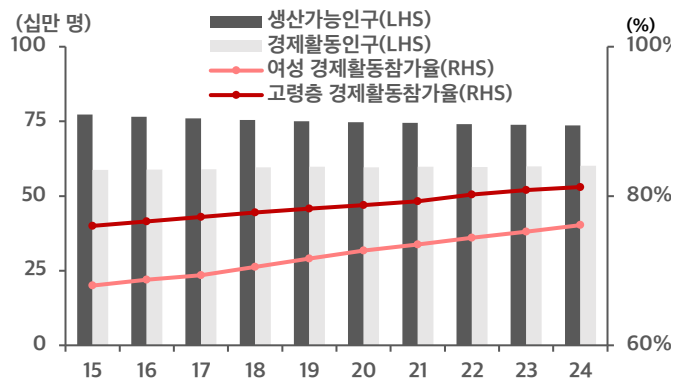
경제활동인구의 성장을 견인한 여성과 고령층에서도 이제는 더 일할 사람이 없다. 아베 정권은 개혁 중 일부로 여성의 보육 및 육아휴직 제도를 개선하고, 고령층을 계속 고용하도록 유도하는 정책을 시행해 여성과 고령층이 일터로 유도했다. 여성 경제활동참가율은 15년 68.0%에서 24년 76.1%로 8.1%p 늘어났고, 고령층 또한 15년 76.0%에서 24년 81.2%로 5.2%p 늘었다. 그러나 일본은행에 따르면, 여성과 고령층 모두 경제활동참가율이 주요 선진국 수준까지 도달해 추가적 상승의 여지가 제한적인 상태다. 즉, 이미 일할 사람은 모두 일터에 나왔다는 의미다.

도표 3-1. 인재소개업체를 통한 35세 이상의 이직 수



출처: 일본 인재소개사업협회, SMIC 2팀

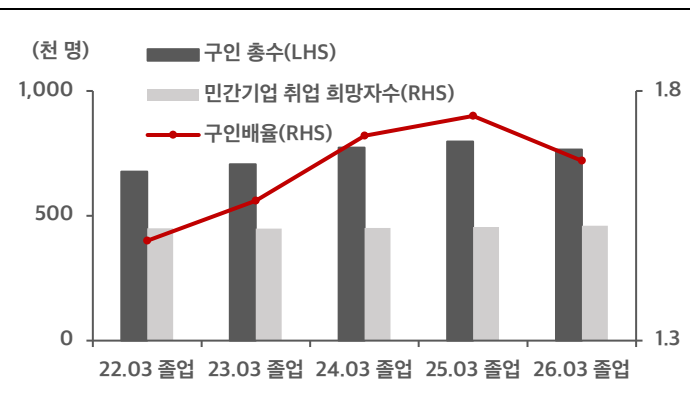
도표 3-2. 생산가능인구와 경제활동인구의 피크



출처: 총무성 통계국, SMIC 2팀

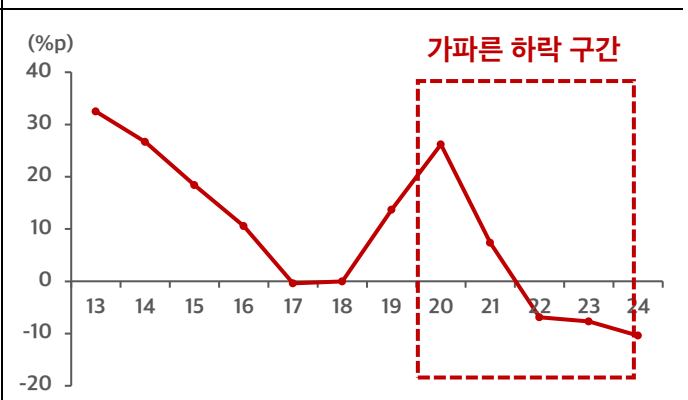
| | |
|---|---|
| <p>경제활동인구의 감소 → 신졸채용의 어려움</p> | <p>경제활동인구가 부족해지면서 기업이 신졸 채용으로는 인원을 충당하지 못하는 사태가 벌어졌다. 25년 대졸 근로자 구인배율은 1.75배로, 21년 1.5배에 비해 17% 증가하였다. 어떻게든 노동자를 뽑아야 하는 기업들은 경쟁적으로 임금을 인상하기 시작했다. 후생노동성에 따르면, 대졸 신졸 초임은 22년까지 +1% 내외로 거의 변동이 없었다. 그러나 23년과 24년에는 각각 YoY +3.9%, +4.6%로 20대 임금이 반등하기 시작했다. 즉, 임금을 올려서라도 인원을 빼오려는 것이다.</p> |
| <p>경력직 채용에 대한 기업들의 적극적인 공세</p> | <p>그러나 신졸 채용만으로 인력 충원에 실패하면서, 기업들은 경력직, 즉 30~40대 이상의 노동자들로 관심을 옮겼다. 기업은 이제 중도채용을 적극적으로 늘리고 있다. 리크루트 홀딩스는 민간 기업 4,113개 중 83.3%의 기업이 중도채용을 실시해 역대 최고 수준 비율을 기록했다고 밝혔다. 마이ナビ의 2H25 인사담당자 설문조사에서 앞으로 중도채용에 대해 ‘더 적극적으로 될 것’이라고 응답한 비율이 54%로, ‘더 소극적이 될 것’이라고 응답한 비율인 7.4%를 크게 뛰어넘었다.</p> |
| <p>치열해지는 경력직 채용시장</p> | <p>그러나 경력직 채용 또한 인재 영입 경쟁이 치열해지면서 어려워지고 있다. 경력직 DI는 20년 26.2%p로 고점을 찍고 가파르게 떨어져 24년 -10.4%p를 기록하였다. 25년 1~9월의 노동력 부족으로 인한 기업 도산 중 종업원 퇴직으로 인한 케이스가 전년 대비 1.6배가 급증하였는데, 이는 기업 간 인재 유출 경쟁이 과열되고 있기 때문이다.</p> |
| <p>인재를 데려오기 위 한 방법 → 연봉인상</p> | <p>기업들은 타 사에서 더 많은 인재를 데려오기 위해 경력직에도 더 높은 연봉을 약속하고 있다. 경력직 채용 경쟁이 시작되면서 35세에서 65세까지의 임금도 23년과 달리 24년에 본격적으로 상승하기 시작했다. 23년에는 20대에서 YoY +2.8%의 임금이 상승한 것과 달리, 그 위의 연령대에서는 YoY +0~1%에 불과했다. 그러나 24년부터는 오히려 30~34세 +4.7%, 35~39세 +4.4%, 40~44세 +3.7%, 45~49세 +4.7%로 20~24세 +3.5%보다 높은 임금 상승률을 기록하였다.</p> |
| <p>전직 에이전트에 더 많은 공고를 내는 기업들</p> | <p>기업은 전직 에이전트에 더 많은 구인 공고를 내고 있다. 실제로 24년 인재소개업체에 등록하는 상용 구인 수는 23년 321만 건에서 24년 467만 건으로 YoY +45.4% 성장해 전직 사이트 및 전직 에이전트가 이직이 늘어나는 흐름 속에서 더 많은 기업 고객을 확보할 수 있었다.</p> |
| <p>연봉 인상 = 강력한 이직 인센 티브</p> | <p>경력직의 연봉 인상은 이직의 강력한 인센티브로 작용한다. en-japan의 조사에 따르면, 이직으로 가장 실현하고 싶은 것으로 27%가 급여 인상이라고 답했는데, 30는 37%가 이에 응답하였다. 실제로 이직 후 연봉이 상승하는 비중이 높아지면서, 전직 에이전트를 방문하는 구직자도 늘어나고 있다. 후생노동성의 조사에 따르면, 이직 후 연봉이 상승한 전직자의 비율은 21년 34.6%에서 24년 40.5%까지 +5.9%p 오른 반면, 연봉이 하락한 비율은 35.2%에서 29.4%까지 -5.8%p 감소하여 골든 크로스를 기록하였다. 이직 후 연봉 상승에 힘입어 일본 내 인재소개회사에 접수된 신규구직신청 건수는 23년 410만 건에서 24년 506만 건으로 YoY +23.3%나 증가하였다.</p> |

도표 3-3. 대졸 구인배율 변화 추이



출처: 총무성 통계국, SMIC 2팀

도표 3-4. 경력직 DI 변화 추이



출처: Recruit Works, SMIC 2팀

이직에 대한 사회적 인식의 변화 환경이 변하면서 이직에 대한 부정적 인식도 깨지고 있다. 전술했듯 이직에 대한 기존 일본의 인식은 다소 부정적이었다. 18년에 Persol에서 실시한 설문조사에서는 43.6%가 이직을 긍정적으로 보기 어렵다고 밝혔다. 그러나 25년에 Persol에서 실시한 조사에서는 퇴사에 대한 심리적 장벽이 낮아졌다고 보는 비율이 94.3%, 입사한 지 3년 이내 퇴사에 대해서도 77.8%가 당연한 일이라고 응답할 정도로 이직에 대한 인식 수준이 단기간에 급격하게 변화한 것을 확인할 수 있다.

미들/하이클래스가 이직시장으로 유입된다. 그렇게 일본의 35세 이직 한계선이 깨졌다. 35세 한계설이란 '35세를 넘으면 이직이 거의 불가능하고, 다른 업종/직종으로의 이직은 성공하기 어렵다'는 통념이다. 그러나 지금 이직 시장은 20대의 전유물에서 30-40대를 중심으로 확장되고 있다. 일본 미들/하이클래스 채용 플랫폼인 Persol DODA의 이직/구인배율은 2.28배로, 동시기 전국 평균 구인 배율인 1.24배를 상회했다.

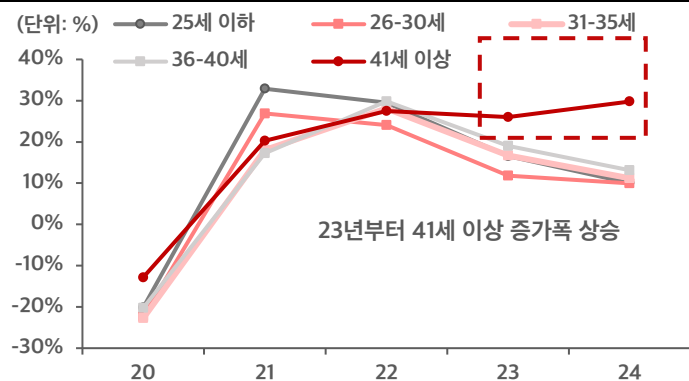
이직시장의 구조적 개편 실제로 24년부터 전직 에이전트를 통해 취업하는 인원 중 35세 이상의 전직 건수가 도드라지게 상승하고 있다. 24년 인재소개업체를 통해 전직한 인원은, 연령대별로 41세 이상이 YoY +30%로 가장 많았고, 36~40세가 YoY +13%로 그 다음으로 많아 YoY +11%를 하회하는 35세 이하보다 높은 성장률을 보여주었다. 당장 21년에 25세 이하와 26~30세가 각각 성장률 1, 2등을 하던 상황과 비교하면 중년층·경력직이 전직 에이전트를 통해 본격적으로 이직에 나서는 구조적 변화를 읽을 수 있다. 즉, 미들/하이클래스가 전직 에이전트의 새로운 성장을 견인하고 있는 것이다.

3.3. 일본 정부는 이직을 장려하는 중

뉴 트리니티 개혁의 25년 본격 실행 정부 차원에서의 정책적 지원은 이직시장 재편에 뭇대를 달아준다. 뉴 트리니티(New Trinity) 노동시장 개혁으로 대표되는 이직에 대한 지원은 22년부터 준비되어 온 정책이었지만, 실제로 실행 및 가속이 된 것은 25년이다. 올해 '경제재정운영과 개혁의 기본방침 2025'에 명시되며 본격적인 중장기 플랜으로서 자리잡기 시작했다. 뉴 트리니티 개혁은 ① 리스킬/업스킬 지원 ② 직무/잡형 임금/고용으로의 전환 ③ 성장 분야로의 노동 이동 촉진 이 세 가지 축으로 구성된다.

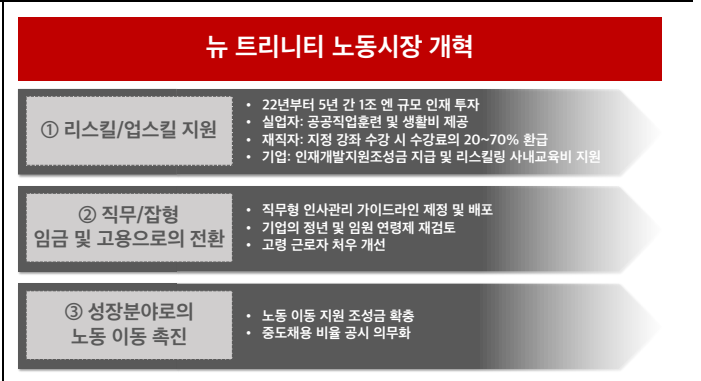
뉴 트리니티 개혁 ①: 리스킬/업스킬 지원 뉴 트리니티의 첫 축인 ① 리스킬/업스킬 지원은 노동자가 지금 회사·지금 직무에만 묶여 있지 않도록 만드는 정책이다. 일본 정부는 22년부터 5년간 1조 엔 규모의 인재 투자를 통해 실업자, 재직자, 기업을 대상으로 직업훈련과 교육비를 폭넓게 보조하고 있다. 실업자에게는 공공직업훈련과 훈련기간 생활비를 제공하고, 재직자에게는 지정 강좌 수강 시 수강료의 20~70%를 환급해 주는 제도를 운영한다. 기업에 대해서는 인재개발지원 조성금과 리스킬링 전용 코스를 통해 DX·신규사업 전개를 위한 사내 교육비와 교육 기간 중 임금의 일부를 지원한다.

도표 3-5. 연령별 대형 3사를 통한 구직자 수 변화율 추이



출처: 일본 인재소개사업협회, SMIC 2팀

도표 3-6. 뉴 트리니티 개혁 내용



출처: Prime Minister's Office of Japan, SMIC 2팀

뉴 트리니티 개혁 ②: ② 직무/잡형 임금 및 고용으로의 전환은 기존 일본의 인사 시스템인 신졸 일괄채용과 연공서열 대신 직무를 기준으로 근로자를 선발 및 평가하고 급여 역시 직무를 기준으로 지급하는 정책이다. 이를 위해 정부는 직무형 인사관리 가이드라인을 제정 및 배포하고 기업에 대해 정년 및 임원의 연령을 재검토하도록 권고한다 이는 기존 신졸 채용과 연공서열에 기반한 멤버십형 고용에서 벗어나 이직 및 중도채용이 용이해지도록 하는 것을 목표로 한다.

뉴 트리니티 개혁 ③: 세 번째 축인 ③ 성장 분야로의 노동 이동 축진은 축소 및 저성장 업종에서 디지털, 헬스케어 등의 성장분야로 인력을 재배치 하기 위한 정책이다. 이는 정부가 단순한 구직급여를 넘어 전직·이직을 전제로 한 ‘노동 이동 지원 조성금’을 확충하고, 기업 측면에서는 중도채용을 확대하도록 제도적으로 압박하고 있다는 점이 특징이다. 21년부터는 상시 근로자 301인 이상 기업에 대해 중도채용 비율을 공시하도록 의무화하는 등 중도채용을 적극 독려하고 있다.

정년연장은 일본의 퇴직시스템을 변화시킨다 정책적인 측면에서 정년연장도 이러한 구조적 변화를 촉진하고 있다. 일본은 00년 65세를 고용 노력의무 나이로 정하고 이후 13년 만에 65세로 정년으로 연장하였다. 이후 8년 만인 21년 70세를 고용 노력의무 나이로 설정하였다. 고령화가 가속화됨에 따라 정년 연장 주기도 13년에서 8년으로 줄어드는 등 정부는 정년 연장 속도에도 박차를 가하고 있다. 이러한 히스토리를 보았을 때 70세로의 정년 연장이 머지 않았다는 것을 알 수 있다.

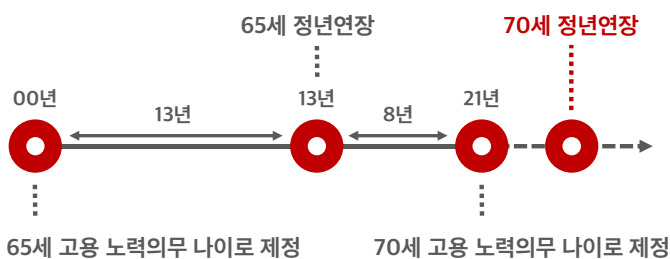
퇴직시스템의 변화: 출향과 전직의 약화 보편적으로 일본의 기업들은 고령화로 인한 관리직 적체현상을 출향과 전직이라는 시스템을 통해 해결했다. 이는 기업이 인력 재배치나 구조조정, 그룹 재편 등을 위해 근로자를 자회사 등으로 이동시키는 제도이다. 그러나 정년 연장으로 해당 시스템은 근로자에게 부담으로 작용하게 되었다. 은퇴를 앞둔 단기간의 자리라기보다 애매한 위치가 수년간 지속되는 경우가 많아졌기 때문이다. 따라서 이는 결과적으로 미들/하이클래스의 이직시장으로의 유입을 자극한다.

3.4 결국에는 채용 컨설턴트에게로 모여든다.

3.4.1. 채용 컨설턴트의 필요성 ①: 시스템의 우위

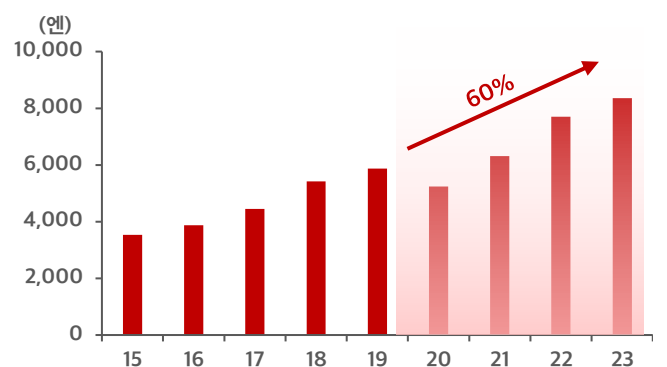
중도채용 시 채용 컨설턴트는 필수적 기업들은 신졸채용을 선호하던 경향에서 벗어나 경력직 채용을 적극 활용하기 시작하였다. 이는 곧 채용 컨설턴트에 대한 수요로 이어진다. 후생노동성의 ‘직업소개사업 보고’를 보면 유료 인재 소개 사업의 수수료 수입 총액이 23년 8,362억 엔으로 4년새 +60% 가량 증가하였다. 또한 마이나비에 올라온 19년 대비 구인 공고 지수의 경우 20년 89.7에서 24년 174.6으로 +95% 가량 증가하였다. 중도 채용에 있어서 채용 컨설턴트가 필수가 되어가고 있다는 증거이다.

도표 3-7. 일본 정년연장 타임라인



출처: SMIC 2팀

도표 3-8. 유료 인재 소개 사업 수수료 수입



출처: 총무성 통계국, SMIC 2팀

웬만해서는 채용 컨설턴트를 막을 수 없다

전직 에이전트는 일본에서 특히 더 많은 기업과 구직자가 의존한다. 해외는 링크드인 등 경력을 올릴 수 있는 플랫폼을 적극적으로 이용하지만, 일본은 종신고용 문화와 자기과시를 터부시하는 문화로 인해 공개 프로필 문화에 대해 보수적이다. 미국과 영국의 링크드인 보급률은 각각 52%, 44%이지만, 일본은 3%에 불과할 정도로 인터넷에 레쥬메를 올리는 문화에 부정적이다.

채용 컨설턴트의 대체재? ①: 채용 플랫폼

기업은 채용 공고를 모르는 Passive 구직자에게 접근하기 위해 채용 컨설턴트를 써야 한다. 전직 사이트에 채용 공고를 올려도 구직자가 스스로 검색해 지원하지 않는 경우가 대다수다. 일본은 아직까지 종신고용 문화로 인해 이미 일하고 있는 사람은 구직 활동에 잘 나서지 않는다. 따라서 Active 구직자만을 기다려서는 사람을 뽑지 못하는 지금은 에이전트를 찾을 수밖에 없다.

채용 컨설턴트의 대체재? ②: 내부 인사역량

그러나 기업 내부 인사 역량은 한계가 뚜렷하다. 기업은 내부적으로 내부 게시 채널이나 추천을 통해 인재를 채용한다. 자사 홈페이지 등은 구직자가 찾아와야 한다는 점에서 한계가 뚜렷하다. 추천 시스템은 입증된 후보자를 선별할 수 있다는 장점이 있지만, 일본은 서양과 달리 레퍼런스 기반 채용이 활성화된 지역이 아니라 이 방법도 적극적으로 쓰기 어렵다.

채용 컨설턴트의 우위 ①: 인재 풀

전직 에이전트는 특정 산업/직군/연봉대에 특화된 채용 컨설턴트와 방대한 네트워크를 보유하고 있다. 특히 동사와 같이 그룹 차원의 정보 공유가 활발한 경우, 훨씬 더 넓은 인재 풀을 확보할 수 있다. 인재 풀이 넓고 다양한 만큼 신속한 인원 충원이 가능하다. 미국 최대 HR 기관인 SHRM의 조사결과 평균 42일이 소요되는 채용이 컨설턴트를 이용할 시 최대 50% 단축된다.

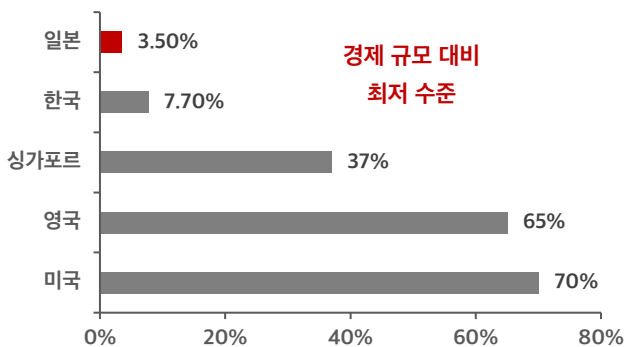
채용 컨설턴트의 우위 ②: 정보량

정보량에서도 컨설턴트는 기업이 직접 채용하는 방식보다 유리하다. 채용 플랫폼과 내부 인사역량은 후보자가 직접 제공하거나 면접에서 드러난 정보만 얻을 수 있다. 그러나 채용 컨설턴트는 같은 업계 후보자들을 장기간 여러 번 만나는 히스토리가 쌓이면서 정량적인 정보뿐만 아니라 정성적인 정보와 후보자가 공식적인 자리에서 말하기 어려운 비정형 정보까지 얻을 수 있다.

미들/하이클래스에서 더욱 필요한 채용 컨설턴트

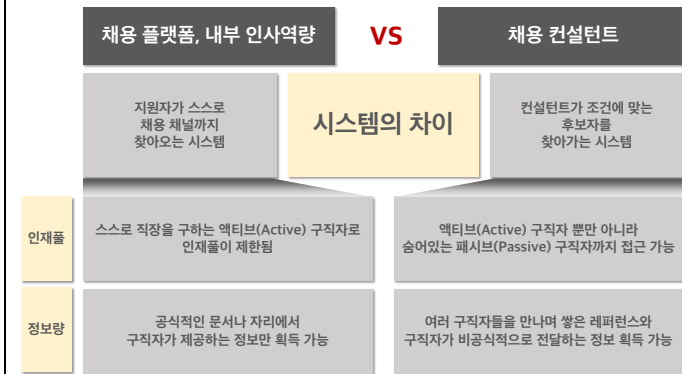
채용 컨설턴트의 경쟁력은 미들/하이 클래스에서 더욱 뚜렷하게 나타난다. 미들/하이클래스는 이미 높은 연봉과 직급을 보유하고 있어, 이직에 투입하는 시간과 노력이 상당한 기회비용으로 작용해 Active 구직자가 되기 힘들다. 그러나 채용 컨설턴트는 접근이 가능하기에 미들/하이클래스라는 더 넓은 인재 풀을 확보할 수 있다. 실제로 엔지니어, 디자이너 전문 컨설턴트인 레바테크가 한 조사 결과, 연봉 600만 엔 미만의 구간에선 가장 좋았던 전직 채널을 구인 매체로 뽑았지만, 600만 엔 이상의 구간에선 전직 에이전트를 뽑았다.

도표 3-9. 나라별 전체 인구대비 LinkedIn 사용자 비중



출처: Napoleon cat, SMIC 2팀

도표 3-10. 채용 플랫폼, 내부 인사역량 vs 채용 컨설턴트

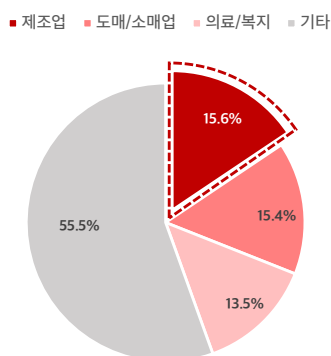


출처: SMIC 2팀

3.4.2. 채용 컨설턴트의 필요성 ②: 일본의 특수한 산업구조

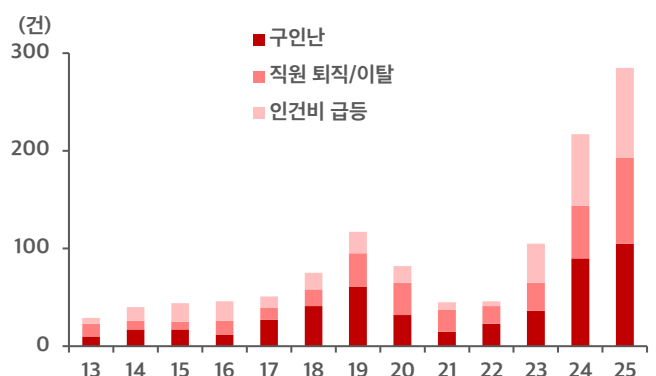
| | |
|--------------------------|--|
| 일본의 특수한 산업구조: 제조업 & 중견기업 | 일본의 산업구조는 제조업과 중견기업이라는 두 축으로 설명된다. 일본은 국가 GDP에서 제조업이 차지하는 비중이 20%이며, 23년 기준 전체 고용에서 제조업은 15.6%를 차지하고 있다. 이는 전체 산업 중 가장 큰 비율로, 고용시장에서의 확고한 지위를 나타낸다. |
| 제조업은 기술직 및 관리직이 필요하다 | 제조업은 제조공정의 고도화로 인해 기술직/관리직에 대한 수요가 매우 높다. 일본 내각부 국제조사 결과 전문적/기술적 직업 종사자의 비율이 클수록 근로자 1인당 노동생산성이 높다는 것을 알 수 있다. 이는 곧 제조업에서의 기술직/관리직에 대한 높은 수요를 의미한다. 그러나 기술직/관리직은 비교적 공급이 늘어나는 속도가 느린 직종으로, 생산가능인구의 증가 자체도 더딘 일본에서는 폭발적인 수요를 공급이 따라가지 못한다. |
| 기술직 및 관리직은 신졸 채용만으로는 힘들다 | 실제로 신졸채용으로는 충분한 인력을 확보하지 못한다. 후생노동성의 조사 결과, 신졸 용을 실시한 중견기업 가운데 계획대로 채용을 충족한 기업은 약 3할에 불과하며 대졸 기준 제조업의 구인배율은 2.33배로, 전체 구인배율인 1.66배를 상회하는 수치이다. 후생노동성이 발표한 24년 기준 전직종 평균 유효구인배율이 1.17배인 데에 비해 전문/기술직 종사자는 1.91배인 것으로 보아 기술직/관리직은 필요한 만큼의 인원을 충원하기가 어렵다는 것을 알 수 있다. |
| 경력있는 기술직 및 관리직을 찾기가 힘들다 | 따라서 현재 일본의 제조업 기업들은 경력직 채용이 필요하지만, 대부분의 일본 제조업 기업들이 중견기업이기 때문에 상황이 녹록치 않다. 21년 기준 일본 전체 제조업 기업 중 99.4%가 중견기업이다. 경력직 채용의 가장 큰 과제는 지원자 부족인데 중견기업일수록 그 중에서도 기술직/관리직과 같은 고급 인력은 같은 중견기업에 앞서 대기업과 먼저 경쟁해야 하기 때문이다. |
| 중견기업은 채용이 너무 어렵다 | 중견기업들은 브랜드파워의 면에서 대기업에 비해 열위에 있기 때문에 채용에 불리한 조건을 안고 있다. 내부 인사역량을 이용할 경우 지원자들이 자사의 채용 공고까지 스스로 찾아와야 한다. 이때 중요한 것이 기업의 브랜드 파워이다. 그러나 일본은 중견기업이 매우 많고 경쟁이 치열하여 한 기업마다의 브랜드 파워는 비교적 약할 수밖에 없다. 따라서 이러한 구조적 한계는 자연스럽게 외부 전문 채용 컨설턴트에 대한 수요 확대로 이어진다. |
| 채용은 중견기업에게 중요한 문제 | 채용은 중견기업에게 매우 엄중한 문제이다. 25년 9월 기준 '노동력 부족'이 가장 큰 원인인 기업 파산 건수는 월간 46건으로 이는 전년 동월 대비 109% 증가한 수치이고 13년 이후 최다 기록이다. 특히 구인난으로 인한 노동력 부족이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 중견기업을 중심으로 이러한 경향은 더 심하다. 채용의 실패는 중견기업의 노동력 부족으로 이어져 중견기업에게는 파산이라는 끔찍한 결과로 이어질 수 있기에 채용 컨설턴트의 중요성이 강조되는 것이다. |

도표 3-11. 산업별 고용 비중



출처: 총무성 통계국, SMIC 2팀

도표 3-12. 노동력 부족으로 인한 기업의 파산 건수

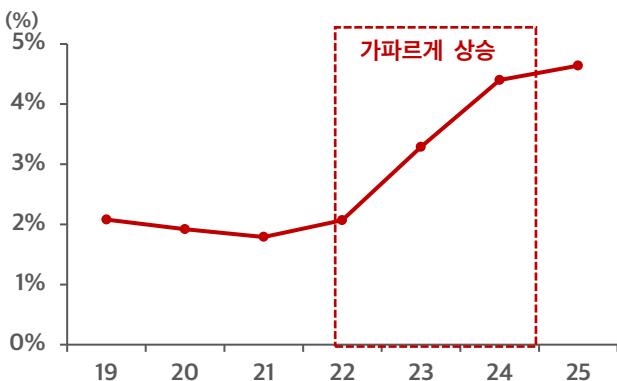


출처: 총무성 통계국, SMIC 2팀

3.4.3. 실제 사례 - 일본 자동차 산업, 헬스케어 산업

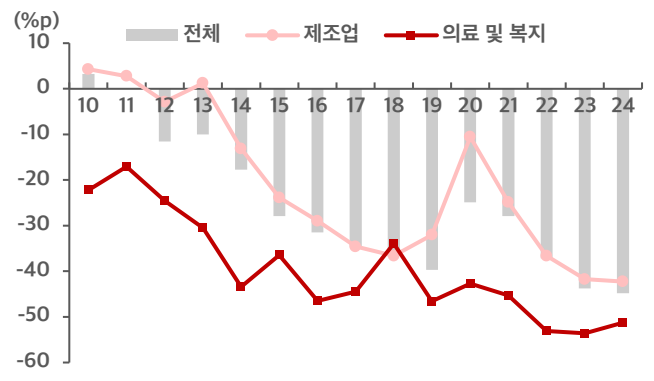
| | |
|-------------------------|--|
| 일본의 산업 구조를 잘 보여주는 산업들 | 동사의 매출액 내 큰 비중을 차지하는 자동차 산업과 헬스케어 산업은 이러한 특수한 일본 산업 구조와 궤를 같이한다. 해당 산업분야들은 중견/중소 제조업체를 축으로 한 밸류체인이 형성되어 있고 기술직/관리직에 대한 수요가 높아 채용 컨설턴트에 대한 수요 역시 크기 때문이다. |
| 자동차 산업에서 구인 수요 | 이러한 산업구조 가운데 최근 크게 증가하고 있는 일본 자동차 산업의 구인은 중견기업들의 인력 채용에 대한 수요를 실감하게 한다. 동사에 따르면 24년 하반기 자동차 및 부품 산업의 경력직 대상 일자리가 전년 동기 대비 125% 증가했다. 그 중 기술직/전문직은 전년 대비 150% 이상 증가했다. 이는 전술했듯 EV와 DX로 대표되는 제조공정의 고도화로 인해 중견기업의 기술직/전문직에 대한 수요가 늘어났다는 것을 방증한다. |
| 연봉인상을 통해 알 수 있는 구인 수요 | 기업들의 구인 수요 증가는 가파른 추세를 타고 있는 연봉 인상으로도 알 수 있다. 24년 춘투 결과 자동차가 속한 기계/금속 부문의 연봉은 4.4% 인상되었으며 이는 과거 평균의 2배 웃도는 파격적인 수준이다. 25년 기계/금속 부문의 연봉은 한 번 더 4.64%의 인상을 거쳤는데, 이는 자동차 산업 내 기업 간 구조적인 인력 부족과 구인 경쟁이 발생하고 있다는 것을 나타낸다. |
| 이직 역시 활발하다 | 이러한 구인 수요와 맞물려서 자동차 산업 내 이직도 활발하다. 자동차 특화 채용 사이트 카워크의 25년 신규 구직자 등록자 수가 매월 약 1,000명으로 역대 최다를 기록하고 있다. 또한 DODA의 조사 결과 자동차가 핵심 업종인 기계설계 파트에서 25년 상반기 등록자 수가 직전 3개월 대비 100% 이상 계속해서 증가했다. 이는 한 번 이직이 시작되면 빠진 자리를 다시 채우기 위해 또다른 이직이 발생하는 순환 구조가 발생하게 되고 자동차 산업에서의 이직횟수가 기하급수적으로 늘어나게 되는 것을 보여준다. |
| 헬스케어 산업 역시 구인과 이직이 활발하다 | 헬스케어 산업 역시 중견기업 중심의 구조 위에 높은 구인 수요와 잦은 이직이 발생하고 있다. 중견기업이 전체 기업의 99.9%를 차지하고 있는 해당 산업은 24년 입직자 대비 전직 입직자 비중이 69%로, 전 사업 평균이 65.8%를 상회하며 활발한 이직이 관찰된다. 또한 JILPT 조사 결과 전체 산업의 정규직 DI는 -46%p인 데 반해 의료/복지 산업의 경우 -58%p로 평균을 크게 하회하며 기업들의 구인 수요를 대변한다. |
| 여기에 딱 맞는 회사가 있는데... | 중견기업 중심의 구조 하에 방대한 구인 수요, 그리고 이에 따른 이직 증가와 연봉 상승은 일본의 특수한 산업 구조에서 채용 컨설턴트가 필요한 이유를 잘 설명해준다. 그렇다면 수많은 채용 컨설턴트 가운데 일본 성장 산업의 기업들이 가장 먼저 떠올릴 만한 Top-pick은 누구일 것인가. 그리고 어떤 특징을 통해 그 지위를 정당화할 수 있을 것인가. |

도표 3-13. 기계/금속 부문 연봉인상을 추이



출처: 일본노동조합총연합회, SMIC 2팀

도표 3-14. 전체 정규직 DI vs 의료/복지 산업 DI



출처: JILPT, SMIC 2팀

4. 투자포인트 2: 걸JAC은 곧 탐픽

35세 이상의 이직이 시작되는 지금, 동사만이 전직 에이전트의 대표로서 그 수혜를 온전히 누릴 것이다. 본 서에서는 ①사람 기반의 전직 에이전트가 수익성을 높게 유지할 이유, ②중소형 에이전트가 아닌 대형 에이전트만 성장할 이유, ③미들/하이클래스 특화 에이전트가 가장 큰 수혜를 입을 이유를 알아볼 것이다. 이후, 동사만이 이직 수요에 따라 숙련된 컨설턴트를 빠르게 확대할 수 있고, 왜 전직 에이전트를 하는 상장사 중 동사가 Top-Pick인지 확인해보도록 한다.

4.1. 늘리기 쉽지 않은 에이전트 공급

컨설턴트 고용 제약
→ 공급자 우위 지속

전직 에이전트를 찾는 기업과 구직자는 늘어나지만, 컨설턴트는 그만큼 늘어나지 않는다. 일본의 인재소개협회에서 요청을 받은 상용 구인 수는 15년 83.6만 건에서 24년 466.6만 건으로 연평균 +21.1%씩 늘어났고, 구직자가 등록한 신규구직신청 건수도 15년 119.2만 건에서 24년 505.9만 건으로 연평균 +17.4%씩 늘어났다. 반면, 실제 매칭이 이뤄진 수는 15년 8.2만 건에서 24년 30.3만 건으로 연평균 +15.6%밖에 늘지 못했다. 공급이 전직 에이전트 고객이 늘어나는 속도를 따라오지 못하면서, 수수료율 30~35% 이상의 공급자 우위 시장이 유지되었다.

프리랜서가 아니라
정규직 고용 → 고정비

일본은 전직 컨설턴트를 프리랜서가 아닌 정규직으로 고용해야 하기 때문에 쉽게 늘릴 수 없다. 헤드헌터를 많이 뽑아 인재소개업이 레드오션인 한국과는 다르다. 한국 서치펌은 업무 위탁계약 형태의 프리랜서 신분으로 근무한다. 헤드헌터에게 기본급을 지급하지 않지만, 매칭에 성공하면 보수의 40~60%를 가져올 수 있어 일단 많이 뽑는 게 유리하다. 그러나 일본은 신규 컨설턴트에게 월급을 줘야 하고, 보통 1인분 기준 연봉의 2~3배 수준의 매출을 내지 못하면 손실이 난다.

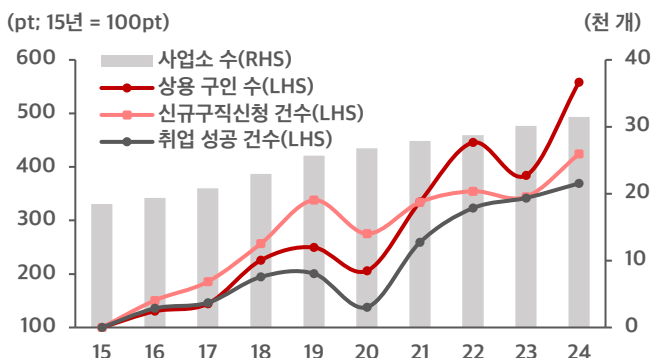
컨설턴트 고용은
고정비 리스크 부담

전직 에이전트가 신규 컨설턴트를 채용하는 일은 CAPA를 확장하고 램프업을 각오하는 일이다. 일반적으로 컨설턴트 1명이 1년에 10건 내외로 매칭을 성사시켜야 손익분기점을 달성할 수 있다. 평균적으로 신입 컨설턴트가 1인분을 하기까지는 통상 1~2년이 소요된다. 그러나 일본 노동자의 평균 근속기간이 약 12년인 것과 달리, 주요 인재소개 업체는 5년 내외에 불과하고 퇴직율이 20%를 넘나드는 사례도 많다. 컨설턴트를 빠르게 수익화하지 못하면 출혈을 감수해야 한다.

수요 > 공급
→ 수수료율 높게 유지

이직이 늘어나는 속도에 비해 전직 에이전트는 늘 타이트하기 때문에 수수료율은 높게 유지된다. 한국 서치펌이 수수료율을 20% 아래로 깎을 정도로 경쟁이 과열되어 15~25%까지 하락한 것과 달리, 일본은 지난 수십년간 수수료율이 30~35% 수준을 유지해왔다. 동사는 오히려 08년부터 매년 평균 수수료율이 약 0.1%p씩 우상향했고, 24년에는 0.3%p나 상승해 33.3%를 기록했다.

도표 4-1. 인재소개업 구인, 구직, 취업, 사업소 수 추이



출처: 일본 인재소개사업협회, 후생노동성, SMIC 2팀

도표 4-2. 일본 전직 컨설턴트 vs. 한국 서치펌 비교

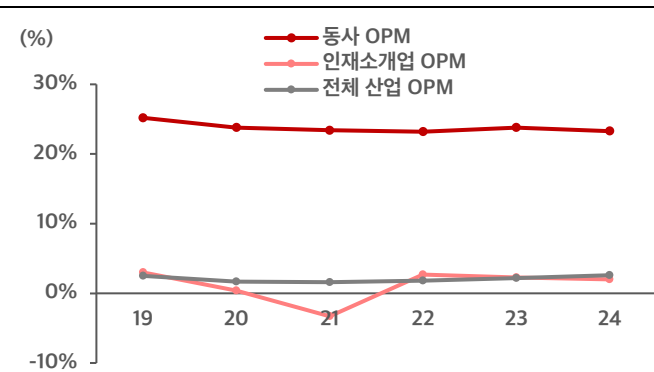
| 일본 전직 에이전트 | vs | 한국 서치펌 |
|------------|--------|--------------|
| 정규직 | 고용형태 | 프리랜서 |
| 고정급 + 성과급 | 비용구조 | 성공보수(40~60%) |
| 허가제 | 법적요건 | 등록/신고제 |
| 분업형 | 주력형태 | 양면형 |
| 30~40% | 수수료율 | 15~25% |
| 회사에 귀속 | DB/브랜드 | 개인에 귀속 |

출처: 언론 종합, SMIC 2팀

4.2. 에이전트 산업 : 규모의 경제

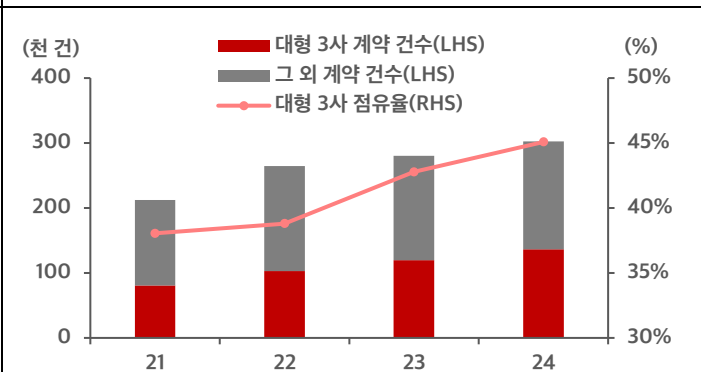
| | |
|---------------------------------------|---|
| <p>구직자 DB 해자 → 대형 에이전트 우위</p> | <p>과실은 대형 에이전트만 가져가고, 중소형 에이전트는 수익을 누리지 못한다. 자체 구직자 DB와 브랜드 인지도는 컨설턴트 한 명의 매칭 성공 건수를 좌우하기 때문이다. 인재소개업 상위 3개 24년 OPM은 동사가 23.2%, Recruit Holdings의 HR Solutions 부문 25.4%, PERSOL의 Career SBU 부문 17.7%로 평균 22.1%의 높은 수익성을 기록했다. 그러나 인재소개업 전체 24년 OPM 평균은 2.0%에 불과해 일본 산업 평균 2.6%도 하회한다. 이토록 상위 업체와 중하위권 업체가 다른 건 대형 전직 에이전트가 수십년간 쌓은 구직자 DB를 넘어서기 어렵기 때문이다.</p> |
| <p>자체 구직자 DB 해자 ①외부 DB 이용료 없음</p> | <p>①자체 DB 내에서 후보자를 추천하면 전직 사이트 이용료 30%를 내지 않는다. 동사는 누적 약 110만 건의 후보자를 확보한 자체 DB를 활용해 원가율을 7% 내외로 관리한다. 그러나 중소형 에이전트는 자체 DB가 열악해 BizReach 등 인재소개회사 비용으로 기본료 60만 엔, 스카우트 메일 1건 발송 시 4,000엔 그리고 성공 보수의 30%를 지불해가며 외부 DB에 의존해야 한다.</p> |
| <p>자체 구직자 DB 해자 ②매칭률 ↑ → 차별화</p> | <p>또한, ②외부에서는 검색할 수 없는 구직자를 기업에 추천해 매칭률을 높이고 차별화할 수 있다. 동사가 매칭하는 계약의 40% 이상은 과거에 등록된 후보자에 다시 연락해서 지원이 이뤄진다. 일본은 링크드인 등록 회원이 24년 약 3.6%, 전직 사이트를 이용해본 적 있는 성인비율 또한 21%(24년 8월 기준)에 불과해 각 에이전트의 구직자 DB와 네트워크의 퀄리티가 경쟁력이 된다.</p> |
| <p>검색형도 등록형도 소싱을 못하는 중소형</p> | <p>반면, 중소형 에이전트는 구직자를 확보하지 못해 한 달 간 매칭 건수가 0건인 사례도 빈번하다. 검색형 소싱은 경쟁이 지나치게 치열하다. 전직 사이트에 등록된 구직자는 리크루트 다이렉트 스카우트 기준 스카우트 메일을 월 평균 약 23통씩 받을 정도다. 그렇다고 대형 에이전트처럼 등록형 소싱으로 구직자 DB를 구축하기 위해 광고선전비를 지출해도 퀄리티를 따라잡기 어렵다.</p> |
| <p>대형 에이전트로의 컨설턴트 유출</p> | <p>숙련 컨설턴트마저 대형 에이전트로 유출되면서 중소형 에이전트는 매출을 낼 인력이 없다. 연 2천만 엔의 매출을 올리는 컨설턴트는 복수의 에이전트에서 내정 경쟁이 이뤄진다. 일본의 컨설턴트는 정규직이다. 당연히 기본급이 높고, 복리후생이 좋으며, 더 퀄리티 높은 구직자 DB로 더 높은 성과를 올릴 수 있는 대형 전직 에이전트로 이직하는 게 합리적일 수밖에 없다.</p> |
| <p>이직 확대 수요는 대형 에이전트로 집중</p> | <p>결국 일본의 이직은 그 어느 때보다 빠르게 확대되지만, 수혜는 대형 에이전트만 가져가고 있다. 일본 직업소개사무소는 14년 18,805개에서 24년 32,622개까지 늘었지만, 에이전트를 통한 취업자 중 대형 에이전트 3사의 점유율은 16년 48.4%에서 24년 45.1% 수준으로 크게 변하지 않았다. 오히려 인재소개회사는 24년에만 21건의 부도가 나며 19년 5건 대비 4배나 간판을 내렸다.</p> |

도표 4-3. 동사 vs. 인재소개업 평균 OPM 비교



출처: 동사, 도쿄상공리서치, SMIC 2팀

도표 4-4. 대형 3사(동사, PERSOL, Indeed) 점유율 추이

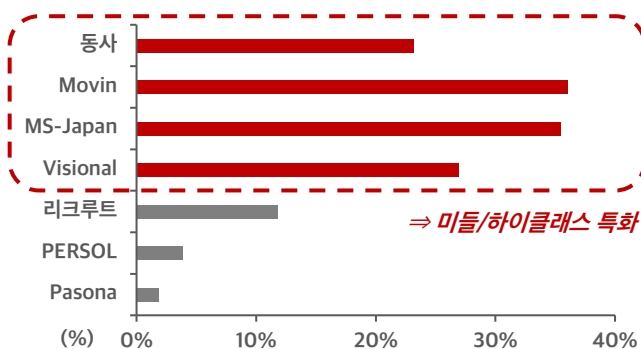


출처: 일본 인재소개사업협회, SMIC 2팀

4.3. 고수만이 오를 수 있는 구조, 양면형

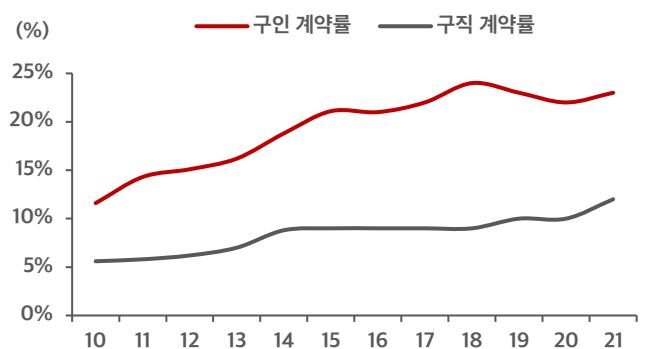
| | |
|--|--|
| <p>20% 이상 고마진의 미들/하이 에이전트</p> | <p>미들/하이클래스에 특화된 전직 에이전트는 20%를 넘는 마진율을 보여준다. 일본 내 100억 엔 이상의 HR 관련 상장사 중 24년 OPM이 20%를 넘어가는 기업들은 동사를 포함해 전부 미들/하이클래스를 주력으로 한다. 전직 사이트를 운영하는 Visional을 제외한다면, 남은 업체는 모두 동사를 포함해 미들/하이클래스를 주력으로 하는 전직 에이전트(Movin, MS-Japan)만 해당한다.</p> |
| <p>평균 연봉 & 수수료율 ↑ → 1건당 매출 높음</p> | <p>미들/하이클래스는 평균 연봉도 높고 수수료율도 높아 1건당 매출이 높다. 동사를 통한 이직자 24년 평균 연봉은 825만 엔으로 경쟁사 doda 에이전트의 이직 연봉 505만 엔보다 63.4% 더 높다. 또한, CxO 등 고급 포지션은 수수료율을 40%까지 높이고, 착수금은 별도로 수령한다.</p> |
| <p>레퍼런스 장벽 → 소수 업체에 집중</p> | <p>그러나 레퍼런스라는 장벽이 존재해 구인 공고는 소수의 업체가 독식한다. 서치펌 5~6개에 중복으로 구인 공고를 내는 한국과 달리, 일본은 높은 자리일수록 35% 이상 수수료율로 독점 계약을 체결한다. 인지도를 쌓지 못했으면 신규 에이전트는 기회 자체가 주어지지 않는다. 업계 내 미들/하이클래스 에이전트들은 재의뢰율 70~90%를 홍보할 정도로 기존 고객과의 유대가 깊다.</p> |
| <p>양면형 컨설팅으로 구인/구직 계약률 ↑ → 레퍼런스 축적</p> | <p>동사는 양면형 컨설팅으로 구인 및 구직 건수의 계약률을 높여 신뢰를 쌓았다. 분업형 컨설팅은 범용적 포지션을 매칭할 때는 효율적이다. 그러나 복잡한 요구에 맞춰 구직자를 셀링해야 하는 미들/하이클래스 상대로는 성공 확률이 떨어진다. 동사는 02년 양면형에서 분업형으로 바꿨지만, 컨설턴트의 계약률이 급감하면서 09년 분업형에서 양면형으로 다시 개편을 시작했다. 이후 동사 기업 구인의 계약률은 10년 11.6%에서 21년 23.0%로 상승했고, 후보자 구직의 계약률은 10년 5.6%에서 21년 12.0%로 상승해 신뢰와 성과를 모두 잡아 미들/하이클래스 브랜드를 구축했다.</p> |
| <p>양면형 컨설턴트 부족 → 경쟁사 진입 포기</p> | <p>경쟁사는 RA/CA 모두 능숙한 컨설턴트를 대량으로 확보하기 어려워 사이트로 눈을 돌렸다. RA/CA를 모두 수행할 수 있는 경력 컨설턴트는 많지 않다. 따라서 Recruit 홀딩스, PERSOL, Pasona 등의 HR 관련 대기업은 전직 에이전트가 아닌 전직 사이트에만 집중했다. 숙련 인력은 구하기 어려워도, 플랫폼 사이트는 개발과 마케팅은 자본이 있으면 구현할 수 있기 때문이다.</p> |
| <p>미들/하이 구직자도 소수 에이전트만 방문</p> | <p>미들/하이클래스 구직자도 ①비공개 구인 비중이 높고, ②컨설턴트 프로필 신뢰도가 높은 양면형 전직 에이전트만 방문한다. 동사는 구인 중 비공개 구인의 비중이 75%에 달하고, 동사만 의뢰를 받은 독점 구인도 상당수다. 보통 주요 포지션에 대해 비공개 구인이 이뤄지기 때문에 구직자는 관련 구인 공고를 많이 지녔을 에이전트를 찾는다. 또한, 전직 사이트 등에서 스펙이 좋은 구직자들은 수십 통의 스카우트 메일을 읽고 동사 소속 컨설턴트의 프로필을 선택할 가능성이 높다. 양면형 컨설턴트는 사이트 내 프로필을 정성적 및 정량적으로 더 어필할 기회가 많기 때문이다.</p> |

도표 4-5. 미들/하이클래스 특화 OPM vs. 범용 OPM



출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 4-6. 양면형 컨설턴트 도입 후 계약률 상승 추이

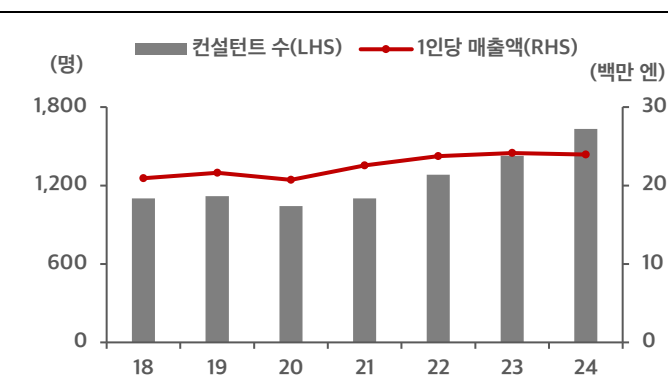


출처: 동사, SMIC 2팀

4.4. 동사만이 보유한 컨설턴트 확장성

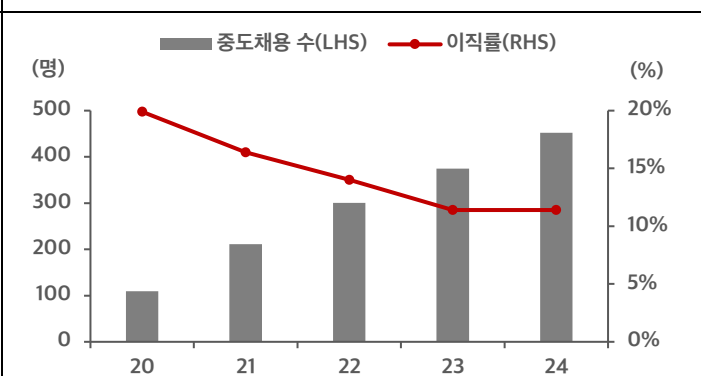
| | |
|-------------------------------------|---|
| <p>컨설턴트 확보 경쟁 But 규모 확장 어려움</p> | <p>전방의 수요가 확실한 지금, 경쟁의 축은 컨설턴트 확보로 넘어왔다. 일반적인 전직 에이전트는 운영규모를 확장하기 어렵다. 양면형 컨설팅은 한 명의 컨설턴트가 영업부터 계약까지 책임지기 때문에 관련 정보를 개인 PC에 엑셀 시트로 저장한다. 조직적 협업이 어려워 신규 컨설턴트를 채용해도 기약 없는 램프업 구간을 견뎌야 하지만, 1년 이내 조기 퇴사가 많아 그것도 쉽지 않다.</p> |
| <p>동사만 퀄리티 유지하며 컨설턴트 확대</p> | <p>그러나 동사는 컨설턴트를 10~20% 이상 확대하면서도 퀄리티를 유지하고 있다. 소속 컨설턴트 수를 20년 1,043명에서 24년 1,634명까지 빠르게 확대하는 동안, 컨설턴트 1인당 매출은 20년 207만 엔에서 24년 240만 엔 수준을 유지했다. 이는 ①경력 컨설턴트가 자발적으로 입사하고, ②기존 컨설턴트는 퇴직을 연기하며, ③신입 컨설턴트도 동사를 우선적으로 지원하기 때문이다.</p> |
| <p>①경력 컨설턴트의 자발적 동사 입사</p> | <p>경력 컨설턴트는 더 높은 기회와 더 좋은 처우를 쫓아 동사로 이직한다. 동사의 신규 입사자 중 중도채용 비중은 24년 88% 수준으로, 신규 입사자 459명 중 404명이 경력직이다. 대부분은 경험을 쌓은 전직 컨설턴트 출신이다. 컨설턴트는 미들/하이클래스 중심 누적 110만 명 이상의 자체 구직자 DB를 공유하면서 기업에 더 좋은 후보자를 소개할 수 있다. 또한, 기업과 독점적으로 구인 계약도 많이 맺기 때문에 같은 시간을 투자해도 성과를 더 높이 올릴 수 있기 때문이다.</p> |
| <p>②기존 컨설턴트의 근속연수 연장</p> | <p>전방이 성장하면서 기존 컨설턴트는 성과급이 늘어 근속연수를 연장한다. 전직 컨설턴트 업황이 21년부터 업황이 반등하면서 동사 또한 컨설턴트 퇴직율이 21년 14%에서 22~23년 11%, 24년은 9.7%까지 감소했다. 23년 동사의 퇴직 원인 중 9.5%가 '개인 성과의 부진'을 꼽았는데, 동사의 주력 파트인 35세 이상에서의 이직이 구조적으로 활발해지면서 성과도 늘어나고 있기 때문이다.</p> |
| <p>③신입 컨설턴트의 동사 우선 지원</p> | <p>신입 입장에서 경험과 커리어를 쌓는다는 측면에서 양면형 컨설팅 1위 동사를 선택한다. JobWork에 게재된 '입사 이유' 리뷰 442건의 과반 이상이 기업 영업과 구직자 상담을 동시에 경험할 수 있다는 점을 꼽았다. 직무와 산업을 더 깊게 이해하고, 미들/하이클래스를 다루면서 빠르게 성장하기 유리하기 때문이다. 양면형 전직 에이전트는 대부분 신졸 1년차 초봉이 4백만 엔을 하회하지만, 동사는 25년 고정급만 4.3백만 엔 이상에 성과급 별도로 업계 최고 수준이다.</p> |
| <p>성과평가 문화 또한 인재 유입 가속화</p> | <p>철저한 성과평가 문화도 인재가 지원하게 만든다. 동사는 반기 초에 개인 매출 목표를 설정하고, 반기 말에 달성률을 평가해 70% 미만이면 보너스 0, 120% 이상이면 기준 상여의 1.2배를 지급한다. 또한, RA/CA 분업형 대형 에이전트와 달리, 동사는 연차가 아니라 달성률에 따라 승진이 이뤄져 3년차에도 매니저를 달 수 있다. 25년 동사의 신졸 채용 경쟁률이 65배에 달하는 이유다.</p> |

도표 4-7. 동사 컨설턴트 수 확대와 1인당 생산성 유지



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 4-8. 동사 중도채용 확장 및 이직률 하락 추이

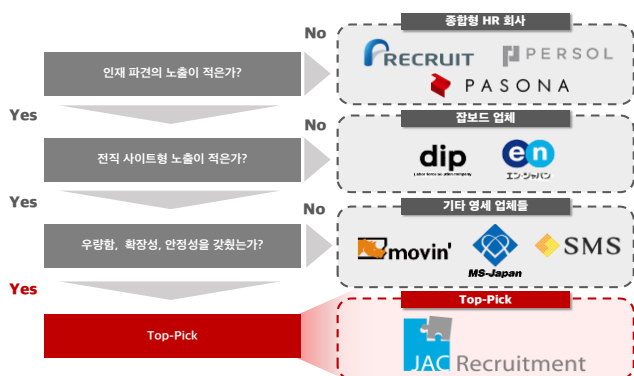


출처: 동사, SMIC 2팀

4.5. 들고 돌아 걸작은, 바로 JAC

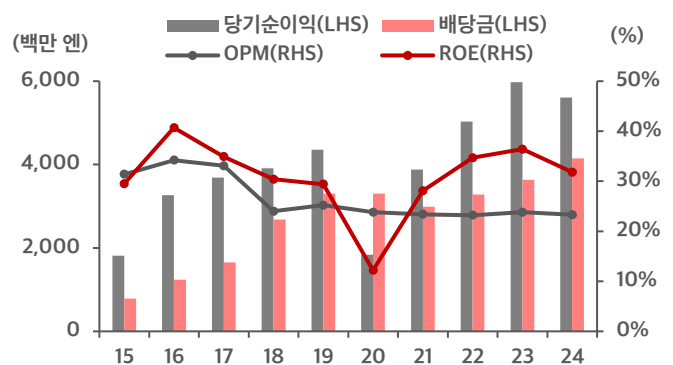
| | |
|---|--|
| <p>Top-Pick은 동사</p> | <p>최종적으로 미들/하이클래스 전직 에이전트를 대형으로 운용하는 상장사 중 Top-Pick은 동사일 수밖에 없다. ①전직 에이전트를 운영하는 종합 HR사는 인재파견 매출의 비중이 지나치게 높고, ②전직 에이전트를 운영하는 잡보드 중심 업체는 과잉경쟁으로 구조적으로 역성장하며, ③전직 에이전트에 집중하는 소수의 경쟁사는 일부 산업에 국한되어 확장이 어렵기 때문이다.</p> |
| <p>①종합 HR 업체: 인재파견 비중 높음</p> | <p>①종합 HR 업체는 성장성과 수익성이 낮은 인재파견이 절대적이다. Recruit, PERSOL, Pasona Group이 있다. 각 사의 인재파견 매출 비중은 24년 기준 Recruit 46.1%, PERSOL 41.5%, Pasona Group 37.7%로 평균 41.8%를 차지해 인재소개 부문의 수혜를 누리기 어려운 구조다.</p> |
| <p>②잡보드 업체: 사이트 과잉경쟁</p> | <p>②전직 에이전트도 하는 잡보드 업체는 전직 사이트 간 출혈 경쟁으로 마진이 훼손되고 있다. DIP, en-japan이 있다. 전직 사이트 경쟁이 과열되면서 25년 DIP의 구인광고 성장률이 7%대에서 3%대로 둔화되었고, en-japan은 오히려 잡보드 매출이 YoY -15% 역성장했다. 특히, en-japan은 미들/하이클래스를 대상으로 전직 사이트와 에이전트 사업을 운영하고 있는데, Recruit, Visional 등 대기업들이 미들/하이클래스 대상 사이트의 홍보를 늘려 트래픽을 빼앗기 때문이다.</p> |
| <p>③기타 에이전트 업체: 규모 영세 & 확장 제약</p> | <p>③전직 에이전트에 집중하는 경쟁사는 규모도 영세하고, 확장도 어렵고, 변동성도 심하다. 시가 총액 100억 엔 이상으로 한정하면, SMS, Movin, MS-Japan이 있다. SMS는 의료/간호, Movin은 컨설팅, MS-Japan은 회계/법무/관리 등 백오피스에 특화하고 있다. 그러나 의료/간호와 컨설팅은 타 섹터로의 확장이 어려워 외형 성장이 쉽지 않다. MS-Japan은 눈을 돌려 호주 인재파견 업체를 무리하게 인수해 매출은 11억 엔에서 20억 엔까지 늘었지만, 전사 OPM이 15%p나 하락했다.</p> |
| <p>동사만 수혜 가능</p> | <p>모든 산업에 대해 양면형 컨설팅을 제공하는 동사만 35세 이상의 이직이 증가하는 노동시장의 구조적 변화를 온전하게 누릴 수 있다. 동사는 200개 이상의 섹터를 나눠 팀을 운영하고 있어 특정 섹터에 국한되지 않고 모든 업계에 양면형으로 대응하는 독보적인 위치를 차지하고 있다.</p> |
| <p>성장 가시적 & 자본 효율적 운용</p> | <p>동사는 ①성장이 가시적이고 ②자본도 효율적으로 운용해 모든 측면에서 매력적이다. ①동사는 핵심 KPI로 컨설턴트 수 증가율을 15%로 잡고, 향후 10년 내 매출 2천억 엔 목표를 제시했다. 즉, 전방 수요가 꺾이지 않는다면 동사는 확실하게 컨설턴트를 늘려갈 것이다. 또한, ②인적자본 투자 후 남은 자금은 유보하지 않고 주주에게 환원해 ROE 훼손을 최소화하고 있다. 10년 평균 ROE는 30.8%로, 배당성향을 60~70% 이상으로 유지하면서 불필요한 유보를 하지 않는다.</p> |

도표 4-9. 미들/하이클래스 내 Top-pick 논리



출처: SMIC 2팀

도표 4-10. 동사 당기순이익, 배당금, OPM, ROE 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

5. 매출추정

상기 논의를 종합한 최종 매출추정표는 다음과 같다. 동사 매출은 국내 이직 컨설팅, 해외 이직 컨설팅, 국내 커리어 사이트 운영을 통한 광고 수익으로 이루어져있다. 국내 컨설팅 매출이 약 90% 비중으로 가장 큰 만큼, 국내 매출을 중심으로 매출 추정을 진행하였다.

| 최종 매출추정 Table | | | | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25(누적) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 24,847 | 30,431 | 34,470 | 39,151 | 35,388 | 46,160 | 56,039 | 66,972 | 80,184 |
| YoY(%) | 15.0% | 22.5% | 13.3% | 13.6% | 20.0% | 17.9% | 21.4% | 19.5% | 19.7% |
| 국내 | 22,269 | 26,724 | 30,471 | 35,005 | 32,159 | 41,819 | 51,404 | 61,977 | 74,751 |
| % of sales | 89.6% | 87.8% | 88.4% | 89.4% | 90.9% | 90.6% | 91.7% | 92.5% | 93.2% |
| 국내 광고 | 246 | 356 | 322 | 401 | 295 | 360 | 368 | 376 | 384 |
| % of sales | 1.0% | 1.2% | 0.9% | 1.0% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.5% |
| 해외 | 2,332 | 3,351 | 3,677 | 3,745 | 2,934 | 3,981 | 4,267 | 4,619 | 5,050 |
| % of sales | 9.4% | 11.0% | 10.7% | 9.6% | 8.3% | 8.6% | 7.6% | 6.9% | 6.3% |

5.1. 국내 컨설팅 매출 추정

국내 컨설팅 매출 추정표는 다음과 같다.

| 국내 매출추정 | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 엔, 개) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25(누적) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 국내 매출액 (e) x (f) | 22,273 | 26,726 | 30,475 | 35,009 | 32,159 | 41,819 | 51,404 | 61,977 | 74,751 |
| YoY(%) | | 20.0% | 14.0% | 14.9% | 22.0% | 19.5% | 22.9% | 20.6% | 20.6% |
| 총 계약 수 (e) = (a) x (b) | 9,519 | 11,415 | 12,312 | 13,642 | 11,765 | 15,686 | 18,532 | 21,467 | 24,868 |
| 생산성 기여 컨설턴트 수 (a) | 835 | 1012 | 1193 | 1,421 | 1,720 | 1,720 | 2,032 | 2,354 | 2,727 |
| 연 계약 횟수 (b) | 11.40 | 11.28 | 10.32 | 9.60 | 6.84 | 9.12 | 9.12 | 9.12 | 9.12 |
| YoY(%) | | 20% | 8% | 11% | - | 15% | 18% | 16% | 16% |
| 계약 당 수수료 (f) = (c) x (d) | 2.34 | 2.34 | 2.48 | 2.57 | 2.73 | 2.67 | 2.77 | 2.89 | 3.01 |
| 연봉 (c) | 7.13 | 7.12 | 7.50 | 7.71 | 8.18 | 7.98 | 8.28 | 8.59 | 8.92 |
| 커미션율 (d) | 32.8% | 32.9% | 33.0% | 33.3% | 33.4% | 33.4% | 33.5% | 33.6% | 33.7% |
| YoY(%) | | 0% | 6% | 4% | - | 3.88% | 4.05% | 4.08% | 4.12% |

5.1.1. 총 계약 수 추정

| 총 계약 수 추정 | | | | | | | | | |
|---------------|-------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 회, 명) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25(누적) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 총 계약 수 | 9,519 | 11,415 | 12,312 | 13,642 | 11,765 | 15,686 | 18,532 | 21,467 | 24,868 |
| YoY(%) | | 20% | 8% | 11% | - | 15% | 18% | 16% | 16% |
| 생산성 기여 컨설턴트 수 | 835 | 1012 | 1193 | 1,421 | 1,720 | 1,720 | 2,032 | 2,354 | 2,727 |
| 실제 컨설턴트 수 | | | | | | 1,832 | 2,032 | 2,354 | 2,727 |
| YoY(%) | | 21% | 18% | 19% | - | 21.0% | 18.1% | 15.8% | 15.8% |
| 연 계약 횟수 | 11.40 | 11.28 | 10.32 | 9.60 | 6.84 | 9.12 | 9.12 | 9.12 | 9.12 |

총 계약 수 추정 논리는 다음과 같다.

$$\text{총 계약 수} = (\text{생산성 기여}) \text{ 컨설턴트 수} \times \text{컨설턴트 1인당 연간 계약 수}$$

(1) 컨설턴트 수 추정

동사는 매년 말 다음 연도의 컨설턴트 수 목표를 공개해 왔으며, 과거 사례를 보면 실제 컨설턴트 수가 해당 목표치에 근접하게 증가해 온 패턴을 확인할 수 있다. 이에 따라 목표치가 제시된 구간에 대해서는 동사가 제시한 컨설턴트 수 목표를 기반으로 컨설턴트 수를 추정하는 것이 합리적이라고 판단하였다. 현재 동사는 25년 컨설턴트 수 목표 1,832명, 26년 순유입 컨설턴트 수 200명을 제시하고 있다. 따라서 26년까지의 컨설턴트 수는 동사의 목표치를 통해 추정하였다.

한편, 동사는 24년 말 기준 25년 컨설턴트 수 목표를 1,670명으로 제시했으나, 25년 3분기 시점에 이미 이를 초과 달성하였고, 같은 분기에 목표치를 1,832명으로 상향 조정하였다. 연중에 컨설턴트 수 목표를 상향한 것은 이례적인 사례로, 전방 구인 수요에 대한 경영진의 확신을 간접적으로 보여준다. 다만 4분기에 유입된 신규 컨설턴트의 경우 수습·교육 기간을 감안할 때 2025년 매출에 대한 기여도가 제한적이라고 판단하여 **총 컨설턴트 수에는 포함하되, 생산성 기여 컨설턴트 수에서는 제외하여 25년 계약 건수를 추정하였다.**

27~28년 컨설턴트 수 증가율은 합리적 추정을 위해 동사의 해외 Peer인 Robert Walters의 10~15년 직원 수 증가율을 차용하였다. 당시 Robert Walters의 직원 규모는 약 2,000명 수준으로, 화이트칼라·하이클래스 전문 인력 소개에 집중한다는 점에서 스케일과 비즈니스 구조가 동사와 유사하다. Robert Walters는 08년 금융위기 이후 유럽 실업률 하락과 화이트칼라·전문직 수요 증가에 힘입어 5년간 매출이 약 **86%** 성장하는 고성장을 기록했다. 유사한 규모, 타깃 시장을 가진 기업이 구조적 성장 구간에서 실제로 달성한 인력 확장 속도라는 점에서, 해당 기간의 직원 수 연평균 성장률을 proxy로 활용하는 것은 합리적이라고 판단하였다.

따라서 Rober Walters의 10년부터 15년까지의 연평균 직원 성장률인 **+15.8%**를 proxy로 동사의 미래 컨설턴트 수를 추정하였다. 참고로 동사는 내부적으로 연 15%가량의 컨설턴트 수 성장률을 목표로 하고 있음을 밝혔으므로, 이는 동사 차원에서 무리한 추정이 아니다.

(2) 컨설턴트 1인당 연간 계약 수 추정

$$\text{컨설턴트 1인당 연간 계약 수} = 12 \times \text{컨설턴트 1인당 월별 계약 수}$$

컨설턴트 1인당 연간 계약횟수는 동사에서 23년까지 제공한 컨설턴트 1인당 월별 계약 수 데이터를 바탕으로 향후 계약 횟수를 추정하였다. 월별 계약 수의 경우, 순 유입 컨설턴트 수가 증가함에 따라 전체 컨설턴트 중 저년차 컨설턴트의 비중이 증가함을 반영하여 시간이 갈수록 컨설턴트의 평균 계약 건수가 감소하게 된다. 특히 21년부터 순유입 컨설턴트 수가 본격적으로 증가하며 월별 계약 수가 지속적으로 감소하고 있고, 이러한 감소세가 계속될 것이라 판단하여 향후 월별 계약 수 데이터를 최대한 보수적으로 추정하는 것이 합리적이라 생각하였다. 이에 따라 24년의 경우 월별 계약 **0.8회**로 추정하였고, 25년 이후의 경우 동사가 기록을 시작한 이래로 가장 1인당 생산성이 낮았던 20년의 **0.74회**를 차용하여 flat 처리하였다.

5.1.2. 계약 당 수수료 추정

| 계약 당 수수료 추정 (단위: 백만엔, %) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 (누적) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------------------|-------|--------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 계약 당 수수료 | 2.34 | 2.34 | 2.48 | 2.57 | 2.73 | 2.67 | 2.77 | 2.89 | 3.01 |
| YoY(%) | - | 0.06% | 5.73% | 3.68% | - | 3.88% | 4.05% | 4.08% | 4.12% |
| 고객 연봉 | 7.13 | 7.12 | 7.50 | 7.71 | 8.18 | 7.98 | 8.28 | 8.59 | 8.92 |
| 연봉 인상률 (%) | - | -0.24% | 5.40% | 2.74% | - | 3.57% | 3.74% | 3.77% | 3.81% |
| 커미션율 | 32.8% | 32.9% | 33.0% | 33.3% | 33.4% | 33.4% | 33.5% | 33.6% | 33.7% |

계약당 수수료 추정 논리는 다음과 같다.

$$\text{계약당 수수료} = \text{고객 연봉} \times \text{커미션율}$$

(1) 고객 연봉 추정

21년부터 24년까지 고객 연봉은 계약횟수와 수수료를 통해 역산하였다. 이를 바탕으로 추후 고객 연봉은 1) 임금 상승으로 인해 전체 고객 연봉의 상승이 발생하고 2) 특히 36세 이상 고객의

비중이 늘어나는 매출 mix 개선에 따라 전체 연봉이 증가함을 전제로 하여 엄밀히 추정하였다. 우선 25년의 경우 3Q25의 연봉 데이터를 역산한 것을 바탕으로 4분기의 영향을 제외하도록 23,24년 데이터를 활용해 괴리율을 구한 후 가중평균하여 25년의 예상 연봉 상승률을 추정하여 구하였다. 계산 결과, 25년의 연봉 인상률은 **+3.57%**로 추정하였다. [Appx.3]

26-28년까지의 연봉 인상률은 다음과 같은 논리로 추정하였다.

| 대형 3사 이용 구직자 연령별 비율 | | | | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|
| (단위: 명, 만엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 36세 미만 구직자 수 | 59,940 | 75,920 | 86,919 | 95,873 | | | | |
| 전체 중 36세 미만 비율 (%) | 74.2% | 73.9% | 72.5% | 70.3% | 67.3% | 64.3% | 61.3% | 58.3% |
| 36세 이상 구직자 수 | 20,855 | 26,804 | 32,974 | 40,501 | | | | |
| 전체 중 36세 이상 비율 (%) | 25.8% | 26.1% | 27.5% | 29.7% | 32.7% | 35.7% | 38.7% | 41.7% |
| 대형 3사 이용자 평균 연봉 | 294 | 294 | 295 | 298 | 301 | 304 | 306 | 309 |
| 연령 mix로 인한 연봉 상승률 | | | | | | 0.980% | 0.971% | 0.961% |
| 임금 상승 반영한 최종 연봉 상승률 | | | | | | 3.74% | 3.77% | 3.81% |

우선 일본 내 에이전트 대형 3사를 이용하는 구직자를 36세 이전, 이후로 비율을 나누었다. 이 때 21년부터 24년까지 지속적으로 36세 이상 비율이 가파르게 증가하고 있음을 확인할 수 있고, 이에 따라 25년도부터 **3%p**의 비율로 36세 이상 구직자가 늘어난다고 가정하였다.

이후 [Appx.4]에 나와있는 24년의 연령대별 평균 연봉, 취업자 인구 구조 데이터를 통해 36세 미만과 이상 근로자의 평균 연봉을 구한 결과 각각 약 268만원, 367만원으로 추산되었다. 이를 각 연령대별 비율별로 곱하고 해당 값의 상승률을 추산함으로써 연령 mix로 인한 연봉 상승률을 파악하였다. 최종적으로 이를 24년의 일본 대기업 평균 임금 상승률인 **+3.7%**를 flat 처리하여 반영함으로써 연령 mix와 임금 상승의 효과를 반영한 최종 연봉 상승률을 추정하였다.

(2) 커미션을 추정

동사 계약의 커미션율은 계약의 종류에 따라 매우 상이하지만, 전술했듯 동사는 2024년 기준 동사의 평균 커미션율이 약 33.3%임을 밝혔다. 또한 2024년의 커미션율은 23년에 비해 0.3%p 증가한 수치이며, 이외 연도에는 평균적으로 0.1%p 증가하게 된다. 보수적 추정을 위해 0.1%p의 커미션율만큼 앞으로 매년 상승한다고 가정하여 커미션율을 추정하였다.

5.2. 해외 컨설팅 및 국내 광고 매출 추정

| 해외 매출 추정 | | | | | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 (누적) | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 해외매출액 | 2,332 | 3,351 | 3,677 | 3,745 | 2,934 | 3,981 | 4,267 | 4,619 | 5,050 |
| YoY(%) | | 43.7% | 9.7% | 1.8% | 2.9% | 6.3% | 7.2% | 8.2% | 9.3% |
| 조정 | 1 | - | (13) | (18) | | (17) | (18) | (19) | (21) |
| 유럽 및 아시아 매출액 | 2,331 | 3,351 | 3,690 | 3,763 | | 3,998 | 4,285 | 4,638 | 5,071 |
| Asia | 2,058 | 2,957 | 2,989 | 2,727 | | 2,727 | 2,727 | 2,727 | 2,727 |
| % of Sales | 88.3% | 88.2% | 81.0% | 72.5% | | 68.2% | 63.6% | 58.8% | 53.8% |
| Europe&US | 273 | 394 | 701 | 1,036 | | 1,271 | 1,558 | 1,911 | 2,344 |
| % of Sales | 11.7% | 11.8% | 19.0% | 27.5% | | 31.8% | 36.4% | 41.2% | 46.2% |

해외 매출의 경우 아시아 매출과 유럽/미국의 매출로 나눌 수 있으며, 최근 동사는 유럽/미국 시장에 더욱 집중하려는 움직임을 보이고 있다. 이에 아시아의 향후 매출은 24년 매출의 flat으로 추정하였고 유럽 및 미국의 매출은 동사에게 새롭게 개화하는 시장으로 과거 아시아 시장이 성장했던 시기인 20-22년도의 아시아의 3년 평균 성장률인 22.6%만큼 매년 성장한다고 추정하였다. 국내 광고 매출의 경우 일본 내 온라인 채용 광고 시장을 타겟하는 기업인 en-japan의 광고 사업부의 최근 4개년 연평균 상승률을 적용하여 추정하였다.

6. Valuation - Historical PER Method

6.1. 매출원가 추정

| 製品売上原価&販売費及び一般管理費 (매출원가 및 판매관리비) 추정 | | | | | | | | | |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 매출액 | 24,852 | 30,435 | 34,475 | 39,156 | 35,389 | 46,160 | 56,039 | 66,972 | 80,184 |
| YoY(%) | 15.0% | 22.5% | 13.3% | 13.6% | 20.0% | 17.9% | 21.4% | 19.5% | 19.7% |
| 매출원가 | 1,848 | 2,391 | 2,654 | 2,907 | 2,566 | 3,347 | 4,063 | 4,856 | 5,814 |
| 매출원가율(%) | 7.4% | 7.9% | 7.7% | 7.4% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.3% |
| GPM(%) | 92.6% | 92.1% | 92.3% | 92.6% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% |
| 판매비 및 관리비 | 17,182 | 20,999 | 23,606 | 27,157 | 23,001 | 31,002 | 37,260 | 44,168 | 52,346 |
| 판매비율(%) | 69.1% | 69.0% | 68.5% | 69.4% | 65.0% | 67.2% | 66.5% | 66.0% | 65.3% |
| OPM(%) | 23.4% | 23.1% | 23.8% | 23.2% | 27.8% | 25.6% | 26.3% | 26.8% | 27.5% |
| 인건비 | 12,232 | 14,708 | 16,409 | 18,780 | 16,020 | 21,587 | 25,716 | 30,245 | 35,812 |
| % of Sales | 49.2% | 48.3% | 47.6% | 48.0% | 45.3% | 46.8% | 45.9% | 45.2% | 44.7% |
| 대손충당금 | 6 | - | 16 | 6 | 37 | 37 | 31 | 37 | 44 |
| % of Sales | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 임차료 | 1,065 | 1,157 | 1,285 | 1,420 | 1,180 | 1,716 | 2,068 | 2,464 | 2,964 |
| % of Sales | 4.3% | 3.8% | 3.7% | 3.6% | 3.3% | 3.7% | 3.7% | 3.7% | 3.7% |
| 감가상각비 | 402 | 448 | 541 | 523 | 369 | 492 | 610 | 729 | 585 |
| % of Sales | 1.6% | 1.5% | 1.6% | 1.3% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 0.7% |
| 영업권상각비 | 111 | 115 | 119 | 123 | 16 | 16 | - | - | - |
| % of Sales | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 광고선전비 | 1,054 | 1,597 | 1,565 | 1,922 | 1,924 | 2,106 | 2,557 | 3,056 | 3,659 |
| % of Sales | 4.2% | 5.2% | 4.5% | 4.9% | 5.4% | 4.7% | 4.7% | 4.7% | 4.7% |
| 기타 | 2,312 | 2,974 | 3,671 | 4,383 | 3,455 | 5,047 | 6,277 | 7,638 | 9,283 |
| % of Sales | 9.3% | 9.8% | 10.6% | 11.2% | 9.8% | 10.9% | 11.2% | 11.4% | 11.6% |

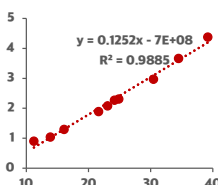
동사의 매출원가는 이직을 원하는 구직자들과 구인을 원하는 기업의 데이터를 모은 DB 및 타사 스카우트 사이트 사용에 대한 이용료로부터 발생한다. 동사는 IR을 통해 자사 DB 구축 및 사내 컨설턴트 자체 분석, 소개 소프트웨어 개발 등을 통해 매출원가율을 통제하겠다고 밝혔다. 실제 구인/구직자 수가 폭증한 18년도 당시 자사 DB의 한계에 따른 외부 DB 사용량 증가로 매출원가율이 9.8%로 증가했다. 이에 19년 동사는 과거3개년 평균 대비 18.4배인 578만 엔의 소프트웨어 CapEx지출을 통해 자사 DB를 구축하였으며 7%대의 매출원가율을 유지하고 있다. [Appx. 5]

자사 DB의 확장이 지속됨과 함께 매출원가율은 감소할 것이다. 실제 분기별 매출원가율 역시 19년부터 지속적인 CapEx지출로 23년 4분기 8.1%에서 25년 3분기 기준 7.3%까지 꾸준히 감소했다. 동사는 컨콜을 통해 소프트웨어 개발을 통해 외부 DB 이용률이 줄어들고 있다고 언급한 바, 보수적 추정을 위해 3Q25의 매출원가율 수준의 비용이 유지될 것이라 추정하였다. [Appx. 5]

6.2. 판매비와 관리비 추정

판매비 내 ①영업권상각비의 경우 올해 자회사 Vantage point의 모든 영업권자산에 대한 감손처리 및 상각함에 따라 더 이상 남은 영업권자산이 없기에 내년부터 비용이 발생하지 않는다고 추정하였다. 동사는 ②광고선전비와 임차료에 대해 JAC Formula라는 비용정책을 적용해 통제한다. 실제 동사는 22년 1분기 높은 광고선전비로 인해 2분기 TV광고를 중지하는 등 매출액 대비 일정 비율로 유지하는 경향이 지속되는 바, 과거 3개년 비율 평균만큼 유지될 것이라 추정하였다.

동사는 ③기타비용에 대한 세부항목을 공시하지 않는다. 다만 동사의 탑라인 성장과 함께 기타 경비 또한 상승할 것이 자명한 바, 과거 10개년 매출액 및 매출원가에 대해 회귀분석을 진행했다. 분석 결과 R²값 0.99로 높은 상관관계를 보여 추정한 매출액을 회귀식에 대입해 추정하였다.



6.2.1 인건비 추정

| 인건비 추정 | | | | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위:백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 1H25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 인건비 | 12,232 | 14,708 | 16,409 | 18,780 | 10,601 | 21,587 | 25,716 | 30,245 | 35,812 |
| 1인당 급여(천 엔) | 8,494 | 8,963 | 9,026 | 9,103 | 9,022 | 9,022 | 9,284 | 9,553 | 9,887 |
| 총 직원 수(명) | 1,440 | 1,641 | 1,818 | 2,063 | 2,350 | 2,519 | 2,770 | 3,166 | 3,622 |
| 내수 이직 사업부 | 1,056 | 1,253 | 1,480 | 1,745 | 2,017 | 2,186 | 2,425 | 2,809 | 3,254 |
| 자국 내 컨설턴트 수 | 835 | 1,012 | 1,193 | 1,421 | 1,690 | 1,832 | 2,032 | 2,354 | 2,727 |
| 자국 내 사무직 직원 수 | 221 | 241 | 287 | 324 | 327 | 354 | 393 | 455 | 528 |
| 사무직 비율(%) | 26.5% | 23.8% | 24.1% | 22.8% | 19.3% | 19.3% | 19.3% | 19.3% | 19.3% |
| 내수 채용광고 사업부 | 25 | 25 | 24 | 19 | 23 | 23 | 24 | 25 | 25 |
| 해외 이직 사업부 | 359 | 363 | 314 | 299 | 310 | 310 | 321 | 332 | 343 |

컨설턴트라는 인적자원을 바탕으로 한 BM을 전개하는 동사의 특성 상 비용 내 인건비의 비중이 높기에 엄밀히 추정하였다. 직원수의 경우 ①내수 이직 사업부, ②채용광고 사업부, ③해외 이직 사업부로 나눠 각각 추정하였다. ①내수 이직 사업부는 자국 컨설턴트와 사무직 직원으로 분류하여 각각 추정하였다. 컨설턴트 수의 경우 [매출추정]을 통해 추정한 년도별 컨설턴트 수를 적용했다. 사무직 직원 역시 동사의 외형확장에 따라 증가하고 있다. 동사는 사무직 직원수에 대해 컨설턴트 증가에 동행하나 시등 업무자동화 시스템 도입으로 그 비율을 줄이겠다 밝혔지만 보수적 추정을 위해 25년 상반기 컨설턴트 수 대비 사무직 직원 수 비율로 유지될 것이라 추정했다.

②채용광고 사업부는 일본 최대 bilingual 구인 사이트인 CareerCross 사업부로 동사 탑라인 내 비중이 1%에 불과하다. 24년까지 직원수가 감소했으나 동사는 내수 이직 사업부와 연계해 채용광고 사업부에도 집중하겠다 밝힌 바, 직전 최대 직원수인 25명까지 상승할 것으로 추정하였다. ③해외 이직 사업부 역시 코로나 시기 글로벌 채용이 급감함에 따라 직원수가 감소하였다. 하지만 25년 컨콜을 통해 미국 유럽 내 일본계 기업 채용 호조로 해외사업부가 다시 성장중이라 밝혔기에 25년 상반기 동안의 직원 수 증가 추이만큼 매년 증가할 것이라 추정하였다.

1인당 급여는 2년차 이상의 경력직 컨설턴트 비율증가와 함께 상승할 것으로 예상된다. 실제 평균 250명씩 신입 컨설턴트를 채용한 23년과 24년 1인당 평균급여는 각각 0.7%, 0.8% 상승에 불과했으며, 폭발적인 매출 성장으로 많은 성과보수를 받은 1H25의 경우 270명을 신규채용함에 따라 평균 임금은 1% 감소했다. 다만 매년 전체직원 대비 신규 컨설턴트 비중은 낮아지고 생산성이 높은 경력직 비중이 확대되며 평균 임금은 상승할 것으로 판단된다. 이에 금년은 1H25와 동일한 1인당 급여를, 이후는 과거 3개년 평균 임금상승률만큼 상승할 것이라 추정하였다.

6.2.2 감가상각비 추정

| 감가상각비 추정 | | | | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 감가상각비 | 402 | 448 | 541 | 523 | 369 | 492 | 610 | 729 | 585 |
| 별도 감가상각비 | 225 | 280 | 355 | 316 | | 309 | 384 | 458 | 367 |
| % of 전체 감가상각비 | 55.97% | 62.50% | 65.62% | 60.42% | | 62.85% | 62.85% | 62.85% | 62.85% |
| 별도 유형자산상각비 | 24 | 50 | 86 | 91 | | 110 | 136 | 163 | 175 |
| 별도 무형자산상각비 | 201 | 230 | 269 | 225 | | 199 | 247 | 295 | 192 |

유형자산 및 무형자산상각비는 (A) 기취득 자산의 잔여 감가상각비와 (B) 향후 CapEx 발생분의 감가상각비를 구분하여 추정하였다. 동사는 별도기준에서만 유형·무형자산 상각비를 세부항목별로 공시하고 있어, 별도기준 감가상각비를 추정하였다. 추정한 별도 감가상각비에 대해 과거 3y avg 별도/연결 감가상각비 비율만큼 유지된다 가정해 연결 감가상각비를 추정하였다. [Appx. 6]

CapEx는 확장과 유지 CapEx로 나눠 추정하였다. 유형자산 CapEx의 경우 올해 완공된 훗카이도 지부 신설에 유의해 추정했으며 22년 요코하마 지부 설립 당시 CapEx를 proxy 삼았다. 무형자산의 경우 소프트웨어로만 이뤄져 있으며 매출원가율 및 인건비 관리를 위한 자체DB 확장 및 유지보수를 계속할 것이기에 과거 3개년 평균과 비슷한 CapEx지출을 지속할 것이라 추정하였다.

6.3. 영업외비용 & 특별손익 & 법인세추정

영업외손익 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업외손익 | (9) | 6 | (7) | 20 | 17 | 18 | 12 | 17 | 22 |
| 이자손익 | (12) | (18) | (13) | (10) | 2 | (7) | (5) | (0) | 6 |
| 리스해지이익 | - | 6 | 17 | - | - | - | - | - | - |
| 대손충당금 환입 | - | 7 | - | 15 | - | - | - | - | - |
| 보험료수익 | - | 5 | 5 | 7 | - | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 시설임대수익 | 2 | 4 | 5 | 6 | - | 5 | 4 | 4 | 3 |
| 외환손실 | (5) | (8) | (9) | - | (2) | (2) | - | - | - |
| 임대차계약 해지손실 | - | - | (13) | - | - | - | - | - | - |
| 기타손익 | 6 | 10 | 1 | 2 | 17 | 17 | 8 | 8 | 8 |

영업외손익의 경우 대응되는 계정들을 상계하여 손익 개념으로 추정하였다. 당사는 무차입경영 기조를 유지할 것이라 밝혔기에 이자비용은 과거 3개년 평균을, 이자수익은 영업활동현금흐름의 증가로 인한 현금 및 현금성자산의 증가세를 고려하여 추정하였다. 이외 합리적 추정이 불가능한 계정들의 경우 25년은 3Q25만큼을 이하는 0 flat 또는 avg flat 처리하였다.

법인세 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 법인세 | 1,894 | 1,981 | 2,229 | 2,737 | 2,712 | 3,446 | 4,330 | 5,282 | 6,482 |
| 법인세비용차감전 이익 | 5,776 | 7,011 | 8,207 | 8,348 | 9,727 | 11,720 | 14,728 | 17,964 | 22,046 |
| 유효법인세율(%) | 32.8% | 28.3% | 27.2% | 32.8% | 27.9% | 29.4% | 29.4% | 29.4% | 29.4% |

당사는 임금 인상 촉진 세제 적용으로 급여 상승 시 법인세율 인하 효과를 받는다. 24년은 상반기 매출 부진으로 퍼포먼스 보너스가 줄어 감세 효과가 제한되었다. 다만 향후 높은 성장과 함께 과거와 비슷한 보너스 지급이 이어질 것이므로 과거 3개년 평균 유효세율을 적용해 추정했다.

특별손익 중 비유동자산 처분손실의 경우 합리적 추정이 불가능하여 0 flat처리하였다. 24년 높은 손상차손 비용은 해외 자회사 내 소개사업 부진에 따라 장부가를 회수가가능가액까지 감액한 일시적인 비용으로, 당시 당사는 이를 일괄 처리하였다. 유일하게 남은 Vantage Point 자산 역시 전술했듯 모두 감손이 완료된 만큼 추가 손상차손 인식은 없다고 추정하여 0 flat 처리하였다.

6.4. 최종 추정손익계산서

상기 논의를 종합한 최종 추정 손익계산서는 다음과 같다.

損益計算書(영업 손익계산서)

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高(매출액) | 24,852 | 30,435 | 34,475 | 39,156 | 35,389 | 46,160 | 56,039 | 66,972 | 80,184 |
| YoY(%) | 15.0% | 22.5% | 13.3% | 13.6% | 20.0% | 17.9% | 21.4% | 19.5% | 19.7% |
| 売上原価(매출원가) | 1,848 | 2,391 | 2,654 | 2,907 | 2,566 | 3,347 | 4,063 | 4,856 | 5,814 |
| 売上総利益(매출총이익) | 23,004 | 28,043 | 31,821 | 36,248 | 32,822 | 42,813 | 51,976 | 62,116 | 74,370 |
| GPM(%) | 92.6% | 92.1% | 92.3% | 92.6% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% | 92.7% |
| 販売費及び一般管理費合計(판매비와 관리비) | 17,182 | 20,999 | 23,606 | 27,157 | 23,001 | 31,002 | 37,260 | 44,168 | 52,346 |
| 営業利益(영업이익) | 5,822 | 7,044 | 8,215 | 9,090 | 9,820 | 11,811 | 14,716 | 17,947 | 22,024 |
| OPM(%) | 23.4% | 23.1% | 23.8% | 23.2% | 27.7% | 25.6% | 26.3% | 26.8% | 27.5% |
| 営業外損益(영업외손익) | (8) | 9 | (5) | 31 | 17 | 18 | 12 | 17 | 22 |
| 固定資産除却損(비유동자산 처분손실) | (3) | (12) | (1) | (7) | (1) | (1) | - | - | - |
| 減損損失(손상차손) | (32) | (29) | - | (766) | (108) | (108) | - | - | - |
| 税金等調整前四半期純利益(법인세차감전 이익) | 5,776 | 7,011 | 8,207 | 8,348 | 9,727 | 11,720 | 14,728 | 17,964 | 22,046 |
| 法人税等合計(법인세 비용) | 1,894 | 1,981 | 2,229 | 2,737 | 2,712 | 3,446 | 4,330 | 5,282 | 6,482 |
| 四半期純利益(당기순이익) | 3,882 | 5,029 | 5,978 | 5,611 | 7,015 | 8,274 | 10,398 | 12,683 | 15,564 |
| NPM(%) | 15.6% | 16.5% | 17.3% | 14.3% | 19.8% | 17.9% | 18.6% | 18.9% | 19.4% |

6.5. Valuation 및 Target Price 산출

본서는 Valuation을 위해 Historical PER Method를 사용한다. 전술했듯 동사는 일본 내 노동자 공급부족으로부터 촉발된 미들·하이클래스 이직 수 증가와 연봉의 상승이 동시에 성장하는 국면의 초입에 진입하여 그 수혜를 온전히 받아 견조한 성장을 이어갈 것임을 알 수 있다.

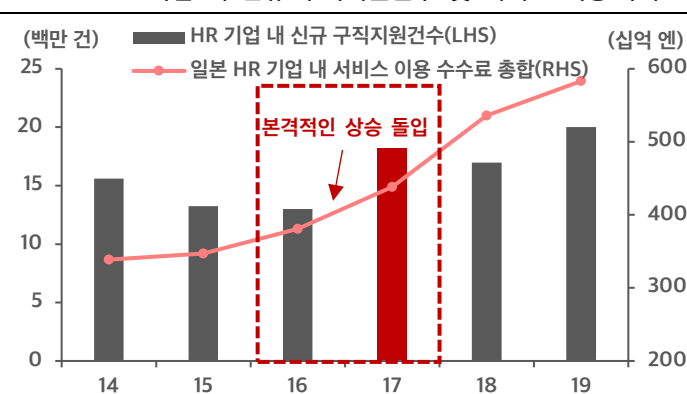
동사는 일본 내 미들·하이클래스 대상 인재소개(에이전트)에 특화된 사실상 유일한 player이기에 Peer PER Method는 적합하지 않다. [투자포인트2]를 통해 확인했듯, 대형 종합 HR 기업들은 인재파견 등 저마진 사업 비중이 높고 인재소개 비중이 낮은 반면, 동사는 매출의 약 90%를 고마진 인재소개에서 창출하며 탑라인성장과 높은이익률 모두를 시현하고 있다. 미들·하이클래스 타깃 인재소개 Peer들 역시 특정 업종에 한정돼 확장 여력이 제한된 데다 이익률도 하락 추세이기에, 35세 이상 이직 증가라는 노동시장 구조 변화를 온전히 누리는 동사의 Peer가 될 수 없다.

동사의 Target Multiple로 4Q17 평균 12MF PER Multiple 21.02x를 제시한다. 17년 당시 일본은 아베노믹스에 따른 경기부양으로 제조업을 포함한 실물 경기가 회복되어 관리·기술 인력 수요가 증가했고, 이에 따라 기업들의 구직자 확보가 본격적으로 어려워지기 시작한 시기였다. 실제 15년 초 1.12배였던 구인배율은 16년 현재와 유사한 1.3배까지 상승하여 구인난이 빠르게 가속화되었고, 여성·고령자 노동 참여 확대 정책 기조 속 이직 시장이 구조적으로 확대되던 국면이었다.

17년 4분기는 구조적 성장에 대한 기대가 실제 수치를 통해 확인되며 시장의 멀티플 상향이 정당화된 시점이었다. 당시 기업단의 강한 구인수요가 지속되며 17년 일본 내 연간 구직자 수는 전년 대비 +39% 증가했다. 이는 과거 3개년간 평균 7.6%씩 성장하던 일본내 HR 기업 이직 서비스 수수료가 +15% 확대되는 결과로 이어지며 인재소개 시장의 성장이 본격화되었음을 알렸다. 동사 또한 전방의 구조적 성장에 대한 수혜로 현재와 유사한 +15-25%의 QoQ, YoY 성장률을 나타냈다. 실제 동사는 17년 컨콜을 통해 일본 내 구직자 수요가 매우 강하며 향후 매년 두 자리수 이상의 성장할 것이라는 가이드를 제시해 구조적 성장국면에 본격 진입했음을 시사했다.

본서의 목표주가 실현시점인 26년은 자국 내 미들·하이클래스의 이직 수와 연봉 상승에 따른 구조적 성장국면에 들어섰음을 숫자로 확인한 시점이다. 18년 역시 성장세를 이어갔으나, 당시에는 해외 지점 인수에 따른 글로벌 확장 기대감이 반영되며 1H18 평균 12mf PER이 23.1배까지 상승한 시기이다. 하지만 시장은 동사를 일본 내 미들·하이클래스 이직 증가에 기초한 내수 중심의 성장에 주목하는 바, 내수 시장에서의 성장성만을 통해 동사를 바라본 4Q17가 Target Multiple 적용 기준으로 가장 적절한 시기라 판단한다. 상기 논의를 모두 종합하여, **27E EPS 80.1 ¥에 Target PER 21.x를 곱한 Target Price 1,686 ¥, Upside 52.21%**, 투자 의견 “Buy”를 제시한다.

도표 6-1. HR기업 내 신규 구직지원건수 및 서비스 이용 수수료



출처: 후생노동성, SMIC 2팀

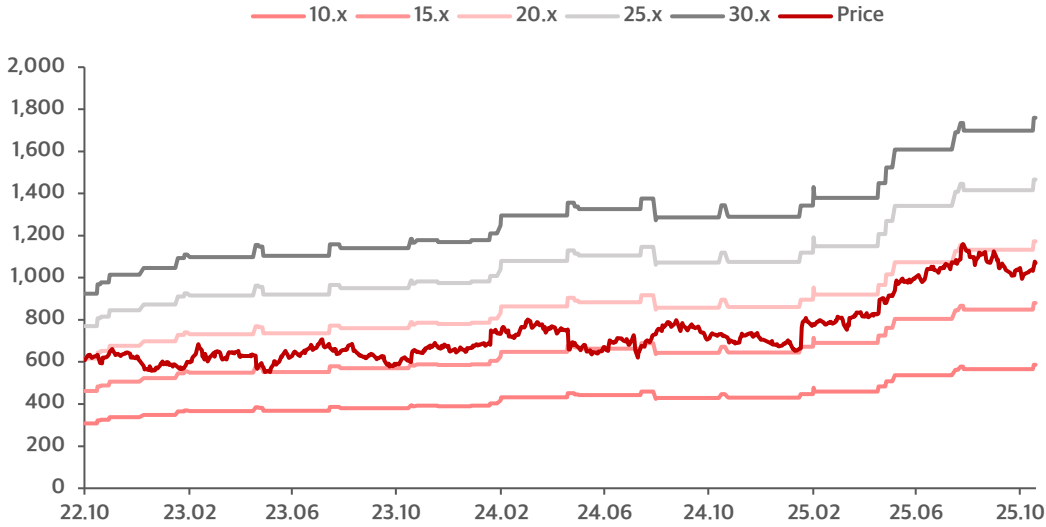
도표 6-2. 목표주가

| Valuation - Historical PER Method (2027E) | |
|---|--------|
| 2027E 매출액 (백만 엔) | 66,972 |
| 2027E 당기순이익 (백만 엔) | 12,683 |
| 유통주식수 (백만 주) | 158 |
| 2027E EPS (엔) | 80.1 |
| Target PER Multiple | 21.x |
| 목표주가 (엔) | 1,686 |
| 현재주가 (엔) | 1108 |
| 상승여력 (%) | 52.21% |

출처: SMIC 2팀

Appendix.

Appx 1. 12MF PER Band



Appx 2. BS, CF

| 재무상태표(財務狀態表) | | | | | 현금흐름표(キャッシュフロー表) | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (단위: 백만 엔) | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | (단위: 백만 엔) | 2022 | 2023 | 2024 | 1H25 |
| 자산 | 22,084 | 23,518 | 26,013 | 27,046 | 영업활동현금흐름 | 5,913 | 7,087 | 8,119 | 3,711 |
| 유동자산 | 17,820 | 19,370 | 22,349 | 23,564 | 법인세비용차감전순이익 | 7,011 | 8,207 | 8,348 | 6,246 |
| 현금및현금성자산 | 14,879 | 16,767 | 19,051 | 18,872 | 감가상각비 | 448 | 541 | 523 | 190 |
| 매출채권 및 기타유동채권 | 2,244 | 1,928 | 2,685 | 3,950 | 영업권 손상차손 | 115 | 119 | 123 | 11 |
| 유동재고자산 | 7 | - | 3 | 2 | 대손충당금 증가 | (6) | 14 | (8) | 9 |
| 선급비용 | 413 | 384 | 459 | 625 | 상여충당금 증가 | - | - | - | 115 |
| 기타유동자산 | 283 | 314 | 161 | 150 | 임원상여충당금 증가 | - | - | 99 | (6) |
| 유동대손충당금 | (7) | (24) | (11) | (38) | 주식보상충당금 증가 | 170 | 202 | 215 | 141 |
| 비유동자산 | 4,263 | 4,147 | 3,663 | 3,481 | 환불부채 증가 | 22 | (14) | (1) | 14 |
| 유형자산 | 745 | 788 | 518 | 628 | 수취이자 및 배당금 조정액 | (4) | (9) | (10) | (8) |
| 무형자산 | 718 | 705 | 721 | 752 | 이자비용 조정액 | 22 | 22 | 20 | 7 |
| 영업권자산 | 814 | 721 | 113 | - | 외화환산손익 | 1 | 2 | 4 | 3 |
| 기타비유동금융자산 | - | - | - | - | 유형자산처분손실 | 12 | 1 | 7 | 1 |
| 관계기업투자 | - | - | - | - | 감가상각자산 손상차손 | 29 | - | 766 | - |
| 임차보증금 | 969 | 928 | 1,055 | 1,293 | 매출채권 감소 | (439) | 320 | (755) | (664) |
| 파산회생채권 | 13 | 10 | 10 | 10 | 재고자산 감소 | - | 6 | (2) | 2 |
| 장기선급비용 | 27 | 24 | 23 | 41 | 선급비용 감소 | - | - | - | (357) |
| 이연법인세자산 | 988 | 980 | 1,237 | 772 | 미지급금 증가 | (90) | (68) | 169 | (54) |
| 장기미수금 | 2 | 1 | - | 12 | 미지급비용 증가 | 420 | (235) | 469 | (183) |
| 비유동대손충당금 | (16) | (12) | (17) | (29) | 미지급부가세 증가 | 166 | 23 | 155 | (4) |
| 부채 | 6,498 | 6,301 | 7,917 | 5,808 | 기타조정항목 | 313 | 82 | 326 | 123 |
| 유동부채 | 6,161 | 6,052 | 7,726 | 5,573 | 소계 | 8,192 | 9,217 | 10,450 | 5,588 |
| 유동 리스부채 | - | - | - | - | 이자 및 배당금 수취액 | 4 | 9 | 10 | 8 |
| 매입채무 및 기타유동채무 | 590 | 504 | 666 | 589 | 이자 지급액 | (22) | (22) | (20) | (7) |
| 미지급비용 | 2,995 | 2,760 | 3,229 | 958 | 법인세 | (2,261) | (2,117) | (2,321) | (1,877) |
| 당기법인세부채 | 1,207 | 1,318 | 2,028 | 869 | 투자활동현금흐름 | (944) | (461) | (607) | (426) |
| 부가세예수금 | 659 | 688 | 832 | 1,063 | 유형자산의 취득 | (312) | (152) | (187) | (90) |
| 예수금 | 242 | 297 | 381 | 329 | 무형자산의 취득 | (408) | (316) | (257) | (131) |
| 선수수익 | 93 | 36 | 40 | 42 | 단기대여금 증가 | (38) | (45) | (43) | (6) |
| 임원상여충당금 | - | - | 99 | 120 | 단기대여금 회수액 | 37 | 55 | 40 | 6 |
| 주식보상충당금 | 170 | 204 | 218 | 201 | 장기선급비용 지급 | (28) | (8) | (14) | (6) |
| 환불충당부채 | 74 | 59 | 58 | 83 | 보충금 지급 | (195) | (40) | (154) | (198) |
| 기타 유동부채 | 1,128 | 181 | 169 | 218 | 기타 투자자산 회수액 | - | 45 | 9 | - |
| 비유동부채 | 337 | 248 | 191 | 265 | 재무활동현금흐름 | (3,174) | (4,838) | (5,313) | (4,224) |
| 비유동 리스부채 | 1 | - | - | - | 배당금 지급 | (2,986) | (3,275) | (3,631) | (4,145) |
| 이연법인세부채 | - | 2 | 1 | 3 | 리스부채 상환 | - | - | - | - |
| 기타 비유동부채 | 335 | 245 | 189 | 232 | 자기주식의 처분 | - | - | - | 281 |
| 자본 | 15,585 | 17,217 | 18,095 | 21,237 | 자기주식의 취득 | - | (1,369) | (1,486) | (270) |
| 자본금 | 672 | 672 | 672 | 672 | 기타 재무활동 지출 | (186) | (192) | (195) | (89) |
| 자본잉여금 | 1,514 | 1,516 | 1,540 | 1,640 | 현금및현금성자산에 대한 환율변동효과 | 151 | 100 | 86 | (24) |
| 이익잉여금(결손금) | 15,022 | 17,722 | 19,698 | 22,563 | 현금및현금성자산의 증감 | 1,946 | 1,887 | 2,284 | (964) |
| 기타자본(자사주) | (1,793) | (2,980) | (4,210) | (4,027) | 기초현금및현금성자산 | 12,932 | 14,879 | 16,767 | 19,051 |
| 지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본 | 15,415 | 16,930 | 17,700 | 20,849 | 기말현금및현금성자산 | 14,879 | 16,767 | 19,051 | 18,086 |
| 기타포괄손익누계액 | 169 | 286 | 394 | 387 | | | | | |

Appx 3. 동사 년도별 연봉 상승률 추산

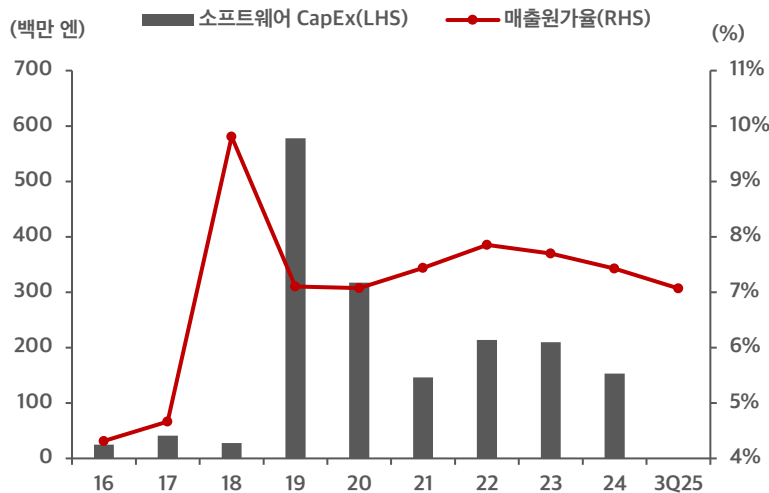
| 3분기 데이터를 활용한 실제 YoY 연봉 상승률 추산 | | | |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| (단위:) | 3Q23(누적) | 3Q24(누적) | 3Q25(누적) |
| 연봉 (a)/((b)x(c)x(d)) | 7,894,257 | 7,813,428 | 8,184,111 |
| 매출액 (a) | 23,430 | 26,358 | 32,159 |
| 3Q까지 횟수 (b) | 7.74 | 7.2 | 6.84 |
| 수수료 (c) | 33.0% | 33.3% | 33.4% |
| 3Q까지 컨설턴트 수(d) | 1162 | 1407 | 1720 |
| 전년 연봉 대비 상승률 (%) | 10.9% | 4.2% | 6.2% |
| YoY 연봉 상승 대비 괴리율 | -51% | -34% | -42% |
| 실제 YoY 연봉 상승률 | 5.40% | 2.74% | 3.57% |

Appx 4. 일본 24년 연령별 취업자 수

| 24년 연령별 취업자 수 | | | | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 만 명, 만 엔) | 20-24 | 25-29 | 30-34 | 35-39 | 40-44 | 45-49 | 50-54 | 55-59 | 60-64 |
| 취업자 수 | 455 | 572 | 555 | 597 | 670 | 778 | 841 | 705 | 560 |
| 평균 연봉 | 232.4 | 267.1 | 299.4 | 328.6 | 351.3 | 372.5 | 380.0 | 391.0 | 317.7 |

Appx 5. 년도별 매출원가율 및 소프트웨어 CapEx

| 년도별 매출원가율 및 소프트웨어 CapEx | | | | | | | | | | |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| (단위: 백만 엔) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 |
| 소프트웨어 CapEx | 25 | 41 | 28 | 578 | 317 | 146 | 214 | 210 | 153 | |
| 매출원가율 | 4.31% | 4.66% | 9.81% | 7.10% | 7.07% | 7.44% | 7.86% | 7.70% | 7.42% | 7.1% |



Appx 6. 감가상각비 추정

| 별도 유형자산 감가상각비 추정(A+B) | | | | | | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 감가상각비 | 24 | 50 | 86 | 91 | | 110 | 136 | 163 | 175 |
| 건물 | 18 | 21 | 41 | 43 | | 51 | 59 | 66 | 73 |
| 구축물 | 6 | 6 | 9 | 10 | | 14 | 19 | 23 | 13 |
| 기계 및 기구장치 | | 23 | 36 | 38 | | 45 | 59 | 74 | 89 |
| 리스자산 | - | - | - | - | | - | - | - | - |

(A) 기취득 유형자산의 감가상각비 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 감가상각비 | 24 | 50 | 86 | 91 | | 79 | 79 | 79 | 69 |
| 건물 | 18 | 21 | 41 | 43 | | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 구축물 | 6 | 6 | 9 | 10 | | 10 | 10 | 10 | - |
| 기계 및 기구장치 | | 23 | 36 | 38 | | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 리스자산 | - | - | - | - | | - | - | - | - |

(B) 신규 취득 유형자산의 감가상각비 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 감가상각비 | | | | | | 31 | 57 | 84 | 106 |
| 건물 | | | | | | 11 | 18 | 26 | 33 |
| 구축물 | | | | | | 4 | 9 | 13 | 13 |
| 기계 및 기구장치 | | | | | | 16 | 30 | 45 | 60 |
| 리스자산 | | | | | | - | - | - | - |

유형자산 CapEx 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Capex | 12 | 149 | 169 | 109 | | 142 | 116 | 116 | 116 |
| 건물 | 1 | 49 | 124 | 39 | | 65 | 44 | 44 | 44 |
| 구축물 | 9 | 21 | - | 19 | | 13 | 13 | 13 | 13 |
| 기계 및 기구장치 | 2 | 79 | 45 | 51 | | 63 | 58 | 58 | 58 |
| 리스자산 | - | - | - | - | | - | - | - | - |

별도 무형자산 감가상각비 추정(A+B)

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 무형자산 상각비 | 201 | 230 | 269 | 225 | - | 199 | 247 | 295 | 192 |
| 소프트웨어 | 201 | 230 | 269 | 225 | - | 199 | 247 | 295 | 192 |

(A) 기취득 무형자산의 감가상각비 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 감가상각비 | 201 | 230 | 269 | 225 | | 151 | 151 | 151 | - |
| 소프트웨어 | 201 | 230 | 269 | 225 | | 151 | 151 | 151 | - |

(B) 신규 취득 무형자산의 감가상각비 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 감가상각비 | | | | | | 48 | 96 | 144 | 192 |
| 소프트웨어 | | | | | | 48 | 96 | 144 | 192 |

무형자산 CapEx 추정

| (단위: 백만 엔) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 3Q25 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| CapEx | 146 | 214 | 210 | 153 | | 192 | 192 | 192 | 192 |
| 소프트웨어 | 146 | 214 | 210 | 153 | | 192 | 192 | 192 | 192 |

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.