



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	9,000 원
현재주가	7,040 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (5/10)	992.8 pt
시가총액	1,104 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	7,040 / 5,790 원
90 일 일평균거래대금	4.48 억원
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(21.12E)	6.1%
BPS(21.12E)	4,459 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 6.8%
	6 개월 -10.6%
	12 개월 9.2%
주주구성	허용석 외 7 인 40.7%
	자사주 4.7%

Stock Price



정상제이엘에스 (040420)

1Q21 Review: 영업이익 고성장

1Q21 Review

동사의 1Q21 실적은 매출액 243억원(+22.1% yoy, +8.5% qoq), 영업이익 42억원 (2012년 이후 분기 최대실적, 1Q20 OP 2억원 대비 큰 폭 상승, +87.3% qoq, OPM 17.3%, 1Q19 대비 +10.2%), 순이익 31억원(흑전 yoy, +118.2% qoq)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 238억원, OP 39억원, NI 30억원)를 상회한 수준이다.

이는 올해 3월 초·중등 학교가 개학하면서 본원에 등록된 학생수가 증가(Q ↑, 2021년 3월 +11.6% yoy)한 데 따른 효과로 보인다. 그리고 1Q20 일부 수업의 일시적 온라인 전환(상대적으로 ARPU 낮음)에 대한 기저효과로 YoY 영업이익이 크게 회복되었다.

중요한 점은 학원사업의 특성상 3월 학생수가 일년간의 실적 흐름을 파악할 수 있는데, 올해 3월의 학생수는 2012년(2009년~2011년 프랜차이즈 시작으로 학생수 급증 시기) 이후 최고치 수준으로 모집되어 2021년 실적 개선에 대한 기대감이 높다는 것이다.

배당메리트 & Valuation 저평가

동사의 2021년 예상 배당수익률은 6.1% 수준(DPS 430원 가정, 매년 동일 DPS 유지)으로 배당메리트가 높다. 동사는 과거 DPS 감소 경험이 없어 전년대 동일한 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.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	93.6	85.4	96.5	102.4	108.5
영업이익	13.4	8.8	14.5	15.5	16.6
세전계속사업손익	10.0	8.6	14.2	15.3	16.4
순이익	7.7	6.7	10.9	12.0	12.8
EPS (원)	489	428	695	763	819
증감률 (%)	115.2	-12.5	62.4	9.8	7.3
PER (x)	15.5	14.7	10.1	9.2	8.6
PBR (x)	1.9	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	6.7	6.7	5.7	5.4	5.0
영업이익률 (%)	14.3	10.3	15.0	15.1	15.3
EBITDA 마진 (%)	22.6	19.6	22.5	22.0	21.7
ROE (%)	12.2	10.5	16.3	16.5	16.3
부채비율 (%)	73.2	55.6	48.6	42.7	37.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 1Q21 Review: 학생수 급증으로 2012년 이후 최대 분기 영업이익 기록

(단위: 억원)	1Q21(P)	1Q20	YoY	4Q20	QoQ	기존추정치	오차
매출액	243	199	22.1%	224	8.5%	238	2.1%
영업이익	42	2	1,602.8%	22	87.3%	39	8.7%
순이익	31	-4	흑전	14	118.2%	30	6.6%
OPM	17.3%	1.2%		10.0%		16.2%	
NPM	12.9%	-1.8%		6.4%		12.4%	

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	199	205	226	224	243	242	239	241
YoY	-15.2%	-11.4%	-7.6%	-0.6%	22.1%	18.1%	5.9%	7.6%
CHES(초등)	69	82	84	83	89	93	92	89
ACE(중등)	37	46	55	51	56	57	56	58
정상수학	2	3	3	2	3	3	3	3
온라인	26	26	30	30	34	34	34	33
교재	35	31	33	35	40	39	36	38
FC	8	5	7	8	8	5	8	8
방과후	1	-	1	1	1	1	1	1
기타	22	13	12	14	13	11	10	12
YoY								
CHES(초등)	-18.3%	-6.0%	-4.8%	-1.8%	29.1%	14.4%	8.8%	7.3%
ACE(중등)	-17.0%	5.6%	14.2%	11.5%	51.6%	22.8%	1.0%	14.5%
정상수학	-43.1%	-15.6%	-11.2%	-0.9%	33.7%	5.8%	7.7%	9.9%
온라인	-8.9%	-17.4%	0.2%	2.7%	29.1%	31.7%	13.2%	10.0%
교재	-10.0%	-20.1%	-16.9%	-2.3%	14.9%	26.0%	8.1%	6.1%
FC	2.9%	-31.6%	-6.4%	6.5%	2.7%	3.0%	2.7%	2.4%
방과후	245.0%	-100.0%	-34.8%	214.8%	49.3%	#DIV/0!	11.7%	-1.5%
기타	-20.0%	-34.3%	-52.4%	-29.9%	-42.0%	-16.8%	-15.1%	-13.6%
% of Sales								
CHES(초등)	34.7%	39.9%	37.3%	36.9%	36.7%	38.6%	38.3%	36.8%
ACE(중등)	18.6%	22.5%	24.6%	22.7%	23.1%	23.4%	23.4%	24.1%
정상수학	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%
온라인	13.1%	12.5%	13.4%	13.4%	13.9%	14.0%	14.3%	13.7%
교재	17.3%	14.9%	14.7%	15.8%	16.3%	15.9%	15.0%	15.6%
FC	3.9%	2.4%	3.3%	3.4%	3.3%	2.1%	3.2%	3.3%
방과후	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	11.0%	6.4%	5.3%	6.3%	5.2%	4.5%	4.3%	5.1%
영업이익	2	29	33	22	42	41	36	25
% of sales	1.2%	14.3%	14.8%	10.0%	17.3%	17.1%	15.0%	10.5%
% YoY	-93.5%	-25.9%	-6.1%	9.5%	1602.8%	40.9%	7.5%	12.5%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
 주: IFRS 연결기준

표3 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	834	844	871	936	854	965	1,024	1,085
YoY	3.9%	1.1%	3.2%	7.4%	-8.7%	13.1%	6.1%	5.9%
CHES(초등)	282	293	317	344	318	363	383	402
ACE(중등)	149	153	153	182	190	227	250	273
정상수학	12	9	11	12	9	10	11	11
온라인	115	122	127	119	112	135	142	149
교재	119	137	148	153	134	152	160	168
FC	29	28	27	30	28	29	29	30
방과후	34	10	1	2	2	3	3	3
기타	94	91	87	93	61	46	46	48
YoY								
CHES(초등)	3.6%	3.7%	8.2%	8.7%	-7.7%	14.2%	5.4%	4.9%
ACE(중등)	4.8%	2.9%	0.0%	18.9%	3.8%	19.9%	10.1%	9.3%
정상수학	-5.3%	-20.0%	14.8%	8.7%	-19.6%	13.0%	3.5%	3.4%
온라인	1.3%	6.0%	4.2%	-6.0%	-6.0%	20.3%	5.3%	5.3%
교재	11.4%	14.5%	8.1%	3.4%	-12.5%	13.4%	5.3%	5.3%
FC	7.0%	-1.8%	-3.8%	9.5%	-7.1%	2.7%	2.7%	2.6%
방과후	-20.8%	-69.5%	-89.2%	117.9%	-7.0%	46.9%	0.5%	0.0%
기타	9.9%	-3.1%	-4.3%	6.7%	-34.1%	-24.7%	0.5%	3.1%
% of Sales								
CHES(초등)	33.9%	34.7%	36.4%	36.8%	37.2%	37.6%	37.4%	37.0%
ACE(중등)	17.9%	18.2%	17.6%	19.5%	22.2%	23.5%	24.4%	25.2%
정상수학	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
온라인	13.8%	14.4%	14.6%	12.7%	13.1%	14.0%	13.9%	13.8%
교재	14.3%	16.2%	17.0%	16.3%	15.7%	15.7%	15.6%	15.5%
FC	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%
방과후	4.1%	1.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	11.3%	10.8%	10.0%	9.9%	7.2%	4.8%	4.5%	4.4%
영업이익	87	103	109	134	88	145	155	166
% of sales	10.4%	12.3%	12.5%	14.3%	10.3%	15.0%	15.1%	15.3%
% YoY	26.2%	19.1%	5.3%	23.0%	-34.5%	64.9%	7.2%	7.0%

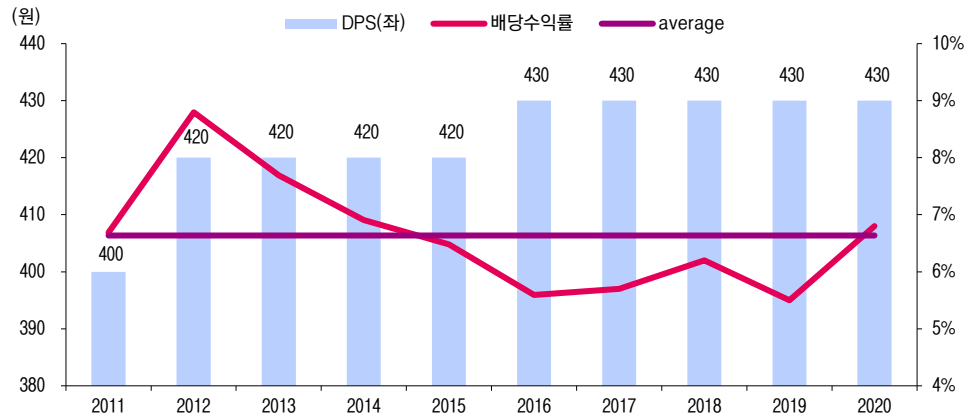
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표4 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	948	1,022	965	1,024	1.8%	0.2%
영업이익	135	147	145	155	7.1%	5.4%
순이익	103	113	109	120	6.6%	6.0%

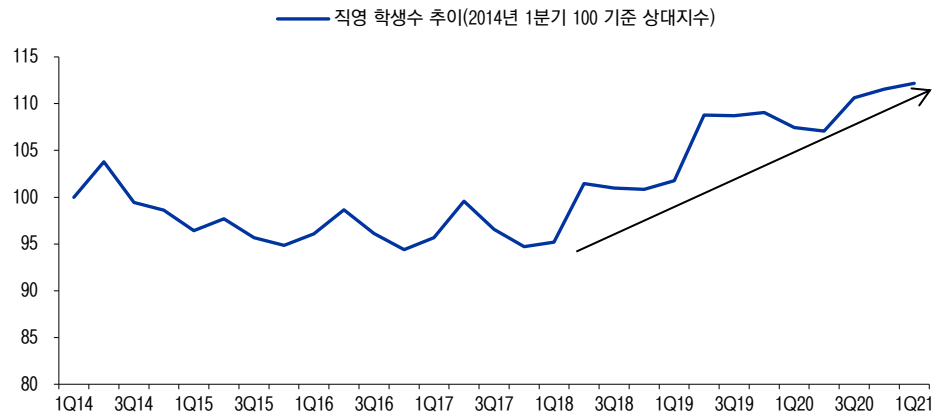
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

그림1 정상 JLS DPS & 배당수익률 추이



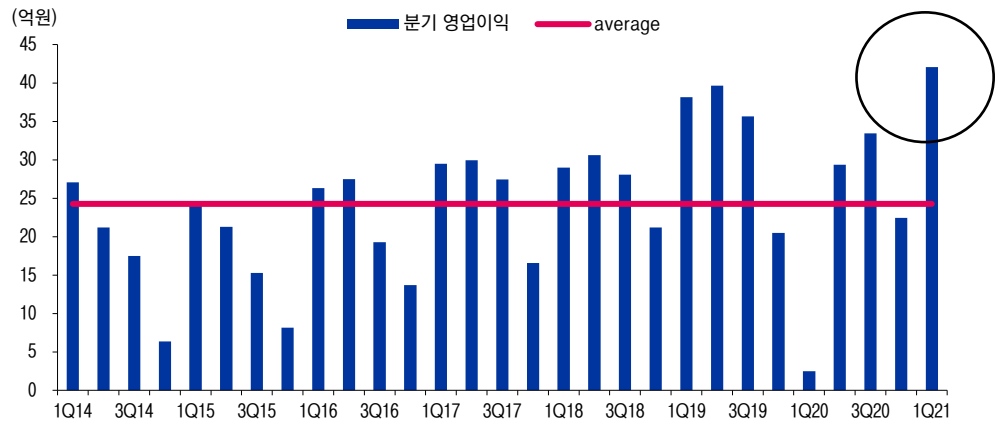
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

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



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림3 정상 JLS 분기별 매출액 추이



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	18.4	16.9	17.8	19.7	22.5
현금 및 현금성자산	3.5	6.9	5.2	6.4	8.4
매출채권 및 기타채권	5.7	3.6	5.3	5.6	5.9
재고자산	5.5	5.0	5.9	6.3	6.7
기타유동자산	3.7	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동자산	92.4	82.8	86.0	88.0	90.1
관계기업투자등	3.6	1.3	1.5	1.6	1.7
유형자산	76.0	48.9	49.1	49.6	50.0
무형자산	4.8	3.7	2.8	2.2	1.7
자산총계	110.8	99.7	103.9	107.7	112.6
유동부채	20.1	14.5	14.7	14.7	14.6
매입채무 및 기타채무	2.9	2.6	3.1	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	34.0	32.2	30.7
지배주주지분	64.0	64.1	69.9	75.4	81.9
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	40.8	46.3	52.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.0	64.1	69.9	75.4	81.9

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	12.9	15.2	12.5	15.7	16.5
당기순이익(손실)	7.7	6.7	10.9	12.0	12.8
비현금수익비용가감	13.6	12.3	3.7	4.2	4.2
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	-3.6	-2.9	-2.7
영업활동 자산부채변동	-5.8	-2.2	-2.1	-0.5	-0.5
매출채권 감소(증가)	-0.3	1.9	-1.7	-0.3	-0.3
재고자산 감소(증가)	-1.8	0.5	-0.9	-0.4	-0.4
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	-7.6	-7.8	-7.8
유형자산처분(취득)	-19.0	1.2	-6.3	-6.6	-6.6
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	-1.7	1.2	2.1
기초현금	3.9	3.5	6.9	5.2	6.4
기말현금	3.5	6.9	5.2	6.4	8.4

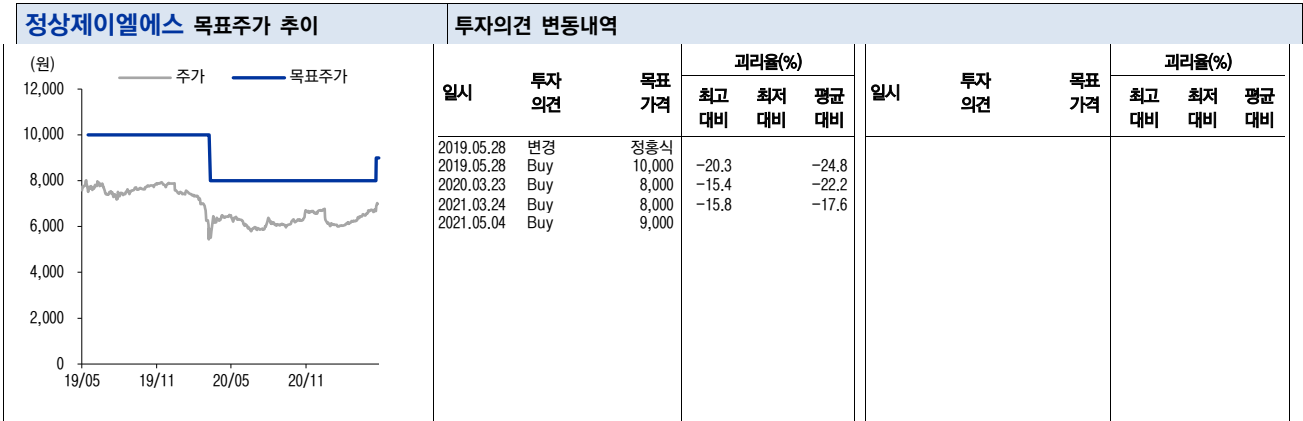
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	93.6	85.4	96.5	102.4	108.5
매출원가	67.4	64.5	68.7	72.9	77.2
매출총이익	26.2	20.9	27.8	29.5	31.2
판매비 및 관리비	12.8	12.1	13.3	14.0	14.6
영업이익	13.4	8.8	14.5	15.5	16.6
(EBITDA)	21.1	16.8	21.7	22.6	23.5
금융손익	-0.2	-0.6	-0.7	-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	1.3	1.2
세전계속사업이익	10.0	8.6	14.2	15.3	16.4
계속사업법인세비용	2.3	1.9	3.3	3.3	3.6
계속사업이익	7.7	6.7	10.9	12.0	12.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.7	6.7	10.9	12.0	12.8
지배주주	7.7	6.7	10.9	12.0	12.8
총포괄이익	7.9	5.8	10.9	12.0	12.8
매출총이익률 (%)	28.0	24.5	28.8	28.8	28.8
영업이익률 (%)	14.3	10.3	15.0	15.1	15.3
EBITDA마진률 (%)	22.6	19.6	22.5	22.0	21.7
당기순이익률 (%)	8.2	7.9	11.3	11.7	11.8
ROA (%)	7.8	6.4	10.7	11.3	11.7
ROE (%)	12.2	10.5	16.3	16.5	16.3
ROIC (%)	14.5	8.6	14.0	14.6	15.2

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	15.5	14.7	10.1	9.2	8.6
P/B	1.9	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.7	5.4	5.0
P/CF	5.6	5.2	7.6	6.8	6.5
배당수익률 (%)	5.7	6.8	6.1	6.1	6.1
성장성 (%)					
매출액	7.4	-8.7	13.1	6.1	5.9
영업이익	23.0	-34.5	64.8	7.2	7.0
세전이익	129.4	-14.5	65.3	8.0	7.4
당기순이익	115.2	-12.5	62.4	9.8	7.3
EPS	115.2	-12.5	62.4	9.8	7.3
안정성 (%)					
부채비율	73.2	55.6	48.6	42.7	37.5
유동비율	91.7	116.6	121.2	134.4	153.6
순차입금/자기자본(x)	36.1	21.8	19.4	13.8	8.0
영업이익/금융비용(x)	28.4	10.8	12.3	13.8	15.6
총차입금 (십억원)	27.8	21.5	19.4	17.4	15.7
순차입금 (십억원)	23.1	14.0	13.5	10.4	6.6
주당지표(원)					
EPS	489	428	695	763	819
BPS	4,080	4,088	4,459	4,812	5,221
CFPS	1,355	1,213	932	1,030	1,085
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 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)	투자이견 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%	투자이견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)