정상제이엘에스 (040420)

EARNINGS REVIEW | Company Analysis | Mid-Small Cap | 2024.8.14

2Q24 Review: 학령인구 감소 영향

2Q24 Review

동사의 2Q24 실적은 매출액 260억원(-8.7% yoy), 영업이익 28억원(-37.8% yoy), 순이익 17억원(-53.2% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 275억원, OP 40억원)대비 각각 Sales -5.5%, OP -30.2%으로 하회한 것이다.

2Q24 동사의 매출액 하락 이유는 학령인구 감소의 영향(2024년 초등학생 -3.9% yoy, 중등은 전년과 비슷한 수준)이 있는 것으로 파악된다. 매출액 하락 대비 영업이익이 감소한 이유는 지난 1분기와 비슷하게 고정비 효과(셔틀버스 비용 등)가 반영된 것으로 보인다.

참고로 2Q24 학생수(Q, 직영기준) -3.8% YoY (프랜차이즈 포함의 경우 -4.6% yoy) 하였으며, ARPU(수강료 등)는 -1.2% YoY 하락한 것으로 파악된다. 부문별로 살펴보면, 2Q24 초등영어(CHESS) 93억원(-9.4% yoy), 중등영어(ACE) 63억원(-1.1% yoy), 정상수학 3억원(+4.1% yoy)을 기록하였다.

배당메리트 & 목표주가 변경

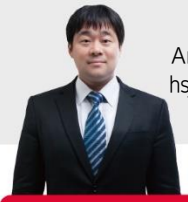
동사는 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있으며, 매년 4분기(11월 정도)에 공시를 통해 DPS 530원 이상의 주당배당금을 지급을 발표하고 있다. 참고로 2021년 동사의 DPS는 430원 → 530원으로 상향한 후 530원을 유지하고 있으며, 올해에도 전년과 동일한 DPS 530원이 적용될 경우 배당수익률 8.2% 수준이 기대된다.

2Q24 기대치 이하의 실적과 학령인구 감소에 따른 영업이익 둔화가 진행되고 있어 2024년 ~ 2025년 EPS 추정치를 변경한다. 이를 반영하여 목표주가는 9,000원으로 하향한다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출하였다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	110.8	113.4	105.3	104.8	104.4
영업이익	16.7	16.4	12.3	12.3	12.4
순이익	13.3	13.3	8.8	8.9	9.2
EPS (원)	848	849	564	569	585
증감률 (%)	-2.4	0.1	-33.6	1.0	2.9
PER (x)	8.4	8.2	11.5	11.4	11.1
PBR (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	15.1	14.4	11.6	11.8	11.9
EBITDA 마진 (%)	22.0	21.0	19.2	18.5	18.0
ROE (%)	17.8	16.5	10.4	10.4	10.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터



Analyst 정홍식
hsjeong@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	9,000 원
현재주가	6,500 원
상승여력	38.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (8/13)		764.86pt
시가총액		1,019 억원
발행주식수		15,678 천주
52 주 최고가/최저가		7,350 / 6,480 원
90 일 일평균거래대금		1.4 억원
외국인 지분율		3.2%
배당수익률(24.12E)		8.2%
BPS(24.12E)		5,459 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	9.4%
	6 개월	3.7%
	12 개월	4.6%
주주구성	허용석 (외 7 인)	40.7%
	자사주 (외 1 인)	4.7%

Stock Price

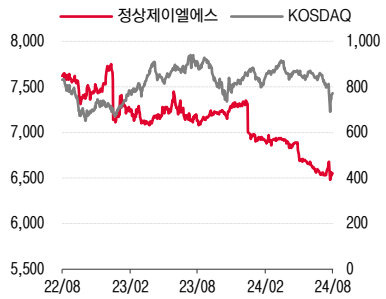


표1 2Q24 Review

(억원)	2Q24	2Q23	YoY	1Q24	QoQ	기존추정치	오차
매출액	260	285	-8.7%	283	-8.2%	275	-5.5%
영업이익	28	44	-37.8%	37	-26.1%	40	-30.2%
순이익	17	35	-53.2%	31	-46.7%	32	-48.4%
OPM	10.6%	15.6%		13.2%		14.4%	
NPM	6.4%	12.4%		11.0%		11.6%	

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E
매출액	294	285	285	270	283	260	261	249
YoY	*5.7%*	*3.5%*	*2.0%*	*-2.0%*	*-3.7%*	*-8.7%*	*-8.3%*	*-7.9%*
CHESS(초등)	104	103	104	97	92	93	94	88
ACE(중등)	70	64	62	58	73	63	61	58
정상수학	3	3	3	2	3	3	3	3
온라인	45	47	45	44	42	43	42	41
교재	47	43	41	41	45	45	41	41
FC	10	10	10	9	9	9	9	9
방과후	0	2	1	2	0	1	1	1
기타	16	14	18	16	19	3	9	8
YoY								
CHESS(초등)	*6.8%*	*2.6%*	*2.5%*	*-1.3%*	*-11.1%*	*-9.4%*	*-9.2%*	*-9.0%*
ACE(중등)	*6.6%*	*6.7%*	*-4.1%*	*0.4%*	*5.2%*	*-1.1%*	*-1.1%*	*-1.1%*
정상수학	*-8.6%*	*1.1%*	*-0.7%*	*6.0%*	*15.1%*	*4.1%*	*5.8%*	*5.7%*
온라인	*8.5%*	*5.1%*	*1.5%*	*-1.8%*	*-7.3%*	*-7.7%*	*-7.5%*	*-7.3%*
교재	*2.9%*	*-5.7%*	*-4.1%*	*-13.8%*	*-5.2%*	*3.9%*	*-1.3%*	*1.4%*
FC	*2.3%*	*8.6%*	*4.2%*	*-2.5%*	*-2.7%*	*-9.5%*	*-4.8%*	*-2.4%*
방과후	*50.0%*	*524.0%*	*750.0%*	*517.9%*	*-25.0%*	*-45.5%*	*-14.8%*	*-51.7%*
기타	*0.3%*	*9.1%*	*44.9%*	*10.1%*	*17.3%*	*-78.6%*	*-49.6%*	*-50.1%*
% of Sales								
CHESS(초등)	35.3%	36.0%	36.5%	35.9%	32.6%	35.8%	36.2%	35.4%
ACE(중등)	23.7%	22.4%	21.8%	21.6%	25.8%	24.3%	23.5%	23.2%
정상수학	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
온라인	15.3%	16.4%	15.9%	16.4%	14.7%	16.6%	16.1%	16.5%
교재	16.0%	15.1%	14.5%	15.1%	15.7%	17.1%	15.7%	16.6%
FC	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.3%	3.6%	3.6%	3.7%
방과후	0.1%	0.5%	0.4%	0.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	5.4%	4.9%	6.4%	6.1%	6.6%	1.1%	3.5%	3.3%
영업이익	52	44	42	25	37	28	31	27
% of sales	17.8%	15.6%	14.9%	9.2%	13.2%	10.6%	11.7%	10.8%
% YoY	*6.7%*	*-4.9%*	*0.8%*	*-16.2%*	*-28.3%*	*-37.8%*	*-27.8%*	*8.6%*

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	260	285	-8.7%	283	-8.2%	275
영업이익	28	44	-37.8%	37	-26.1%	40
순이익	17	35	-53.2%	31	-46.7%	32

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	854	1,017	1,108	1,134	1,053	1,048	1,044	1,042
YoY	*-8.7%*	*19.1%*	*8.9%*	*2.3%*	*-7.1%*	*-0.5%*	*-0.4%*	*-0.2%*
CHESS(초등)	318	376	397	407	368	363	360	357
ACE(중등)	190	229	248	254	255	265	273	282
정상수학	9	11	11	11	11	12	13	14
온라인	112	149	176	181	168	156	146	137
교재	134	162	182	172	171	171	170	168
FC	28	38	38	39	38	39	41	43
방과후	2	3	1	5	3	3	3	2
기타	61	49	56	64	39	39	38	38
YoY								
CHESS(초등)	*-7.7%*	*18.4%*	*5.5%*	*2.6%*	*-9.7%*	*-1.3%*	*-1.0%*	*-0.7%*
ACE(중등)	*3.8%*	*20.7%*	*8.3%*	*2.4%*	*0.6%*	*3.6%*	*3.4%*	*3.2%*
정상수학	*-19.6%*	*13.7%*	*1.9%*	*-1.0%*	*7.8%*	*8.2%*	*7.5%*	*6.8%*
온라인	*-6.0%*	*33.2%*	*17.7%*	*3.2%*	*-7.5%*	*-6.8%*	*-6.5%*	*-6.1%*
교재	*-12.5%*	*21.0%*	*12.2%*	*-5.3%*	*-0.4%*	*0.0%*	*-0.9%*	*-1.3%*
FC	*-7.1%*	*35.6%*	*1.4%*	*3.1%*	*-4.9%*	*4.5%*	*4.3%*	*4.1%*
방과후	*-7.0%*	*52.4%*	*-76.6%*	*461.7%*	*-39.9%*	*-4.0%*	*-3.6%*	*-3.2%*
기타	*-34.1%*	*-19.8%*	*14.0%*	*14.9%*	*-39.6%*	*-1.0%*	*-0.1%*	*0.0%*
% of Sales								
CHESS(초등)	37.2%	37.0%	35.8%	35.9%	34.9%	34.7%	34.4%	34.3%
ACE(중등)	22.2%	22.5%	22.4%	22.4%	24.3%	25.2%	26.2%	27.1%
정상수학	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
온라인	13.1%	14.7%	15.9%	16.0%	15.9%	14.9%	14.0%	13.2%
교재	15.7%	15.9%	16.4%	15.2%	16.3%	16.3%	16.3%	16.1%
FC	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	4.1%
방과후	0.3%	0.3%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
기타	7.2%	4.8%	5.1%	5.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
영업이익	88	170	167	164	123	123	124	125
% of sales	10.3%	16.7%	15.1%	14.4%	11.6%	11.8%	11.9%	12.0%
% YoY	*-34.5%*	*93.6%*	*-1.5%*	*-2.1%*	*-25.2%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.8%*

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표5 RIM Valuation

(억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Total Shareholder's Equity	839	903	962	1,024	1,089	1,155	
Total Shareholder's Equity (Year average)	809	871	932	993	1,056	1,122	
Net Income	133	88	90	92	94	96	
Dividend	72	72	72	72	72	72	
Payout ratio %	54.0%	82.0%	80.2%	78.3%	76.4%	74.8%	
FROE (Forecasted ROE)	16.5%	10.1%	9.6%	9.3%	8.9%	8.6%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
베타	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	
COE (Cost of Equity)	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	
ROE Spread (FROE-COE)	10.7%	4.3%	3.8%	3.5%	3.1%	2.8%	
Residual Income	86	37	36	34	33	31	31
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		98%	93%	88%	83%	78%	74%
추정잔여이익의 현재가치		37	33	30	27	24	
계속가치 (2029 년 이후)							537
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	5.8%						
추정 RI 현재가치	151						
계속가치 현재가치	398						
Beginning Shareholder's Equity	839						
Equity Value for Residual Income	1,388						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	15,678						
자기주식수 (천주)	350						
추정주당가치 (원)	9,057						
현재주당가격 (원)	6,500						
Potential (%)	39.3%						

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15.1	21.9	30.7	36.2	41.2
현금 및 현금성자산	7.4	11.9	21.2	26.6	31.6
매출채권 및 기타채권	3.2	4.1	3.4	3.4	3.4
재고자산	2.4	1.8	1.9	1.9	1.9
기타유동자산	2.1	4.1	4.2	4.2	4.2
비유동자산	84.6	85.5	78.0	73.5	69.8
관계기업투자등	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
유형자산	51.5	52.8	48.1	44.1	40.7
무형자산	2.2	1.6	1.0	0.6	0.4
자산총계	**99.7**	**107.5**	**108.7**	**109.7**	**110.9**
유동부채	18.2	18.6	18.3	18.3	18.3
매입채무 및 기타재무	7.6	7.4	7.0	6.9	6.9
단기금융부채	2.9	3.2	3.2	3.1	3.1
기타유동부채	7.7	8.0	8.1	8.2	8.3
비유동부채	3.7	4.9	4.9	4.8	4.8
장기금융부채	1.5	3.2	3.2	3.2	3.1
기타비유동부채	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
부채총계	**21.9**	**23.5**	**23.1**	**23.1**	**23.1**
지배주주지분	77.8	83.9	85.6	86.6	87.8
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	50.3	56.5	58.1	59.1	60.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**77.8**	**83.9**	**85.6**	**86.6**	**87.8**

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**110.8**	**113.4**	**105.3**	**104.8**	**104.4**
매출원가	83.8	88.8	83.4	82.9	82.5
매출총이익	**27.0**	**24.6**	**21.9**	**21.9**	**22.0**
판매비 및 관리비	10.3	8.2	9.6	9.6	9.6
영업이익	**16.7**	**16.4**	**12.3**	**12.3**	**12.4**
(EBITDA)	24.4	23.9	20.2	19.4	18.8
금융손익	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
이자비용	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.0	-1.4	-1.3	-1.1
세전계속사업이익	**16.7**	**16.8**	**11.1**	**11.3**	**11.6**
계속사업법인세비용	3.4	3.5	2.3	2.4	2.4
계속사업이익	13.3	13.3	8.8	8.9	9.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**13.3**	**13.3**	**8.8**	**8.9**	**9.2**
지배주주	13.3	13.3	8.8	8.9	9.2
총포괄이익	**13.0**	**13.4**	**8.8**	**8.9**	**9.2**
매출총이익률 (%)	24.4	21.7	20.8	20.9	21.0
영업이익률 (%)	15.1	14.4	11.6	11.8	11.9
EBITDA 마진률 (%)	22.0	21.0	19.2	18.5	18.0
당기순이익률 (%)	12.0	11.7	8.4	8.5	8.8
ROA (%)	12.6	12.9	8.2	8.2	8.3
ROE (%)	17.8	16.5	10.4	10.4	10.5
ROIC (%)	18.4	17.6	13.7	15.0	16.2

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**22.5**	**20.1**	**19.1**	**16.2**	**15.8**
당기순이익(손실)	13.3	13.3	8.8	8.9	9.2
비현금수익비용가감	14.0	13.4	10.1	7.2	6.5
유형자산감가상각비	6.9	6.9	7.3	6.7	6.2
무형자산상각비	0.8	0.6	0.6	0.4	0.3
기타현금수익비용	6.3	5.9	2.1	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-0.4	-3.2	0.2	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-0.3	-0.9	0.7	0.0	0.0
재고자산 감소(증가)	1.0	0.2	-0.1	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.8	-0.2	-0.4	0.0	0.0
기타자산, 부채변동	-1.8	-2.4	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	**1.3**	**-3.9**	**-2.5**	**-2.8**	**-2.8**
유형자산처분(취득)	-5.8	-1.8	-2.5	-2.7	-2.7
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	7.1	-1.9	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**-29.7**	**-11.9**	**-7.2**	**-7.9**	**-7.9**
차입금의 증가(감소)	-22.3	-4.1	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-7.2	-7.2	-7.2	-7.9	-7.9
배당금의 지급	7.2	7.2	-7.2	-7.9	-7.9
기타재무활동	-0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-5.9**	**4.5**	**9.3**	**5.4**	**5.0**
기초현금	13.3	7.4	11.9	21.2	26.6
기말현금	7.4	11.9	21.2	26.6	31.6

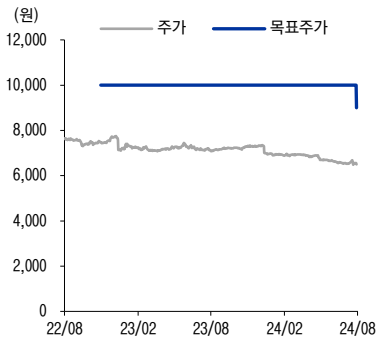
주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	8.4	8.2	11.5	11.4	11.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.4	4.2	4.2	4.0	3.9
P/CF	4.1	4.1	5.4	6.3	6.5
배당수익률 (%)	7.4	7.6	8.2	8.2	8.2
성장성 (%)					
매출액	8.9	2.3	-7.1	-0.5	-0.4
영업이익	-1.5	-2.1	-25.2	0.5	0.6
세전이익	-3.8	0.7	-33.6	1.3	2.8
당기순이익	-2.4	0.1	-33.6	0.9	2.9
EPS	-2.4	0.1	-33.6	1.0	2.9
안정성 (%)					
부채비율	28.2	28.0	27.0	26.7	26.3
유동비율	82.9	117.7	168.4	197.9	225.1
순차입금/자기자본(x)	-5.2	-10.1	-20.9	-27.0	-32.5
영업이익/금융비용(x)	48.1	139.2	101.0	102.0	103.2
총차입금 (십억원)	4.5	6.4	6.4	6.3	6.2
순차입금 (십억원)	-4.1	-8.5	-17.9	-23.4	-28.5
주당지표(원)					
EPS	848	849	564	569	585
BPS	4,962	5,354	5,459	5,523	5,603
CFPS	1,740	1,704	1,205	1,028	1,000
DPS	530	530	530	530	530

자료: 정상제이엘에스, LS증권 리서치센터

LS증권 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	신규	정홍식									
2022.11.14	Buy	10,000	-22.5		-27.5						
2023.11.15	Buy	10,000	-26.5		-31.3						
2024.08.14	Buy	9,000									

LS증권 리서치센터

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.7% 7.3%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023.7.1 ~ 2024.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)