한국IR협의회
기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
교육서비스

기업분석 2022.04.04

정상제이엘에스 (040420)

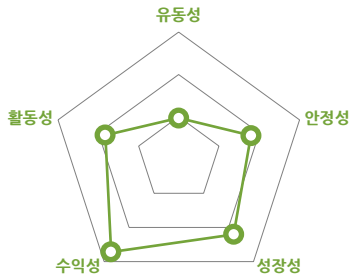
적극적 주주환원정책과 자산가치주로서의 매력

체크 포인트

- 정상제이엘에스는 초·중등생을 대상으로 활용 위주 영어 교육 서비스를 제공하는 오프라인 기반 어학원
- 동사의 투자포인트는 1) 적극적인 주주환원 정책과 2) 부동산에 기반한 자산가치주로서 매력. 지난 10년간 배당 수익률은 꾸준히 5~8%대를 기록. 주요 부동산은 대치동, 잠실, 마포의 토지와 건물
- 현재 정상제이엘에스의 22년 예상 PER은 9.5배. 1) 과거 5년간의 역사적 추이와 비교 시, 2) 경쟁사와의 상대적 비교 시 동사의 현 주가는 저평가 국면
- 중·장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소. 이에 따라 예상되는 학원 수강생 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 부담 요인

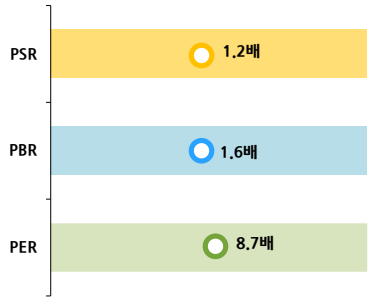
주가 및 주요 이벤트

재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER, PBE은 2021년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련 소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

정상제이엘에스 (040420)

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
교육서비스

정상제이엘에스는 초·중등생 대상의 영어어학원

정상제이엘에스는 초·중등생을 대상으로 활용 위주 영어 교육 서비스를 제공하는 오프라인 기반 어학원. 2021년 매출 기준으로 오프라인 학원매출, 온라인 학원매출과 교재판매 비중은 각각 61%, 15%, 16%. 프랜차이즈 매출 비중은 4%. 교육산업에 영향을 미치는 주요인은 국내 학령인구와 정부의 교육 정책. 단기적으로 향후 3년간 초등학생은 평균 260만명, 중학생은 140만명 수준에 머물 전망

투자포인트는 1) 주주환원정책과 2) 자산가치주로 매력

정상제이엘에스의 투자포인트는 1) 적극적인 주주환원 정책과 2) 부동산에 기반한 자산가치주로서 매력. 정상제이엘에스의 배당정책은 DPS 기준. 이익이 감소해도 DPS는 전년 수준을 유지하고, 이익이 증가할 때는 DPS를 늘리는 정책. 지난 10년간 배당수익률은 꾸준히 5~8%대를 기록. 2021년 말 기준 동사의 유형자산과 투자부동산은 각각 485억원과 214억원. 주요 부동산은 대치동, 잠실, 마포의 토지와 건물. 현재 정상제이엘에스의 22년 예상 PER은 9.5배. 1) 과거 5년간의 역사적 추이와 비교 시, 2) 경쟁사와의 상대적 비교 시 동사의 현 주가는 저평가

중·장기 리스크 요인은 학령인구의 감소

정상제이엘에스의 중·장기 리스크 요인은 학령인구의 감소. 초저출산 영향으로 2021년 270만명인 초등학교 학령인구는 2035년 200만명으로 26% 감소할 전망. 이에 따라 예상되는 학원 수강생 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 부담 요인

Forecast earnings & Valuation

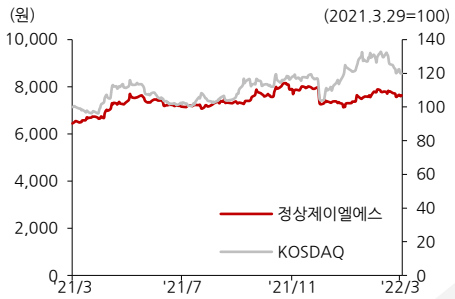
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	871	936	854	1,017	1,101
YoY(%)	3.2	7.4	-8.7	19.1	8.2
영업이익(억원)	109	134	88	170	161
OP 마진(%)	12.5	14.3	10.3	16.7	14.6
지배주주순이익(억원)	36	77	67	136	127
EPS(원)	227	489	428	870	808
YoY(%)	-56.7	115.2	-12.5	103.1	-7.1
PER(배)	30.7	15.5	14.7	8.4	9.5
PSR(배)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBIDA(배)	7.4	6.7	6.7	4.6	5.0
PBR(배)	1.8	1.9	1.5	1.6	1.6
ROE(%)	5.7	12.2	10.5	20.0	17.0
배당수익률(%)	6.2	5.7	6.8	7.3	6.9

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (3/31)	7,640원
52주 최고가	8,160원
52주 최저가	6,480원
KOSDAQ (3/31)	944.53p
자본금	85억원
시가총액	1,198억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	6.02%
주요주주	허용석 외 6인 40.67%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	4.5	17.7
상대주가	-8.5	11.0	19.2

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율,' 유동성지표는 '당좌비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

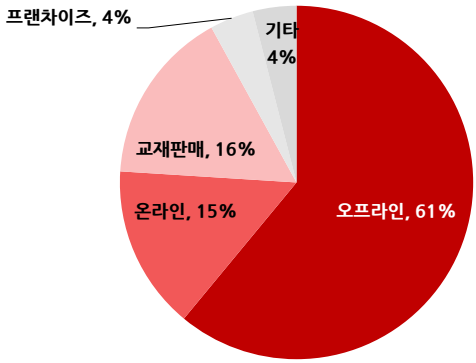
정상제이엘에스는 초·중등생 대상 영어어학원

1) 연혁

정상제이엘에스는 초·중등생을 대상으로 활용 위주 영어 교육 서비스를 제공하는 오프라인 기반 어학원이다. 관련하여 온라인 컨텐츠와 교재 출판 및 유통사업도 주요 사업으로 진행하고 있다. 2021년 매출 기준으로 오프라인 학원매출, 온라인 학원매출과 교재판매비중은 각각 61%, 15%, 16% 였다. 프랜차이즈 매출 비중은 4%에 불과하다.

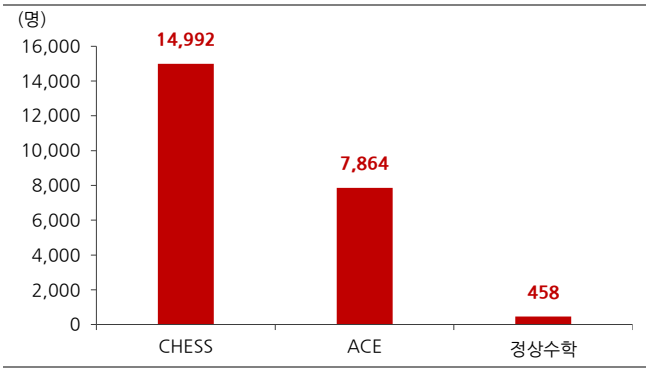
1986년 대치동에서 정상어학원으로 개원한 동사는 1995년 ㈜정상어학원으로 법인 전환했다. 1994년 대표 브랜드인 초등학교 영어 전문 프로그램 'CHESS'를 개발하고 운영하기 시작했다. 2007년 12월 우리별텔레콤과의 합병으로 코스닥에 상상 후 ㈜정상제이엘에스로 사명을 변경했다. 2008년 12월엔 부산해운대에 프랜차이즈 1호점을 개원했으며, 2010년엔 중등 온라인 영어 프로그램인 ACE On-line을 출시했다. 2018년에는 카카오키즈 잉글리쉬를, 2020년에는 정상Live 고등부를 런칭 대상 학생층을 넓히는 노력을 했다. 2021년 12월말 기준으로 국내에 56개의 국내 직영 분원과 78개의 프랜차이즈 분원이 있으며, 직영 분원에는 23,314명의 학생이 프랜차이즈 분원에선 25,895명의 학생이 수강 중이다.

정상제이엘에스 매출 구조



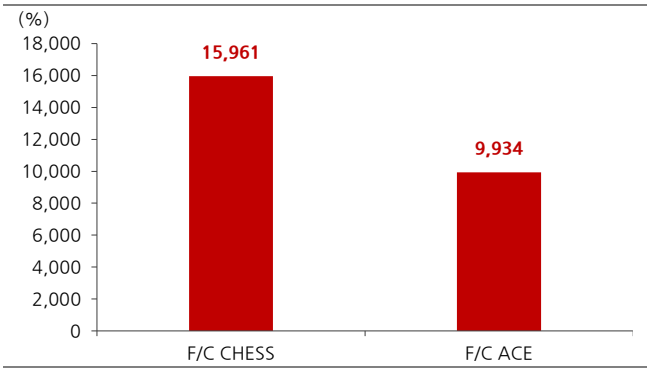
주: 2021년 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 직영분원 학생 현황



주: 2021년 12월말 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 프랜차이즈분원 학생 현황



주: 2021년 12월말기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

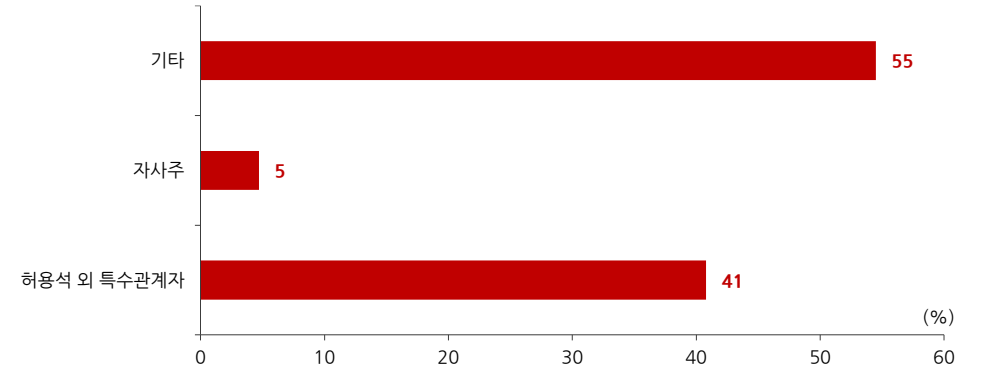
정상제이엘에스 최대주주 지분율은 35.4%, 안정적 경영권 유지 가능 수준

2) 주주 구성과 종속 기업

정상제이엘에스의 교육연구원장인 허용석은 지분율 35.4%로 최대 주주이다. 최대주주와 특수관계인을 합친 지분율은 40.8%로 안정적 경영권 유지가 가능한 수준이다. 대표이사는 전문경영인인 박정흠이다. 2020년 허용석 원장의 모친 이생목이 손자(허영준, 허정원)들에게 소유지분 0.9%를 증여해 준데 이어, 2021년 허용석 원장의 부친 허건행의 소유지분 1.63% 전량이 손자들에게 사인증여됐다. 2021년 12월말 기준으로 허영준와 허정원의 지분율은 각각 1.46%, 1.36%이다. 자사주는 4.7%가 있다.

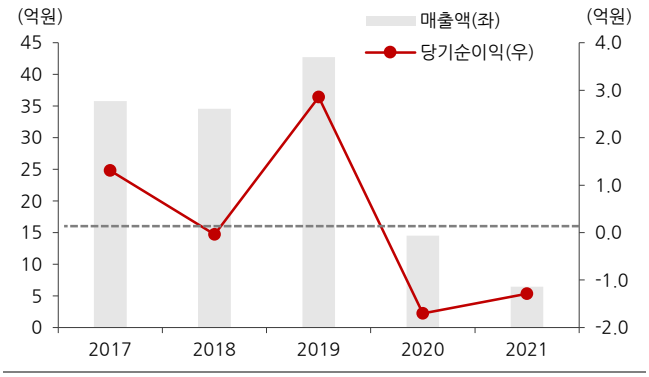
정상제이엘에스의 종속회사로는 미국 조기유학 및 단기유학캠프 등의 업무를 담당하는 JLS Academy, Inc와 중국에서 교육관련 자문 및 평가업을 하는 JLS China Co., Ltd.가 있다. 동사의 해외유학은 관리형 유학(현지에서 수업+ 기숙사/홈스테이 제공+ 주말 액티비티 제공)으로, 유학 업무는 캐나다 밴쿠버, 미국 시애틀과 샌프란시스코에서 진행되었다. 그러나 코로나로 인해 시애틀에서 초등수업이 온라인으로 전환되며 JLS Academy는 시애틀 사업을 정리하고 샌프란시스코에 집중하고 있다. 캐나다 밴쿠버 유학은 자회사가 아닌 정상제이엘에스에서 직접 진행하고 있어, 별도 재무제표 매출로 기입되고 있다. 종속회사가 동사 매출에서 차지하는 비중은 4%였으나, 코로나 이후엔 감소해 2021년에는 0.6%를 차지했다. JLS China Co, Ltd의 경우 학원 사업을 통한 수익 모델이 아닌 합작법인에 교재 및 컨텐츠를 수출하는 것으로 주수익으로 하고 있다.

정상제이엘에스의 지분 구조



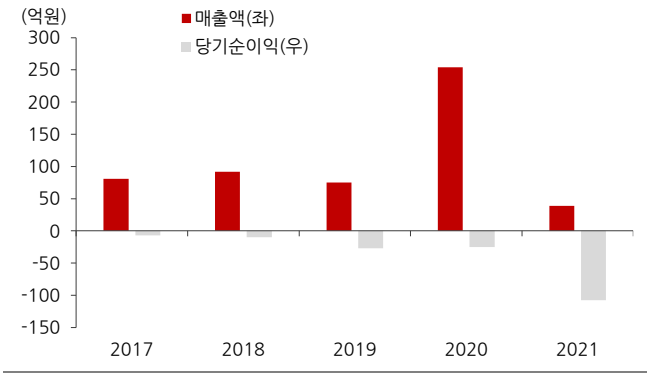
주: 2021년 12월말 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

JLS Academy의 매출액과 순이익 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

JLS China의 매출액과 순이익 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

교육산업에 영향을 미치는 요인은
1) 국내학령인구와
2) 교육정책

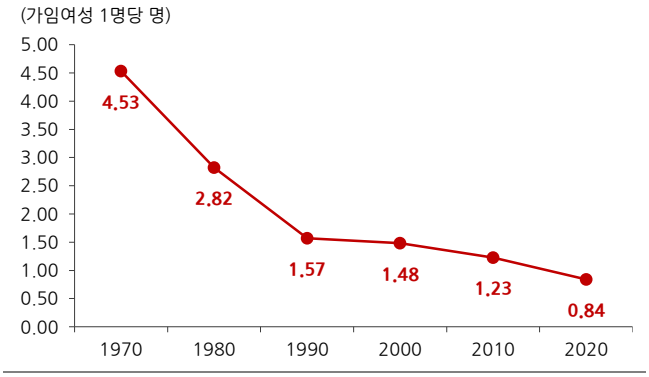
정상제이엘에스는 초·중등 중심의 활용영어를 중점적으로 가르치는 어학원으로 교육 산업에 속해 있다.

교육 산업을 견인하는 주요인은 국내 학령인구이다.
학령인구란 교육인구 규모를 가늠할 수 있는 일차적 요인으로 국내 학령인구는 만 6세 이상부터 만 21세까지의 인구이다. 초등학교 만 6~11세, 중등학교 만12~17세, 고등교육인구는 만 18~21세이다.
장기적으로 볼 때 국내 학령인구 변화는 교육 산업에 긍정적이지 않다. 출산율 감소로 인해 학령인구가 줄어드는 추세이기 때문이다. 1970년에 4.5명이었던 합계출산율(여성 1명이 평생동안 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수를 나타낸 지표)은 1988년 1.55명까지 급격히 감소했다. 이 후 주춤거리던 합계출산율은 1998년 이후 다시 추세적으로 감소하며, 2020년 0.84명을 기록했다. 이 추세를 이어갈 경우 2017년 718만명인 학령인구(유치원~고등학교 기준(만 3~17세))는 2035년에는 488만명까지 32% 감소할 전망이다. 이 중 정상제이엘에스의 주요 대상 학생층인 초등학생과 중학생은 2035년 각각 199백만명과 86만명으로 2020년 대비 74%, 64% 수준으로 감소될 것으로 예상된다.
다만, 단기적으로 향후 3년간 초등학생은 평균 260만명, 중학생은 140만명 수준에 머물 전망이다.

교육산업에 인구 외 영향을 끼치는 중요 요인으로 정부의 교육정책이 있다.
특히, 매번 정부가 바뀔 때마다 수정되는 입시 정책은 공교육뿐만 아니라 사교육 업계에 끼치는 영향이 크다. 영어 과목에 영향을 크게 미친 주요 정책은 1) 2011년 도입된 외국어고 체제 개편 방안과 2) 2018년에 시행된 수능영어 절대평가 방안이다.
2009년에 발표되어 2011년 도입된 외국어고 체제 개편 방안의 큰 골자는 외국어고•국제고 입시에 '자기주도 학습전형'제도를 도입하고 학급당 인원과 학급 수를 줄인 것이다. 외국어고로 남기 위해서, 외국어 고등학겨는 입시에선 지필고사와 영어듣기평가를 폐지하고 입학사정관제를 도입해야 했다. 내신도 영어만을 반영하는 방식으로 변경해, 경시대회나 인증 시험 등 학원 선행 학습이 필요한 경력을 포함시키지 않았다 이에 외고 입시를 위한 영어 사교육 수요는 절감했다.
2018년부터 대입 수능 시험에서 영어 과목이 기존 상대 평가에서 절대 평가로 전환 시행됐다. 즉, 수능 영어 시험에서 원점수 100점 만점을 기준으로 10점 간격의 9등급(9등급은 0~19점)으로 구분해 등급을 부여했다. 또한 전체 문항의 70% 이상을 EBS 연계 교재의 지문, 자료, 개념이나 원리 등을 활용 출제해, 전반으로 국어, 수학 대비 난이도가 쉬워졌다. 이 정책으로 고등학교의 영어 사교육 수요는 감소했지만, 영어를 고등학교 전에 끝내야 된다는 기조가 학부모 사이에 퍼지며 초·중등에서의 영어 사교육 수요는 줄지 않았다.

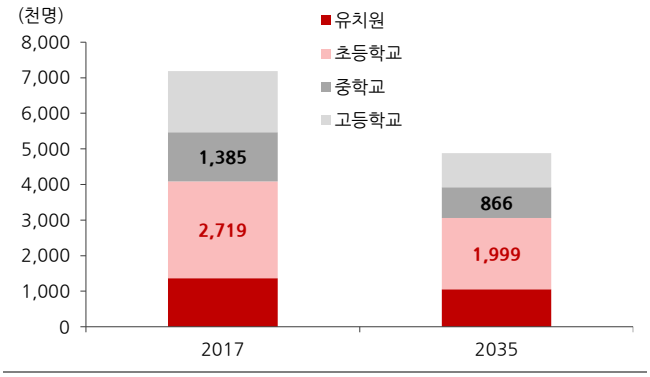
2020년 코로나로 인해 비대면이 활성화되면서 온라인 교육에 대한 관심이 증가했다. 이러한 흐름에서 최근 교육 산업에선 에듀테크(EduTech) 시장 성장성이 주목을 받고 있다. 에듀테크는 교육(Education)과 기술(Technology)의 합성어로 교육에 ICT기술을 접목해 기존 교육 서비스를 개선하거나 새로운 가치를 제공하는 기술을 의미한다. 인공지능, 가상현실(VR), 사물인터넷, 빅데이터, 블록체인 등 데이터를 기반으로 학습자에 대해 분석해 학습효과를 제고시키는 방향을 중점으로 두고 있다. 넓은 의미로는 온라인 교육, 디지털 교과서, 스마트 기기도 포함된다. Holon IQ는 에듀테크 시장을 2018년 1,530억 달러에서 2025년 3,420억 달러에 이를 것으로 전망했다. 정상제이엘에스는 온라인 교육을 제공하고 있지만, 아직 적극적 의미의 에듀테크 서비스는 본격적으로 시행하고 있지 않다.

합계 출산율 추이



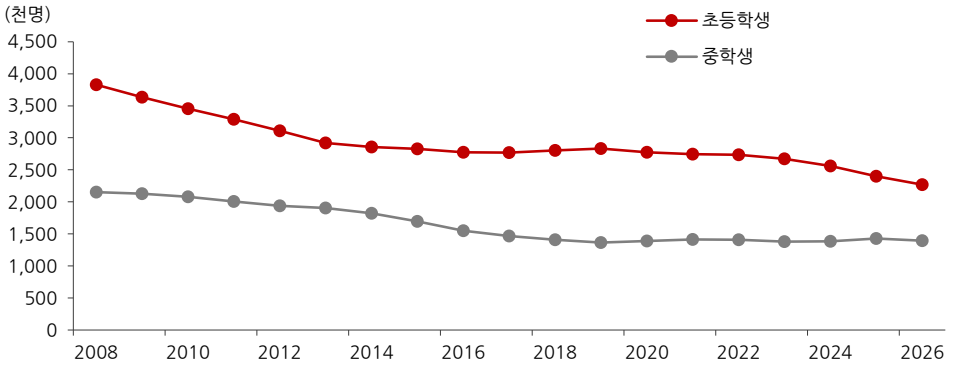
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

2017년과 2035년 학령아동 변화



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

초등학생과 중학생 수 추이



주: 출생아 수에 기반해 추정한 수치, 자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

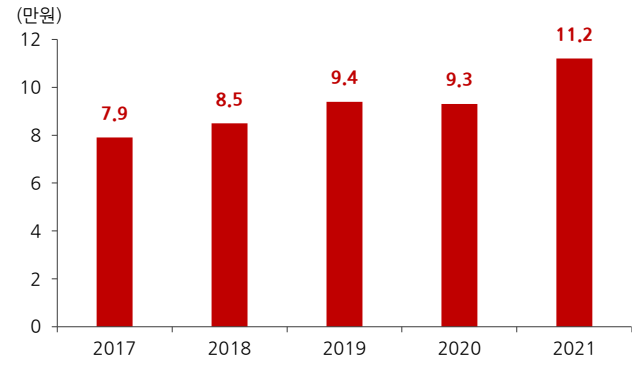
2011년 적용된 외국어고 개편 방안

외국어고 개편 방안

개편 전	개편 후		
외국어고	외국어고로 남을 때	국제고 전환 시	자율형사립고 전환 시
▪ 현황: 공립 12개, 사립 18개 ▪ 학생 수: 3개 학년 평균 850여명 ▪ 입시: 내신 + 영어듣기평가 + 구술면접	조건 ▪ 학급당 25명X10개 학급 (학교당 750명) 입시 ▪ 지필고사 영어듣기평가 폐지, 입학사정관제 도입, 내신은 영어 만 반영, 독서 이력 반영	조건 ▪ 학급당 22.7명 기준, 국제교과 위주 편성 입시 ▪ 입학사정관제 도입, 영어듣기평가는 합·불합격만 판별	조건 ▪ 법정 전입부담금 5% 입시 ▪ 평준화 - 내신 50% 추첨 선발 ▪ 비평준화 - 입학사정관제 도입

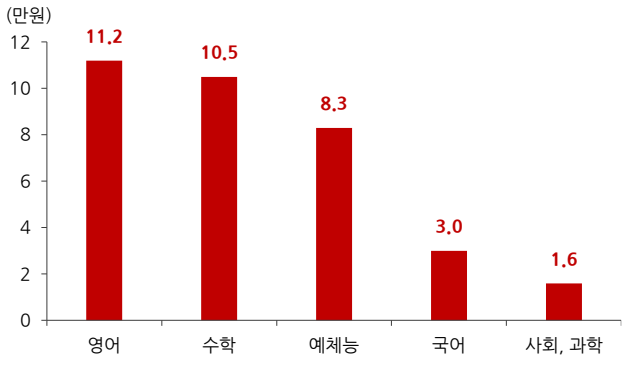
자료: 언론, 한국IR협의회 기업리서치센터

전체학생 1인당 월평균 영어과목 사교육비 추이



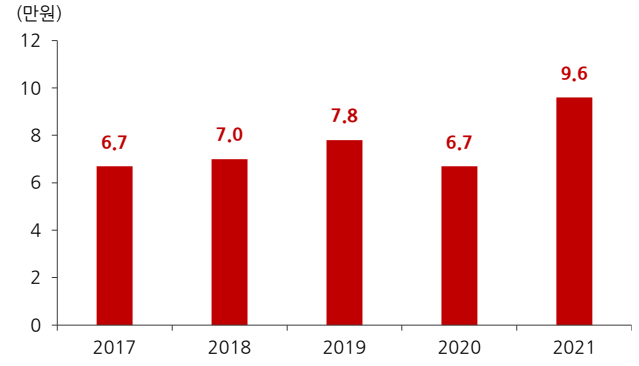
자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

전체학생 1인당 월평균 사교육비



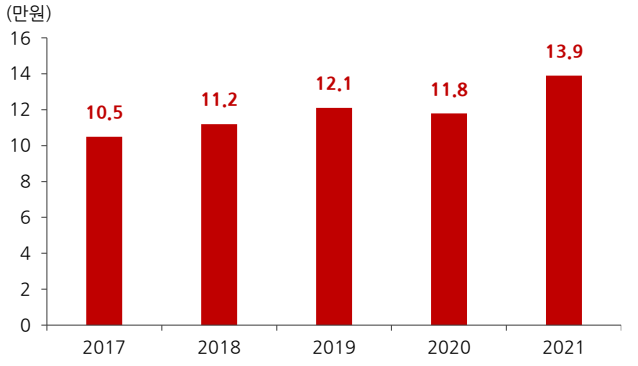
주: 2021년 기준, 자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

전체 초등학생 1인당 월평균 영어과목 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

전체 중학생 1인당 월평균 영어과목 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

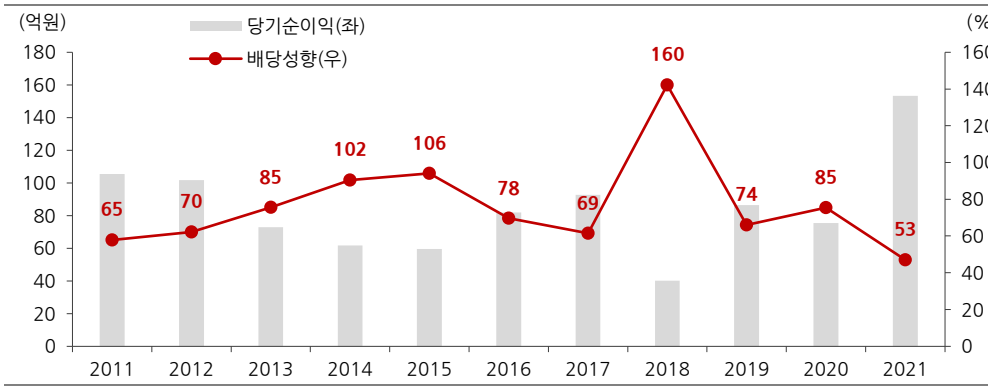
정상제이엘에스 투자포인트

1) 적극적인 주주환원정책

정상제이엘에스의 투자포인트는 1) 적극적인 주주환원 정책과 2) 부동산에 기반한 자산가치주로서 매력이다.

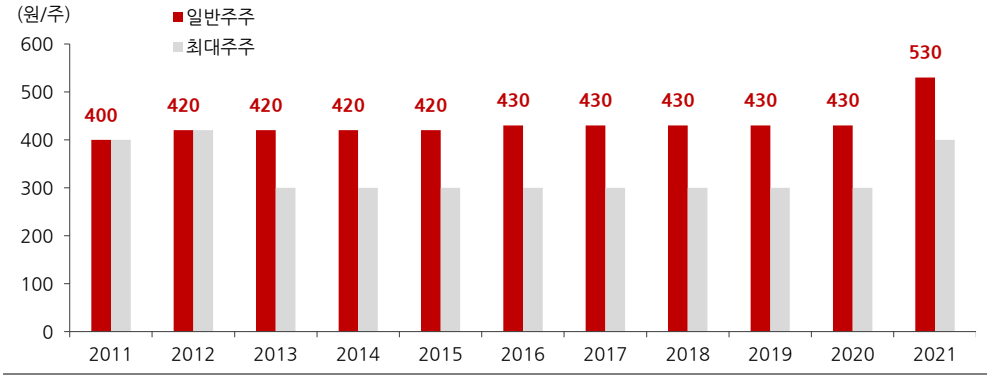
정상제이엘에스는 적극적인 주주환원 정책을 지속적으로 유지하고 있다.
상장 후 2010년~2012년 당기순이익이 견조하게 창출되던 시기엔 이익 소각으로, 이후에는 고배당으로 주주 우호적인 정책을 견지하고 있다.
동사는 2010년 자기주식 총 42만주에 대해 3월과 12월에 이익소각을 완료했다. 또한 2011년에는 자기주식 62만주에 대해 6월과 9월에, 2012년 5월에 자기주식 24만주에대해 이익소각을 했다. 2010년~2012년에는 자사주 매입 및 이익소각을 통해 주주가치를 제고했다.
정상제이엘에스의 배당정책은 DPS 기준이다. 즉, 이익이 감소해도 DPS는 전년 수준을 유지하고, 이익이 증가할 때는 DPS를 늘리는 정책이다. 2012년 이후 학령인구 감소와 정부의 외국어고 체제 개편으로 인한 학원 학생 수 감소로, 정상제이엘에스의 당기순이익은 2020년까지 2012년보다 적은 상태를 유지했다. 이 기간 중 순이익이 변동성이 크거나 감소하는 상황에서 동사의 배당성향은 100%를 초과하기도 했다. 이와 같은 정책으로 동사의 배당 수익률은 꾸준히 5~8%대를 기록했고, 정상제이엘에스는 현재 고배당주로 분류된다.
또한 이익 감소 폭이 컸던 2013년부터(2013년 당기순이익 648억원(-28%YoY)) 차등 배당을 실시했다. 즉, 일반주주들이 주당 420원~430원의 배당을 받을 때 최대주주는 주당 300원을 받았다. 2021년 당기순이익 급증(+103%YoY)으로 일반주주의 주당 배당금을 530원으로 증가될 때 처음으로 최대주주의 주당 배당금도 400원으로 늘어났다.
당사는 2022년 정상제이엘에스의 DPS를 530원으로 예상한다. 현재 주가(3/31일 7,640원))에서 6.9%의 배당수익률을 기대할 수 있다.

정상제이엘에스 당기순이익과 배당성향 추이



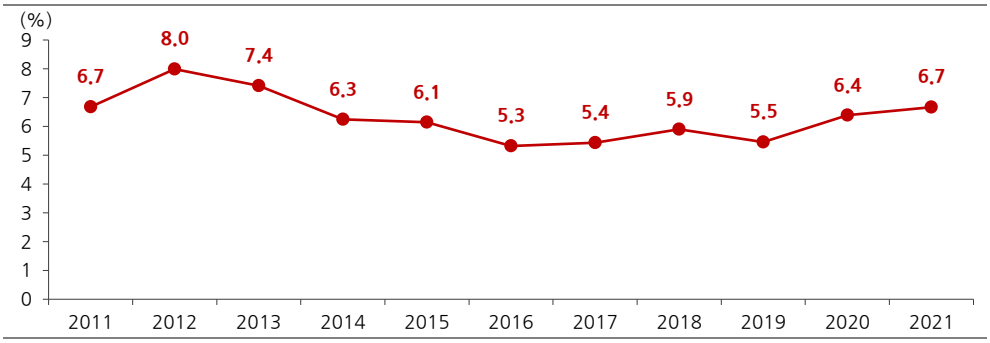
주: 당기순이익은 지배주주 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 주당배당금(DPS) 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 배당수익률 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 투자포인트
2) 부동산에 기반한 자산가치주로서 매력

정상제이엘에스는 자산가치주로서 매력적이다.

동사는 어학교육업을 주요 사업으로 영위하고 있으나, 학원을 운용하는 과정에서 부동산을 매입하는 경우가 종종 있다. 동사의 정관상에도 부동산 임대 및 매매업이 사업 목적의 하나로 들어가 있다.

2021년 말 기준으로 정상제이엘에스의 유형자산과 투자부동산은 각각 485억원과 214억원이 있다. 2020년 동사의 자가건물 중 학원운용에 쓰이지 않고 임대하는 부분에 대해 투자부동산으로 재분류했다. 2019년 투자부동산 재분류 전 동사의 유형자산은 760억원이었다.

정상제이엘에스의 주요 부동산으로는 대치동, 잠실, 마포의 토지와 건물이 있다.

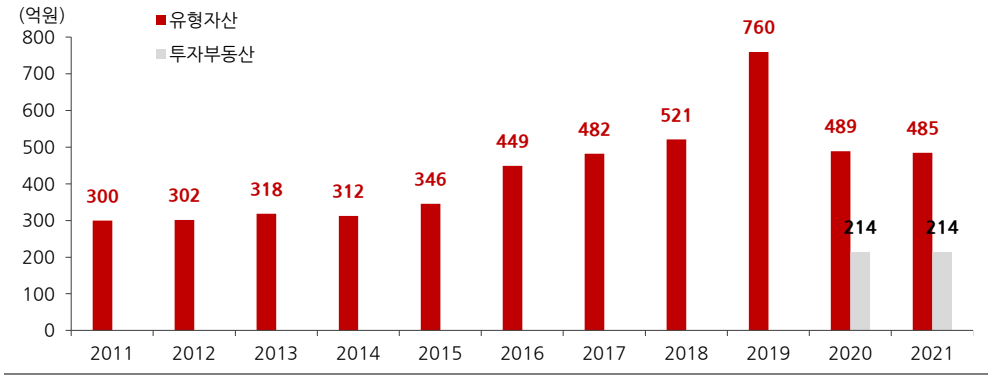
동사가 보유한 대치동 토지(서울 강남구 대치동 994-4번지 외 44필지)는 IFRS도입 이전 2010년에 자산재평가를 통해 178억원으로 장부에 기입되었다. (자산재평가 전 78억원) 2015년에는 잠실동 242소재의 토지 및 건물을 98억원에 양수했다. 2019년에는 마포구 창전동 13-3외 1의 토지 및 건물을 163억원에 매입해, 본사를 이전했다. 이외에 광진에도 자가로 건물을 소유하고 있다.

분당, 목동, 수서 등에는 상가(다중이용시설)를 분양 받았다. 광진 분원 건물을 매입 후, 동사는 학원 운용시 필요한 부동산을 임대하는 전략에서 매입하는 전략으로 전환하고 있다.

2011년 이후 추가적인 자산 재평가가 이뤄지지 않았고, 2013년 이후 부동산 가격은 상승했다. 또한, 최근 2년동안 부동산 가격이 급등한 점을 감안하면 동사의 보유 부동산은 실질적인 자산 가치가 높을 것으로 예상된다.

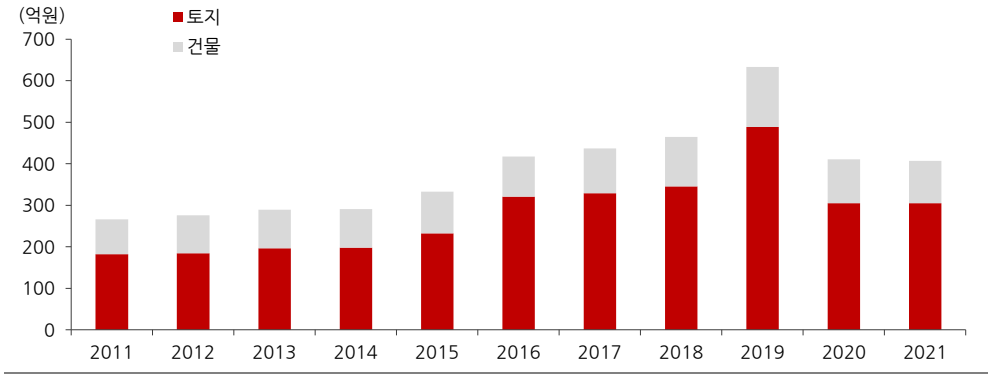
동사는 과거 대비 현금 유동성도 풍부한 상황이다. 2021년 말 유동성 장기차입금 182억원을 올해 100% 상환할 계획을 가지고 있다. 상환 이후 누적되는 현금을 활용해 추가적인 부동산을 매입할 개연성이 크다.

정상제이엘에스 유형자산 및 투자부동산 추이



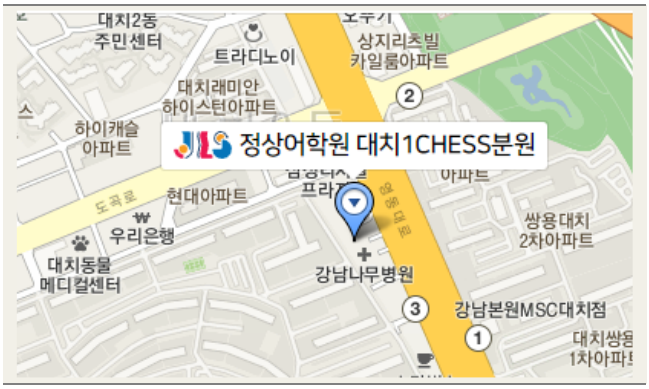
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 유형자산 내 토지와 건물 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 대치분원 위치

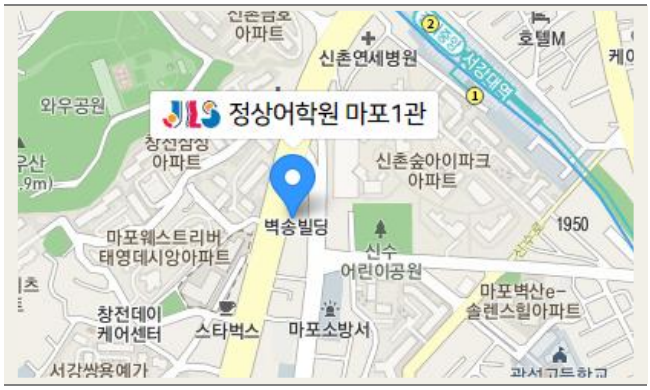


자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 잠실분원 위치

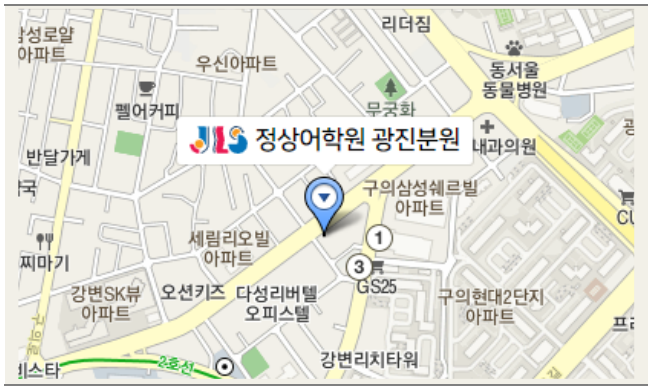
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 마포분원 위치



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 광진분원 위치



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

2022년 정상제이엘에스 매출액과 당기순이익 각각 8%성장, 7% 감소 예상

정상제이엘에스는 2021년말 기준으로 직영분원 56개와 프랜차이즈 분원 78개가 있다. 동사의 대표 브랜드로는 초등영어인 CHESS와 중등영어인 ACE가 있으며, 교재로 CARAMEL TREE가 있다. 이 외에 중등3학년 영어(V-Group)과 수학(매씽크, 매셀프) 등이 있으나 매출 비중은 미미하다.

직영분원은 학생들의 학원수강료를 매출로 기록되고, 해당 분원의 강사료와 임대료, 관리직원비 및 셔틀버스 운행비용 등을 매출원가로 잡는다. 한 학생에게 받은 오프라인 수강료과 온라인 수강료를 분리해서 인식하며, 수익성 기준에선 온라인이 오프라인보다 나은 편이다.
반면, 프랜차이즈의 경우, 개원 시 받는 가맹비(5천만원~2억원 정도)와 로열티(오프라인 학생 수강료의 4%)를 정상제이엘에스의 매출로 인식한다. 온라인 수강료의 경우, 직영분원과 같이 온라인 수강료 전액을 정상제이엘에스 매출로 인식하나, 온라인 수강료의 20%를 프랜차이즈 분원에 모집수수료 개념으로 지급한다.
교재비는 별도의 도서몰에서 판매해 정상제이엘에스 매출로 인식하며, 프랜차이즈 분원에는 온라인 수강료와 비슷하게 도서비의 5%를 모집수수료로 지급한다.

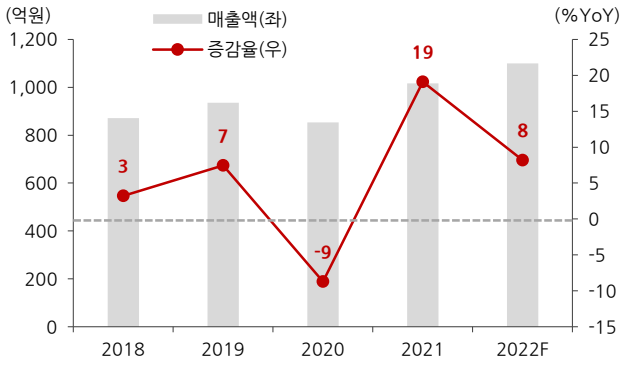
2021년 별도 매출액 기준으로, CHESS(초등영어, 오프라인), ACE(중학생, 오프라인), 교재와 온라인수업 비중은 각각 37%, 22%, 16%와 15%이다. 프랜차이즈(FC) 비중은 4%에 불과하다. 지난 3개년간 추세를 보면, ACE(중등영어)와 온라인 매출 비중이 증가했다.

연간 월 평균 학생수 증감율 추이를 보면, 최근 프랜차이즈 분원설립 증가(2020년 3개→ 2021년 5개)로 프랜차이즈 분원 학생 수의 증가가 눈에 뛴다. 학생 수는 2020년 코로나로 인해 주춤했으나, 2021년엔 기저효과로 증가했다. 중학교 학령인구 안정세와 함께 동사의 ACE 수강 학생수가 3년간 8~11%YoY 증가했다.

2021년 정상제이엘에스의 매출액은 1,017억원으로 전년대비 19.1% 증가했다. 코로나로 인한 기저효과가 크다. 해외 유학을 제외한 나머지 부분의 매출액이 전반적으로 증가했으며, 동사 매출의 중심인 CHESS와 ACE매출액이 각각 18%, 21% 증가했다. 특히, 온라인 부분의 매출이 33% 증가했다.
2021년 정상제이엘에스의 매출총이익률은 26.9%로 전년대비 2.4%p 상승했다. 단가가 높은 중학교 학생수 증가와 고정비용이 높은 동사의 영업레버리지 효과 때문이다. 또한, 상대적으로 원가율이 낮은 온라인과 교재 매출이 증가한 것도 역할을 했다. 2019~2020년 2년간 있었던 강사들의 개인사업소득자에서 근로자로 분류 변경으로 인한 퇴직금충당부채 적립 및 지급(90억원) 이슈도 소멸됐다.
판관비율(판관비/매출액)도 10.2%로 전년도 대비 4%p 하락했다. 급여 및 지급수수료의 감소와 대손상각비 환입 영향이 컸다. 동사의 영업이익률은 16.7%로 6.4%pYoY 개선됐으며, 당기순이익은 136억원으로 103% 증가했다.

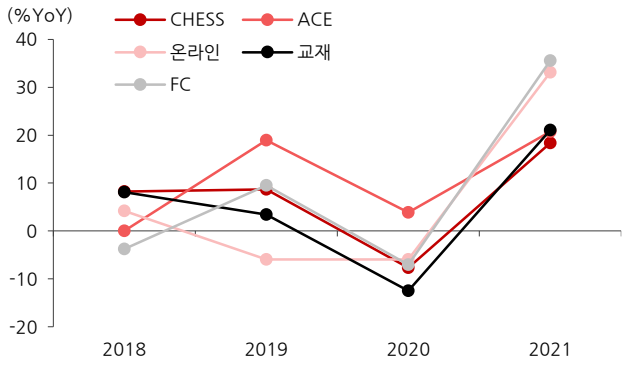
당사는 2022년에 정상제이엘에스의 매출액을 1,101억원으로 8% 성장할 것으로 예상한다. 영업이익률은 14.6%로 2.1%%p 하락할 전망이다. 이는 물가가 상승하며 분원 원가인 강사료, 임대비, 셔틀버스비 등이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 당기순이익은 127억원으로 7% 감소할 것으로 추정한다.

정상제이엘에스 매출액과 증감율 추이 및 전망



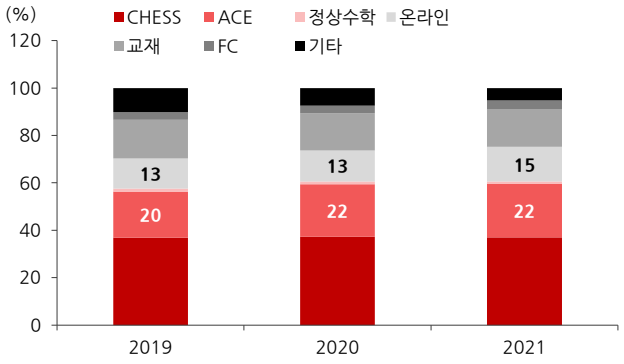
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 프로그램별 매출 증감율 추이



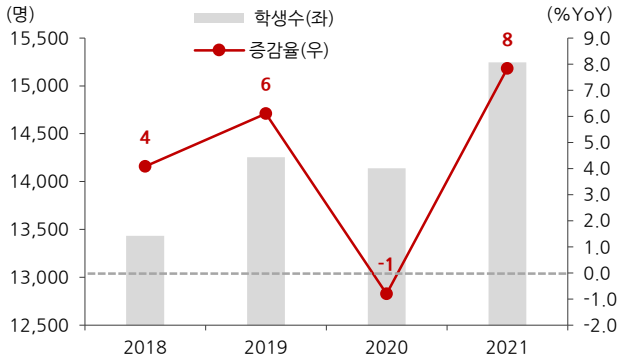
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 매출액 내 프로그램별 비중 추이



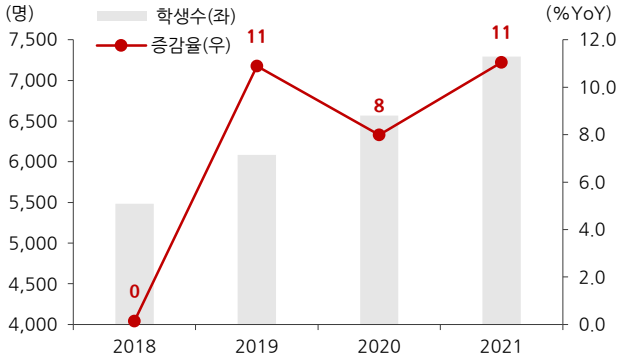
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

직영분원 CHESS 등록 학생 수와 증감율 추이



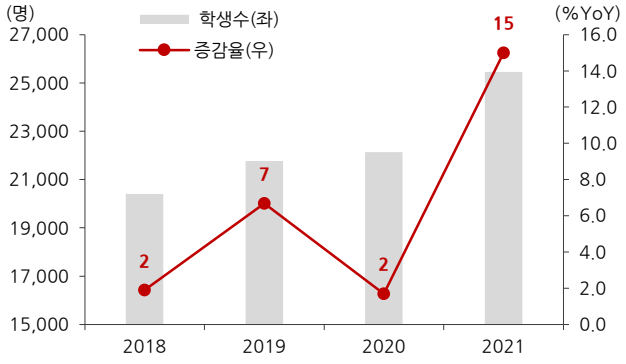
주: 연간 월평균 학생 수 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

직영분원 ACE 등록 학생 수와 증감율 추이



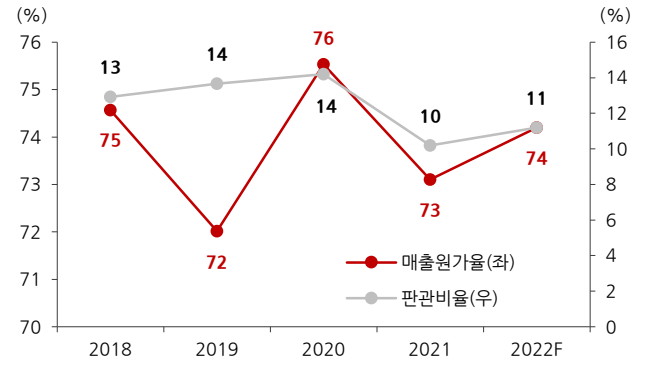
주: 연간 월평균 학생 수 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

프랜차이즈분원 등록 학생 수와 증감율 추이



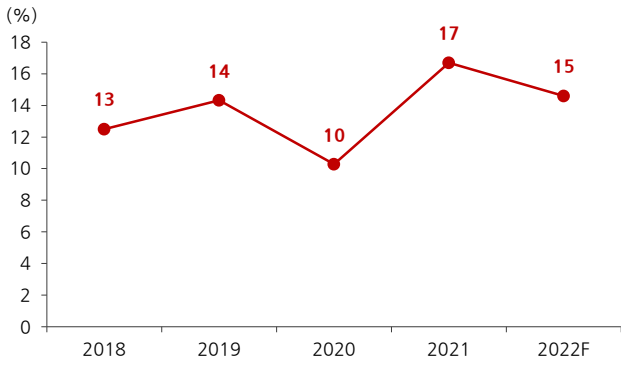
주: 연간 월평균 학생 수 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 매출원가율과 판관비율 추이 및 전망



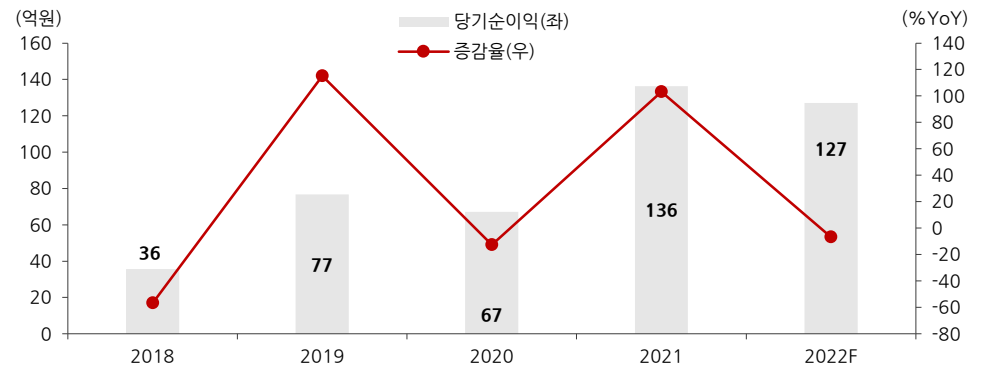
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 영업이익률 추이 및 전망



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 당기순이익 추이 및 전망



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

현재 22년 예상 PER 9.5배, 과거 5년간 추이 비교 시 저평가

현재 정상제이엘에스의 22년 예상 PER과 PBR은 각각 9.5배, 1.6배이다. 1) 과거 5년간의 역사적 추이와 비교 시, 2) 경쟁사와의 상대적 비교 시 동사의 현 주가는 저평가 되어 있다.

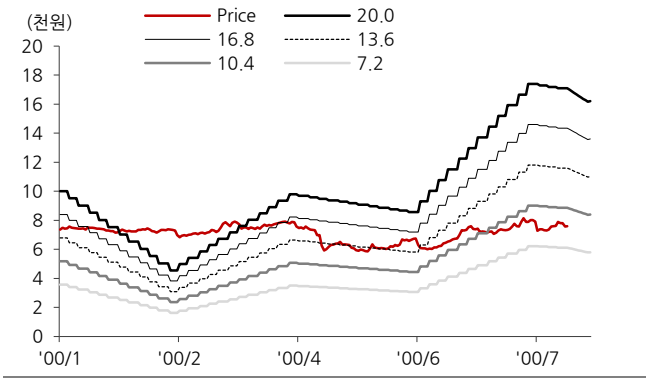
2018년 당기순이익 감소로 PER 33.5배까지 상승했던 정상제이엘에스의 PER은 EPS가 증가해도 주춤거리는 주가로 인해 2021년에 6.8배까지 하락했다. 2018년 이후 동사의 이익 체력은 2.8배 늘어났으나, 주가는 이를 반영하지 못한 것이다. PBR도 2018년 평균 2.0배에서 2020년 평균 1.6배로 하락했다.
중장기적으로 학령인구의 감소로 성장성이 제한되어 있다는 한계점이 존재하나, 단기적으로 약 3년간은 학령인구가 현 수준에서 크게 감소하지 않을 예상이다. 또한 동사가 보유한 부동산의 실질 가치를 고려 시, 현재 밸류에이션은 낮으며 반등을 기대할 수 있는 수준이다.

정상제이엘에스 연도별 EPS와 PER Level (단위: 원, 배)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EPS	525	227	489	428	870	808
High	15.6	33.5	16.5	17.8	9.7	10.0
Average	14.5	32.3	15.3	15.1	8.2	9.3
Low	13.6	30.3	13.9	12.7	6.8	8.8

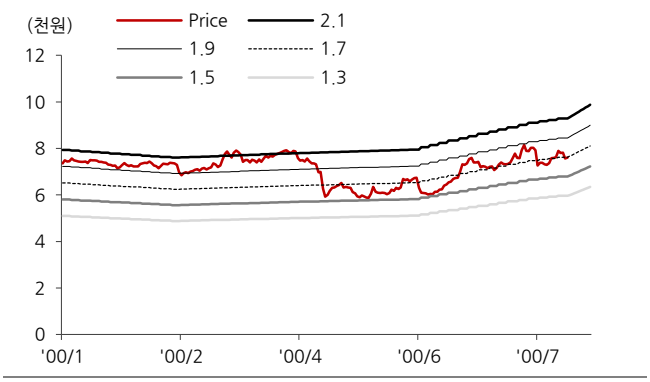
자료:Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터`

정상제이엘에스 PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

경쟁 교육업체인 크레버스와 비교 시도 저평가

정상제이엘에스는 교육업체이다. 특히, 초·중등 학생을 대상으로 영어를 가르치는 부분의 매출 비중이 높다는 점에서 크레버스와 유사하다. 크레버스는 청담러닝과 CMS에듀가 올해 3월 합병해 생긴 법인이다. 크레버스와 ROE와 PER을 비교 시, 정상제이엘에스는 상대적으로 저평가 되어 있다. 2021년 기준 ROE 비교 시, 정상제이엘에스와 크레버스는 유사한 수준이다(정상제이엘에스 18.9%, 크레버스 19.1%). 그러나 현재 PER은 2배 정도 차이가 난다(정상제이엘에스 8.8배, 크레버스 16.7배).

정상제이엘에스와 주요 교육 업체 밸류에이션 비교

		정상제이엘에스	디지털대성	메가스터디교육	크레버스
자산총계 (억원)	2018	863	1,122	3,672	1,663
	2019	1,108	1,425	4,328	1,934
	2020	997	1,508	5,540	2,096
	2021	1,116	2,326	7,243	2,299
자본총계 (억원)	2018	618	683	2,132	662
	2019	640	833	2,468	658
	2020	641	861	2,661	804
	2021	720	1,459	3,389	830
매출액 (억원)	2018	871	1,069	3,569	1,527
	2019	936	1,406	4,374	1,750
	2020	854	1,485	4,747	1,800
	2021	1,017	1,969	7,039	2,108
영업이익 (억원)	2018	109	126	482	158
	2019	134	211	596	226
	2020	88	142	328	169
	2021	170	252	990	320
영업이익률 (%)	2018	12.5	11.8	13.5	10.3
	2019	14.3	15.0	13.6	12.9
	2020	10.3	9.6	6.9	9.4
	2021	16.7	12.8	14.1	15.2
당기순이익 (억원)	2018	36	58	409	72
	2019	77	149	470	80
	2020	67	87	215	67
	2021	136	171	812	159
ROE (%)	2018	5.7	8.5	20.9	11.5
	2019	12.2	19.7	20.5	12.1
	2020	10.5	10.2	8.4	9.2
	2021	**18.9**	**14.8**	**26.8**	**19.1**
PER (배)	2018	30.7	17.2	7.4	19.1
	2019	15.5	11.8	10.4	18.1
	2020	14.7	21.7	21.5	22.8
	2021	**8.8**	**15.4**	**15.0**	**16.7**
PBR (배)	2018	1.7	1.2	1.4	1.9
	2019	1.8	1.8	2.0	1.9
	2020	1.5	1.9	1.7	1.9
	2021	**1.6**	**1.7**	**3.6**	**3.2**
PSR (배)	2018	1.3	0.9	0.9	0.9
	2019	1.3	1.3	1.1	0.8
	2020	1.2	1.3	1.0	0.9
	2021	**1.2**	**1.4**	**1.7**	**1.2**
배당수익률 (%)	2018	6.2	4.5	3.3	4.3
	2019	5.7	3.9	2.7	5.3
	2020	6.8	3.6	1.9	4.0
	2021	**7.3**	**3.3**	**2.4**	**6.1**

주: 21년 ROE는 21년말 자본 기준, 21년 PER,PBR,PSR의 주가는 3/31일 기준 주가,자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

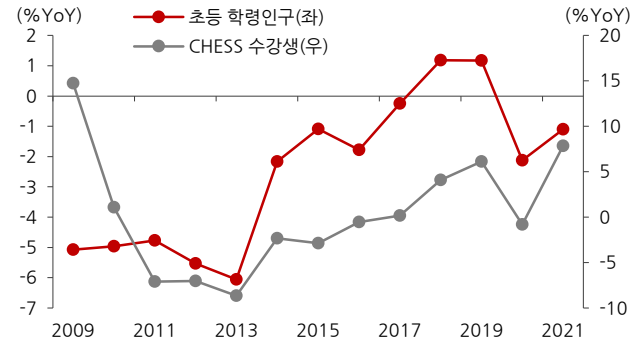
정상제이엘에스 중장기 리스크 요인은 학령인구 감소

정상제이엘에스의 중장기적인 리스크 요인은 학령인구의 감소이다.

초저출산 영향으로 2021년 270만명인 초등학교 학령인구는 2035년 200만명으로 26% 감소할 예상이다. 또한 중학교 학령인구도 137만명에서 86만명으로 37% 감소가 전망된다. 이에 따라 예상되는 학원 수강생 및 매출액 감소 우려가 동사 주가에 리스크 요인으로 작용할 수 있다.

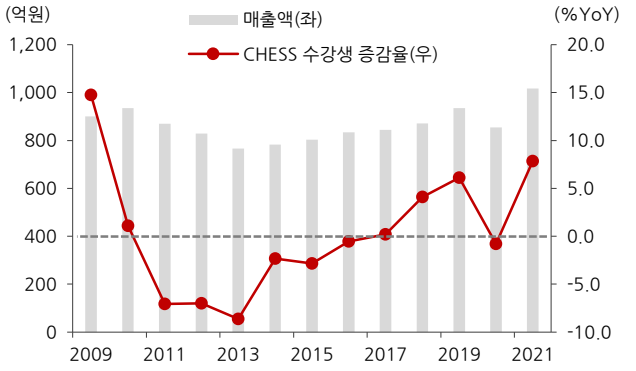
실제 2010년 초반 초등 학령인구 감소 시기에 정상제이엘세스 수강생도 감소했다. 2009년 363만명이던 초등학생인구는 2016년 277만명까지 23% 감소했다. 이 시기 분원 추가 설립에도 불구하고 정상제이엘에스 CHESS 수강생(직영기준)도 24% 감소, 매출액 및 정체의 원인이 되었다.

초등학령인구와 CHESS수강생 증감율



주: 초등학령인수는 출산율 기반 추정, CHESS수강생은 연간 월평균 기준,
자료: 통계청, 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스 매출액 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	**871**	**936**	**854**	**1,017**	**1,101**
증가율(%)	3.2	7.4	-8.7	19.1	8.2
매출원가	**649**	**674**	**645**	**744**	**817**
매출원가율(%)	74.5	72.0	75.5	73.2	74.2
매출총이익	**221**	**262**	**209**	**274**	**284**
매출이익률(%)	25.4	28.0	24.5	26.9	25.8
판매관리비	**113**	**128**	**121**	**104**	**123**
판관비율(%)	13.0	13.7	14.2	10.2	11.2
EBITDA	**147**	**211**	**168**	**246**	**226**
EBITDA 이익률(%)	16.9	22.6	19.6	24.1	20.5
증가율(%)	3.8	43.4	-20.7	46.5	-8.0
영업이익	**109**	**134**	**88**	**170**	**161**
영업이익률(%)	12.5	14.3	10.3	16.7	14.6
증가율(%)	5.3	23.0	-34.5	93.6	-5.4
영업외손익	**-65**	**-34**	**-2**	**3**	**1**
금융수익	3	3	3	3	3
금융비용	2	5	8	5	3
기타영업외손익	-66	-32	3	5	-0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**44**	**100**	**86**	**173**	**161**
증가율(%)	-58.0	129.4	-14.5	102.1	-6.9
법인세비용	8	23	19	37	35
계속사업이익	36	77	67	136	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**36**	**77**	**67**	**136**	**127**
당기순이익률(%)	4.1	8.2	7.9	13.4	11.5
증가율(%)	-56.7	115.2	-12.5	103.1	-7.1
지배주주지분 순이익	36	77	67	136	127

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	**181**	**184**	**169**	**294**	**175**
현금성자산	39	35	69	133	89
단기투자자산	19	12	6	88	11
매출채권	55	55	34	28	28
재고자산	37	55	50	37	39
기타유동자산	31	27	11	7	8
비유동자산	**682**	**924**	**828**	**821**	**815**
유형자산	521	760	489	485	481
무형자산	41	48	37	29	23
투자자산	120	116	88	93	97
기타비유동자산	0	0	214	214	214
자산총계	**863**	**1,108**	**997**	**1,115**	**990**
유동부채	**182**	**201**	**145**	**356**	**182**
단기차입금	56	40	0	1	1
매입채무	2	3	1	2	2
기타유동부채	124	158	144	353	179
비유동부채	**63**	**267**	**211**	**39**	**41**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	182	182	0	0
기타비유동부채	63	85	29	39	41
부채총계	**245**	**468**	**356**	**395**	**223**
지배주주지분	333	353	363	443	490
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	297	297	297	297	297
자본조정 등	-90	-90	-90	-90	-90
기타포괄이익누계액	-6	-4	-13	-13	-13
이익잉여금	333	353	363	443	490
자본총계	**618**	**640**	**641**	**720**	**768**

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	**139**	**129**	**152**	**265**	**193**
당기순이익	36	77	67	136	127
유형자산 상각비	23	66	69	66	59
무형자산 상각비	16	12	11	10	6
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	15	-58	-22	13	0
기타	49	32	27	40	1
투자활동으로인한현금흐름	**-89**	**-214**	**20**	**-100**	**21**
투자자산의 감소(증가)	-10	-9	4	0	-4
유형자산의 감소	0	14	17	1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-61	-205	-5	-16	-55
기타	-18	-14	4	-85	80
재무활동으로인한현금흐름	**-63**	**81**	**-137**	**-102**	**-257**
차입금의 증가(감소)	-4	166	-38	-1	-182
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-57	-57	-57	-57	-72
기타	-2	-28	-42	-44	-3
기타현금흐름	**0**	**0**	**-0**	**0**	**-1**
현금의증가(감소)	**-12**	**-4**	**34**	**64**	**-44**
기초현금	51	39	35	69	133
기말현금	39	35	69	133	89

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	30.7	15.5	14.7	8.4	9.5
P/B(배)	1.8	1.9	1.5	1.6	1.6
P/S(배)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	7.4	6.7	6.7	4.6	5.0
배당수익률(%)	6.2	5.7	6.8	7.3	6.9
EPS(원)	227	489	428	870	808
BPS(원)	3,943	4,080	4,088	4,595	4,898
SPS(원)	5,555	5,968	5,447	6,488	7,020
DPS(원)	430	430	430	530	530
수익성(%)					
ROE	5.7	12.2	10.5	20.0	17.0
ROA	4.2	7.8	6.4	12.9	12.0
ROIC	13.4	15.4	10.1	28.6	29.4
안정성(%)					
유동비율	99.3	91.7	116.6	82.5	96.2
부채비율	39.6	73.2	55.6	54.8	29.0
순차입금비율	-0.3	36.1	21.8	0.2	-7.8
이자보상배율	53.7	28.4	10.8	37.1	58.4
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0
매출채권회전율	16.5	17.1	19.3	32.8	39.3
재고자산회전율	23.0	20.3	16.2	23.3	28.8

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.