

2023. 11. 13



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02 3779 8468 _ hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	10,000 원
현재주가	7,290 원
상승여력	37.2%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (11/10)	789.31pt
시가총액	1,143 억원
발행주식수	15,678 천주
52 주 최고가/최저가	7,750 / 7,080 원
90 일평균거래대금	1.0 억원
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(23.12E)	7.3%
BPS(23.12E)	5,386 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 2.0%
	6 개월 5.0%
	12 개월 -14.1%
주주구성	허용석(외 7 인) 40.7%
	자사주(외 1 인) 4.7%

Stock Price



정상제이엘에스(040420)

3Q23 Review

3Q23 Review

동사의 3Q23 실적은 매출액 285억원(+2.0% yoy), 영업이익 42억원(+0.8% yoy), 순이익 34억원(+0.7% yoy)을 기록하였다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 290억원, OP 45억원) 대비 각각 Sales -1.9%, OP -5.8%으로 부합한 수준이다.

동사의 매출액은 안정적으로 상승하고 있으며, 이는 정상어학원에 참여하는 학생수가 견조한 모습을 보이고 있다는 것이다. 2023년 학령인구가 초등 -2.1% yoy, 중등 -2.3% yoy 감소함에도 불구하고 동사는 과거의 모습과 비슷하게 프리미엄 교육의 집중화로 학생수가 학령인구보다는 덜 감소하고 있다. 다만, 영업이익률은 다소 하락하였는데, 이는 셔틀버스 & 전반적인 비용이 상승한 데 따른 것으로 파악된다.

참고로 3Q23 학생수(Q, 직영기준) -0.9% YoY (프랜차이즈 포함의 경우 -1.7% yoy) 하였으며, ARPU(수강료 등)는 -1.3% YoY 하락(다만, 비중이 가장 높은 CHESS는 +3.8% yoy)한 것으로 파악된다.

부문별로 살펴보면, 3Q23 초등영어(CHESS) 104억원(+2.5% yoy), 중등영어(ACE) 62억원(-4.1% yoy)을 기록하였다. CHESS의 성장요인은 ARPU 상승에 따른 것이다.

배당메리트 & Valuation 역사적 저평가

동사는 전년도 이상의 DPS 정책을 유지하고 있으며, 이번에도 공정공시를 통해 DPS 530원 이상의 주당배당금을 계획하였다. 2021년 동사의 DPS는 430원 → 530원으로 상향하였으며, 2023년에도 전년대와 동일한 DPS 530원(배당수익률 7.3%)이 기대된다. 그리고 동사의 P/E Valuation은 역사적 하단에 위치하고 있다. 이는 학령인구 감소에 따른 교육 기업들의 전반적인 영향이 있는 것으로 해석된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	101.7	110.8	114.4	117.3	119.7
영업이익	17.0	16.7	17.0	17.5	17.9
순이익(지배주주)	13.6	13.3	13.8	14.4	14.8
EPS (원)	870	848	883	916	942
증감률 (%)	103.1	-2.4	4.1	3.7	2.9
PER (x)	8.4	8.4	8.3	8.0	7.7
PBR (x)	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
영업이익률 (%)	16.7	15.1	14.8	14.9	15.0
EBITDA 마진 (%)	24.1	22.0	22.4	21.6	21.1
ROE (%)	20.0	17.8	17.1	16.4	15.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 3Q23 Review

(억원)	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	기존추정치	오차
매출액	285	279	2.0%	285	-0.1%	290	-1.9%
영업이익	42	42	0.8%	44	-4.7%	45	-5.8%
순이익	34	33	0.7%	35	-4.9%	36	-6.9%
OPM	14.9%	15.1%		15.6%		15.5%	
NPM	11.8%	12.0%		12.4%		12.4%	

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표2 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
매출액	278	275	279	276	294	285	285	280
YoY	14.3%	9.6%	4.7%	7.5%	5.7%	3.5%	2.0%	1.7%
CHESS(초등)	97	100	102	98	104	103	104	103
ACE(중등)	65	60	65	58	70	64	62	59
정상수학	3	3	3	2	3	3	3	2
온라인	41	45	45	45	45	47	45	45
교재	46	45	43	47	47	43	41	44
FC	9	10	10	10	10	10	10	10
방과후	0	0	0	0	0	2	1	1
기타	16	13	13	15	16	14	18	16
YoY								
CHESS(초등)	8.9%	4.4%	2.4%	6.6%	6.8%	2.6%	2.5%	4.8%
ACE(중등)	16.0%	12.3%	3.7%	2.0%	6.6%	6.7%	-4.1%	1.7%
정상수학	19.7%	4.7%	-4.3%	-11.4%	-8.6%	1.1%	-0.7%	3.1%
온라인	22.6%	17.4%	16.4%	15.1%	8.5%	5.1%	1.5%	0.9%
교재	15.1%	20.0%	8.4%	6.3%	2.9%	-5.7%	-4.1%	-5.8%
FC	19.2%	9.4%	-12.5%	-4.6%	2.3%	8.6%	4.2%	2.1%
방과후	-84.5%	-69.9%	-76.9%	-74.1%	50.0%	524.0%	750.0%	176.8%
기타	24.3%	-8.5%	1.1%	48.0%	0.3%	9.1%	44.9%	4.5%
% of Sales								
CHESS(초등)	35.0%	36.3%	36.4%	35.6%	35.3%	36.0%	36.5%	36.7%
ACE(중등)	23.5%	21.8%	23.2%	21.1%	23.7%	22.4%	21.8%	21.1%
정상수학	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
온라인	14.9%	16.2%	16.0%	16.3%	15.3%	16.4%	15.9%	16.2%
교재	16.4%	16.5%	15.5%	17.1%	16.0%	15.1%	14.5%	15.9%
FC	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%
방과후	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
기타	5.7%	4.6%	4.5%	5.4%	5.4%	4.9%	6.4%	5.6%
영업이익	49	47	42	30	52	44	42	31
% of sales	17.6%	17.0%	15.1%	10.7%	17.8%	15.6%	14.9%	10.9%
% YoY	16.3%	5.0%	-23.4%	3.9%	6.7%	-4.9%	0.8%	3.4%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표3 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	1,154	1,200	1,144	1,173	-0.9%	-2.3%
영업이익	174	181	170	175	-2.3%	-3.7%
순이익	142	149	138	144	-2.5%	-3.4%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

표4 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	871	936	854	1,017	1,108	1,144	1,173	1,197
YoY	3.2%	7.4%	-8.7%	19.1%	8.9%	3.2%	2.5%	2.0%
CHESS(초등)	317	344	318	376	397	413	430	447
ACE(중등)	153	182	190	229	248	255	261	266
정상수학	11	12	9	11	11	11	10	10
온라인	127	119	112	149	176	183	189	196
교재	148	153	134	162	182	176	170	165
FC	27	30	28	38	38	40	44	44
방과후	1	2	2	3	1	4	4	4
기타	87	93	61	49	56	64	65	65
YoY								
CHESS(초등)	8.2%	8.7%	-7.7%	18.4%	5.5%	4.1%	4.0%	3.9%
ACE(중등)	0.0%	18.9%	3.8%	20.7%	8.3%	2.7%	2.4%	2.1%
정상수학	14.8%	8.7%	-19.6%	13.7%	1.9%	-1.7%	-1.6%	-1.5%
온라인	4.2%	-6.0%	-6.0%	33.2%	17.7%	3.9%	3.7%	3.5%
교재	8.1%	3.4%	-12.5%	21.0%	12.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
FC	-3.8%	9.5%	-7.1%	35.6%	1.4%	4.3%	9.3%	0.9%
방과후	-89.2%	117.9%	-7.0%	52.4%	-76.6%	343.8%	1.7%	1.5%
기타	-4.3%	6.7%	-34.1%	-19.8%	14.0%	13.4%	2.3%	0.2%
% of Sales								
CHESS(초등)	36.4%	36.8%	37.2%	37.0%	35.8%	36.1%	36.7%	37.3%
ACE(중등)	17.6%	19.5%	22.2%	22.5%	22.4%	22.3%	22.2%	22.2%
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%	16.0%	16.1%	16.4%
교재	17.0%	16.3%	15.7%	15.9%	16.4%	15.4%	14.5%	13.8%
FC	3.1%	3.2%	3.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%
방과후	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	10.0%	9.9%	7.2%	4.8%	5.1%	5.6%	5.5%	5.4%
영업이익	109	134	88	170	167	170	175	179
% of sales	12.5%	14.3%	10.3%	16.7%	15.1%	14.8%	14.9%	15.0%
% YoY	5.3%	23.0%	-34.5%	93.6%	-1.5%	1.4%	3.0%	2.6%

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	29.4	15.1	23.8	33.2	42.0
현금 및 현금성자산	13.3	7.4	15.4	24.6	33.3
매출채권 및 기타채권	2.9	3.2	3.2	3.2	3.3
재고자산	3.7	2.4	3.1	3.2	3.3
기타유동자산	9.5	2.1	2.1	2.1	2.1
비유동자산	82.1	84.6	82.2	79.5	77.7
관계기업투자등	1.1	0.6	0.6	0.6	0.7
유형자산	48.5	51.5	48.9	45.8	43.6
무형자산	2.9	2.2	1.4	0.9	0.6
자산총계	111.5	99.7	106.0	112.7	119.7
유동부채	35.6	18.2	17.9	18.1	18.3
매입채무 및 기타채무	6.4	7.6	7.2	7.4	7.6
단기금융부채	20.7	2.9	2.9	2.9	2.8
기타유동부채	8.5	7.7	7.7	7.8	7.9
비유동부채	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
장기금융부채	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
기타비유동부채	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
부채총계	39.5	21.9	21.6	21.8	22.0
지배주주지분	72.0	77.8	84.4	90.9	97.7
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	44.3	50.3	57.0	63.4	70.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	72.0	77.8	84.4	90.9	97.7

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	26.5	22.5	20.5	21.5	21.5
당기순이익(손실)	13.6	13.3	13.8	14.4	14.8
비현금수익비용가감	13.4	14.0	7.6	7.0	6.6
유형자산감가상각비	6.6	6.9	7.8	7.3	7.0
무형자산상각비	1.0	0.8	0.8	0.5	0.3
기타현금수익비용	5.9	6.3	-1.0	-0.8	-0.7
영업활동 자산부채변동	1.3	-0.4	-1.0	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	1.0	-0.3	0.1	-0.1	-0.1
재고자산 감소(증가)	1.3	1.0	-0.8	-0.1	-0.1
매입채무 증가(감소)	-0.1	0.8	-0.4	0.2	0.2
기타자산, 부채변동	-0.8	-1.8	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금	-10.0	1.3	-5.3	-4.3	-4.9
유형자산처분(취득)	-1.5	-5.8	-5.2	-4.2	-4.8
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-8.0	7.1	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-10.2	-29.7	-7.2	-7.9	-7.9
차입금의 증가(감소)	-4.0	-22.3	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-5.7	-7.2	-7.2	-7.9	-7.9
배당금의 지급	5.7	7.2	-7.2	-7.9	-7.9
기타재무활동	-0.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	6.4	-5.9	8.0	9.3	8.7
기초현금	6.9	13.3	7.4	15.4	24.6
기말현금	13.3	7.4	15.4	24.6	33.3

자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주 IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	101.7	110.8	114.4	117.3	119.7
매출원가	74.4	83.8	89.2	91.4	93.2
매출총이익	27.4	27.0	25.2	25.9	26.5
판매비 및 관리비	10.4	10.3	8.3	8.4	8.6
영업이익	17.0	16.7	17.0	17.5	17.9
(EBITDA)	24.6	24.4	25.6	25.3	25.2
금융손익	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
관계기업등 투자손익	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	-0.2	0.2	0.3	0.3
세전계속사업이익	17.3	16.7	17.2	17.8	18.3
계속사업법인세비용	3.7	3.4	3.3	3.5	3.6
계속사업이익	13.6	13.3	13.8	14.4	14.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.6	13.3	13.8	14.4	14.8
지배주주	13.6	13.3	13.8	14.4	14.8
총포괄이익	13.6	13.0	13.8	14.4	14.8
매출총이익률 (%)	26.9	24.4	22.0	22.1	22.1
영업이익률 (%)	16.7	15.1	14.8	14.9	15.0
EBITDA 마진률 (%)	24.1	22.0	22.4	21.6	21.1
당기순이익률 (%)	13.4	12.0	12.1	12.2	12.3
ROA (%)	12.9	12.6	13.5	13.1	12.7
ROE (%)	20.0	17.8	17.1	16.4	15.7
ROIC (%)	17.9	18.4	18.9	20.0	21.3

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	8.4	8.4	8.3	8.0	7.7
P/B	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.7	4.4	4.0	3.7	3.3
P/CF	4.2	4.1	5.3	5.3	5.3
배당수익률 (%)	7.3	7.4	7.3	7.3	7.3
성장성 (%)					
매출액	19.1	8.9	3.2	2.5	2.0
영업이익	93.6	-1.5	1.4	3.0	2.6
세전이익	102.1	-3.8	3.3	3.7	2.9
당기순이익	103.1	-2.4	4.1	3.7	2.9
EPS	103.1	-2.4	4.1	3.7	2.9
안정성 (%)					
부채비율	54.8	28.2	25.6	24.0	22.5
유동비율	82.5	82.9	132.9	183.3	229.6
순차입금/자기자본(x)	1.2	-5.2	-14.3	-23.5	-30.9
영업이익/금융비용(x)	37.1	48.1	52.8	54.6	56.3
총차입금 (십억원)	22.3	4.5	4.4	4.4	4.3
순차입금 (십억원)	0.9	-4.1	-12.1	-21.4	-30.2
주당지표 (원)					
EPS	870	848	883	916	942
BPS	4,595	4,962	5,386	5,796	6,233
CFPS	1,727	1,740	1,369	1,364	1,366
DPS	530	530	530	530	530

정상제이엘에스 목표주가 추이

(원)

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

23/11

— 주가

— 목표주가

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.05.28	신규	정홍식			
2022.02.09	Buy	10,000	-21.1		-24.6
2023.02.10	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 하시기를 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 제 3자에게 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) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 건을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)