



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	9,000 원
현재주가	6,670 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (5/3)	961.81pt
시가총액	1,046 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	6,770 / 5,790 원
90 일 일평균거래대금	3.66 억원
외국인 지분율	2.1%
배당수익률(21.12E)	6.4%
BPS(21.12E)	4,420 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 2.8%
	6 개월 -11.5%
	12 개월 6.6%
주주구성	허용석 외 7인 40.7%
	자사주 4.7%

Stock Price



정상제이엘에스 (040420)

Contact: 학생수 증가로 영업이익 큰 폭 개선

학생수 증가: 기대되는 2021년 실적

2021년 3월 개학 이후 초·중등생의 프리미엄 오프라인 학원 등록 수요가 증가하고 있다. 중요한 점은 코로나19 이전인 1Q19 대비로도 학생수가 더 많아 2021년 의미 있는 실적 개선이 기대된다. 이는 학원사업의 경우 통상 3월에 대규모 학생 모집이 진행되어 일년간의 학생수를 가늠할 수 있기 때문이다. 동사의 1Q21 예상 실적은 매출액 238억원 (+19.6% yoy), 영업이익 39억원(기존 OP 추정치 대비 +43% 상향, 1Q20 2억원 대비 큰 폭 상승, 기저효과)을 전망한다. 중요한 점은 현재 증가한 학생수 추이를 고려했을 때, 2021년 2분기 ~ 4분기에도 큰 폭의 YoY 성장흐름이 유지될 가능성이 높아 긍정적이다.

배당메리트 & Valuation 저평가

동사의 2021년 예상 배당수익률은 6.4% 수준(DPS 430원 가정, 매년 동일 DPS 유지)으로 배당메리트가 높다. 동사는 과거 DPS 감소 경험이 없어 전년대 동일 DPS를 유지하는 데 무리가 없다는 판단이다. 그리고 현재 동사의 P/E 9.7배(12MF EPS 기준)는 과거 8년간 가장 낮은 수준으로 2021년 성장성을 고려했을 때 상대적 저평가로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 9,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 8,000원 → 9,000원으로 상향한다. 이는 1Q21 기대치 이상의 실적 기대감과 학생수 증가 모멘텀을 고려한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation을 적용[COE 8.4%, β 0.8, Sustainable growth 0%]하여 산출하였다. 동사의 Target P/E 13.1배(12MF 기준, EPS growth CAGR 13.7%, 2019년~2022년 CAGR)는 과거 10년 평균(2018년 제외) P/E 14.0배를 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	93.6	85.4	94.8	102.2	109.8
영업이익	13.4	8.8	13.5	14.7	16.0
세전계속사업손익	10.0	8.6	13.2	14.4	15.7
순이익	7.7	6.7	10.3	11.3	12.3
EPS (원)	489	428	657	719	784
증감률 (%)	115.2	-12.5	53.4	9.5	9.0
PER (x)	15.5	14.7	10.2	9.3	8.5
PBR (x)	1.9	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	6.7	6.7	5.7	5.3	5.0
영업이익률 (%)	14.3	10.3	14.2	14.4	14.5
EBITDA 마진 (%)	22.6	19.6	21.9	21.3	20.9
ROE (%)	12.2	10.5	15.4	15.7	15.9
부채비율 (%)	73.2	55.6	48.9	43.5	38.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 정상 JLS 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	199	205	226	224	238	233	238	239
YoY	-15.2%	-11.4%	-7.6%	-0.6%	19.6%	13.7%	5.3%	6.8%
CHES(초등)	69	82	84	83	95	100	95	92
ACE(중등)	37	46	55	51	53	54	56	57
정상수학	2	3	3	2	3	3	3	3
온라인	26	26	30	30	27	27	31	31
교재	35	31	33	35	37	33	35	38
FC	8	5	7	8	8	5	8	8
방과후	1	-	1	1	1	1	1	1
기타	22	13	12	14	16	10	9	11
YoY								
CHES(초등)	-18.3%	-6.0%	-4.8%	-1.8%	36.6%	22.5%	13.0%	10.8%
ACE(중등)	-17.0%	5.6%	14.2%	11.5%	43.1%	16.9%	0.9%	11.8%
정상수학	-43.1%	-15.6%	-11.2%	-0.9%	38.5%	7.6%	9.1%	10.3%
온라인	-8.9%	-17.4%	0.2%	2.7%	2.0%	5.0%	2.0%	2.0%
교재	-10.0%	-20.1%	-16.9%	-2.3%	6.1%	9.2%	6.1%	6.1%
FC	2.9%	-31.6%	-6.4%	6.5%	5.8%	5.3%	4.7%	4.3%
방과후	245.0%	-100.0%	-34.8%	214.8%	-17.8%	n/a	-8.1%	-22.8%
기타	-20.0%	-34.3%	-52.4%	-29.9%	-26.9%	-24.2%	-21.8%	-19.6%
% of Sales								
CHES(초등)	34.7%	39.9%	37.3%	36.9%	39.7%	43.0%	40.0%	38.3%
ACE(중등)	18.6%	22.5%	24.6%	22.7%	22.3%	23.2%	23.5%	23.7%
정상수학	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%
온라인	13.1%	12.5%	13.4%	13.4%	11.2%	11.6%	13.0%	12.8%
교재	17.3%	14.9%	14.7%	15.8%	15.4%	14.3%	14.8%	15.7%
FC	3.9%	2.4%	3.3%	3.4%	3.4%	2.2%	3.3%	3.4%
방과후	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
기타	11.0%	6.4%	5.3%	6.3%	6.7%	4.3%	4.0%	4.8%
영업이익	2	29	33	22	39	36	35	25
% of sales	1.2%	14.3%	14.8%	10.0%	16.2%	15.5%	14.8%	10.5%
% YoY	-93.5%	-25.9%	-6.1%	9.5%	1467.0%	23.3%	4.9%	11.7%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 1Q21 Preview

(단위: 억원)	1Q21E	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	기존추정치	상향
매출액	238	199	19.6%	224	6.3%	229	4.0%
영업이익	39	2	1467.0%	22	72.4%	27	43.0%
순이익	30	-4	흑전	14	104.7%	20	44.4%
OPM	16.2%	1.2%		10.0%		11.8%	
NPM	12.4%	-1.8%		6.4%		8.9%	

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표3 정상 JLS 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	834	844	871	936	854	948	1,022	1,098
YoY	3.9%	1.1%	3.2%	7.4%	-8.7%	11.1%	7.8%	7.4%
CHES(초등)	282	293	317	344	318	382	423	466
ACE(중등)	149	153	153	182	190	220	238	255
정상수학	12	9	11	12	9	11	11	12
온라인	115	122	127	119	112	115	120	126
교재	119	137	148	153	134	143	149	156
FC	29	28	27	30	28	29	31	32
방과후	34	10	1	2	2	2	2	2
기타	94	91	87	93	61	47	47	49
YoY								
CHES(초등)	3.6%	3.7%	8.2%	8.7%	-7.7%	20.0%	11.0%	10.0%
ACE(중등)	4.8%	2.9%	0.0%	18.9%	3.8%	16.0%	8.1%	7.4%
정상수학	-5.3%	-20.0%	14.8%	8.7%	-19.6%	15.0%	7.6%	7.0%
온라인	1.3%	6.0%	4.2%	-6.0%	-6.0%	2.7%	4.5%	4.5%
교재	11.4%	14.5%	8.1%	3.4%	-12.5%	6.8%	4.5%	4.5%
FC	7.0%	-1.8%	-3.8%	9.5%	-7.1%	5.0%	5.0%	4.9%
방과후	-20.8%	-69.5%	-89.2%	117.9%	-7.0%	7.1%	0.1%	0.0%
기타	9.9%	-3.1%	-4.3%	6.7%	-34.1%	-23.6%	0.6%	3.1%
% of Sales								
CHES(초등)	33.9%	34.7%	36.4%	36.8%	37.2%	40.2%	41.4%	42.4%
ACE(중등)	17.9%	18.2%	17.6%	19.5%	22.2%	23.2%	23.2%	23.2%
정상수학	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
온라인	13.8%	14.4%	14.6%	12.7%	13.1%	12.1%	11.8%	11.5%
교재	14.3%	16.2%	17.0%	16.3%	15.7%	15.1%	14.6%	14.2%
FC	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%
방과후	4.1%	1.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
기타	11.3%	10.8%	10.0%	9.9%	7.2%	4.9%	4.6%	4.4%
영업이익	87	103	109	134	88	135	147	160
% of sales	10.4%	12.3%	12.5%	14.3%	10.3%	14.2%	14.4%	14.5%
% YoY	26.2%	19.1%	5.3%	23.0%	-34.5%	54.0%	8.9%	8.5%

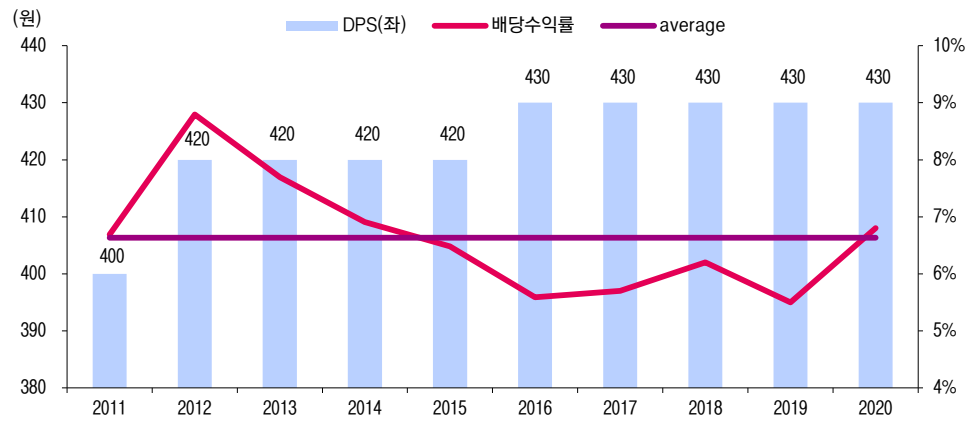
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표4 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	925	972	948	1,022	2.5%	5.2%
영업이익	116	123	135	147	16.3%	19.3%
순이익	88	95	103	113	16.8%	19.4%

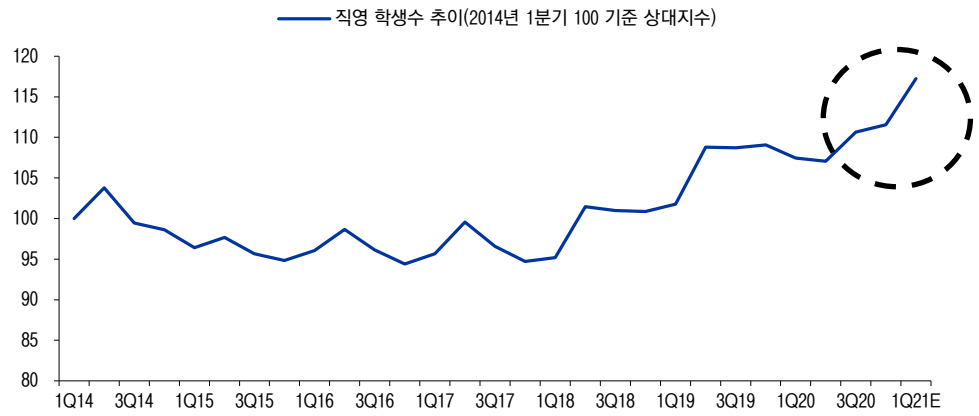
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

그림1 정상 JLS DPS & 배당수익률 추이



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림2 정상 JLS 학생수 추이(2014년 1분기 100 기준 상대지수)



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(단위: 억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Total Shareholder's Equity	641	686	743	816	907	1,003	
Total Shareholder's Equity (Year average)	640	663	714	779	861	955	
Net Income	67	103	113	123	133	143	
Dividend	57	57	57	57	57	57	
Payout ratio %	85.0%	55.5%	50.5%	46.4%	43.0%	39.8%	
FROE (Forecasted ROE)	10.5%	15.5%	15.8%	15.8%	15.4%	15.0%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	
COE (Cost of Equity)	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	
ROE Spread (FROE-COE)	2.1%	7.1%	7.4%	7.4%	7.0%	6.6%	
Residual Income	13	47	53	57	60	63	63
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		96%	89%	82%	75%	70%	64%
추정잔여이익의 현재가치		45	47	47	45	44	
계속가치 (2026년 이후)							751
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1-normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	8.4%						
추정RI 현재가치	228						
계속가치 현재가치	482						
Beginning Shareholder's Equity	641						
Equity Value for Residual Income	1,351						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	15,678						
자기주식수 (천주)	739						
추정주당가치 (원)	9,042						
현재주당가격 (원)	6,670						
Potential (%)	35.6%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	18.4	16.9	17.9	18.5	20.0
현금 및 현금성자산	3.5	6.9	5.4	5.2	5.8
매출채권 및 기타채권	5.7	3.6	5.2	5.6	6.0
재고자산	5.5	5.0	5.8	6.3	6.8
기타유동자산	3.7	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동자산	92.4	82.8	85.4	87.9	90.7
관계기업투자등	3.6	1.3	1.5	1.6	1.7
유형자산	76.0	48.9	49.0	49.6	50.2
무형자산	4.8	3.7	2.8	2.2	1.7
자산총계	110.8	99.7	103.2	106.4	110.8
유동부채	20.1	14.5	14.7	14.7	14.7
매입채무 및 기타채무	2.9	2.6	3.0	3.3	3.5
단기금융부채	6.4	2.6	2.4	2.1	1.9
기타유동부채	10.8	9.4	9.3	9.3	9.3
비유동부채	26.7	21.1	19.3	17.6	16.1
장기금융부채	21.4	18.9	17.0	15.3	13.8
기타비유동부채	5.4	2.2	2.2	2.3	2.3
부채총계	46.8	35.6	33.9	32.2	30.8
지배주주지분	64.0	64.1	69.3	74.2	80.0
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	35.3	36.3	40.2	45.0	50.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.0	64.1	69.3	74.2	80.0

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	12.9	15.2	12.6	14.3	15.3
당기순이익(손실)	7.7	6.7	10.3	11.3	12.3
비현금수익비용가감	13.6	12.3	4.3	3.7	3.7
유형자산감가상각비	6.6	6.9	6.1	6.1	6.2
무형자산상각비	1.2	1.1	1.2	0.9	0.7
기타현금수익비용	-0.1	-0.6	-3.0	-3.4	-3.3
영업활동 자산부채변동	-5.8	-2.2	-1.9	-0.6	-0.6
매출채권 감소(증가)	-0.3	1.9	-1.6	-0.4	-0.4
재고자산 감소(증가)	-1.8	0.5	-0.8	-0.5	-0.5
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	0.5	0.2	0.2
기타자산, 부채변동	-3.7	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-21.4	2.0	-7.4	-7.9	-8.1
유형자산처분(취득)	-19.0	1.2	-6.2	-6.7	-6.8
무형자산 감소(증가)	-1.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.7	-1.0	-0.9	-0.9
기타투자활동	-0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	8.1	-13.7	-6.7	-6.7	-6.6
차입금의 증가(감소)	13.0	-7.4	-0.3	-0.2	-0.2
자본의 증가(감소)	-5.7	-5.7	-6.4	-6.4	-6.4
배당금의 지급	5.7	5.7	6.4	6.4	6.4
기타재무활동	0.8	-0.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-0.4	3.4	-1.5	-0.2	0.6
기초현금	3.9	3.5	6.9	5.4	5.2
기말현금	3.5	6.9	5.4	5.2	5.8

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	93.6	85.4	94.8	102.2	109.8
매출원가	67.4	64.5	68.2	73.5	79.0
매출총이익	26.2	20.9	26.7	28.7	30.8
판매비 및 관리비	12.8	12.1	13.1	14.0	14.8
영업이익	13.4	8.8	13.5	14.7	16.0
(EBITDA)	21.1	16.8	20.8	21.8	22.9
금융손익	-0.2	-0.6	-0.8	-0.7	-0.6
이자비용	0.5	0.8	1.2	1.1	1.1
관계기업등 투자손익	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-2.3	1.2	1.2	1.2	1.1
세전계속사업이익	10.0	8.6	13.2	14.4	15.7
계속사업법인세비용	2.3	1.9	2.9	3.1	3.4
계속사업이익	7.7	6.7	10.3	11.3	12.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.7	6.7	10.3	11.3	12.3
지배주주	7.7	6.7	10.3	11.3	12.3
총포괄이익	7.9	5.8	10.3	11.3	12.3
매출총이익률 (%)	28.0	24.5	28.1	28.1	28.0
영업이익률 (%)	14.3	10.3	14.2	14.4	14.5
EBITDA마진률 (%)	22.6	19.6	21.9	21.3	20.9
당기순이익률 (%)	8.2	7.9	10.9	11.0	11.2
ROA (%)	7.8	6.4	10.1	10.8	11.3
ROE (%)	12.2	10.5	15.4	15.7	15.9
ROIC (%)	14.5	8.6	13.3	13.9	14.6

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.5	14.7	10.2	9.3	8.5
P/B	1.9	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.7	5.3	5.0
P/CF	5.6	5.2	7.2	7.0	6.5
배당수익률 (%)	5.7	6.8	6.4	6.4	6.4
성장성 (%)					
매출액	7.4	-8.7	11.1	7.8	7.4
영업이익	23.0	-34.5	54.0	8.9	8.5
세전이익	129.4	-14.5	54.0	9.1	9.0
당기순이익	115.2	-12.5	53.4	9.5	9.0
EPS	115.2	-12.5	53.4	9.5	9.0
안정성 (%)					
부채비율	73.2	55.6	48.9	43.5	38.4
유동비율	91.7	116.6	121.8	126.3	136.5
순차입금/자기자본(x)	36.1	21.8	19.2	15.6	11.5
영업이익/금융비용(x)	28.4	10.8	11.5	13.1	15.0
총차입금 (십억원)	27.8	21.5	19.4	17.4	15.7
순차입금 (십억원)	23.1	14.0	13.3	11.6	9.2
주당지표(원)					
EPS	489	428	657	719	784
BPS	4,080	4,088	4,420	4,730	5,104
CFPS	1,355	1,213	929	954	1,019
DPS	430	430	430	430	430

정상제이엘에스 목표주가 추이	투자 의견 변동내역											
				과리율(%)								
	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.05.28	변경	정홍식									
	2019.05.28	Buy	10,000	-20.3		-24.8						
	2020.03.23	Buy	8,000	-15.4		-22.2						
	2021.03.24	Buy	8,000	-15.8		-17.6						
	2021.05.04	Buy	9,000									

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 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	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)