



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

정홍식

02 3779 8897

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	10,000 원
현재주가	7,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (11/11)	731.22pt
시가총액	1,176 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	8,160 / 7,130 원
90 일 일평균거래대금	1.1 억원
외국인 지분율	5.5%
배당수익률(22.12E)	7.1%
BPS(22.12E)	4,541 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -7.9%
	6 개월 13.5%
	12 개월 32.4%
주주구성	허용석(외 7인) 40.7%
	자사주 4.7%

Stock Price



# 정상제이엘에스 (040420)

## 3Q22 Review: 영업이익 다소 예상치 하회

### 3Q22 Review: 외형은 성장 영업이익 감소

동사의 3Q22 실적은 매출액 279억원(+4.7% yoy), 영업이익 42억원(-23.4% yoy), 순이익 33억원(-20.6% yoy)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 291억원, OP 58억원) 대비 하회한 수준이다. 이유는 서버버스 운행 증가 등의 구조적인 요인(약 5억원 정도) & 가맹비 · 환불금 · 직영 리모델링 비용 등의 일회성 요인이 일부 반영된 것으로 파악된다.

참고로 3Q22 학생수(Q, 직영기준) +3.1% YoY 증가(프랜차이즈 포함의 경우 +3.4% yoy)하였으며, ARPU(수강료 등)는 전년동기와 비슷한 수준이다.

### 매년 성장하는 프리미엄 교육기업

동사는 초·중등 학생을 대상으로 하는 영어회화 전문 교육기업이다. 동사의 과거 5년 영업 이익 성장률은 14.4% 수준으로 2020년 코로나 이슈를 제외하고 매년 성장이 지속되고 있는데, 이는 프리미엄 교육의 특성상 학령인구 감소에도 불구하고 지속적으로 학생수가 증가하고 있기 때문이다.

### 예상 배당수익률 7.1%

동사는 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있다. 2021년 동사의 DPS는 430원 → 530원으로 상향하였으며, 2022년에도 530원 정도의 DPS가 예상된다. 이를 적용한 배당수익률은 7.1%이다

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	85.4	101.7	110.4	119.2	128.6
영업이익	8.8	17.0	17.1	18.3	19.8
세전계속사업손익	8.6	17.3	17.1	18.2	19.9
순이익	6.7	13.6	13.4	14.3	15.5
EPS (원)	449	913	898	955	1,038
증감률 (%)	-12.5	103.1	-1.6	6.4	8.6
PER (x)	14.0	8.0	8.4	7.9	7.2
PBR (x)	1.5	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	6.8	4.7	4.7	4.3	3.8
영업이익률 (%)	10.3	16.7	15.5	15.3	15.4
EBITDA 마진 (%)	19.6	24.1	22.5	21.0	20.1
ROE (%)	10.5	20.0	18.7	19.2	19.1
부채비율 (%)	55.6	54.8	55.2	50.6	46.1

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q22 Review

(단위: 억원)	3Q22	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	279	266	4.7%	275	1.4%	291	-4.0%
영업이익	42	55	-23.4%	47	-10.1%	58	-27.0%
순이익	33	42	-20.6%	37	-9.6%	46	-28.2%
OPM	15.1%	20.6%		17.0%		19.8%	
NPM	12.0%	15.8%		13.4%		16.0%	

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,  
 주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
<b>매출액</b>	<b>243</b>	<b>251</b>	<b>266</b>	<b>256</b>	<b>278</b>	<b>275</b>	<b>279</b>	<b>271</b>
YoY	22.1%	22.5%	18.0%	14.4%	14.3%	9.6%	4.7%	5.8%
CHESS(초등)	89	96	99	92	97	100	102	95
ACE(중등)	56	53	62	57	65	60	65	59
정상수학	3	3	3	3	3	3	3	3
온라인	34	38	38	39	41	45	45	44
교재	40	38	40	44	46	45	43	50
FC	8	9	11	10	9	10	10	10
방과후	1	1	1	1	0	0	0	0
기타	13	14	12	10	16	13	13	10
YoY								
CHESS(초등)	29.1%	17.2%	17.7%	11.3%	8.9%	4.4%	2.4%	3.3%
ACE(중등)	51.6%	15.6%	12.4%	12.0%	16.0%	12.3%	3.7%	4.4%
정상수학	33.7%	-0.4%	11.5%	15.4%	19.7%	4.7%	-4.3%	0.4%
온라인	29.1%	47.7%	27.2%	30.2%	22.6%	17.4%	16.4%	13.3%
교재	14.9%	23.7%	20.3%	25.3%	15.1%	20.0%	8.4%	12.3%
FC	2.7%	76.3%	46.6%	31.5%	19.2%	9.4%	-12.5%	-6.2%
방과후	49.3%	n/a	-28.8%	27.1%	-84.5%	-69.9%	-76.9%	-62.7%
기타	-42.0%	6.1%	3.2%	-29.1%	24.3%	-8.5%	1.1%	0.1%
% of Sales								
CHESS(초등)	36.7%	38.2%	37.2%	35.9%	35.0%	36.3%	36.4%	35.1%
ACE(중등)	23.1%	21.3%	23.4%	22.2%	23.5%	21.8%	23.2%	21.9%
정상수학	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
온라인	13.9%	15.1%	14.4%	15.2%	14.9%	16.2%	16.0%	16.3%
교재	16.3%	15.1%	15.0%	17.3%	16.4%	16.5%	15.5%	18.4%
FC	3.3%	3.5%	4.1%	4.0%	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%
방과후	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
기타	5.2%	5.6%	4.7%	3.9%	5.7%	4.6%	4.5%	3.7%
<b>영업이익</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>28</b>	<b>49</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>33</b>
% of sales	17.3%	17.7%	20.6%	11.1%	17.6%	17.0%	15.1%	12.2%
% YoY	1602.8%	51.5%	63.9%	26.8%	16.3%	5.0%	-23.4%	16.5%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,  
 주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,121	1,227	1,104	1,192	-1.5%	-2.8%
영업이익	185	203	171	183	-7.5%	-10.0%
순이익	146	160	134	143	-8.7%	-10.7%

자료: 정상제이엘에스, 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>1,104</b>	<b>1,192</b>
YoY	3.9%	1.1%	3.2%	7.4%	-8.7%	19.1%	8.5%	8.0%
CHESS(초등)	282	293	317	344	318	376	394	409
ACE(중등)	149	153	153	182	190	229	249	268
정상수학	12	9	11	12	9	11	11	11
온라인	115	122	127	119	112	149	175	203
교재	119	137	148	153	134	162	184	209
FC	29	28	27	30	28	38	38	38
방과후	34	10	1	2	2	3	1	1
기타	94	91	87	93	61	49	51	53
YoY								
CHESS(초등)	3.6%	3.7%	8.2%	8.7%	-7.7%	18.4%	4.7%	3.8%
ACE(중등)	4.8%	2.9%	0.0%	18.9%	3.8%	20.7%	8.9%	7.4%
정상수학	-5.3%	-20.0%	14.8%	8.7%	-19.6%	13.7%	4.8%	2.7%
온라인	1.3%	6.0%	4.2%	-6.0%	-6.0%	33.2%	17.3%	16.1%
교재	11.4%	14.5%	8.1%	3.4%	-12.5%	21.0%	13.8%	13.3%
FC	7.0%	-1.8%	-3.8%	9.5%	-7.1%	35.6%	0.9%	0.9%
방과후	-20.8%	-69.5%	-89.2%	117.9%	-7.0%	52.4%	-73.0%	-7.3%
기타	9.9%	-3.1%	-4.3%	6.7%	-34.1%	-19.8%	4.2%	3.4%
% of Sales								
CHESS(초등)	33.9%	34.7%	36.4%	36.8%	37.2%	37.0%	35.7%	34.3%
ACE(중등)	17.9%	18.2%	17.6%	19.5%	22.2%	22.5%	22.6%	22.5%
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%	15.9%	17.0%
교재	14.3%	16.2%	17.0%	16.3%	15.7%	15.9%	16.7%	17.5%
FC	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.3%	3.7%	3.5%	3.2%
방과후	4.1%	1.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%
기타	11.3%	10.8%	10.0%	9.9%	7.2%	4.8%	4.6%	4.4%
<b>영업이익</b>	<b>87</b>	<b>103</b>	<b>109</b>	<b>134</b>	<b>88</b>	<b>170</b>	<b>171</b>	<b>183</b>
% of sales	10.4%	12.3%	12.5%	14.3%	10.3%	16.7%	15.5%	15.3%
% YoY	26.2%	19.1%	5.3%	23.0%	-34.5%	93.6%	0.6%	6.9%

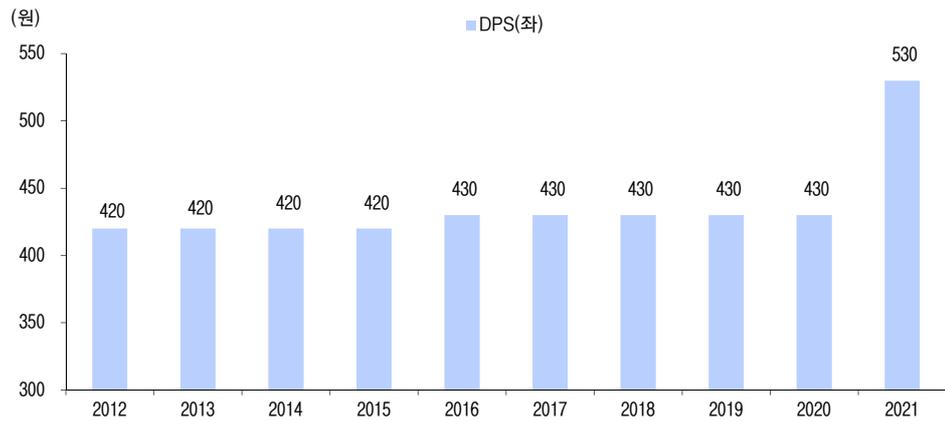
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

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



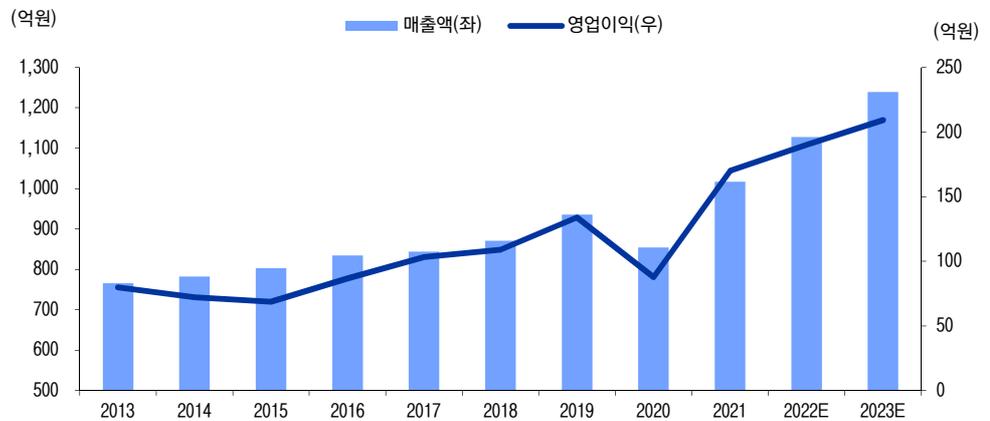
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림2 정상 JLS DPS 추이



자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림3 정상 JLS 매출액 & 영업이익 추이: 2020년 코로나 이슈를 제외하고 안정적인 성장



자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

## 정상제이엘에스 (040420)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	16.9	29.4	31.7	40.3	49.1
현금 및 현금성자산	6.9	13.3	13.7	21.3	29.1
매출채권 및 기타채권	3.6	2.9	3.5	3.8	4.1
재고자산	5.0	3.7	4.7	5.1	5.5
기타유동자산	1.4	9.5	9.7	10.0	10.3
<b>비유동자산</b>	82.8	82.1	78.8	76.5	75.3
관계기업투자등	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
유형자산	48.9	48.5	43.4	39.1	35.5
무형자산	3.7	2.9	2.0	1.4	0.9
<b>자산총계</b>	<b>99.7</b>	<b>111.5</b>	<b>110.5</b>	<b>116.8</b>	<b>124.4</b>
<b>유동부채</b>	14.5	35.6	35.5	35.5	35.6
매입채무 및 기타채무	6.2	6.4	6.9	7.4	8.0
단기금융부채	2.6	20.7	19.7	18.7	17.8
기타유동부채	5.7	8.5	8.9	9.4	9.8
<b>비유동부채</b>	21.1	3.9	3.8	3.7	3.7
장기금융부채	18.9	1.5	1.5	1.4	1.3
기타비유동부채	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>부채총계</b>	<b>35.6</b>	<b>39.5</b>	<b>39.3</b>	<b>39.2</b>	<b>39.3</b>
<b>지배주주지분</b>	64.1	72.0	71.2	77.5	85.1
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	36.3	44.3	50.5	56.8	64.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>64.1</b>	<b>72.0</b>	<b>71.2</b>	<b>77.5</b>	<b>85.1</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>15.2</b>	<b>26.5</b>	<b>10.7</b>	<b>18.7</b>	<b>19.0</b>
당기순이익(손실)	6.7	13.6	13.4	14.3	15.5
비현금수익비용가감	12.3	13.4	-1.9	4.2	3.2
유형자산감가상각비	6.9	6.6	6.8	6.1	5.6
무형자산상각비	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5
기타현금수익비용	1.4	5.6	-9.6	-2.6	-2.8
영업활동 자산부채변동	-2.2	1.3	-0.8	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	1.9	1.0	-0.6	-0.3	-0.3
재고자산 감소(증가)	0.5	1.3	-1.0	-0.4	-0.4
매입채무 증가(감소)	0.0	-0.1	0.5	0.5	0.6
기타자산, 부채변동	-4.7	-0.8	0.4	0.4	0.4
<b>투자활동 현금</b>	<b>2.0</b>	<b>-10.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.4</b>
유형자산처분(취득)	1.2	-1.5	-1.7	-1.8	-2.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.3	-8.0	-0.3	-0.3	-0.4
기타투자활동	0.7	-0.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-13.7</b>	<b>-10.2</b>	<b>-8.2</b>	<b>-8.9</b>	<b>-8.9</b>
차입금의 증가(감소)	-7.4	-4.0	-1.0	-1.0	-0.9
자본의 증가(감소)	-5.7	-5.7	-7.2	-7.9	-7.9
배당금의 지급	-5.7	-5.7	7.2	7.9	7.9
기타재무활동	-0.6	-0.4	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>3.4</b>	<b>6.4</b>	<b>0.4</b>	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>
기초현금	3.5	6.9	13.3	13.7	21.3
기말현금	6.9	13.3	13.7	21.3	29.1

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>85.4</b>	<b>101.7</b>	<b>110.4</b>	<b>119.2</b>	<b>128.6</b>
매출원가	64.5	74.4	82.7	89.6	96.8
<b>매출총이익</b>	<b>20.9</b>	<b>27.4</b>	<b>27.7</b>	<b>29.6</b>	<b>31.8</b>
판매비 및 관리비	12.1	10.4	10.6	11.3	12.0
<b>영업이익</b>	<b>8.8</b>	<b>17.0</b>	<b>17.1</b>	<b>18.3</b>	<b>19.8</b>
(EBITDA)	16.8	24.6	24.9	25.1	25.8
금융손익	-0.6	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
이자비용	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
관계기업등 투자손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.4	0.2	0.1	0.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>8.6</b>	<b>17.3</b>	<b>17.1</b>	<b>18.2</b>	<b>19.9</b>
계속사업법인세비용	1.9	3.7	3.7	4.0	4.4
계속사업이익	6.7	13.6	13.4	14.3	15.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>6.7</b>	<b>13.6</b>	<b>13.4</b>	<b>14.3</b>	<b>15.5</b>
지배주주	6.7	13.6	13.4	14.3	15.5
<b>총포괄이익</b>	<b>5.8</b>	<b>13.6</b>	<b>13.4</b>	<b>14.3</b>	<b>15.5</b>
매출총이익률 (%)	24.5	26.9	25.1	24.8	24.7
영업이익률 (%)	10.3	16.7	15.5	15.3	15.4
EBITDA마진률 (%)	19.6	24.1	22.5	21.0	20.1
당기순이익률 (%)	7.9	13.4	12.1	12.0	12.1
ROA (%)	6.4	12.9	12.1	12.6	12.9
ROE (%)	10.5	20.0	18.7	19.2	19.1
ROIC (%)	8.5	17.9	19.0	21.1	23.5

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	14.0	8.0	8.4	7.9	7.2
P/B	1.5	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.8	4.7	4.7	4.3	3.8
P/CF	5.2	4.2	10.2	6.4	6.3
배당수익률 (%)	6.8	7.3	7.1	7.1	7.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-8.7	19.1	8.5	8.0	7.9
영업이익	-34.5	93.6	0.6	6.9	8.4
세전이익	-14.5	102.1	-1.2	6.6	8.9
당기순이익	-12.5	103.1	-1.6	6.4	8.6
EPS	-12.5	103.1	-1.6	6.4	8.6
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	55.6	54.8	55.2	50.6	46.1
유동비율	116.6	82.5	89.4	113.4	137.8
순차입금/자기자본(x)	22.8	1.2	-1.2	-12.6	-22.1
영업이익/금융비용(x)	10.8	37.1	28.8	31.6	35.1
총차입금 (십억원)	21.5	22.3	21.2	20.1	19.1
순차입금 (십억원)	14.6	0.9	-0.8	-9.7	-18.8
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	449	913	898	955	1,038
BPS	4,088	4,595	4,541	4,946	5,429
CFPS	1,213	1,727	737	1,176	1,196
DPS	430	530	530	530	530

