

정상제이엘에스 (040420)

고성장 + 배당메리트

2019. 5. 28

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

기업개요

정상JLS는 프리미엄 영어교육 기관으로서 직영 56개, FC 69개의 Site를 보유하고 있다. 비중은 초등영어(CHES) 36.7%, 중등영어(ACE) 19.0%, 정상수학 1.4%, 온라인 12.2%, 교재 16.3% 수준으로 구성되어 있다.

학생수 증가로 고성장 기대감

동사의 학생수(직영, Q)는 2017년 +0.3% yoy → 2018년 +3.1% yoy → 1Q19 +6.9% yoy 수준으로 증가하고 있다. 또한 수강료(P)는 최근 4분기 평균 2.3~ 4.9% yoy 수준으로 상승하고 있는 것으로 파악된다. 이에 Q↑·P↑ 효과로 동사의 외형 확대 및 수익성이 동시에 진행되고 있다.

이는 인당 사교육비 확대로 프리미엄 학원의 학생수가 증가하고 있기 때문이다. 이러한 흐름을 반영하여 동사의 1Q19 OP growth는 +31.6% yoy를 기록하였고, 2019년E OP +13.3%를 전망하며, 과거 3년 CAGR 16.6% 수준의 고성장이 유지될 것으로 보인다.

안정적인 배당메리트

동사는 매년 안정적인 배당정책(DPS 2010년 ~ 2011년 400원, 2012년 ~ 2015년 420원, 2016년 ~ 2018년 430원)을 유지하고 있어 배당메리트가 높다. 2019년에도 전년과 비슷한 DPS 430원을 적용할 경우 배당수익률은 5.4% 수준이다.

투자의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버리지 개시

정상제이엘에스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 1)과거 3년 CAGR OP growth 16.6% 및 1Q19 OP growth 31.6% yoy 성장성이 주가에 아직 반영되어 있지 않고, 2)매년 배당메리트가 높기 때문이다. 목표주가는 RIM Valuation(Cost of Equity 7.0%, Sustainable Growth 0% 보수적가정)을 적용하여 산출하였다.

Buy(initiate)

목표주가 10,000 원

현재주가 7,620 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(5/27)		689.67 pt
시가총액		1,195 억원
발행주식수		15,678 천주
52 주 최고가 / 최저가	8,020 / 6,830 원	
90 일 일평균거래대금		1.75 억원
외국인 지분율		2.0%
배당수익률(19.12E)		5.6%
BPS(19.12E)		4,240 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	12.8%
	6 개월	4.8%
	12 개월	7.1%
주주구성	허용석외 8 인	39.0%
	KB 자산운용	11.8%
	자사주	4.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	84.4	10.3	10.4	8.2	551	13.0	14.2	13.6	8.1	1.8	13.1
2018	87.1	10.9	4.4	3.6	239	-56.7	14.7	29.2	7.4	1.8	5.7
2019E	92.6	12.3	12.4	9.7	651	172.9	16.4	12.3	7.7	1.9	15.2
2020E	97.4	13.1	13.2	10.3	692	6.3	17.4	11.6	7.3	1.8	15.1
2021E	102.4	13.9	14.0	11.0	737	6.4	18.5	10.9	6.9	1.7	15.1

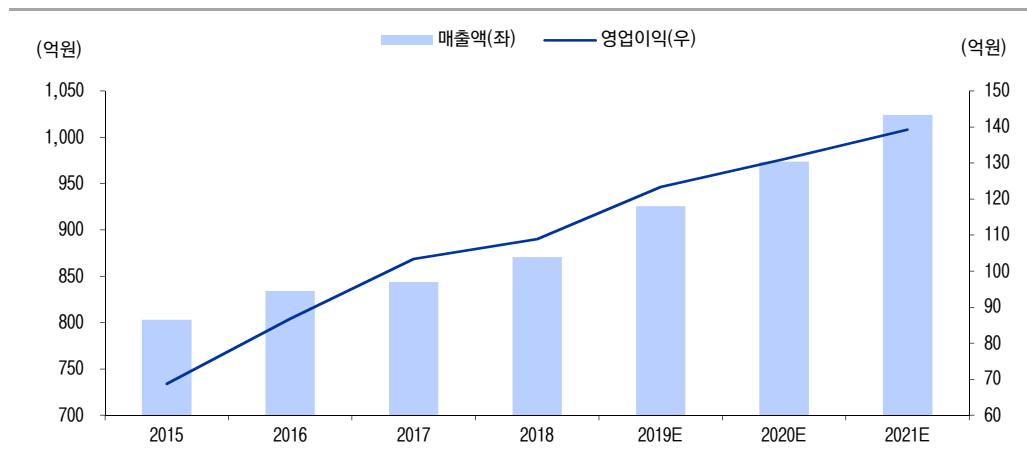
자료: 정상제이엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표15 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	803	834	844	871	926	974
YoY	2.7%	3.9%	1.1%	3.2%	6.3%	5.2%
CHES(초등)	273	282	293	317	344	364
ACE(중등)	142	149	153	153	164	172
정상수학	12	12	9	11	13	15
온라인	113	115	122	127	128	134
교재	107	119	137	148	158	168
FC	27	29	28	27	29	31
방과후	43	34	10	1	1	1
기타	85	94	91	87	88	88
YoY						
CHES(초등)	3.5%	3.6%	3.7%	8.2%	8.5%	5.9%
ACE(중등)	-6.7%	4.8%	2.9%	0.0%	7.1%	4.6%
정상수학	-9.5%	-5.3%	-20.0%	14.8%	24.3%	16.2%
온라인	1.3%	1.3%	6.0%	4.2%	1.2%	4.1%
교재	3.4%	11.4%	14.5%	8.1%	6.7%	6.7%
FC	10.6%	7.0%	-1.8%	-3.8%	7.3%	7.0%
방과후	16.3%	-20.8%	-69.5%	-89.2%	-8.7%	-0.9%
기타	12.4%	9.9%	-3.1%	-4.3%	1.1%	0.3%
% of Sales						
CHES(초등)	33.9%	33.9%	34.7%	36.4%	37.1%	37.4%
ACE(중등)	17.7%	17.9%	18.2%	17.6%	17.8%	17.7%
정상수학	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%
온라인	14.1%	13.8%	14.4%	14.6%	13.9%	13.7%
교재	13.3%	14.3%	16.2%	17.0%	17.0%	17.3%
FC	3.4%	3.5%	3.4%	3.1%	3.2%	3.2%
영업이익	69	87	103	109	123	131
% of sales	8.6%	10.4%	12.3%	12.5%	13.3%	13.5%
% YoY	-4.6%	26.2%	19.1%	5.3%	13.3%	6.3%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림6 정상 JLS 매출액 & 영업이익 추이: 2015년 이후 영업이익 CAGR 16.6%



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

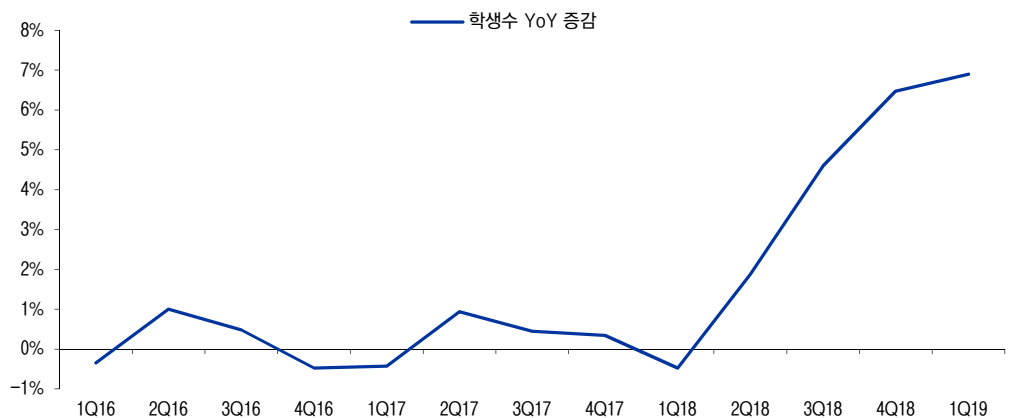
표16 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	218	220	220	213	235	232	233	226
YoY	-3.6%	2.6%	4.9%	10.1%	7.5%	5.5%	5.9%	6.3%
CHES(초등)	75	80	82	80	85	85	88	86
ACE(중등)	40	37	38	38	45	40	40	40
정상수학	3	3	3	3	3	3	3	3
온라인	30	33	32	31	29	34	33	32
교재	38	38	35	37	38	41	38	40
FC	7	7	7	7	8	7	7	7
방과후	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	26	21	23	17	27	21	23	17
YoY								
CHES(초등)	2.1%	6.5%	10.8%	13.7%	13.0%	5.9%	7.3%	8.1%
ACE(중등)	-5.7%	-2.6%	2.1%	7.5%	11.3%	5.9%	5.7%	5.3%
정상수학	-8.4%	10.3%	24.3%	41.4%	33.6%	23.3%	21.2%	19.9%
온라인	-15.5%	5.1%	5.2%	30.9%	-4.1%	3.1%	2.9%	2.5%
교재	28.8%	7.2%	8.9%	-7.1%	1.6%	8.5%	8.4%	8.5%
FC	-5.4%	2.8%	-10.4%	-1.4%	12.3%	6.1%	5.8%	5.2%
방과후	-97.2%	-73.9%	-40.9%	-81.1%	0.0%	-12.6%	-10.2%	-7.3%
기타	-9.3%	-7.4%	-9.6%	21.1%	4.3%	-0.7%	-0.1%	0.3%
영업이익	29	31	28	21	38	32	30	23
% of sales	13.3%	13.9%	12.7%	10.0%	16.3%	13.9%	12.8%	10.3%
% YoY	-1.7%	2.3%	2.3%	28.0%	31.6%	4.9%	6.3%	9.8%

자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

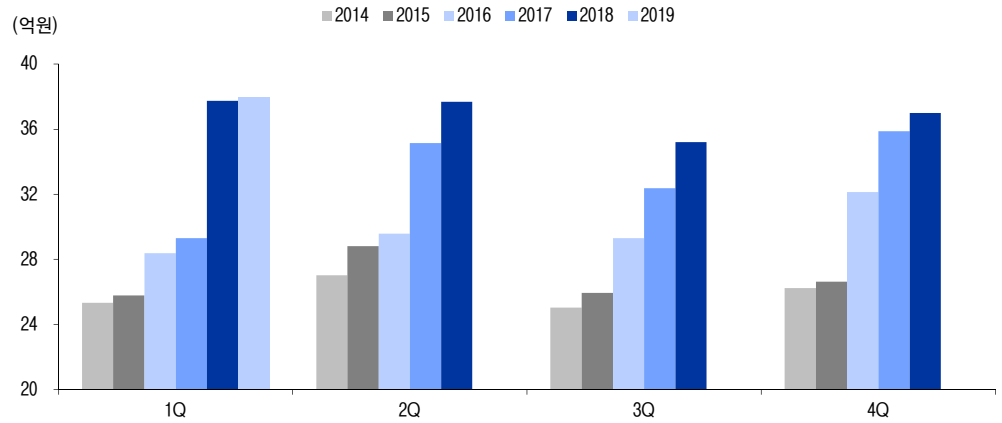
주: IFRS 연결기준

그림7 정상 JLS 학생수 YoY 증감: 2Q18 이후 YoY 성장폭 확대



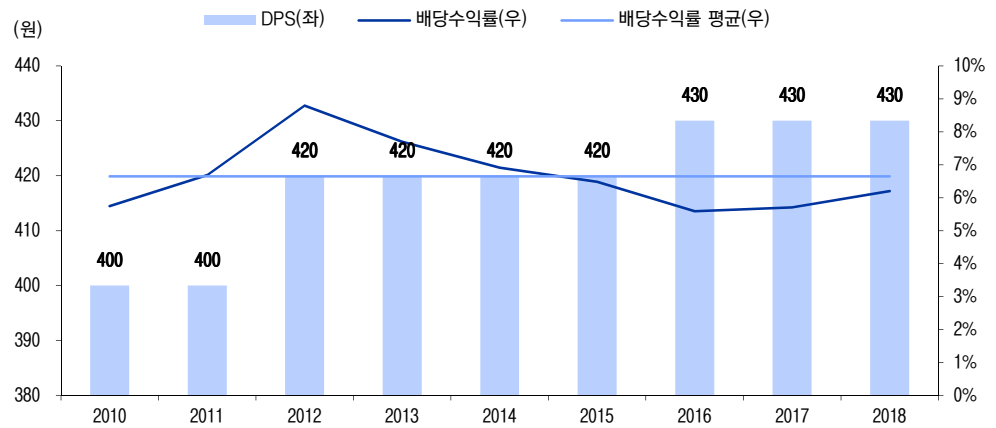
자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 정상 JLS 교재부문 YoY 매출액 비교



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 정상 JLS DPS 추이 및 배당수익률



자료: 정상JLS, 이베스트투자증권 리서치센터

정상제이엘에스 (040420)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	19.8	18.1	16.9	15.5	14.7
현금 및 현금성자산	5.1	3.9	2.7	1.3	0.5
매출채권 및 기타채권	5.2	5.6	5.5	5.5	5.5
재고자산	3.9	3.7	3.8	3.8	3.8
기타유동자산	5.7	4.8	4.9	4.9	4.9
비유동자산	63.1	68.2	73.3	78.6	84.0
관계기업투자등	2.5	3.5	3.8	4.0	4.2
유형자산	48.2	52.1	56.1	60.3	64.7
무형자산	3.9	4.1	4.4	4.8	5.2
자산총계	82.9	86.3	90.2	94.1	98.7
유동부채	11.3	18.2	17.4	17.2	17.3
매입채무 및 기타채무	2.1	2.9	2.7	2.8	3.0
단기금융부채	1.0	5.6	5.0	4.8	4.6
기타유동부채	8.1	9.7	9.7	9.7	9.7
비유동부채	7.3	6.3	6.4	6.4	6.5
장기금융부채	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.3	6.3	6.4	6.4	6.5
부채총계	18.6	24.5	23.7	23.7	23.7
지배주주지분	64.3	61.8	66.5	70.4	75.0
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	29.7	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	35.5	33.3	37.4	41.3	45.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	64.3	61.8	66.5	70.4	75.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	12.3	13.9	13.7	14.3	15.2
당기순이익(손실)	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
비현금수익비용가감	6.0	11.2	4.2	3.8	4.0
유형자산감가상각비	1.8	2.3	2.5	2.7	2.8
무형자산상각비	2.1	1.6	1.6	1.7	1.7
기타현금수익비용	0.0	0.8	0.1	-0.5	-0.5
영업활동 자산부채변동	0.1	1.5	-0.2	0.1	0.2
매출채권 감소(증가)	0.0	-0.5	0.2	0.0	0.0
재고자산 감소(증가)	-0.5	0.2	-0.1	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.2	0.8	-0.2	0.1	0.1
기타자산, 부채변동	0.7	1.1	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-9.5	-8.9	-8.6	-9.0	-9.4
유형자산처분(취득)	-5.2	-6.1	-6.5	-6.9	-7.2
무형자산 감소(증가)	-1.0	-1.8	-1.9	-2.0	-2.1
투자자산 감소(증가)	-3.0	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2
기타투자활동	-0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-4.8	-6.3	-6.3	-6.7	-6.6
차입금의 증가(감소)	1.0	-0.4	-0.6	-0.3	-0.1
자본의 증가(감소)	-5.6	-5.7	-5.7	-6.4	-6.4
배당금의 지급	5.7	5.7	5.7	6.4	6.4
기타재무활동	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-2.1	-1.2	-1.2	-1.4	-0.8
기초현금	7.2	5.1	3.9	2.7	1.3
기말현금	5.1	3.9	2.7	1.3	0.5

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	84.4	87.1	92.6	97.4	102.4
매출원가	63.1	64.9	68.4	72.0	75.7
매출총이익	21.2	22.1	24.2	25.4	26.8
판매비 및 관리비	10.9	11.3	11.8	12.3	12.8
영업이익	10.3	10.9	12.3	13.1	13.9
(EBITDA)	14.2	14.7	16.4	17.4	18.5
금융손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이자비용	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	0.1	-6.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.4	4.4	12.4	13.2	14.0
계속사업법인세비용	2.2	0.8	2.7	2.8	3.0
계속사업이익	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
지배주주	8.2	3.6	9.7	10.3	11.0
총포괄이익	8.1	3.2	9.7	10.3	11.0
매출총이익률 (%)	25.2	25.4	26.1	26.1	26.1
영업이익률 (%)	12.3	12.5	13.3	13.5	13.6
EBITDA 마진률 (%)	16.8	16.9	17.7	17.9	18.0
당기순이익률 (%)	9.8	4.1	10.5	10.6	10.7
ROA (%)	10.1	4.2	11.0	11.2	11.4
ROE (%)	13.1	5.7	15.2	15.1	15.1
ROIC (%)	14.0	15.1	16.0	15.7	15.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.6	29.2	12.3	11.6	10.9
P/B	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.1	7.4	7.7	7.3	6.9
P/CF	8.3	7.4	9.0	8.9	8.4
배당수익률 (%)	5.7	6.2	5.4	5.4	5.4
성장성 (%)					
매출액	1.1	3.2	6.3	5.2	5.2
영업이익	19.1	5.3	13.3	6.3	6.2
세전이익	10.2	-58.0	183.7	6.4	6.3
당기순이익	13.1	-56.7	172.9	6.3	6.4
EPS	13.0	-56.7	172.9	6.3	6.4
안정성 (%)					
부채비율	28.8	39.6	35.7	33.6	31.7
유동비율	176.2	99.3	97.1	89.8	85.2
순차입금/자기자본(x)	-3.5	-0.3	0.6	2.2	2.9
영업이익/금융비용(x)	54.2	53.7	42.0	46.4	50.4
총차입금 (십억원)	6.0	5.6	5.0	4.8	4.6
순차입금 (십억원)	-2.3	-0.2	0.4	1.5	2.2
주당지표 (원)					
EPS	551	239	651	692	737
BPS	4,104	3,943	4,240	4,490	4,782
CFPS	908	939	887	904	960
DPS	430	430	430	430	430