정상제이엘에스 (040420)

COMPANY REPORT Company Analysis | Mid-Small Cap | 2025.8.4

배당메리트 높고, 2026년 이익 개선 기대감

2026년 영업이익 상승할 듯

동사는 타 학원과는 달리 학생들의 셔틀버스를 무료로 운영(직영의 경우)하고 있었다. 그러나 초등 학령인구 감소의 영향(2024년 영업이익 둔화)으로 셔틀버스 유료화 변경이 2025년 연말부터 진행될 가능성이 있다. 참고로 동사의 현재 직영 학생수는 2.2만명/월 수준이며, 일반적으로 셔틀버스 비용이 2~5만원/월 수준을 고려하면 동사의 영업이익에 큰 영향을 줄 것으로 보인다.

고배당 기업: 배당수익률 8.4%

동사는 매년 DPS 530원 정책을 유지(과거 3년 Payout Ratio 67.6%, 배당성향에 연동되기 보다는 DPS 530원 고정 흐름을 보이고 있음, 최대주주는 DPS 400원으로 차등배당)하고 있다. 참고로 동사는 사업 구조(교육업)상 Capex가 미미하고 이익의 대부분이 현금으로 유입되기 때문에 배당 정책이 유지되는데 큰 문제가 없다. 2025년에도 DPS 530원을 적용할 경우 현재 배당수익률 8.4% 수준으로 배당메리트가 매우 높다는 판단이다.

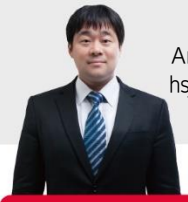
소마 사고력 수학과 시너지 가능할 수도

동사는 노틱인베스트먼트 PEF에 115억원을 출자(7월 25일 공시)하였으며, 이는 향후 타임교육(소마 사고력 수학 & 미래탐구 & 엘란 영어유치원 브랜드 보유, 교육기업)의 인수 자금으로 활용될 계획(공시 참고)이다. 아직 확정되지는 않았으나, 직접적인 지분 보유가 아닌 PEF를 통한 지분 일부 확보이며, 자본 측면에서의 이득 보다는 사업적인 시너지가 기대된다. 특히, 소마 사고력 수학 같은 경우, 동사가 초·중등 중심의 영어 프리미엄 교육을 담당하기 때문에 시너지 효과가 가능할 것으로 보인다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	113.4	105.8	101.8	102.0	102.1
영업이익	16.4	10.1	10.4	11.4	11.5
순이익	13.3	7.6	8.4	9.0	9.0
EPS (원)	849	485	535	574	574
증감률 (%)	0.1	-42.9	10.2	7.4	0.0
PER (x)	8.2	12.6	11.8	11.0	11.0
PBR (x)	1.3	1.1	1.2	1.1	1.1
영업이익률 (%)	14.4	9.6	10.2	11.2	11.3
EBITDA 마진 (%)	21.0	16.0	16.6	17.6	17.7
ROE (%)	16.5	9.0	9.9	10.5	10.3

주: IFRS 연결 기준
자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터



Analyst 정홍식
hsjeong@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	9,000 원
현재주가	6,300 원
상승여력	42.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (8/1)		772.79 pt
시가총액		988 억원
발행주식수		15,678 천주
52 주 최고가/최저가		6,680 / 5,550 원
90 일 일평균거래대금		2.03 억원
외국인 지분율		3.8%
배당수익률(25.12E)		8.4%
BPS(25.12E)		5,446 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	2.0%
	6 개월	2.9%
	12 개월	-10.5%
주주구성	허용석 (외 7 인)	42.0%
	자사주 (외 1 인)	4.7%

Stock Price

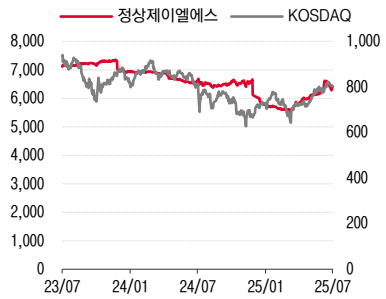


표1 연간실적 전망

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	854	1,017	1,108	1,134	1,058	1,018	1,020	1,021
YoY	*-8.7%*	*19.1%*	*8.9%*	*2.3%*	*-6.6%*	*-3.8%*	*0.2%*	*0.0%*
CHESS(초등)	318	376	397	407	368	356	361	362
ACE(중등)	190	229	248	254	260	266	272	281
정상수학	9	11	11	11	12	13	13	13
온라인	112	149	176	181	168	156	153	148
교재	134	162	182	172	162	159	156	150
FC	28	38	38	39	37	38	38	39
방과후	2	3	1	5	3	2	2	1
기타	61	49	56	64	48	28	27	27
YoY								
CHESS(초등)	*-7.7%*	*18.4%*	*5.5%*	*2.6%*	*-9.6%*	*-3.2%*	*1.2%*	*0.5%*
ACE(중등)	*3.8%*	*20.7%*	*8.3%*	*2.4%*	*2.5%*	*2.2%*	*2.2%*	*3.4%*
정상수학	*-19.6%*	*13.7%*	*1.9%*	*-1.0%*	*11.3%*	*10.3%*	*0.3%*	*0.4%*
온라인	*-6.0%*	*33.2%*	*17.7%*	*3.2%*	*-7.5%*	*-7.2%*	*-1.9%*	*-3.2%*
교재	*-12.5%*	*21.0%*	*12.2%*	*-5.3%*	*-5.7%*	*-1.8%*	*-2.4%*	*-3.6%*
FC	*-7.1%*	*35.6%*	*1.4%*	*3.1%*	*-5.4%*	*1.3%*	*1.2%*	*1.2%*
방과후	*-7.0%*	*52.4%*	*-76.6%*	*461.7%*	*-38.2%*	*-26.3%*	*-23.6%*	*-21.3%*
기타	*-34.1%*	*-19.8%*	*14.0%*	*14.9%*	*-25.2%*	*-42.1%*	*-4.2%*	*-0.4%*
% of Sales								
CHESS(초등)	37.2%	37.0%	35.8%	35.9%	34.8%	35.0%	35.4%	35.5%
ACE(중등)	22.2%	22.5%	22.4%	22.4%	24.6%	26.1%	26.6%	27.5%
정상수학	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%
온라인	13.1%	14.7%	15.9%	16.0%	15.9%	15.3%	15.0%	14.5%
교재	15.7%	15.9%	16.4%	15.2%	15.3%	15.7%	15.2%	14.7%
FC	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%	3.8%
방과후	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
기타	7.2%	4.8%	5.1%	5.7%	4.6%	2.7%	2.6%	2.6%
영업이익	88	170	167	164	101	104	114	115
% of sales	10.3%	16.7%	15.1%	14.4%	9.6%	10.2%	11.2%	11.3%
% YoY	*-34.5%*	*93.6%*	*-1.5%*	*-2.1%*	*-38.2%*	*2.3%*	*10.2%*	*1.0%*

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

LS증권 리서

표2 분기실적 전망

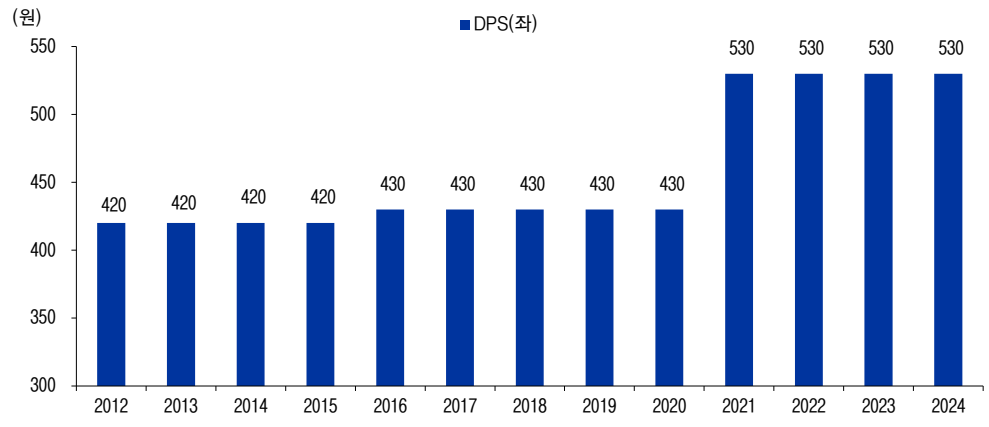
(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	283	260	267	248	268	256	254	240
YoY	*-3.7%*	*-8.7%*	*-6.2%*	*-8.1%*	*-5.3%*	*-1.4%*	*-4.9%*	*-3.4%*
CHESS(초등)	92	93	95	88	87	90	93	86
ACE(중등)	73	63	63	61	75	65	64	62
정상수학	3	3	3	3	4	3	3	3
온라인	42	43	42	41	39	40	39	38
교재	45	45	40	38	42	42	38	36
FC	9	9	10	9	10	9	10	9
방과후	0	1	1	1	0	1	1	1
기타	19	3	13	8	12	5	5	5
YoY								
CHESS(초등)	*-11.1%*	*-9.4%*	*-8.5%*	*-9.7%*	*-5.3%*	*-2.9%*	*-2.2%*	*-2.3%*
ACE(중등)	*5.2%*	*-1.1%*	*2.0%*	*3.9%*	*1.9%*	*2.6%*	*2.0%*	*2.3%*
정상수학	*15.1%*	*4.1%*	*11.2%*	*15.0%*	*11.3%*	*9.4%*	*10.1%*	*10.2%*
온라인	*-7.3%*	*-7.7%*	*-6.9%*	*-8.0%*	*-7.2%*	*-7.2%*	*-7.2%*	*-7.1%*
교재	*-5.2%*	*3.9%*	*-2.5%*	*-6.6%*	*-5.1%*	*-4.8%*	*-4.8%*	*-4.7%*
FC	*-2.7%*	*-9.5%*	*-4.4%*	*-2.5%*	*1.6%*	*0.8%*	*0.4%*	*0.2%*
방과후	*-25.0%*	*-45.5%*	*-37.3%*	*-34.1%*	*16.7%*	*-23.2%*	*-5.0%*	*-47.3%*
기타	*17.3%*	*-78.6%*	*-29.6%*	*-49.1%*	*-36.7%*	*80.2%*	*-57.9%*	*-35.6%*
% of Sales								
CHESS(초등)	32.6%	35.8%	35.7%	35.2%	32.6%	35.2%	36.7%	35.7%
ACE(중등)	25.8%	24.3%	23.7%	24.4%	27.8%	25.3%	25.4%	25.8%
정상수학	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
온라인	14.7%	16.6%	15.8%	16.4%	14.4%	15.6%	15.4%	15.7%
교재	15.7%	17.1%	15.1%	15.3%	15.8%	16.6%	15.1%	15.1%
FC	3.3%	3.6%	3.6%	3.7%	3.6%	3.7%	3.8%	3.8%
방과후	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%
기타	6.6%	1.1%	4.8%	3.4%	4.4%	2.1%	2.1%	2.2%
영업이익	37	28	26	10	30	29	28	17
% of sales	13.2%	10.6%	9.7%	4.1%	11.1%	11.4%	11.0%	6.9%
% YoY	*-28.3%*	*-37.8%*	*-38.7%*	*-59.0%*	*-20.4%*	*5.5%*	*7.5%*	*63.9%*

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

LS증권 리서치센터

그림1 **정상제이엘에스 DPS 추이**

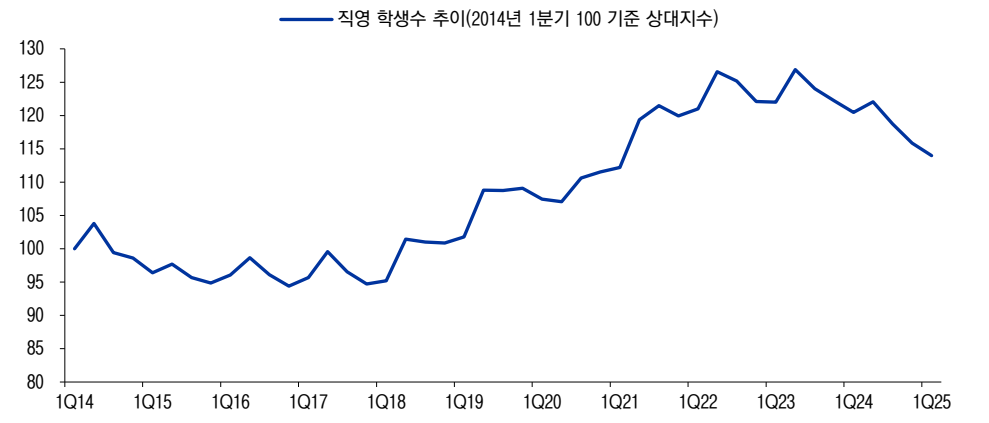


자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림2 **정상제이엘에스 ARPU(수강료: P) 추이: 2021 년 1 분기의 경우 코로나 영향**

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림3 **정상제이엘에스 직영 학생수(Q) 추이: 학령인구 감소에 영향**



자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	21.9	17.9	20.6	23.1	25.8
현금 및 현금성자산	11.9	4.2	7.0	9.4	12.0
매출채권 및 기타채권	4.1	3.8	3.8	3.8	3.8
재고자산	1.8	2.0	1.8	1.8	1.8
기타유동자산	4.1	7.9	8.0	8.1	8.2
비유동자산	85.5	86.7	95.0	93.5	91.9
관계기업투자등	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
유형자산	52.8	53.8	51.7	49.8	47.9
무형자산	1.6	0.9	1.2	1.5	1.8
자산총계	**107.5**	**104.6**	**115.6**	**116.6**	**117.6**
유동부채	18.6	16.5	26.3	26.3	26.2
매입채무 및 기타재무	7.4	7.2	7.0	7.0	7.1
단기금융부채	3.2	3.1	13.1	12.9	12.8
기타유동부채	8.0	6.2	6.2	6.3	6.4
비유동부채	4.9	3.9	3.9	3.9	3.9
장기금융부채	3.2	2.1	2.1	2.0	2.0
기타비유동부채	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9
부채총계	**23.5**	**20.4**	**30.2**	**30.2**	**30.1**
지배주주지분	83.9	84.2	85.4	86.5	87.5
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	56.5	56.9	58.1	59.1	60.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**83.9**	**84.2**	**85.4**	**86.5**	**87.5**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**113.4**	**105.8**	**101.8**	**102.0**	**102.1**
매출원가	88.8	85.4	80.9	80.0	79.9
매출총이익	**24.6**	**20.4**	**21.0**	**22.0**	**22.2**
판매비 및 관리비	8.2	10.3	10.6	10.6	10.6
영업이익	**16.4**	**10.1**	**10.4**	**11.4**	**11.5**
(EBITDA)	23.9	16.9	16.9	18.0	18.1
금융손익	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.5	-0.1	-0.3	-0.4
세전계속사업이익	**16.8**	**9.9**	**10.7**	**11.6**	**11.6**
계속사업법인세비용	3.5	2.3	2.3	2.6	2.6
계속사업이익	13.3	7.6	8.4	9.0	9.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**13.3**	**7.6**	**8.4**	**9.0**	**9.0**
지배주주	13.3	7.6	8.4	9.0	9.0
총포괄이익	**13.4**	**7.4**	**8.4**	**9.0**	**9.0**
매출총이익률 (%)	21.7	19.3	20.6	21.6	21.7
영업이익률 (%)	14.4	9.6	10.2	11.2	11.3
EBITDA 마진률 (%)	21.0	16.0	16.6	17.6	17.7
당기순이익률 (%)	11.7	7.2	8.2	8.8	8.8
ROA (%)	12.9	7.2	7.6	7.8	7.7
ROE (%)	16.5	9.0	9.9	10.5	10.3
ROIC (%)	17.6	10.2	9.9	10.4	10.7

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**20.1**	**12.6**	**4.8**	**15.5**	**15.6**
당기순이익(손실)	13.3	7.6	8.4	9.0	9.0
비현금수익비용가감	13.4	11.4	-3.6	6.4	6.5
유형자산감가상각비	6.9	6.6	6.3	6.3	6.3
무형자산상각비	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	5.9	4.6	-10.1	-0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	-3.2	-3.3	0.0	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-0.9	0.8	0.0	0.0	0.0
재고자산 감소(증가)	0.2	-0.3	0.2	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0
기타자산, 부채변동	-2.4	-3.6	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	**-3.9**	**-9.3**	**-4.8**	**-5.0**	**-5.0**
유형자산처분(취득)	-1.8	-6.2	-4.3	-4.4	-4.4
무형자산 감소(증가)	0.0	0.4	-0.5	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	-1.9	-3.6	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-11.9**	**-11.0**	**2.8**	**-8.0**	**-8.0**
차입금의 증가(감소)	-4.1	-4.0	10.0	-0.1	-0.1
자본의 증가(감소)	-7.2	-7.2	-7.2	-7.9	-7.9
배당금의 지급	7.2	7.2	-7.2	-7.9	-7.9
기타재무활동	-0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**4.5**	**-7.7**	**2.8**	**2.5**	**2.5**
기초현금	7.4	11.9	4.2	7.0	9.4
기말현금	11.9	4.2	7.0	9.4	12.0

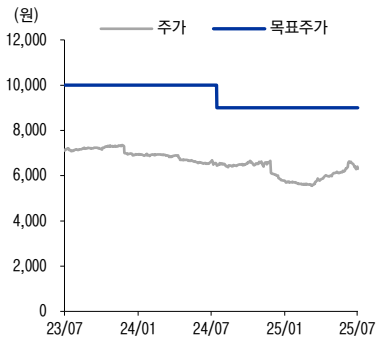
주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	8.2	12.6	12.0	11.1	11.1
P/B	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.2	5.3	6.0	5.5	5.3
P/CF	4.1	5.0	20.8	6.5	6.5
배당수익률 (%)	7.6	8.7	8.3	8.3	8.3
성장성 (%)					
매출액	2.3	-6.6	-3.8	0.2	0.0
영업이익	-2.1	-38.2	2.3	10.2	1.0
세전이익	0.7	-41.0	8.4	7.8	0.2
당기순이익	0.1	-42.9	10.2	7.4	0.0
EPS	0.1	-42.9	10.2	7.4	0.0
안정성 (%)					
부채비율	28.0	24.2	35.4	34.9	34.4
유동비율	117.7	108.5	78.2	88.1	98.3
순차입금/자기자본(x)	-10.1	-7.3	1.2	-1.9	-5.0
영업이익/금융비용(x)	139.2	80.7	102.2	90.7	92.1
총차입금 (십억원)	6.4	5.2	15.1	15.0	14.8
순차입금 (십억원)	-8.5	-6.1	1.0	-1.7	-4.4
주당지표(원)					
EPS	849	485	535	574	574
BPS	5,354	5,370	5,446	5,515	5,584
CFPS	1,704	1,211	307	985	990
DPS	530	530	530	530	530

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

정상제이엘에스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.05.28	신규	정홍식									
2023.08.14	Buy	10,000	-26.5		-30.5						
2024.08.14	Buy	9,000									

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (정상제이엘	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.2%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	10.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)