2023. 3. 16

Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02 3779 8468 _ hsjeong@ebestsec.co.kr

정상제이엘에스(040420)

프리미엄 교육의 안정적인 성장성

Buy (유지)

목표주가 (유지)	10,000 원
현재주가	7,120 원
상승여력	40.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (3/15)	781.17 pt
시가총액	1,116 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	7,830 / 7,100 원
90 일평균거래대금	1.14 억원
외국인 지분율	6.4%
배당수익률(23.12E)	7.4%
BPS(23.12E)	4,536 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -3.8%
	6 개월 -6.5%
	12 개월 -15.3%
주주구성	허용석(외 7 인) 40.7%
	자사주 4.7%

Stock Price

4Q22 Review

동사의 4Q22 실적은 매출액 276억원(+7.5% yoy), 영업이익 30억원(+3.9% yoy)을 기록하였다. 이는 기존 추정치(Sales 271억원, OP 33억원) 대비 매출액은 부합하였으나, 영업이익은 소폭 하회하였다. 이유는 셔틀버스 운행 비용 증가가 있었기 때문으로 파악된다. 참고로 4Q22 학생수(Q, 직영기준) +1.8% YoY 증가(프랜차이즈 포함의 경우 +2.1% yoy)하였으며, ARPU(수강료 등)는 +1.2% YoY 증가한 것으로 파악된다.

2023년 전망

동사의 2023년 실적은 매출액 1,180억원(+6.5% yoy), 영업이익 178억원(+6.5% yoy, OPM 15.1%)을 전망한다. 인플레이션 영향에 따라 셔틀버스 운영비용 등이 증가하겠지만 외형확대 + 선제적 비용 투입 등을 고려하여 OPM은 전년과 비슷할 것으로 보인다.

사업부문별로 살펴보면, 2023년 초등영어(CHESS) 414억원(+4.2% yoy), 중등영어(ACE) 278억원(+12.0% yoy)을 전망하는데, 이는 과거와는 달리 초등 6학년을 ACE로 옮기는 전략으로 학생수 집계가 ACE에 일시적으로 증가하기 때문이다.

중요한 점은 프리미엄 교육의 특성상 올해에도 Q(학생수), P(인당 수강료)가 모두 YoY 상승이 지속될 가능성이 높고 향후에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 기대된다.

배당 메리트

동사는 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있다. 2021년 동사의 DPS는 430원 → 530원으로 상향하였으며, 2023년에도 530원 정도의 DPS가 예상된다. 이를 적용한 배당수익률은 7.4%이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	85.4	101.7	110.8	118.0	125.6
영업이익	8.8	17.0	16.7	17.8	19.1
순이익	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
EPS (원)	449	913	893	955	1,000
증감률 (%)	-12.5	103.1	-2.1	6.9	4.7
PER (x)	14.0	8.0	8.0	7.5	7.1
PBR (x)	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3
영업이익률 (%)	10.3	16.7	15.1	15.1	15.2
EBITDA 마진 (%)	19.6	24.1	22.1	20.9	20.0
ROE (%)	10.5	20.0	18.6	19.2	18.4

주: IFRS 연결 기준
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 4Q22 Review

(억원)	4Q22	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존추정치	오차
매출액	276	256	7.5%	279	-1.2%	271	1.6%
영업이익	30	28	3.9%	42	-29.6%	33	-10.8%
순이익	26	27	-1.9%	33	-21.5%	27	-2.3%
OPM	10.7%	11.1%		15.1%		12.2%	
NPM	9.5%	10.4%		12.0%		9.9%	

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	278	275	279	276	300	293	296	291
YoY	*14.3%*	*9.6%*	*4.7%*	*7.5%*	*7.9%*	*6.4%*	*6.2%*	*5.6%*
CHESS(초등)	97	100	102	98	102	103	106	102
ACE(중등)	65	60	65	58	74	68	72	64
정상수학	3	3	3	2	3	3	3	2
온라인	41	45	45	45	46	49	48	48
교재	46	45	43	47	49	48	46	50
FC	9	10	10	10	9	9	9	10
방과후	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	16	13	13	15	17	13	13	15
YoY								
CHESS(초등)	*8.9%*	*4.4%*	*2.4%*	*6.6%*	*5.0%*	*3.5%*	*4.4%*	*4.1%*
ACE(중등)	*16.0%*	*12.3%*	*3.7%*	*2.0%*	*13.3%*	*12.7%*	*11.0%*	*10.8%*
정상수학	*19.7%*	*4.7%*	*-4.3%*	*-11.4%*	*1.0%*	*3.4%*	*4.5%*	*4.9%*
온라인	*22.6%*	*17.4%*	*16.4%*	*15.1%*	*11.3%*	*9.0%*	*7.4%*	*5.9%*
교재	*15.1%*	*20.0%*	*8.4%*	*6.3%*	*6.5%*	*5.8%*	*5.5%*	*5.1%*
FC	*19.2%*	*9.4%*	*-12.5%*	*-4.6%*	*-2.3%*	*-1.2%*	*-0.6%*	*-0.3%*
방과후	*-84.5%*	*-69.9%*	*-76.9%*	*-74.1%*	*26.6%*	*-14.8%*	*69.9%*	*-19.7%*
기타	*24.3%*	*-8.5%*	*1.1%*	*48.0%*	*4.8%*	*0.5%*	*0.0%*	*0.0%*
% of Sales								
CHESS(초등)	35.0%	36.3%	36.4%	35.6%	34.1%	35.3%	35.8%	35.1%
ACE(중등)	23.5%	21.8%	23.2%	21.1%	24.6%	23.1%	24.2%	22.1%
정상수학	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	0.8%
온라인	14.9%	16.2%	16.0%	16.3%	15.4%	16.6%	16.2%	16.4%
교재	16.4%	16.5%	15.5%	17.1%	16.2%	16.4%	15.4%	17.0%
FC	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.1%	3.2%	3.2%	3.3%
방과후	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타	5.7%	4.6%	4.5%	5.4%	5.5%	4.4%	4.2%	5.1%
영업이익	49	47	42	30	50	49	46	33
% of sales	17.6%	17.0%	15.1%	10.7%	16.8%	16.7%	15.6%	11.2%
% YoY	*16.3%*	*5.0%*	*-23.4%*	*3.9%*	*2.8%*	*4.7%*	*10.3%*	*10.3%*

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표3 **연간실적 전망**

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**871**	**936**	**854**	**1,017**	**1,108**	**1,180**	**1,256**	**1,330**
YoY	*3.2%*	*7.4%*	*-8.7%*	*19.1%*	*8.9%*	*6.5%*	*6.4%*	*5.9%*
CHESS(초등)	317	344	318	376	397	414	430	446
ACE(중등)	153	182	190	229	248	278	308	338
정상수학	11	12	9	11	11	11	11	12
온라인	127	119	112	149	176	190	206	221
교재	148	153	134	162	182	192	203	215
FC	27	30	28	38	38	38	39	39
방과후	1	2	2	3	1	1	1	1
기타	87	93	61	49	56	57	58	58
YoY								
CHESS(초등)	*8.2%*	*8.7%*	*-7.7%*	*18.4%*	*5.5%*	*4.2%*	*4.0%*	*3.8%*
ACE(중등)	*0.0%*	*18.9%*	*3.8%*	*20.7%*	*8.3%*	*12.0%*	*10.8%*	*9.8%*
정상수학	*14.8%*	*8.7%*	*-19.6%*	*13.7%*	*1.9%*	*3.3%*	*3.1%*	*2.9%*
온라인	*4.2%*	*-6.0%*	*-6.0%*	*33.2%*	*17.7%*	*8.3%*	*8.0%*	*7.7%*
교재	*8.1%*	*3.4%*	*-12.5%*	*21.0%*	*12.2%*	*5.7%*	*5.7%*	*5.7%*
FC	*-3.8%*	*9.5%*	*-7.1%*	*35.6%*	*1.4%*	*-1.1%*	*3.9%*	*0.4%*
방과후	*-89.2%*	*117.9%*	*-7.0%*	*52.4%*	*-76.6%*	*4.2%*	*0.4%*	*0.0%*
기타	*-4.3%*	*6.7%*	*-34.1%*	*-19.8%*	*14.0%*	*1.5%*	*1.1%*	*0.1%*
% of Sales								
CHESS(초등)	36.4%	36.8%	37.2%	37.0%	35.8%	35.1%	34.3%	33.6%
ACE(중등)	17.6%	19.5%	22.2%	22.5%	22.4%	23.5%	24.5%	25.4%
정상수학	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
온라인	14.6%	12.7%	13.1%	14.7%	15.9%	16.1%	16.4%	16.7%
교재	17.0%	16.3%	15.7%	15.9%	16.4%	16.3%	16.2%	16.1%
FC	3.1%	3.2%	3.3%	3.7%	3.5%	3.2%	3.1%	3.0%
방과후	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
기타	10.0%	9.9%	7.2%	4.8%	5.1%	4.8%	4.6%	4.3%
영업이익	**109**	**134**	**88**	**170**	**167**	**178**	**191**	**203**
% of sales	12.5%	14.3%	10.3%	16.7%	15.1%	15.1%	15.2%	15.2%
% YoY	*5.3%*	*23.0%*	*-34.5%*	*93.6%*	*-1.5%*	*6.5%*	*6.9%*	*6.4%*

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	16.9	29.4	31.5	40.5	49.2
현금 및 현금성자산	6.9	13.3	13.5	21.6	29.5
매출채권 및 기타채권	3.6	2.9	3.5	3.8	4.0
재고자산	5.0	3.7	4.8	5.1	5.4
기타유동자산	1.4	9.5	9.7	10.0	10.3
비유동자산	82.8	82.1	78.9	76.1	74.4
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
자산총계	99.7	111.5	110.4	116.6	123.6
유동부채	14.5	35.6	35.5	35.4	35.4
매입채무 및 기타재무	6.2	6.4	6.9	7.3	7.8
단기금융부채	2.6	20.7	19.7	18.7	17.8
기타유동부채	5.7	8.5	8.9	9.4	9.8
비유동부채	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
부채총계	35.6	39.5	39.3	39.2	39.1
지배주주지분	64.1	72.0	71.1	77.5	84.5
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	50.4	56.8	63.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.1	72.0	71.1	77.5	84.5

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	85.4	101.7	110.8	118.0	125.6
매출원가	64.5	74.4	83.8	89.4	95.1
매출총이익	20.9	27.4	27.0	28.6	30.4
판매비 및 관리비	12.1	10.4	10.3	10.8	11.4
영업이익	8.8	17.0	16.7	17.8	19.1
(EBITDA)	16.8	24.6	24.5	24.6	25.1
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
세전계속사업이익	8.6	17.3	16.7	17.8	19.1
계속사업법인세비용	1.9	3.7	3.4	3.5	4.2
계속사업이익	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
지배주주	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
총포괄이익	5.8	13.6	13.3	14.3	14.9
매출총이익률 (%)	24.5	26.9	24.4	24.3	24.2
영업이익률 (%)	10.3	16.7	15.1	15.1	15.2
EBITDA 마진률 (%)	19.6	24.1	22.1	20.9	20.0
당기순이익률 (%)	7.9	13.4	12.0	12.1	11.9
ROA (%)	6.4	12.9	12.0	12.6	12.4
ROE (%)	10.5	20.0	18.6	19.2	18.4
ROIC (%)	8.5	17.9	18.9	21.1	22.9

현금흐름표

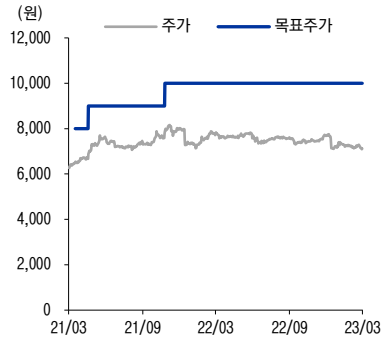
(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	15.2	26.5	10.5	19.2	19.0
당기순이익(손실)	6.7	13.6	13.3	14.3	14.9
비현금수익비용가감	12.3	13.4	-2.0	4.6	3.8
유형자산감가상각비	6.9	6.6	6.8	6.1	5.6
무형자산상각비	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5
기타현금수익비용	1.4	5.6	-9.8	-2.2	-2.3
영업활동 자산부채변동	-2.2	1.3	-0.8	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	1.9	1.0	-0.7	-0.2	-0.2
재고자산 감소(증가)	0.5	1.3	-1.0	-0.3	-0.3
매입채무 증가(감소)	0.0	-0.1	0.5	0.5	0.5
기타자산, 부채변동	-4.7	-0.8	0.4	0.4	0.4
투자활동 현금	2.0	-10.0	-2.1	-2.2	-2.3
유형자산처분(취득)	1.2	-1.5	-1.7	-1.8	-1.9
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.3	-8.0	-0.3	-0.3	-0.3
기타투자활동	0.7	-0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-13.7	-10.2	-8.2	-8.9	-8.9
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
현금의 증가	3.4	6.4	0.2	8.1	7.9
기초현금	3.5	6.9	13.3	13.5	21.6
기말현금	6.9	13.3	13.5	21.6	29.5

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	14.0	8.0	8.0	7.5	7.1
P/B	1.5	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.8	4.7	4.5	4.1	3.7
P/CF	5.2	4.2	9.8	5.9	6.0
배당수익률 (%)	6.8	7.3	7.4	7.4	7.4
성장성 (%)					
매출액	-8.7	19.1	8.9	6.5	6.4
영업이익	-34.5	93.6	-1.5	6.5	6.9
세전이익	-14.5	102.1	-3.6	6.5	7.4
당기순이익	-12.5	103.1	-2.1	6.9	4.7
EPS	-12.5	103.1	-2.1	6.9	4.7
안정성 (%)					
부채비율	55.6	54.8	55.3	50.5	46.3
유동비율	116.6	82.5	88.8	114.3	139.0
순차입금/자기자본(x)	22.8	1.2	-0.9	-13.0	-22.7
영업이익/금융비용(x)	10.8	37.1	28.2	30.8	33.8
총차입금 (십억원)	21.5	22.3	21.2	20.1	19.1
순차입금 (십억원)	14.6	0.9	-0.6	-10.1	-19.2
주당지표 (원)					
EPS	449	913	893	955	1,000
BPS	4,088	4,595	4,536	4,941	5,389
CFPS	1,213	1,727	725	1,206	1,193
DPS	430	530	530	530	530

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

정상제이엘에스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2019.05.28	변경	정홍식									
2021.04.01	Buy	8,000	-15.8		-17.1						
2021.05.04	Buy	9,000	-12.4		-18.2						
2021.11.10	Buy	10,000	-18.4		-23.9						
2022.11.11	Buy	10,000									

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 기관투자가 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 (향후12개월)	투자의견 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)	+15% 이상 기대	93.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.0%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)