



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	10,000 원
현재주가	7,400 원

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회

## Stock Data

KOSDAQ (11/9)	895.27pt
시가총액	1,160 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	8,160 / 6,030 원
90 일 일평균거래대금	5.16 억원
외국인 지분율	5.5%
배당수익률(22.12E)	7.2%
BPS(22.12E)	5,102 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 10.3%
	6 개월 18.2%
	12 개월 15.2%
주주구성	허용석외 7 인 40.7%
	자사주 4.7%

## Stock Price



## 정상제이엘에스 (040420)

## 고성장 그리고 배당메리트 7.2%

## 성장성과 배당메리트를 견비

동사의 매출액과 영업이익은 안정적인 성장흐름(OP 과거 5년 CAGR 14.6%)을 보이고 있다. 이는 프리미엄 여학원의 경쟁력을 기반으로 매년 학생수가 증가하고 있기 때문이다. 또한 동사는 배당메리트가 높는데, 2021년 고성장을 반영하여 DPS 2020년 430원 → 2021년 DPS 530원으로 5년만에 상향하였다. 과거 경험상 동사는 DPS를 하향한 경험이 없어 2022년에도 최소 DPS 530원 이상이 가능할 전망이다(배당수익률 7.2%)이다.

## 4Q21 Review: 기대치 상회

동사는 전일 공시를 통해 잠정실적을 발표하였다. 동사의 4Q21 실적은 매출액 256억원 (+14.4% yoy), 영업이익 30억원(+34.9% yoy), 순이익 28억원(+91.0% yoy)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 250억원, OP 26억원, NI 20억원)를 상회한 것이다.

참고로 4Q21 학생수(Q, 직영기준) +7.5% YoY 증가(프랜차이즈 포함의 경우 +10.6% yoy)하였으며, ARPU(수강료 등)는 +4.6% YoY 상승하였다. 중요한 점은 동사의 학생수가 올해뿐만 아니라 추세적으로 증가[그림1 참고]하고 있으며, 이는 프리미엄 교육에 집중되는 현상으로 해석(동사 외에도 High end 교육의 학생수 모두 추세적인 증가)된다.

동사의 2022년 실적을 가늠함에 있어 3월 학생수를 파악하는 것이 중요하다. 이유는 학년이 바뀌는 시기에 학생수가 일년 동안의 흐름에 반영되기 때문이다. 현재 1~2월 상황을 고려했을 때 2022년에도 매출액 & 영업이익 성장흐름에 큰 무리가 없다고 생각된다.

## Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	93.6	85.4	101.7	111.5	121.9
영업이익	13.4	8.8	17.2	18.9	20.8
세전계속사업손익	10.0	8.6	17.4	19.3	21.4
순이익	7.7	6.7	13.7	15.2	16.7
EPS (원)	489	428	872	971	1,066
증감률 (%)	115.2	-12.5	103.8	11.4	9.7
PER (x)	15.5	14.7	8.5	7.6	6.9
PBR (x)	1.9	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	6.7	6.7	5.3	4.9	4.4
영업이익률 (%)	14.3	10.3	16.9	17.0	17.1
EBITDA 마진 (%)	22.6	19.6	24.0	23.4	22.9
ROE (%)	12.2	10.5	20.0	20.0	19.8
부채비율 (%)	73.2	55.6	47.0	40.7	35.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 4Q21 Review

(단위: 억원)	4Q21	4Q20	YoY	4Q21	QoQ	기존추정치	오차
매출액	256	224	14.4%	266	-3.7%	250	2.4%
영업이익	30	22	34.9%	55	-44.8%	26	15.4%
순이익	28	14	91.0%	42	-34.4%	20	39.5%
OPM	11.8%	10.0%		20.6%		10.5%	
NPM	10.7%	6.4%		15.8%		7.9%	

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,  
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
<b>매출액</b>	<b>243</b>	<b>251</b>	<b>266</b>	<b>256</b>	<b>270</b>	<b>277</b>	<b>290</b>	<b>277</b>
YoY	22.1%	22.5%	18.0%	14.4%	10.9%	10.3%	9.1%	8.2%
CHESS(초등)	89	96	99	92	98	105	108	99
ACE(중등)	56	53	62	57	61	57	67	61
정상수학	3	3	3	3	3	3	3	3
온라인	34	38	38	39	40	43	43	43
교재	40	38	40	44	46	44	45	50
FC	8	9	11	10	9	9	11	10
방과후	1	1	1	1	1	1	1	1
기타	13	14	12	10	12	14	12	10
YoY								
CHESS(초등)	29.1%	17.2%	17.7%	11.3%	10.2%	9.8%	8.5%	7.7%
ACE(중등)	51.6%	15.6%	12.4%	12.0%	8.7%	7.6%	8.0%	7.2%
정상수학	33.7%	-0.4%	11.5%	15.4%	6.9%	8.0%	6.9%	6.7%
온라인	29.1%	47.7%	27.2%	30.2%	17.1%	13.8%	11.8%	9.8%
교재	14.9%	23.7%	20.3%	25.3%	14.8%	16.8%	13.2%	12.9%
FC	2.7%	76.3%	46.6%	31.5%	15.8%	7.9%	3.9%	2.0%
방과후	49.3%	n/a	-28.8%	27.1%	-16.0%	-0.8%	58.1%	-16.9%
기타	-42.0%	6.1%	3.2%	-29.1%	-2.9%	-0.3%	0.0%	0.0%
% of Sales								
CHESS(초등)	36.7%	38.2%	37.2%	35.9%	36.5%	38.0%	37.0%	35.8%
ACE(중등)	23.1%	21.3%	23.4%	22.2%	22.6%	20.7%	23.2%	22.0%
정상수학	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
온라인	13.9%	15.1%	14.4%	15.2%	14.7%	15.6%	14.8%	15.5%
교재	16.3%	15.1%	15.0%	17.3%	16.9%	16.0%	15.5%	18.1%
FC	3.3%	3.5%	4.1%	4.0%	3.4%	3.4%	3.9%	3.7%
방과후	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	5.2%	5.6%	4.7%	3.9%	4.6%	5.0%	4.3%	3.6%
<b>영업이익</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>30</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>33</b>
% of sales	17.3%	17.7%	20.6%	11.8%	17.8%	18.5%	19.8%	11.8%
% YoY	1602.8%	51.5%	63.9%	34.9%	14.2%	15.0%	4.9%	8.0%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,  
 주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021P	2022E	2021P	2022E	2021P	2022E
매출액	1,011	1,087	1,017	1,115	0.6%	2.5%
영업이익	168	182	172	189	2.4%	4.1%
순이익	129	142	137	152	6.0%	6.9%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>834</b>	<b>844</b>	<b>871</b>	<b>936</b>	<b>854</b>	<b>1,017</b>	<b>1,115</b>	<b>1,219</b>
YoY	3.9%	1.1%	3.2%	7.4%	-8.7%	19.1%	9.6%	9.3%
CHES(초등)	282	293	317	344	318	376	410	444
ACE(중등)	149	153	153	182	190	229	247	265
정상수학	12	9	11	12	9	11	11	12
온라인	115	122	127	119	112	149	169	190
교재	119	137	148	153	134	162	185	212
FC	29	28	27	30	28	38	40	43
방과후	34	10	1	2	2	3	3	3
기타	94	91	87	93	61	49	49	50
YoY								
CHES(초등)	3.6%	3.7%	8.2%	8.7%	-7.7%	18.4%	9.0%	8.2%
ACE(중등)	4.8%	2.9%	0.0%	18.9%	3.8%	20.7%	7.9%	7.2%
정상수학	-5.3%	-20.0%	14.8%	8.7%	-19.6%	13.7%	7.1%	6.5%
온라인	1.3%	6.0%	4.2%	-6.0%	-6.0%	33.2%	13.0%	12.7%
교재	11.4%	14.5%	8.1%	3.4%	-12.5%	21.0%	14.4%	14.4%
FC	7.0%	-1.8%	-3.8%	9.5%	-7.1%	35.6%	6.8%	6.7%
방과후	-20.8%	-69.5%	-89.2%	117.9%	-7.0%	52.4%	-1.5%	-0.1%
기타	9.9%	-3.1%	-4.3%	6.7%	-34.1%	-19.8%	-0.8%	2.9%
% of Sales								
CHES(초등)	33.9%	34.7%	36.4%	36.8%	37.2%	37.0%	36.8%	36.4%
ACE(중등)	17.9%	18.2%	17.6%	19.5%	22.2%	22.5%	22.1%	21.7%
정상수학	1.4%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
온라인	13.8%	14.4%	14.6%	12.7%	13.1%	14.7%	15.1%	15.6%
교재	14.3%	16.2%	17.0%	16.3%	15.7%	15.9%	16.6%	17.4%
FC	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.3%	3.7%	3.6%	3.5%
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%	4.4%	4.1%
<b>영업이익</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	<b>88</b>	<b>172</b>	<b>189</b>	<b>208</b>
% of sales	10.4%	12.3%	12.5%	14.3%	10.3%	16.9%	17.0%	17.1%
% YoY	26.2%	19.1%	5.3%	23.0%	-34.5%	95.7%	10.3%	9.9%

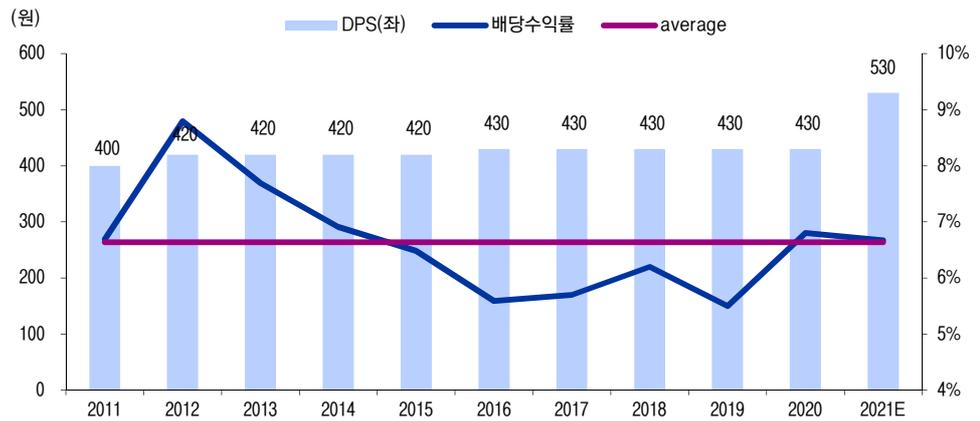
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

그림1 정상 JLS 학생수 추이(2014년 1분기 100 기준 상대지수)



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림2 정상 JLS DPS & 배당수익률 추이



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

## 정상제이엘에스 (040420)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	18.4	16.9	18.7	20.5	23.4
현금 및 현금성자산	3.5	6.9	5.5	6.1	7.8
매출채권 및 기타채권	5.7	3.6	5.6	6.1	6.7
재고자산	5.5	5.0	6.3	6.9	7.5
기타유동자산	3.7	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>비유동자산</b>	92.4	82.8	88.1	92.0	96.5
관계기업투자등	3.6	1.3	1.6	1.7	1.9
유형자산	76.0	48.9	49.3	50.4	51.7
무형자산	4.8	3.7	2.8	2.2	1.7
<b>자산총계</b>	<b>110.8</b>	<b>99.7</b>	<b>106.8</b>	<b>112.5</b>	<b>119.9</b>
<b>유동부채</b>	20.1	14.5	14.9	14.9	15.1
매입채무 및 기타채무	2.9	2.6	3.2	3.5	3.9
단기금융부채	6.4	2.6	2.4	2.1	1.9
기타유동부채	10.8	9.4	9.3	9.3	9.3
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	<b>46.8</b>	<b>35.6</b>	<b>34.1</b>	<b>32.5</b>	<b>31.1</b>
<b>지배주주지분</b>	64.0	64.1	72.7	80.0	88.8
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	43.6	50.9	59.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>64.0</b>	<b>64.1</b>	<b>72.7</b>	<b>80.0</b>	<b>88.8</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>12.9</b>	<b>15.2</b>	<b>13.1</b>	<b>17.4</b>	<b>18.7</b>
당기순이익(손실)	7.7	6.7	13.7	15.2	16.7
비현금수익비용가감	13.6	12.3	2.0	3.0	2.9
유형자산감가상각비	6.6	6.9	6.1	6.3	6.4
무형자산상각비	1.2	1.1	1.2	0.9	0.7
기타현금수익비용	-0.1	-0.6	-5.3	-4.2	-4.2
영업활동 자산부채변동	-5.8	-2.2	-2.5	-0.8	-0.9
매출채권 감소(증가)	-0.3	1.9	-1.9	-0.5	-0.6
재고자산 감소(증가)	-1.8	0.5	-1.3	-0.6	-0.6
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	0.7	0.3	0.3
기타자산, 부채변동	-3.7	-4.7	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-21.4</b>	<b>2.0</b>	<b>-7.9</b>	<b>-8.6</b>	<b>-9.0</b>
유형자산처분(취득)	-19.0	1.2	-6.6	-7.3	-7.7
무형자산 감소(증가)	-1.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.7	-1.1	-1.0	-1.0
기타투자활동	-0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>8.1</b>	<b>-13.7</b>	<b>-6.7</b>	<b>-8.2</b>	<b>-8.1</b>
차입금의 증가(감소)	13.0	-7.4	-0.3	-0.2	-0.2
자본의 증가(감소)	-5.7	-5.7	-6.4	-7.9	-7.9
배당금의 지급	5.7	5.7	6.4	7.9	7.9
기타재무활동	0.8	-0.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-0.4</b>	<b>3.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.7</b>	<b>1.6</b>
기초현금	3.9	3.5	6.9	5.5	6.1
기말현금	3.5	6.9	5.5	6.1	7.8

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>93.6</b>	<b>85.4</b>	<b>101.7</b>	<b>111.5</b>	<b>121.9</b>
매출원가	67.4	64.5	72.2	79.3	86.9
<b>매출총이익</b>	<b>26.2</b>	<b>20.9</b>	<b>29.5</b>	<b>32.2</b>	<b>35.0</b>
판매비 및 관리비	12.8	12.1	12.3	13.2	14.2
<b>영업이익</b>	<b>13.4</b>	<b>8.8</b>	<b>17.2</b>	<b>18.9</b>	<b>20.8</b>
(EBITDA)	21.1	16.8	24.5	26.1	28.0
금융손익	-0.2	-0.6	-0.7	-0.6	-0.5
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	1.7	1.8	1.9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>17.4</b>	<b>19.3</b>	<b>21.4</b>
계속사업법인세비용	2.3	1.9	3.7	4.1	4.7
계속사업이익	7.7	6.7	13.7	15.2	16.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>7.7</b>	<b>6.7</b>	<b>13.7</b>	<b>15.2</b>	<b>16.7</b>
지배주주	7.7	6.7	13.7	15.2	16.7
<b>총포괄이익</b>	<b>7.9</b>	<b>5.8</b>	<b>13.7</b>	<b>15.2</b>	<b>16.7</b>
매출총이익률 (%)	28.0	24.5	29.0	28.9	28.7
영업이익률 (%)	14.3	10.3	16.9	17.0	17.1
EBITDA마진률 (%)	22.6	19.6	24.0	23.4	22.9
당기순이익률 (%)	8.2	7.9	13.4	13.7	13.7
ROA (%)	7.8	6.4	13.2	13.9	14.4
ROE (%)	12.2	10.5	20.0	20.0	19.8
ROIC (%)	14.5	8.6	16.8	17.2	17.8

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.5	14.7	8.5	7.6	6.9
P/B	1.9	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.7	6.7	5.3	4.9	4.4
P/CF	5.6	5.2	7.4	6.4	5.9
배당수익률 (%)	5.7	6.8	7.2	7.2	7.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.4	-8.7	19.1	9.6	9.3
영업이익	23.0	-34.5	95.6	10.3	9.9
세전이익	129.4	-14.5	102.9	11.2	10.6
당기순이익	115.2	-12.5	103.8	11.4	9.7
EPS	115.2	-12.5	103.8	11.4	9.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	73.2	55.6	47.0	40.7	35.1
유동비율	91.7	116.6	125.6	137.1	155.1
순차입금/자기자본(x)	36.1	21.8	18.3	13.3	8.2
영업이익/금융비용(x)	28.4	10.8	14.6	16.9	19.5
총차입금 (십억원)	27.8	21.5	19.4	17.4	15.7
순차입금 (십억원)	23.1	14.0	13.3	10.7	7.3
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	489	428	872	971	1,066
BPS	4,080	4,088	4,636	5,102	5,663
CFPS	1,355	1,213	999	1,162	1,251
DPS	430	430	530	530	530



**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
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)