



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	8,000 원
현재주가	6,470 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (5/11)	685.04pt
시가총액	1,014 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	8,020 / 5,440 원
90 일 일평균거래대금	2.6 억원
외국인 지분율	1.8%
배당수익률(20.12E)	6.6%
BPS(20.12E)	4,023 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -9.4%
	6개월 -21.5%
	12개월 -16.8%
주주구성	허용석외 7인 40.7%
	KB 자산운용외 1인 12.3%
	자사주 4.7%

Stock Price



정상제이엘에스 (040420)

이제는 정상적인 수업으로..배당메리트 높음

1Q20 Review & 2분기 전망

동사의 1Q20 실적은 매출액 199억원(-15.2% yoy), 영업이익 2억원을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 208억원, OP 17억원)대비 하회한 것이다. 실적부진은 코로나 영향으로 2월말 ~ 3월 휴원(3월 23일부터 비대면 수업으로 대체)을 진행하였고, 비대면(온라인) 수업으로 전환한 이후 수강료는 기존의 70% 수준만 과금했기 때문이다. 이에 1Q20 수강료 수익은 CHESS(초등) -21.7% yoy, ACE(중등) -24.0% yoy 수준으로 크게 하락한 것으로 파악된다. 그러나 학생수는 +5.6% yoy(직영기준) 증가한 것으로 파악되어 긍정적이다.

2Q20에는 4월의 영향이 있어 YoY 감소가 불가피하겠지만, 5월부터 대면(off line)수업으로 전환하였기 때문에 수강료가 비대면 70% 대비 정상화 됨에 따라 QoQ 상승이 예상된다. 긍정적인 것은 코로나 영향에도 불구하고 학생수가 +5.6% yoy 증가하였다는 것이다.

배당메리트

동사는 배당주로서 인식(DPS 2010년 ~ 2011년 400원, 2012년 ~ 2015년 420원, 2016년 ~ 2019년 430원)되어 있다. 과거 순이익이 53억원~65억원 규모였던 2013년~2015년, 그리고 일회성 비용이 반영된 순이익 36억원이었던 2018년에도 동사는 DPS를 420원~430원 유지(최대주주 DPS 300원 차등 배당)한 바 있다. 물론 코로나19로 1Q20 실적이 급감하며 2020년 실적에 영향이 있지만, 만약 2020년에도 전년과 같은 DPS 430원을 유지할 경우 배당수익률은 6.6% 이다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	87.1	93.6	91.0	97.6	104.3
영업이익	10.9	13.4	8.0	10.3	11.1
세전계속사업손익	4.4	10.0	5.8	8.3	9.3
순이익	3.6	7.7	4.4	6.5	7.3
EPS (원)	239	514	291	435	490
증감률 (%)	-56.7	115.2	-43.3	49.3	12.7
PER (x)	29.2	15.4	22.2	14.9	13.2
PBR (x)	1.8	1.9	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	7.4	7.0	6.8	6.0	5.8
영업이익률 (%)	12.5	14.3	8.8	10.5	10.6
EBITDA 마진 (%)	16.9	22.6	19.8	20.8	20.2
ROE (%)	5.7	12.2	6.9	10.3	11.5
부채비율 (%)	39.6	73.2	72.3	70.7	68.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 1Q20 Review

(단위: 억원)	1Q20	1Q19	YoY	4Q19	QoQ	기존추정치	오차
매출액	199	235	-15.2%	225	-11.6%	208	-4.4%
영업이익	2	38	-93.5%	21	-88.0%	17	-85.5%
순이익	-4	28	-113.3%	-3	44.3%	10	-137.8%
OPM	1.2%	16.3%		9.1%		8.2%	
NPM	-1.8%	11.8%		-1.1%		4.7%	

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	235	231	244	225	199	221	256	234
YoY	7.5%	5.4%	10.9%	5.9%	-15.2%	-4.6%	4.8%	3.9%
CHES(초등)	85	87	88	84	69	80	93	88
ACE(중등)	45	44	49	46	37	40	51	48
정상수학	3	3	3	2	2	3	3	2
온라인	29	31	30	29	26	31	30	29
교재	38	38	40	36	35	41	42	38
FC	8	7	8	7	8	7	10	9
방과후	0	1	1	0	1	1	1	0
기타	27	20	25	20	22	18	25	20
YoY								
CHES(초등)	13.0%	8.3%	8.0%	5.8%	-18.3%	-8.1%	4.9%	4.2%
ACE(중등)	11.3%	17.1%	28.2%	19.6%	-17.0%	-9.6%	5.9%	5.4%
정상수학	33.6%	17.1%	5.2%	-17.9%	-43.1%	-12.7%	5.6%	1.4%
온라인	-4.1%	-5.6%	-7.2%	-6.9%	-8.9%	0.8%	-0.4%	-1.8%
교재	1.6%	1.7%	13.1%	-2.2%	-10.0%	6.4%	5.8%	5.0%
FC	12.3%	5.1%	17.1%	3.9%	2.9%	2.6%	22.4%	20.1%
방과후	0.0%	102.4%	330.8%	12.5%	245.0%	-4.7%	22.9%	23.6%
기타	4.3%	-6.2%	10.6%	21.6%	-20.0%	-8.9%	0.0%	-0.1%
% of Sales								
CHES(초등)	36.1%	37.6%	36.2%	37.4%	34.7%	36.2%	36.3%	37.5%
ACE(중등)	19.0%	18.9%	19.9%	20.2%	18.6%	17.9%	20.1%	20.5%
정상수학	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%
온라인	12.2%	13.5%	12.3%	13.0%	13.1%	14.2%	11.7%	12.3%
교재	16.3%	16.6%	16.3%	16.1%	17.3%	18.5%	16.5%	16.3%
FC	3.2%	3.1%	3.3%	3.2%	3.9%	3.4%	3.8%	3.7%
방과후	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.1%
기타	11.6%	8.7%	10.4%	9.0%	11.0%	8.3%	9.9%	8.6%
영업이익	38	40	36	21	2	19	36	22
% of sales	16.3%	17.1%	14.6%	9.1%	1.2%	8.7%	14.3%	9.2%
% YoY	31.6%	29.5%	27.0%	-3.3%	-93.5%	-51.4%	2.3%	5.1%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	883	942	910	976	3.1%	3.6%
영업이익	91	116	80	103	-12.2%	-11.7%
순이익	55	79	44	65	-20.3%	-17.3%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	803	834	844	871	936	910	976	1,043
YoY	2.7%	3.9%	1.1%	3.2%	7.4%	-2.7%	7.3%	6.9%
CHES(초등)	273	282	293	317	344	330	359	388
ACE(중등)	142	149	153	153	182	176	198	220
정상수학	12	12	9	11	12	10	11	12
온라인	113	115	122	127	119	116	119	120
교재	107	119	137	148	153	156	165	175
FC	27	29	28	27	30	34	37	40
방과후	43	34	10	1	2	3	3	3
기타	85	94	91	87	93	86	84	84
YoY								
CHES(초등)	3.5%	3.6%	3.7%	8.2%	8.7%	-4.2%	8.8%	8.2%
ACE(중등)	-6.7%	4.8%	2.9%	0.0%	18.9%	-3.5%	12.3%	11.3%
정상수학	-9.5%	-5.3%	-20.0%	14.8%	8.7%	-14.2%	11.7%	10.6%
온라인	1.3%	1.3%	6.0%	4.2%	-6.0%	-2.5%	2.1%	1.3%
교재	3.4%	11.4%	14.5%	8.1%	3.4%	1.8%	6.2%	5.7%
FC	10.6%	7.0%	-1.8%	-3.8%	9.5%	12.2%	9.7%	9.3%
방과후	16.3%	-20.8%	-69.5%	-89.2%	117.9%	31.6%	3.2%	0.3%
기타	12.4%	9.9%	-3.1%	-4.3%	6.7%	-7.8%	-1.6%	-0.2%
% of Sales								
CHES(초등)	33.9%	33.9%	34.7%	36.4%	36.8%	36.2%	36.8%	37.2%
ACE(중등)	17.7%	17.9%	18.2%	17.6%	19.5%	19.3%	20.2%	21.1%
정상수학	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
온라인	14.1%	13.8%	14.4%	14.6%	12.7%	12.8%	12.2%	11.5%
교재	13.3%	14.3%	16.2%	17.0%	16.3%	17.1%	16.9%	16.7%
FC	3.4%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.7%	3.8%	3.9%
방과후	5.4%	4.1%	1.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
기타	10.6%	11.3%	10.8%	10.0%	9.9%	9.4%	8.6%	8.1%
영업이익	69	87	103	109	134	80	103	111
% of sales	8.6%	10.4%	12.3%	12.5%	14.3%	8.8%	10.5%	10.6%
% YoY	-4.6%	26.2%	19.1%	5.3%	23.0%	-40.4%	28.7%	7.9%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	18.1	18.4	18.4	17.9	17.6
현금 및 현금성자산	3.9	3.5	4.7	3.4	2.4
매출채권 및 기타채권	5.6	5.7	5.5	5.9	6.3
재고자산	3.7	5.5	4.5	4.8	5.1
기타유동자산	4.8	3.7	3.7	3.7	3.8
비유동자산	68.2	92.4	90.3	89.9	90.2
관계기업투자등	3.5	3.6	3.5	3.7	4.0
유형자산	52.1	76.0	73.9	72.4	71.5
무형자산	4.1	4.8	5.1	5.4	5.7
자산총계	86.3	110.8	108.6	107.8	107.8
유동부채	18.2	20.1	19.3	18.9	18.5
매입채무 및 기타채무	2.9	2.9	2.8	3.0	3.2
단기금융부채	5.6	6.4	5.8	5.1	4.5
기타유동부채	9.7	10.8	10.7	10.7	10.7
비유동부채	6.3	26.7	26.3	25.8	25.3
장기금융부채	0.0	21.4	20.8	20.3	19.8
기타비유동부채	6.3	5.4	5.4	5.5	5.5
부채총계	24.5	46.8	45.6	44.7	43.7
지배주주지분	61.8	64.0	63.1	63.1	64.0
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	33.3	35.3	34.0	34.0	34.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	61.8	64.0	63.1	63.1	64.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	13.9	12.9	16.6	15.8	16.6
당기순이익(손실)	3.6	7.7	4.4	6.5	7.3
비현금수익비용가감	11.2	13.6	11.1	9.8	9.8
유형자산감가상각비	2.3	6.6	8.5	8.3	8.2
무형자산상각비	1.6	1.2	1.6	1.7	1.8
기타현금수익비용	0.8	-0.1	1.0	-0.2	-0.2
영업활동 자산부채변동	1.5	-5.8	1.2	-0.5	-0.5
매출채권 감소(증가)	-0.5	-0.3	0.2	-0.4	-0.4
재고자산 감소(증가)	0.2	-1.8	1.0	-0.3	-0.3
매입채무 증가(감소)	0.8	0.0	-0.1	0.2	0.2
기타자산, 부채변동	1.1	-3.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-8.9	-21.4	-9.1	-10.0	-10.5
유형자산처분(취득)	-6.1	-19.0	-6.4	-6.8	-7.3
무형자산 감소(증가)	-1.8	-1.9	-1.9	-2.0	-2.1
투자자산 감소(증가)	-0.5	0.0	-0.8	-1.1	-1.1
기타투자활동	-0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-6.3	8.1	-6.3	-7.1	-7.1
차입금의 증가(감소)	-0.4	13.0	-0.6	-0.6	-0.6
자본의 증가(감소)	-5.7	-5.7	-5.7	-6.4	-6.4
배당금의 지급	5.7	5.7	5.7	6.4	6.4
기타재무활동	-0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-1.2	-0.4	1.2	-1.3	-1.0
기초현금	5.1	3.9	3.5	4.7	3.4
기말현금	3.9	3.5	4.7	3.4	2.4

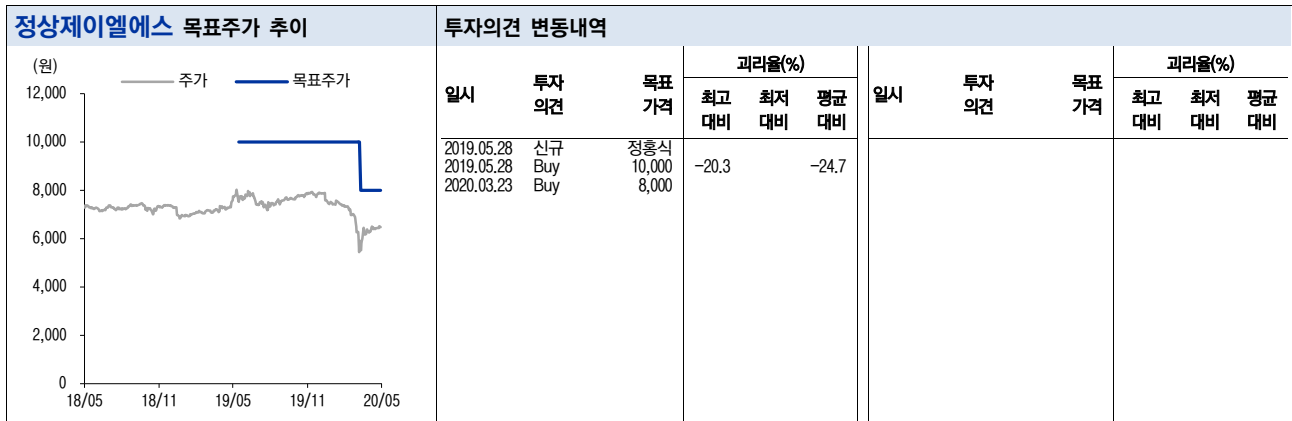
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	87.1	93.6	91.0	97.6	104.3
매출원가	64.9	67.4	70.9	74.5	79.7
매출총이익	22.1	26.2	20.1	23.1	24.6
판매비 및 관리비	11.3	12.8	12.1	12.8	13.5
영업이익	10.9	13.4	8.0	10.3	11.1
(EBITDA)	14.7	21.1	18.1	20.3	21.1
금융손익	0.1	-0.2	-0.5	-0.4	-0.4
이자비용	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7
관계기업등 투자손익	0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-6.7	-2.3	-0.9	-0.7	-0.5
세전계속사업이익	4.4	10.0	5.8	8.3	9.3
계속사업법인세비용	0.8	2.3	1.4	1.8	2.0
계속사업이익	3.6	7.7	4.4	6.5	7.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.6	7.7	4.4	6.5	7.3
지배주주	3.6	7.7	4.4	6.5	7.3
총포괄이익	3.2	7.9	4.4	6.5	7.3
매출총이익률 (%)	25.4	28.0	22.1	23.7	23.6
영업이익률 (%)	12.5	14.3	8.8	10.5	10.6
EBITDA마진률 (%)	16.9	22.6	19.8	20.8	20.2
당기순이익률 (%)	4.1	8.2	4.8	6.7	7.0
ROA (%)	4.2	7.8	4.0	6.0	6.8
ROE (%)	5.7	12.2	6.9	10.3	11.5
ROIC (%)	15.1	14.5	7.3	10.0	10.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	29.2	15.4	22.2	14.9	13.2
P/B	1.8	1.9	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	7.4	7.0	6.8	6.0	5.8
P/CF	7.4	5.8	6.6	6.2	5.9
배당수익률 (%)	6.2	5.4	6.6	6.6	6.6
성장성 (%)					
매출액	3.2	7.4	-2.7	7.3	6.9
영업이익	5.3	23.0	-40.4	28.7	7.9
세전이익	-58.0	129.4	-42.4	43.5	12.5
당기순이익	-56.7	115.2	-43.3	49.3	12.7
EPS	-56.7	115.2	-43.3	49.3	12.7
안정성 (%)					
부채비율	39.6	73.2	72.3	70.7	68.3
유동비율	99.3	91.7	95.0	94.6	95.6
순차입금/자기자본(x)	-0.3	36.1	32.8	32.9	32.1
영업이익/금융비용(x)	53.7	28.4	11.4	15.0	16.6
총차입금 (십억원)	5.6	27.8	26.6	25.4	24.3
순차입금 (십억원)	-0.2	23.1	20.7	20.8	20.6
주당지표(원)					
EPS	239	514	291	435	490
BPS	3,943	4,080	4,023	4,027	4,085
CFPS	939	1,355	983	1,039	1,091
DPS	430	430	430	430	430



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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)