

KOSDAQ | 교육서비스

정상제이엘에스 (040420)

수익성 개선 기대

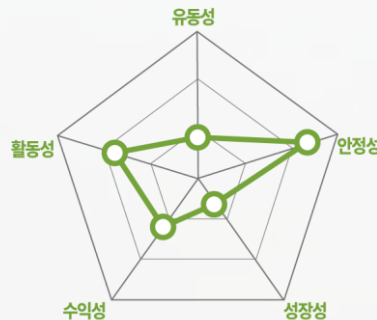
체크포인트

- 정상제이엘에스는 초·중등 중심의 오프라인 영어어학원. 2025년 9월말 기준 직영 분원은 57개원이며, 학생 수는 2.2만명
- 투자포인트는 1) 수익성 개선 기대와 2) 꾸준한 주주환원 정책
- 2026년 매출액 1,040억원(+0.1%YoY), 영업이익 109억원(+10.7%YoY), 영업이익률 10.5%(+1.0%pYoY)로 추정. 동사의 2026년 PBR은 1.1배로 역사적 하단 수준. 2026년에는 수익성 개선으로 주가 반등 기회 모색할 전망이다, 본격적 상승 위해선 외형 성장이 필요할 것으로 판단됨

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 3Q25 기준, Fnguide WICS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

정상제이엘에스 (040420)

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr
RA 박규연 park.gyuyeon@kirs.or.kr

KOSDAQ
교육서비스

정상제이엘에스는 초·중등 중심의 영어 교육 서비스 제공하는 어학원

정상제이엘에스는 오프라인 기반의 어학원으로 직영 분원 57개원과 프랜차이즈 91개사 운영 중. 'CHESS'(초등학생 대상)와 'ACE'(중등생)가 대표적인 프로그램. 2025년 9월말 기준 학생 수는 2.2만명(직영 기준)이며, 선생님 수는 523명

투자포인트1. 수익성 개선 기대

2021년 16.7%였던 정상제이엘에스의 영업이익률은 2022년 이후 지속적으로 하락 중. 특히, 2024년 영업이익률은 9.6%로 전년 대비 4.8%p 급락. 2025년에도 9.5%로 하락 예상되나, 2026년에는 10.5%로 전년대비 1.0%p 개선될 전망. 1) 셔틀버스비 유료화와 2) 고강도 비용 효율화 및 운영 최적화 정책, 3) 시장 재편에 따른 대형 학원의 반사이익에 기인. 동사는 작년 11월부터 셔틀버스비 유료화. 셔틀버스 관련 이익은 월 1.5억원 발생하며, 연간 전체로 18억원의 이익이 더해지는 구조. 2024년~2025년 영업이익이 약 100억원 수준 나오는 상황에서 이는 영업이익을 약 20% 정도 증가시킬 수 있는 규모임. 비용 구조 개선을 위해 동사는 1) 인력 운영의 효율화를 추진하고, 2) 부실 분원의 구조조정(부실 직영 분원을 프랜차이즈로 전환 등)과 3) 비핵심 자산을 매각을 통해 추가적인 이익원을 확보 추진 중

투자포인트2. 꾸준한 주주환원 정책

정상제이엘에스는 상장 이후 주주환원 정책을 지속적으로 유지해 온 기업. 상장 초기인 2010~2012년, 당기순이익이 견조하게 창출되던 시기에는 자기주식 매입 및 이익소각을 중심으로 한 주주가치 제고 전략을 실행했으며, 이후에는 고배당 기초를 유지하며 주주 친화적인 정책을 견지 중. 2012년 이후에는 DPS(Dividend Per Share) 기준의 배당정책을 채택. 이익이 감소하더라도 DPS를 전년 수준으로 유지하고, 이익이 증가할 경우 DPS를 상향하는 구조. 2025년 정상제이엘에스 DPS를 530원으로 예상하며, 현재 기준 배당수익률은 9.1%

Forecast earnings & Valuation

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액(억원)	1,108	1,134	1,058	1,039	1,040
YoY(%)	8.9	2.3	-6.6	-1.9	0.1
영업이익(억원)	167	164	101	99	109
OP 마진(%)	15.1	14.4	9.6	9.5	10.5
지배주주순이익(억원)	133	133	76	74	81
EPS(원)	848	849	485	472	517
YoY(%)	-2.4	0.1	-42.9	-2.8	9.6
PER(배)	8.4	8.2	12.6	12.7	11.2
PSR(배)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.4	4.2	5.3	6.0	5.5
PBR(배)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
ROE(%)	17.8	16.5	9.0	8.8	9.7
배당수익률(%)	7.4	7.6	8.7	8.8	9.1

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/30)	5,810원
52주 최고가	6,620원
52주 최저가	5,550원
KOSDAQ (1/30)	1,149.44p
자본금	85억원
시가총액	911억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	3억원
외국인지분율	31.2%
주요주주	허용석 외 6 인
	41.97%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-30	-8.9	0.3
상대주가	-21.9	-36.3	-36.4

참고

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

기업 개요

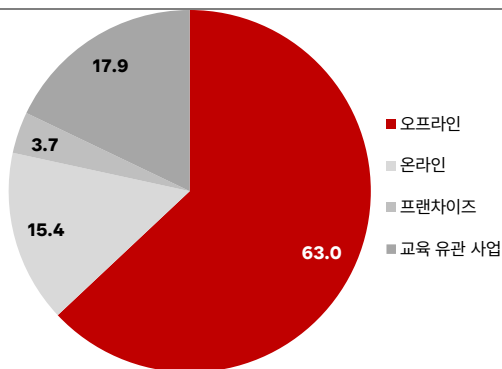
초·중등 중심의 활용 영어 교육 서비스 제공 어학원

대표적인 프로그램으로 'CHESS'와 'ACE' 있음

정상제이엘에스는 초·중등생에게 활용 위주의 영어 교육 서비스를 제공하는 있는 오프라인 기반의 어학원이다. 대표적 인 프로그램으로는 'CHESS'(초등학생 대상)와 'ACE'(중등생)이 있다. 2025년 9월말 기준으로 동사는 수도권을 중심 으로 57개원(정상 수학포함)의 직영 분원과 전국 91개의 학원 프랜차이즈를 운영하고 있다. 이 외 온라인 콘텐츠 제공 과 교재 출판 및 유통 사업도 주요 사업으로 진행하고 있다. 2025년 9월말 기준 학생 수는 2.2만명(직영 기준)이며, 선 생님 수는 523명이다.

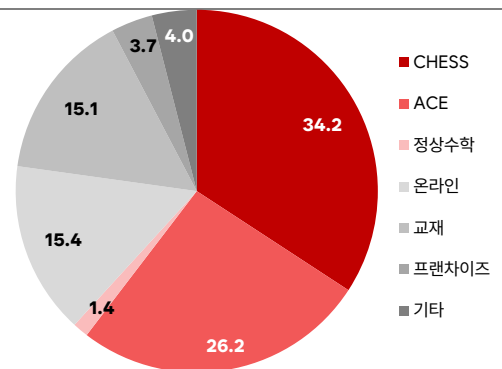
동사의 사업 부문은 1) 오프라인 학원(63.0%, 2025년 3분기 누적 매출액 기준), 2) 온라인 학원(15.4%), 3) 프랜차이즈(3.7%)와 교재판매 등 교육 유관 사업(17.9%)로 구성되어 있다. 학원 수강료와 교재비 등은 총액으로 매출을 인식하 지만, 프랜차이즈의 경우 수수료만을 매출로 인식하여 상대적으로 비중이 크지 않다. 세부적으로는 1) CHESS(초등학 생, 오프라인, 34.2%, 2025년 3분기 누적 기준), 2) ACE(중학생, 오프라인 26.2%), 3) 정상수학(오프라인, 1.4%), 4) 온 라인(15.4%), 5) 교재(15.1%), 6) 프랜차이즈(3.7%)와 7) 기타(4.0%)로 구분된다.

정상제이엘에스 매출 구성



주: 2025년 3분기 누계 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스 매출 세부 구성

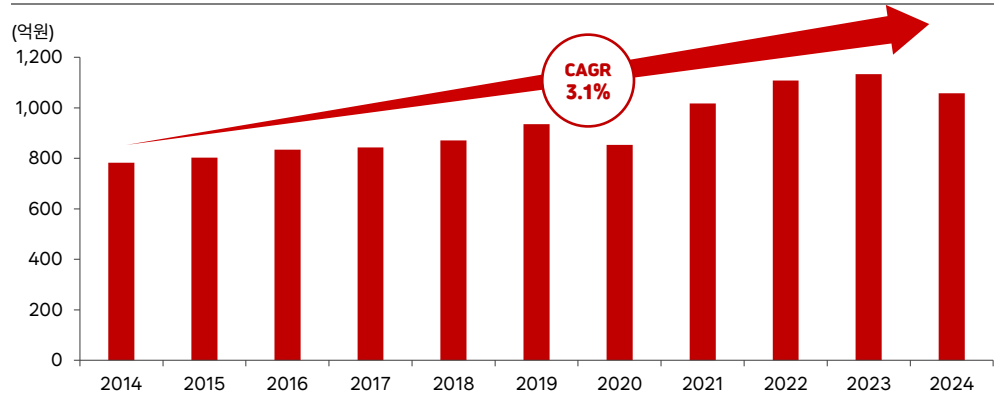


주: 2025년 3분기 누계 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

지난 10년(2014년~2024년)간 매출액 연평균 3.1% 성장

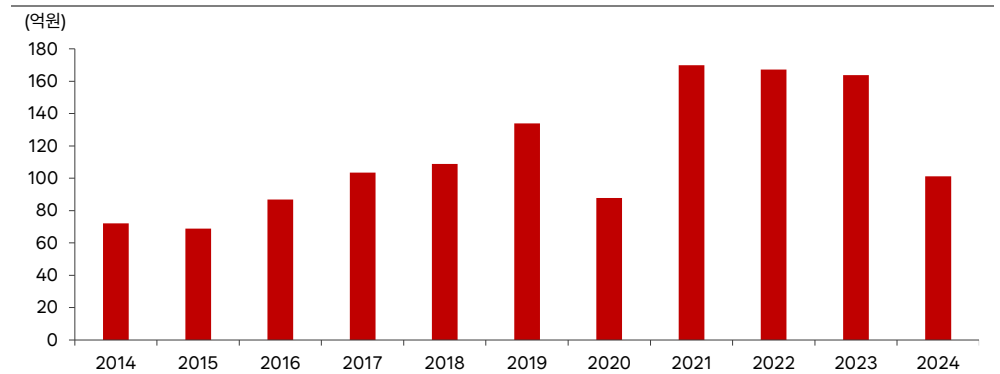
정상제이엘에스의 2024년 매출액은 1,058억원으로 지난 10년간 연 평균 3.1% 성장했다. 꾸준히 증가해 온 동사의 매출액은 2020년과 2024년 전년대비 감소했다. 영업이익의 경우 2020년 코로나 때를 제외하고 2021년까지 증가 추세를 이어 왔으나, 이후 감소했다.

정상제이엘에스의 매출액 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

정상제이엘에스의 영업이익 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁: 1986년 개원,

2007년 코스닥 시장에 상장

1986년 개원한 동사는 2007년 12월에 코스닥 시장에 상장했다.

1986년 대치동에서 정상어학원으로 개원한 동사는 1995년 (주)정상어학원으로 법인 전환했다. 1994년 대표 브랜드인 초등학교 영어 전문 프로그램 'CHESS'를 개발하고 운영하기 시작했다. 2003년부터는 중학생을 대상으로 하는 활용 영어프로그램 'ACE'를 제공하고 있다. 2007년 12월 우리별텔레콤과의 합병으로 코스닥에 상장 후 (주)정상제이엘에스로 사명을 변경했다. 오프라인 학원 중 하나인 정상수학학원은 2011년도부터 수학전문브랜드 '매셀프'를 런칭했으며, 2017년부터는 초등수학 전문프로그램인 '매썩크'를 시작했다.

2008년 12월에 부산해운대에 프랜차이즈 1호점을 개원했으며, 현재는 전국 91개의 프랜차이즈를 운영하고 있다. 2010년엔 중등 온라인 영어 프로그램인 'ACE On-line'을 출시했다. 2018년에는 '카카오즈 잉글리쉬'(영유아), 2020년에는 '정상Live 고등부'를 런칭 대상 학생층을 넓히는 노력을 했다.

2020년 이후 동사는 프랜차이즈와 위탁 분원을 확장했고, 일부 직영 분원의 경우도 프랜차이즈로 전환하였다.

정상제이엘에스의 주요 연혁

1986~2007	2008~2010	2011~2016	2017~2021	2022~
1986.09 정상어학원(대차) 개원 1991.04 정상보습학원(대차) 개원 1991.11 개포 어학원 개원 1994.03 어린이영어 전문 프로그램 (CHES) 개발 및 운영 시작 1995.01 (주)정상어학원으로 법인 전환 1995.12 분당 어학원 개원 2002.09 수지 어학원 개원 2003.07 캐나다 밴쿠버 어학원 개원 2004.08 JLS English Camp 사업 시작 2005.08 조기유학 사업 시작 2005.11 중계 어학원 개원 2006.06 목동 어학원 개원 2006.12 (주)사이버 제이엘에스 흡수합병 2007.03 강동 어학원 개원 2007.07 이매 어학원 개원 2007.07 중동 어학원 개원 2007.08 죽전 어학원 개원 2007.12 코스닥 상장 (주)우리별텔레콤과 합병 (주)정상제이엘에스로 사명 변경	2008.01 잠실 어학원 개원 2008.02 평촌 어학원 개원 / (주)우리별텔레콤 분할 결정 2008.05 (주)우리별텔레콤 물적 분할 완료 2008.09 (주)우리별텔레콤 계열회사 제외 (지분율: 100% → 49%) 2008.09 광진 어학원, 영통 어학원 개원 2008.11 강서 어학원 개원 2008.12 프랜차이즈 부산해운대 개원 2009.03 프랜차이즈 대구/대전/광주/화성/전주 개원 2009.06 프랜차이즈 부천, 충주, 천안 개원 2009.09 송파 어학원, 서초 어학원 개원 2009.09 프랜차이즈 춘천, 하남 개원 2009.11 일산 어학원 개원 2009.12 프랜차이즈 연누계 28호점 개원 완료 2010.01 (중등온라인) ACE On-line 출시 2010.06 마포 어학원 개원(CHES) 2010.06 프랜차이즈 광명, 서신성남 개원 2010.09 동대문 분원 영업양수(직영화) 2010.09 프랜차이즈 시흥, 청원, 인천, 김해 개원 2010.01 뉴스토라북(R-2000시리즈) 출시 2010.12 북천주 분원 영업양수(직영화) 2010.12 프랜차이즈 성동, 인천남동, 대전노은, 의정부 개원	2011.03 수원중앙분원 개원 2011.06 프랜차이즈 김단, 가재, 평택, 복구, 청라 개원 2011.09 프랜차이즈 진주, 신교하 개원 2011.12 프랜차이즈 아산, 광주경안 개원 2011.12 전주 분원 영업양수(직영화) 2012.01 파주신교하 분원(운영분원) 영업양수(직영화) 2012.09 프랜차이즈 금천, 은평, 화명, 마산 개원 2013.12 프랜차이즈 창원, 동탄 개원 2013.03 프랜차이즈 안동, 포항 개원 2013.06 천안국제분원 및 서대문분원 개원 2013.09 프랜차이즈 광고 및 광주 국제 개원 2013.12 도봉분원, 목동2분원 및 부산개금 분원 개원 2014.03 관악 분원 개원 2014.09 남양주 및 별내분원 개원 2014.12 프랜차이즈 김천, 안성, 공도, 충주 개원 2015.03 프랜차이즈 세종국제 개원 2015.09 프랜차이즈 여수 개원 2016.03 프랜차이즈 서수원 분원 개원 2016.03 프랜차이즈 동탄국제, 부천소사 개원 2016.04 JLS CHINA Co., Ltd. 설립 2016.06 진주 분원 개원 2016.06 프랜차이즈 대구달성 개원 2016.09 위례분원 개원 2016.09 프랜차이즈 미사, 강릉 개원	2017.03 프랜차이즈 서산 개원 2017.05 진주평거 분원 개원 2017.09 영종국제 및 인하 분원 개원 2017.09 프랜차이즈 세종2관, 상동, 부산개금 개원 2017.01 파주운정분원 개원 2017.12 프랜차이즈 목포분원 개원 2018.03 프랜차이즈 아산탕정 개원 2018.09 수원광교분원 개원 2018.11 카키오즈잉글리쉬 런칭 2018.12 수원(통합)분원 및 김포분원 개원 2019.03 프랜차이즈 중랑 개원 2019.06 소사옥길 분원 개원 2019.06 프랜차이즈 양주 개원 2020.03 동대문 분원 프랜차이즈 전환 개원 2020.03 관악 분원 프랜차이즈 전환 개원 2020.03 프랜차이즈 이천 개원 2020.03 프랜차이즈 민락 개원 2020.12 정상Live고등부 런칭 2021.03 프랜차이즈 진주혁신, 영동포 개원 2021.06 파주운정분원 개원 2021.09 프랜차이즈 아산탕정 개원 2021.1 프랜차이즈 부산센텀 개원 2021.12 프랜차이즈 고양삼송, 울산 개원, 이천마산 폐원	2022.03 시흥은계분원 개원 2022.03 프랜차이즈용인한솔 개원 2022.06 프랜차이즈 천안국제 개원 2022.09 프랜차이즈 산동국제 개원 2022.12 프랜차이즈 김단아라 개원 2023.03 송파2분원 개원 2023.06 프랜차이즈 동작분원 개원 완료(동작) 직영>>프랜차이즈 전환 2023.09 부산영지 분원 개원 2023.09 남동탄 분원 개원 2023.01 프랜차이즈 영천 분원 개원 2024.03 동탄분원 FC에서 직영으로 전환 2024.03 프랜차이즈 평택고덕 분원 신규 개원 2024.04 전주,북전주 분원 직영에서 FC로 전환 2024.09 김해율아 분원 개원 2024.09 프랜차이즈 신진주분원 광주태전분원 개원 (직영에서 FC로 전환) 2025.02 프랜차이즈 김포한강 분원 개원 (직영에서 FC로 전환) 2025.03 프랜차이즈 대구월배, 광명2, 창원유니시티 분원 개원 2025.09 프랜차이즈 김포고촌 개원

자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성과 종속기업

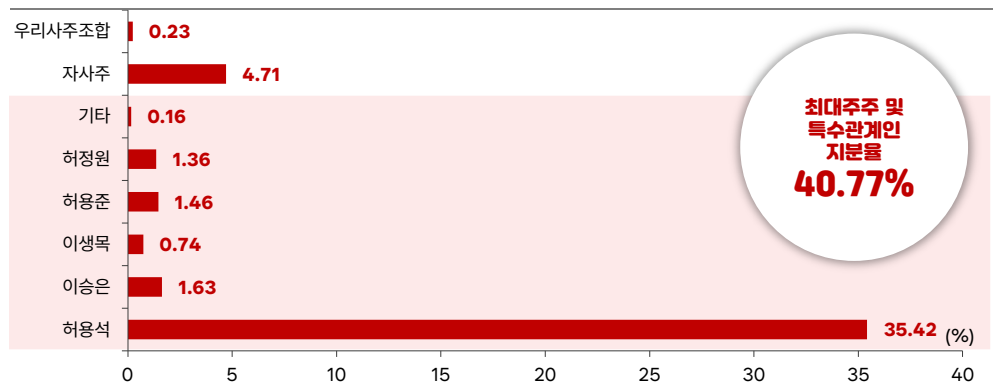
최대주주

허용석 교육연구원장으로

지분율 35.42% 보유

2025년 9월말 기준으로, 정상제이엘에스의 최대주주는 허용석 교육연구원장으로 지분율 35.42%를 보유하고 있다. 이 외 특수관계인들이 5.35% 지분을 보유해, 최대주주와 특수관계인의 지분율 합계는 40.77%이다. 특수관계인으로 는 이승은(허용석의 妻, 1.63%), 이생목(허용석의 母, 0.74%), 허영준(허용석의 子 1.46%), 허정원(허용석의 子 1.36%)과 허진석(허용석의 제, 0.14%), 박정음(임원, 0.02%)가 있다. 자사주로는 738,810주가 있으며, 이는 지분율 4.71%에 해당한다. 우리사주조합은 0.23%의 지분율 보유 중이다.

정상제이엘에스의 주주 구성



주: 2025년 9월말 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속회사 : JLS Academy, Inc

정상제이엘에스의 종속회사로는 JLS Academy, Inc(지분율 100%, 2025년 9월말 기준)가 있다. 2009년 11월 설립되었으며, 미국 캘리포니아에 있다. 조기 유학 및 단기 유학캠프 등을 주요 사업으로 영위하고 있다. 2025년 9월말 기준 자산과 자본 규모는 각각 15억원, 4.6억원이다. JLS Academy, Inc의 2025년 3분기 누적 매출액은 4.3억원으로 전년 동기 대비 33.7% 감소했으며, 당기순이익은 적자 전환되었다.

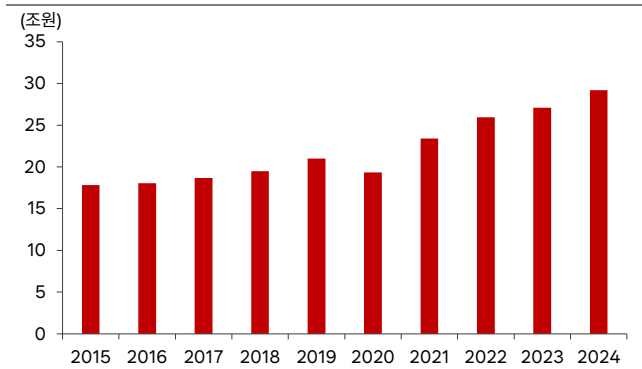
산업 현황

2024년 한국의 초·중·고교생의 사교육비 총액은 약 29.2원으로 4년 연속 사상 최대치 경신

정상제이엘에스는 초·중등 학생을 대상으로 영어 교육 서비스를 제공하는 교육 업체이다.

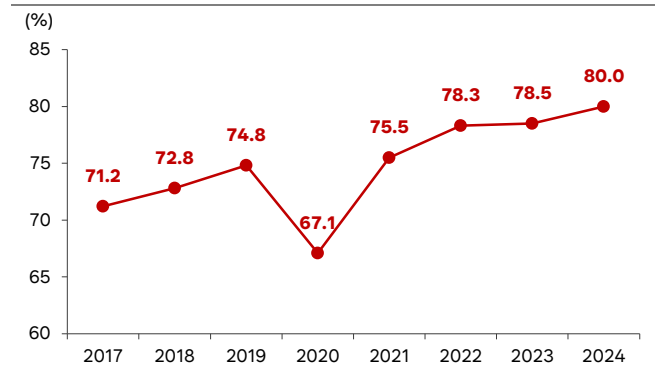
한국의 사교육 시장은 학생 수 감소에도 불구하고 규모가 꾸준히 확대되어 왔다. 2024년 기준 초·중·고교생의 사교육비 총액은 약 29.2조원으로 전년 대비 7.7% 증가하며 4년 연속 사상 최대치를 경신했다. 이는 2017년(약 18.7조원) 대비 10조원 이상 증가한 수치로, 같은 기간 학생 수가 60만명 줄었음에도 나타난 역설적인 성장이다. 전체 사교육 참여율 또한 80.0%로 높아져, 10명 중 8명이 사교육을 받고 있다. 이처럼 민간 교육비 지출이 지속적으로 늘어나며 교육산업은 거대한 내수 시장으로 자리매김하고 있다.

초·중·고교생의 사교육비 총액 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

초·중·고교생의 사교육비 참여율 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

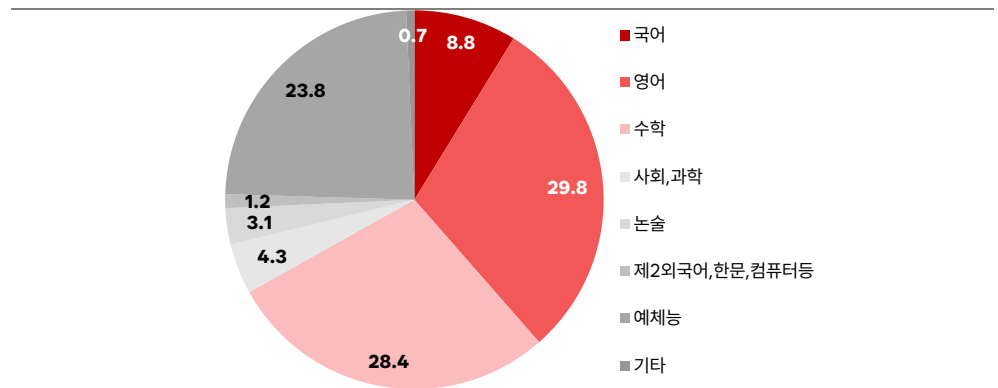
영어과목은 사교육비 지출 비중 1위. 2024년 기준 8.7조원으로 전체 사교육비 중 29.8% 비중 차지. 영어학원은 프리미엄화를 통해 시장 포지션 강화

이 가운데 영어 학원은 사교육 시장에서 핵심적인 위치를 차지하고 있다. 대학입시에서의 중요성과 조기교육 열풍에 힘입어 영어 과목은 매년 사교육비 지출 비중 1위를 기록해왔다. 실제로 2024년 기준 전체 사교육비(29조원) 중 29.8%에 해당하는 8.7조원이 영어 사교육비로 집계되어, 두 번째로 큰 수학 부문(8.3조원)을 앞질렀다. 이는 영어가 여전히 가장 큰 사교육 영역임을 나타낸다. 이러한 영어 사교육 시장에는 대형 프랜차이즈 어학원부터 지역 소규모 학원까지 다양한 사업자가 존재하지만, 상위권 학부모들과 학생들 사이에서는 프리미엄 영어학원에 대한 선호가 두드러진다. 상위권 수요를 겨냥한 유명 어학원들은 입학 시험을 거쳐 우수한 학생들만 선발하고 엄선된 커리큘럼을 제공하는 등 프리미엄 교육 서비스로서 브랜드 입지를 구축해왔다. 이와 같은 어학원으로는 대치동 영어학원 Big 3인 ILE, PEA, 렉스킴이 있다. 이 외 정상어학원(정상제이엘에스)과 청담어학원, 최선어학원, 리틀팍스 등은 가맹점 확대를 통해 대형화하고 있다. 대치동 등 교육특구에서 시작된 이러한 명문 어학원들은 이후 가맹점 확장과 함께 전국적으로 프리미엄 이미지를 갖추며, 일반 학원 대비 높은 수강료와 충성도 높은 고객층을 확보하고 있다.

한편, 학부모들의 교육 투자 양극화에 따라 고가의 프리미엄 교육 시장도 성장하고 있다. 상위 소득계층이 밀집한 지역에서는 유아 단계부터 비용이 매우 높은 프로그램들이 등장하여도 꾸준히 수요를 끌어 모은다. 대표적으로 유치원 연령 대상의 영어유치원이나 유아 전문 학원들이 강남권을 중심으로 성행하고 있다. 서울 강남·서초구에는 유아 대상 학원이 65개 밀집해 있어 타 자치구(평균 19개)에 비해 압도적으로 높다. 하루 반일 이상 영어로 진행되는 이른바 영어

유치원의 월평균 수강료는 2025년 약 143만 원으로, 2020년(약 106만원) 대비 35% 상승했다. 이는 영유아 대상의 최상위 사교육 시장에서도 고가 프리미엄 전략이 통하고 있고, 관련 산업이 성장하고 있음을 보여준다.

과목별 사교육비 비중



주: 2024년 기준, 자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

2015년부터 2024년까지 1인당 월평균 사교육비 증가 중(2020년 제외). 상위권 경쟁과 1인당 투자 확대, 돌봄 기능이 사교육비 수요 지탱

한국 사교육 수요의 한 특징은 학령인구 감소에도 상위권을 중심으로 한 강한 수요가 지속되고 있다는 점이다. 출생아 감소로 초·중·고 학생 수는 줄고 있으나, 학생 1인당 지출은 오히려 늘어나는 역성장 현상이 두드러진다. 통계에 따르면 2017년 약 573만 명이던 초·중·고 학생 수가 2024년 513만 명으로 10.5% 감소했지만, 같은 기간 사교육비 총액은 앞서 언급한 바와 같이 18.7조 원에서 29.2조 원으로 56.1% 급증했다. 이에 따라 학생 1인당 월평균 사교육비는 코로나 때인 2020년을 제외하고는 2015년부터 2024년까지 증가하고 있다. 사교육비 ARPU(Average Revenue Per User)가 높아지고 있는 것이다.

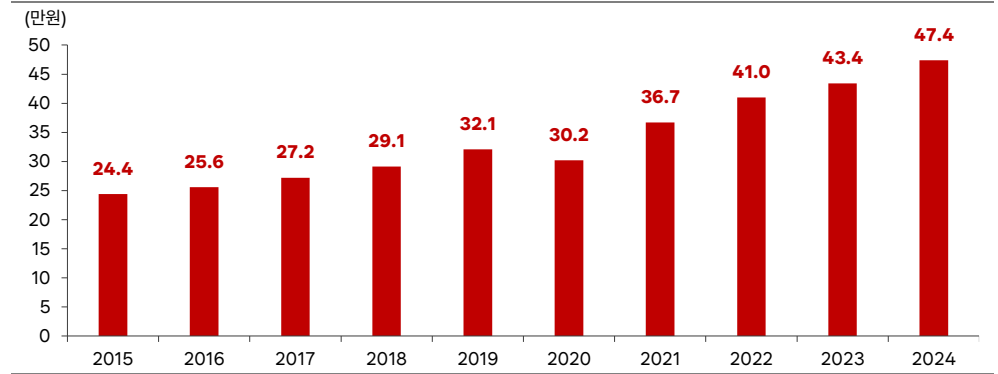
특히, 상위권 학생과 학부모를 중심으로 한 지출 증가도 두드러진다. 성적이 우수하거나 상위학교 진학을 노리는 학생일수록 사교육에 더 많이 의존하는 구조인데, 통계에 의하면 자율형사립고·과학고·외고 등 특목고 진학 희망 중학생의 사교육 참여율은 90%에 달한다. 또 고등학생을 성적 그룹으로 나누어 보면, 성적 상위 10% 이내 학생의 월평균 사교육비 지출은 66.5만원(2024년 기준)으로 하위 20% 학생의 지출(37만원)을 크게 상회했다. 상위권일수록 사교육 참여율(76.6%)도 가장 높게 나타났다. 이는 최상위 성적대를 유지하기 위한 추가적 사교육 투자가 필수처럼 여겨지고, 상위권 학생들이 과도한 경쟁 환경 속에서 앞서나가기 위해 사교육을 활용하는 현실을 보여준다.

교육비 증가의 구조적 요인 중 하나로 자녀 1인당 교육열 집중도 거론된다. 한 가정당 자녀 수가 줄고 있지만, 1인당 지출이 커지는 것이다. 예를 들어 과거 형제자매 2~3명이 분산 수강하던 여러 학원들을 이제는 외동 또는 자녀 1명을 위해 동시에 다니게 하면서 총지출은 비슷하거나 오히려 늘기도 했다.

또 사교육의 일종의 돌봄 기능 역시 수요를 떠받치는 요소이다. 초등학생의 사교육 참여율은 87.7%로 가장 높는데, 이는 방과 후 돌봄 공백을 학원이 메워주는 측면도 있기 때문이다. 실제 맞벌이 부부가 많은 도시 지역일수록 초등 사교육 참여율이 높게 나타난다. 반면 정부가 학교에서 제공하는 방과후학교나 늘봄학교 프로그램 참여율은 36.8%에 그쳐, 상당수 학부모는 여전히 공교육보다는 민간 학원을 선택하고 있음을 알 수 있다.

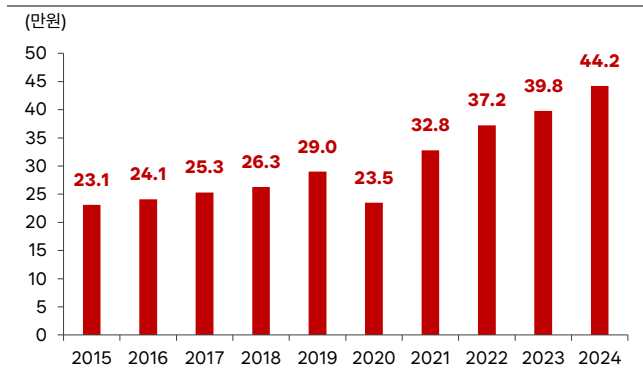
결론적으로, 상위권 경쟁과 1인당 투자 확대, 돌봄 기능이 한국 사교육 수요 구조를 지탱하고 있다.

1인당 사교육비 추이



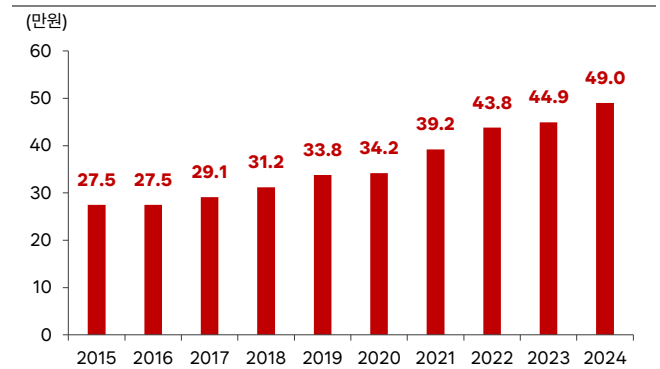
자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

초등학생 1인당 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

중학생 1인당 사교육비 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

2018년 수능영역 절대평가 전환 후 조기영어 전문영어 수요로 형태를 바꾸어 영어 사교육비 증가

정부는 사교육비 부담을 줄이기 위해 여러 정책적 개입을 시도해왔으며, 이러한 정책 변화는 사교육 업계에 기회와 리스크 요인으로 작용한다. 영어 과목에서는 2018년 시행된 수능 영어 절대평가 전환이 이에 해당했다.

2018학년도 대학수학능력시험부터 영어 영역이 기존의 상대평가(등수에 따른 등급)에서 절대평가(점수 기준 등급)로 바뀌었다. 도입 목표는 '학생들의 부담 완화와 사교육 경감'이었지만, 현실에서는 사교육 감소 효과가 크지 않았던 것으로 평가된다. 현재도 영어는 전체 사교육비 지출에서 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 절대평가 도입 후에도 특목·상위권 학생들은 여전히 영어 사교육을 받고 있다. 그 이유 중 하나는 시험 난이도의 불확실성 때문이다. 절대평가라고 해도 매년 출제 난이도에 따라 1등급 비율이 변동성이 크다. 실제로 1등급 컷이 90점으로 고정되었지만, 올해에도 1등급 비율이 3.11%까지 떨어져 상대평가 때보다 좁은 문이 되었다. 이러한 상황에서 상위권 학생들은 등급 안전판 확보를 위해 사교육에 의존할 수밖에 없다. 또한 영어 절대평가 도입 영향으로, 수능 영어 부담이 다소 줄자 수학 등 다른 과목 사교육에 투자하거나, 영어를 초·중등 때 완료하려는 추세가 생겼다. 즉, 영어 절대평가는 사교육 산업에 큰 타격을 주진 못했고, 오히려 조기영어·전문영어 수요가 형태를 바꾸어 지속되는 결과를 낳았다.

주요 트렌드: 에듀테크 성장

교육산업에서도 기술 혁신의 영향력이 갈수록 커지고 있다. 한국은 IT 인프라가 우수하고 국민들의 기술 수용도가 높아, 에듀테크(EduTech) 성장에 유리한 환경으로 평가된다.

온라인 플랫폼과 AI 보조학습의 부상은 사교육의 형태를 다양화하고 있다. 2020년 팬데믹으로 대면 수업이 어려워졌을 때, 대형 학원들은 앞다투어 화상강의, 온라인 자습 시스템 등을 도입하며 위기를 돌파했다. 이를 계기로 대형학원들은 블렌디드 러닝(blended learning), 즉 오프라인 수업과 온라인 학습 병행이 표준 모델로 자리잡았다. 학생들은 방과 후 학원에서 수업을 듣고, 집에서는 학원에서 제공한 앱이나 EBS 인터넷 강의를 통해 복습하는 식으로 온·오프 병행 학습을 하고 있다.

AI 기술의 접목도 미래 교육 트렌드의 핵심이다. 최근 ChatGPT 등 생성형 AI의 등장으로 교육 현장에도 큰 변화 조짐이 나타났다. AI 튜터, AI 문제추천 시스템 등은 학생 개인의 학습 데이터를 분석해 맞춤형 피드백을 제공함으로써 개별학습 강화를 도모한다. 영어 교육 모바일 애플리케이션 '산타'를 개발한 퀴드 등 일부 스타트업은 이러한 AI 튜터링으로 큰 성공을 거두었고, 대형 교육기업들도 AI 도입에 적극적이다. 메가스터디교육은 AI 기반 학습 솔루션에 투자하고 있고, 초등 학습지 업체들도 AI를 활용한 스마트 학습기기를 출시하고 있다. 정부 차원에서도 AI 교육 시범사업을 벌이고 교원 연수를 통해 AI 활용법을 확산시키려 하고 있다. 이러한 움직임에 대비하여 사교육 업체들은 AI와 강사의 역할 분담을 고민하고 있다. 예를 들어 단순 문제풀이나 반복학습은 AI 앱이 맡고, 오프라인 강사는 고차원 개념설명과 동기부여에 집중하는 식의 모델이 모색되고 있다. 그러나 현재까지는 보조적 활용 수준으로, 완전한 AI 개별교사가 인간 강사를 대체하는 단계는 아니다. 아직까지 전통 오프라인 학원은 강의력과 관리 노하우가 여전히 경쟁력의 핵심이다. 하지만 향후 5~10년을 내다보면, 디지털 네이티브 세대 학부모들은 에듀테크에 대한 거부감이 적고 오히려 선호할 것이기에, 학원들도 디지털 플랫폼 전략을 병행할 필요성이 크다.



투자포인트

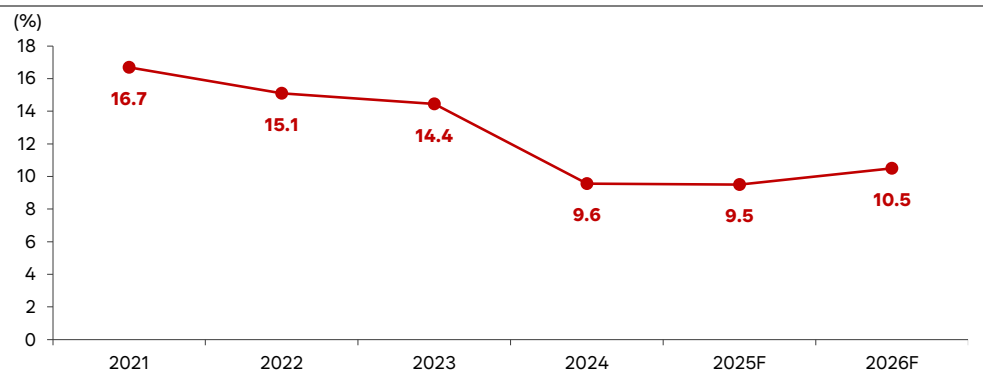
수익성 개선 기대

투자포인트1. 수익성 개선 기대

정상제이엘에스의 첫번째 투자포인트는 수익성 개선 기대이다.

온라인 매출 증가 효과로 2021년 16.7%까지 상승했던 정상제이엘에스의 영업이익률은 2022년 이후 지속적으로 하락하고 있다. 특히, 2024년 영업이익률은 9.6%로 전년 대비 4.8%p 급락했다. 2025년 3분기 누적 영업이익률은 10.1%로 전년동기 대비 1.1%p 하락했다.

정상제이엘에스의 영업이익률 추이 및 전망



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 이후 영업이익률

지속적으로 하락.

주요인은 1) 학령인구 감소에 따른

매출 성장률 둔화와

2) 고정비 증가

이와 같은 영업이익률 하락의 주 요인은 1) 학령인구 감소에 따른 매출 성장률 둔화와 2) 고정비 증가이다.

최근 학령인구 감소가 가팔라지고 있다. 2015년 756만명이었던 학령인구는 2025년 593만명으로 2015년 대비 21.5% 감소한 것으로 추계된다. 이후 감소 속도는 더욱 빨라져, 2030년에는 474만명으로, 2035년에는 378만명으로 각각 2025년 대비 20.0%, 34.8% 감소할 것으로 추계된다. 특히, 최근에는 초등학교 감소가 본격화되기 시작했다.

정상제이엘에스의 주요 고객층은 초·중등생이다. 향후 10년간 초등학생과 중학생을 중심으로 학령인구가 감소함에 따라 동사의 매출 성장 폭은 제한적일 수 있으며, 감소할 개연성도 크다. 2021년 기저효과와 팬데믹 이후 사교육 수요 증가로 19.1% 증가했던 동사의 매출액은 2022년 이후 성장률이 둔화되었고, 2024년에는 6.6% 역성장하며 매출액 1,058억원으로 기록했다. 2025년에도 3분기 누적 매출액이 780억원으로 전년 동기대비 3.7% 감소했다.

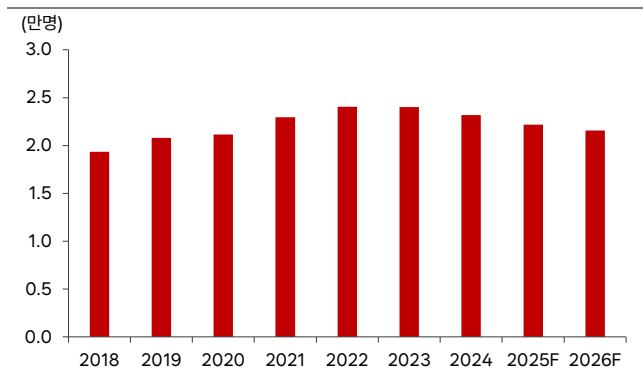
이와 같은 학령인구 감소에 따른 매출액 감소는 영업레버리지의 부정적 작용을 야기했다.

고정비 증가도 정상제이엘에스의 영업이익률 하락의 주요인이다. 동사는 통상적으로 발생한 매출의 40%를 강사비로, 10~15%를 직원 급여로 지급한다. 또한 건물 임대료 및 관리비로 매출액의 10~15%를, 셔틀버스가 8%~15%를 차지

했다.

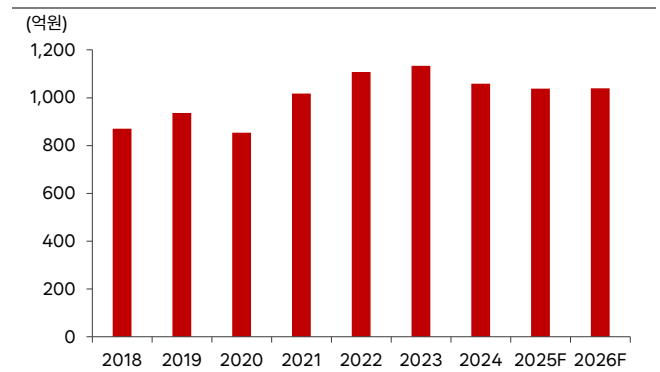
그러나 셔틀버스비와 관련된 비용이 급증했다. 이는 1) 2018년 도로교통법 개정으로 학원 차량도 '어린이 통학버스'로 포함되고, 2) 노란색 통학버스 의무화와 3) 탑승 보호자(안전관리 요원) 의무화가 됐으며, 4) 운전자 요건도 강화되었다. 이와 같은 학원버스 관련 규제 강화로 고정비 구조가 상향되었다. 도로교통법 개정은 2018년에 이뤄졌으나, 유예기간이 부여되어 2020년 전후해서 실질적으로 전면 적용되었다. 또한, 정부가 2035년까지 내연기관 신차 판매 중단 및 무배출차 중심으로 전화하는 것을 목표로 추진하는 정책도 간접적으로 셔틀버스비 관련 비용 증가 요인이 되고 있다. 정부는 관광 및 여행용, 통학버스 등 사업용 차량 전환을 유도하고 있다. 전기차가 비싼 상황에는 이는 셔틀버스 운전자들에게 부담요인으로, 셔틀버스 사업자의 업종전환으로까지 이어질 수 있다. 다만, 이는 현실적인 전환 유예와 지원책이 병행되고 있어서 단기적보다는 중장기적으로 영향을 끼칠 수 있다.

정상제이엘에스 재원생 수 추이



주: 직영 기준, 자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스 매출액 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

내년 영업이익률 1.0%p 개선

- 전망. 1) 셔틀버스비 유료화,**
2) 비용 효율화,
3) 시장 재편에 기인

하지만 당사는 올해 정상제이엘에스의 영업이익률이 10.5%로 전년 대비 1.0%p 개선될 것으로 전망한다. 이는 1) 셔틀버스비 유료화와 2) 고강도 비용 효율화 및 운영 최적화 정책, 3) 시장 재편에 따른 대형 학원의 반사이익에 기인한다.

정상제이엘에스는 작년 11월부터 셔틀버스비를 유료화했다. 월/수/금 반 학생의 경우에는 1달에 3만원, 화/목 반은 2만원씩 받기 시작했다. 이로 인해 직영학원의 셔틀버스 관련 매출액은 월 2억원이 조금 안되며, 관련 비용은 5천만원이 발생하고 있다. 셔틀버스 관련 이익은 월 1.5억원 발생하고 있으며, 이를 통해 관련된 손실을 일부 보존하게 되었다. 연간 전체로는 영업이익이 18억원 더해지는 구조로, 2024년~2025년 영업이익이 약 100억원 수준 나오는 상황에서 이는 영업이익을 약 20% 정도 증가시킬 수 있는 규모이다.

동사는 학령인구 감소라는 정해진 미래에 대응하기 위해 단순히 매출을 늘리는 것이 아니라, 내부 비용 구조를 혁신적으로 개선하여 마진율을 높이기 위한 전략을 취하고 있다. 이를 위해 동사는 1) 인력 운영의 효율화를 추진하고, 2) 부실 분원의 구조조정(부실 직영 분원을 프랜차이즈로 전환 등)과 3) 비핵심 자산을 매각을 통해 추가적인 이익원을 확보하고 있다.

정상제이엘에스는 시장 재편 과정에서 구조적인 반사이익을 누릴 수 있는 사업자로 판단된다. 학령인구 감소로 인해 외형 성장 여력이 제한된 가운데, 인건비·온라인 콘텐츠 구축비·서버비 운영비 등 고정비 부담이 확대되면서 개인 및 소형 학원의 사업 지속 가능성은 약화되고 있다. 특히 교육청의 '적정 수강료' 가이드라인이 사실상 수강료 상한제로 작용하면서 비용 상승을 가격에 전가하기 어려운 소형 학원들의 수익성은 빠르게 훼손되고 있다. 이로 인해 경영난에 따른 폐원이 증가하고 있으며, 수요 기반과 커리큘럼 경쟁력을 확보한 대형 학원 중심으로 수요가 재편되는 구조적 변화가 진행 중이다. 이러한 환경은 정상제이엘에스와 같은 대형 학원에 상대적으로 우호적인 시장 여건을 조성하고 있다. 시장 재편 과정에서 학생 수가 대형 학원으로 집중될수록 정상제이엘에스는 고정비 레버리지 효과와 경쟁 완화에 따른 비용 효율화로 영업이익률 개선이 가능하다.

또한 동사는 일부 강좌의 수강료를 2년 주기로 인상해 왔다. 2023년 12월에는 평균 약 3% 수준의 수강료 인상을 단행한 바 있다. 이러한 가격 정책을 감안할 때, 올해 연말에도 추가적인 수강료 인상 가능성이 존재하며, 이는 마진 개선을 통한 수익성 제고에 긍정적으로 작용할 전망이다.

꾸준한 주주환원 정책

투자포인트2. 꾸준한 주주환원 정책

정상제이엘에스의 두번째 투자포인트는 꾸준한 주주환원 정책이다.

정상제이엘에스는 상장 이후 일관된 주주환원 정책을 지속해 온 기업이다. 상장 초기인 2010~2012년, 당기순이익이 견조하게 창출되던 시기에는 자기주식 매입 및 이익소각을 중심으로 한 주주가치 제고 전략을 실행했으며, 이후에는 고배당 기초를 유지하며 주주 친화적 정책을 견지하고 있다.

구체적으로 동사는 2010년 자기주식 총 42만 주를 3월과 12월 두 차례에 걸쳐 소각했으며, 2011년에는 62만 주를 6월과 9월, 2012년에는 24만 주를 5월에 각각 이익소각했다. 2010~2012년 기간의 자사주 매입 및 소각은 주당 가치 제고에 실질적으로 기여한 것으로 판단된다.

2012년 이후에는 DPS(Dividend Per Share) 기준의 배당정책을 채택하고 있다. 해당 정책은 이익이 감소하더라도 DPS를 전년 수준으로 유지하고, 이익 증가 시 DPS를 상향 조정하는 구조다. 학령인구 감소 및 정부의 외국어고 체제 개편 영향으로 학원 학생 수가 감소하면서, 동사의 당기순이익은 2012년 이후 2020년까지 2012년 수준을 하회했다. 이 과정에서 순이익 변동성이 확대되었음에도 불구하고, 배당성향이 100%를 상회하는 국면에서도 배당을 유지하며 주주환원 기초를 훼손하지 않았다.

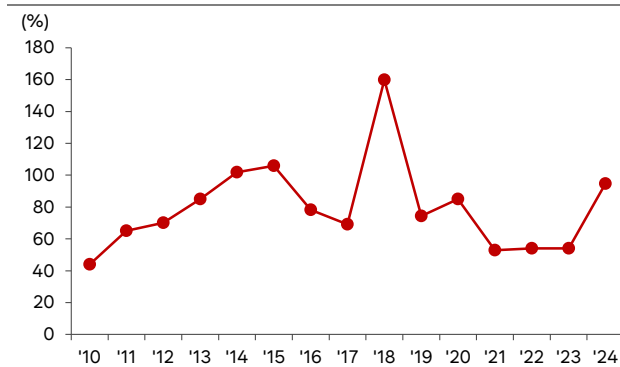
특히 2024년에는 당기순이익이 전년 대비 42.9% 감소했음에도 불구하고, 배당성향을 94.6%까지 확대하며 DPS를 전년과 동일한 530원으로 유지했다. 2025년에도 이익 감소가 예상되는 상황이나, DPS 530원 이상을 유지할 계획이다.

이러한 정책의 결과로 정상제이엘에스의 배당수익률은 장기간 5~8% 수준을 기록해 왔으며, 현재 시장에서는 대표적인 고배당주로 인식되고 있다.

한편, 이익 감소 폭이 컸던 2013년(당기순이익 648억원, -28% YoY)부터는 차등 배당 정책을 도입했다. 일반주주가 주당 420~430원의 배당을 수령하는 동안, 최대주주의 주당 배당금은 300원으로 낮게 책정되었다. 이후 2021년 당기순이익이 전년 대비 103% 증가하며 실적이 큰 폭으로 개선되자, 일반주주의 주당 배당금은 530원으로 상향되었고, 동 시점에 처음으로 최대주주의 주당 배당금도 400원으로 인상되었다.

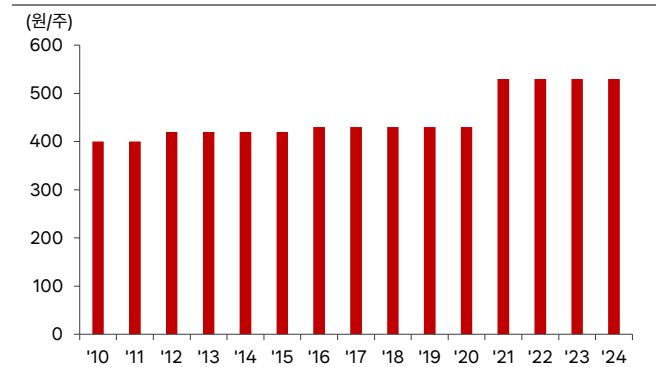
당사는 2025년 정상제이엘에스의 DPS를 530원으로 예상한다. 이는 1월 30일 기준 주가 5,810원 대비 배당수익률 9.1%에 해당하며, 실적 변동성에도 불구하고 안정적인 현금 환원 매력을 제공할 것으로 판단된다.

정상제이엘에스 현금 배당 성향 추이



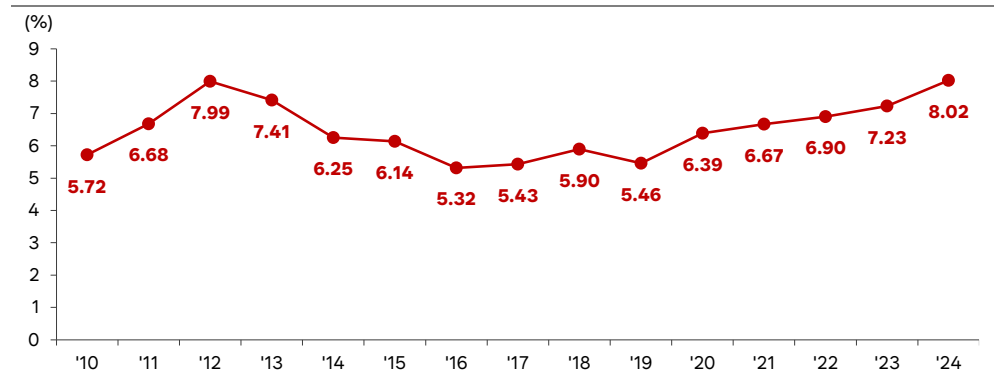
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스 주당 배당금 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스의 현금 배당 수익률 추이



자료: 정상제이엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망
2024년 실적 Review

2024년 매출액
1,058억원(-6.6%YoY),
영업이익
101억원(-38.2%YoY) 기록

정상제이엘에스의 2024년 매출액은 1,058억원 전년 대비 6.6% 감소했다.

매출액의 24.6%(2024년 기준)을 차지하는 ACE(중학생, 오프라인)는 전년대비 2.5% 증가한 260억원을 기록했으나, CHESS(초등학생, 오프라인)가 368억원으로 전년대비 9.6% 감소하며 전체 매출액 감소를 이끌었다. 온라인과 교재 매출액도 168억원과 162억원으로 각각 전년대비 7.5%, 5.7% 감소했다. 직영 학원 평균 학생수는 2.3만명으로 전년도 대비 3.5% 감소했고, 프랜차이즈 학원 평균 학생수는 2.5만명으로 5.3% 감소했다.

동사의 영업이익은 101억원으로 전년 대비 38.2% 감소했다. 영업이익률은 9.6%로 2023년 대비 4.8%p 급락했다. 동사의 영업이익률은 2021년 16.7%를 기록한 이후 지속적으로 하락세를 보였다. 정상제이엘에스의 2021년 이후 영업이익률 하락은 학생 수 회복 지연 속에서 인건비·셔틀버스비 등 고정비용 비용이 구조적으로 확대된 데 기인하며, 수강료 인상 제한으로 비용 전가가 어려웠던 점이 복합적으로 작용했다.

2024년 동사의 지배주주지분 당기순이익은 76억원으로 전년대비 42.8% 감소했다.

2025년 실적 전망

2025년 매출액
1,039억원(-1.9%YoY),
영업이익 99억원(-2.5%YoY)로
예상

당사는 정상제이엘에스의 2025년 매출액을 1,039억원(-1.9%YoY), 영업이익을 99억원(-2.5%YoY), 영업이익률을 9.5%(-0.1%pYoY)로 추정한다.

저출산 여파에 따른 초등학생 급감 현상이 이어지며, CHESS 매출액은 감소세가 이어지면 전년대비 6.9% 감소한 343억원으로 예상된다. 2025년 1~9월까지 월간 평균 CHESS(직영 기준) 학생수 1.36만명으로 전년 동기 대비 7.8% 감소했다. 반면, ACE 매출액은 수강료 인상 효과로 인해 전년대비 5.4% 증가한 274억원을 기록할 것으로 추정된다. 당사는 초등학생 급감 현상에 대응하여 중학생 재원생을 늘리기 위해 내신 프로그램을 강화하고 있다. 이에 동사의 월간평균 ACE(직영 기준, 2025년 1~9월 기준) 학생수는 8,152명으로, 전년 동기와 비슷한 수준(0.2% 감소)을 기록했다.

2025년 분기별 매출액을 보면, 1~3분기 동안 매출액은 전년 동기 대비 각각 5.3%, 3.0%, 2.6% 감소했다. 2025년 4분기 매출액은 259억원으로 1) 작년 11월부터의 셔틀버스 유료화와 2) 기저효과에 의해 전년 동기 대비 4.2% 증가했을 것으로 추정한다.

동사의 영업이익률은 전년도와 비슷한 수준을 유지할 것으로 추정된다. 매출액이 감소하면서 영업 레버리지 역효과가 이어졌으나, 제작년 일부 수강료 인상 효과와 셔틀버스비 인상 효과가 반영되면서 영업이익률 하락 폭은 0.1%p에 그칠 것으로 예상된다.

참고로, 2025년 3분기 누적 매출액은 780억원(-3.7%YoY), 영업이익은 79억원(-13.5%YoY), 영업이익률은 10.1%(-1.1%pYoY)를 기록했다.

2026년 실적 전망

2026년 매출액
1,040억원(+0.1%YoY),
영업이익 109억원(+10.7%YoY)
예상

당사는 정상제이엘에스의 2026년 매출액을 1,040억원(+0.1%YoY), 영업이익을 109억원(+10.7%YoY), 영업이익률을 10.5%(+1.0%pYoY)로 추정한다.

동사의 매출액은 2025년도와 비슷한 수준을 유지할 것으로 추정한다. 초등학생을 중심으로 학령인구 감소가 지속되고 있다는 점은 동사에게 환경적으로 불리하게 작용할 전망이다. 1) 시장 재편과정에서의 반사 이익과 2) 매출 확대를 위한 노력(프랜차이즈 확대, 수학 수업 확대, 중등 내신 강화)으로 인해 전년도 매출액은 유지 가능할 전망이다.

정상제이엘에스의 영업이익은 전년 대비 10.7% 증가할 것으로 예상된다. 셔틀버스 운영의 유료화로 고정비 부담이 완화되는 가운데, 인력 및 운영 전반에 대한 비용 효율화 정책이 지속되고 있다. 여기에 소형 학원 퇴출에 따른 시장 재편이 진행되면서 대형 학원 중심의 수요 집중이 나타나고 있어, 영업이익 개선을 뒷받침할 것으로 판단된다.

실적 전망

(단위: 억원, %)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,108	1,134	1,058	1,039	1,040
CHES	397	407	368	343	327
ACE	248	254	260	274	291
정상수학	11	11	12	14	17
온라인	176	181	168	163	156
교재	182	172	162	159	152
FC	38	39	37	37	39
기타	57	69	51	48	57
영업이익	167	164	101	99	109
당기순이익	133	133	76	74	81
%YoY					
매출액	89	2.3	-6.6	-1.9	0.1
영업이익	-15	-21	-38.2	-2.5	10.7
당기순이익	-24	0.1	-42.9	-2.8	9.6
영업이익률	15.1	14.4	9.6	9.5	10.5
당기순이익률	12.0	11.7	7.2	7.1	7.8

자료: 한국IR협의회 리서치센터

분기별 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
매출액	283	260	267	248	268	252	260
CHESS	92	93	95	88	87	88	91
ACE	73	63	63	61	75	65	65
정상수학	3	3	3	3	4	3	4
온라인	42	43	42	41	39	41	41
교재	45	39	40	38	42	37	38
FC	9	9	10	9	10	10	9
기타	19	9	13	9	12	8	12
영업이익	37	28	26	10	30	23	26
당기순이익	31	17	21	7	26	18	21
%YoY							
매출액	-3.7	-8.7	-6.2	-8.1	-5.3	-3.0	-2.6
영업이익	-28.3	-37.8	-38.7	-59.0	-20.4	-15.6	-1.3
당기순이익	-27.3	-53.2	-36.3	-67.0	-15.7	10.4	-1.3
영업이익률	13.2	10.6	9.7	4.1	11.1	9.3	9.9
당기순이익률	11.0	6.4	8.0	2.9	9.7	7.2	8.1

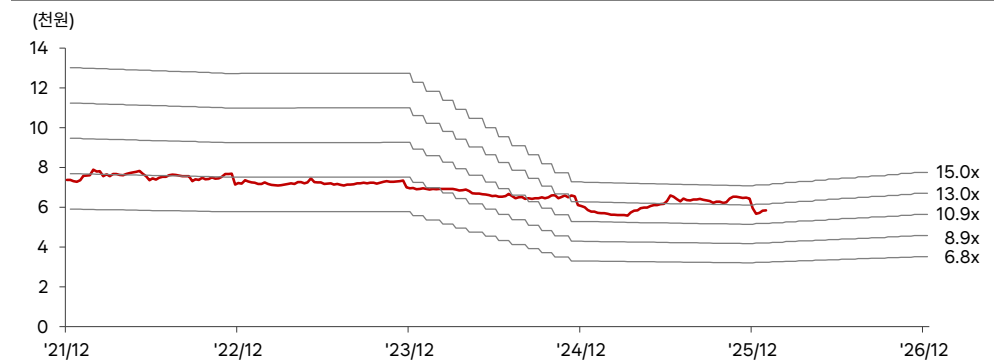
자료: 정상제이엘에스, 한국IR협의회 리서치센터

Valuation

정상제이엘에스의 2026년 PBR은 1.1배로 역사적 하단 수준

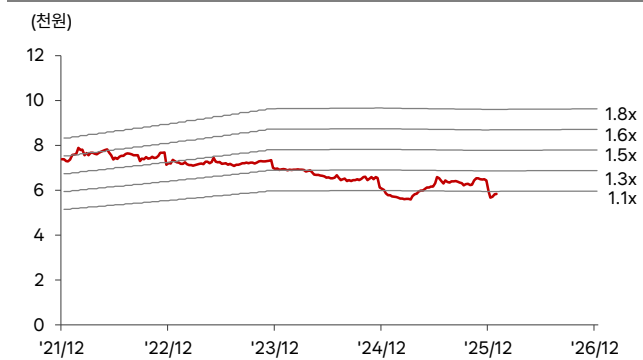
현재 정상제이엘에스의 2025년 및 2026년 예상 PER은 각각 12.7배, 11.2배다. 최근 6개년(2021~2026년) 동안 동사의 주가는 PER 기준 6.8배~14.7배 범위에서 형성되어 왔으며, 동기간 평균 PER은 9.7배였다. 이를 감안할 때, 현재 주가는 역사적 밸류에이션 밴드 기준 중상단에 위치해 있는 것으로 판단된다. 그러나 PSR, PBR 측면에서 동사의 주가는 밸류에이션 하단에 있다. 최근 6개년간 동사의 주가는 PSR 0.8배에서 1.3배에서 움직였는데, 현재 동사의 2026년 PSR은 0.9배이다. 또한 같은 기간 동사의 주가는 PBR 1.0배에서 1.8배에서 움직였으며, 현재 동사의 2026년 PBR은 1.1배이다.

정상제이엘에스의 PER Band



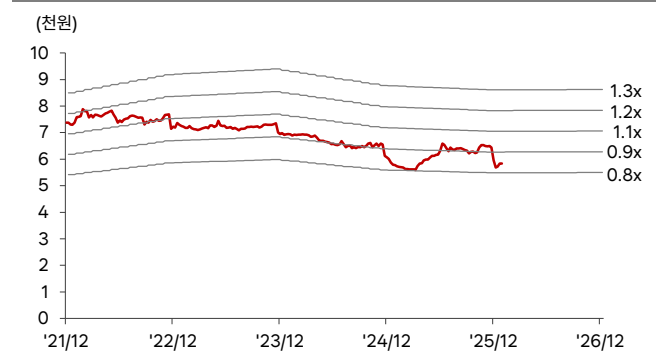
자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

정상제이엘에스 PSR Band



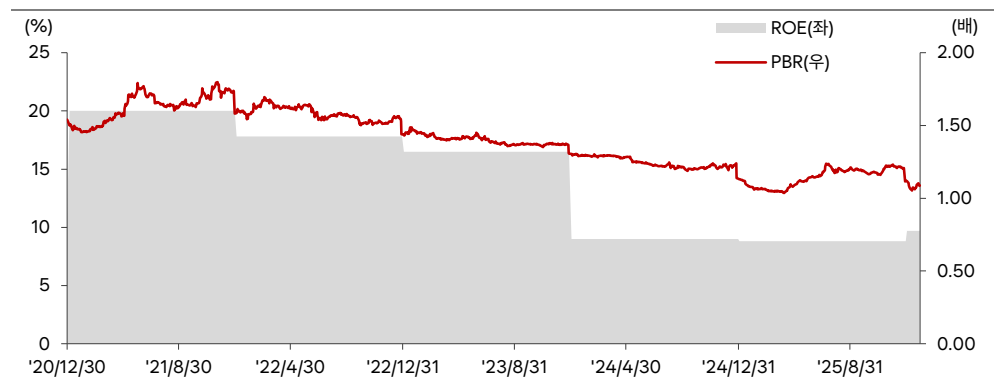
자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

2026년에는 수익성 개선으로 주가 반등 기회 모색할 전망. 본격적 상승 위해선 매출 증가 필요

정상제이엘에스의 PER이 역사적 추이에서 상단에 있고, PBR 및 PSR이 낮은 이유는 최근 수익성이 악화되었기 때문이다. 2021년 20%였던 정상제이엘에스의 ROE는 2022년과 2023년 17.8%, 16.5%로 낮아지다가 2024년에 9%까지 급락했다. 이와 같은 수익성이 악화된 요인은 학령인구 감소로 매출액 성장률이 둔화되거나 역성장하는 가운데, 고정비 부담이 증가했기 때문이다. 이와 같은 영향은 2025년까지 이어졌을 것으로 예상된다. 그러나 올해 동사의 ROE는 9.7%로 2025년 대비 0.9%p 개선될 것으로 예상된다. 이에 따라 정상제이엘에스의 주가는 반등의 기회를 모색할 것으로 전망되나, 본격적인 상승을 위해서는 매출 증가가 필요하다.

동사는 중장기적인 매출 성장 동력 확보를 위해 오픈형 교육 플랫폼 '플루언시(Fluency)'를 중심으로 한 플랫폼 사업을 추진하고 있다. '플루언시'는 기존의 일방적인 비디오 전송 방식을 넘어, 실시간 상호작용이 가능한 라이브 클래스와 통합 교육 정보를 제공하는 플랫폼을 지향하고 있다. 현재는 4~5만명의 재원생 위주로 무료 버전을 운영 중이나, 궁극적으로는 학원 비재원생들도 들어와 콘텐츠를 이용할 수 있는 완전 오픈형 플랫폼을 목표로 한다. 과목도 영어 뿐만 아니라 수학, 과학, 입시정보 등 교육 전반에 걸친 콘텐츠를 담을 예정이다. 최근에는 서울대 기술지주사 (주)애플티마이저와 협업해 '비전 캠프'와 '보카 포레스트'(게임형 단어 학습 프로그램)를 진행하고 있으며, 유학 연계 서비스도 제공하고 있다. 작년 사모투자펀드를 통해 지분 투자한 타임교육과의 협업을 통해 1) 과목을 확장하고 2) 회원 기반을 확대할 계획이다. 타임교육은 미국 콘텐츠 총판 '르네상스러닝'(회원수 약 20만명)을 보유 중이다.

정상제이엘에스의 ROE와 PBR 추이



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

**2026년 PER 기준으로 비교시,
정상제이엘에스는 코스닥 지수
대비 저평가 상태, 교육
서비스업종 지수 대비 높은 상태**

동사의 현재 주가에서의 밸류에이션(2026년 실적 대비 기준)은 PER 11.2배, PSR 0.9배, PBR 1.1배이다. 코스닥 지수의 PER 29.1배, PSR 2.5배, PBR 3.4배이며, 교육 서비스 업종 지수(WICS 지수 기준)의 PER 8.7배, PSR 0.4배, PBR 0.8배이다. 정상제이엘에스는 코스닥 지수 대비 저평가 상태이나, 교육 서비스 업종 지수 대비 높은 상태이다.

정상제이엘에스는 교육업체이다. 특히, 초·중등 학생을 대상으로 영어를 가르치는 부분의 매출 비중이 높다는 점에서 크레비스와 유사하다. 크레비스는 청담어학원, THE OPEN 청담어학원, April어학원 등의 브랜드를 통해 프리미엄 영어 교육 서비스를 제공하고, CMS영재교육센터, CMS영재관을 통해 사고력 수학 및 영재 수학 교육 서비스를 제공하고 있다. 크레비스와 ROE와 PBR을 비교 시, 정상제이엘에스는 크레비스 대비 낮은 ROE를 보이고 있고, 이에 PBR도 낮은 상황이다. TTM(Twelve Trailing Months)기준으로 ROE 비교 시, 정상제이엘에스는 8.7%이고 크레비스는 32.2%로 3~4배의 차이가 난다. 2025년 9월말 자본 기준 PBR 비교 시에는 정상제이엘에스는 1.1배이며 크레비스는 2.6배이다.

정상제이엘에스와 주요 경쟁사의 재무지표 및 밸류에이션 지표 비교

		정상제이엘에스	크레버스	메가스터디교육	디지털대성
주가(원)		5,750	12,210	42,950	8,150
시가총액 (억원)		901	1,360	4,452	2,256
자산총계 (억원)	2023	1,075	2,158	9,555	2,476
	2024	1,046	1,984	8,783	3,380
	2025F	1,035		9,400	
	2026F	1,039		10,165	
자본총계 (억원)	2023	839	439	4,774	1,570
	2024	842	403	4,488	1,331
	2025F	837		5,199	
	2026F	839		5,904	
매출액 (억원)	2023	1,134	2,335	9,352	2,115
	2024	1,058	2,282	9,422	2,177
	2025F	1,039		9,262	
	2026F	1,040		9,255	
영업이익(억원)	2023	164	252	1,274	250
	2024	101	103	1,236	237
	2025F	99		1,260	
	2026F	109		1,314	
영업이익률(%)	2023	14.5	10.8	13.6	11.8
	2024	9.6	4.5	13.1	10.9
	2025F	9.5		13.6	
	2026F	10.5		14.2	
지배당기순이익(억원)	2023	133	150	946	125
	2024	76	76	462	152
	2025F	74		813	
	2026F	81		980	
ROE(%)	2023	16.5	33.6	21.1	8.0
	2024	9.1	18.0	10.0	10.5
	2025F	8.8		16.0	
	2026F	9.7		17.7	
PER(배)	2023	8.2	12.7	76	13.5
	2024	12.6	21.7	11.0	12.6
	2025F	12.7		5.49	9.9
	2026F	11.2		5.03	8.7
PBR(배)	2023	1.3	3.2	1.5	1.0
	2024	1.1	3.1	1.1	1.4
	2025F	1.1		1.0	
	2026F	1.1		0.8	
PSR(배)	2023	1.0	0.8	0.8	0.8
	2024	0.9	0.7	0.5	0.9
	2025F	0.9		0.6	0.9
	2026F	0.9		0.5	0.8
배당수익률(%)	2023	7.6	12.0	3.3	3.4
	2024	8.7	10.3	3.4	7.3

주: 주가, 시가총액은 2025년 1월 30일 기준, 정상제이엘에스 2025년, 2026년 예상치는 당사 추정치 기준, 메가스터디교육은 시장 컨센서스 기준, 크레버스와 디지털대성은 컨센서스 부재

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

리스크 요인
리스크 요인은 학령인구 감소

최근 학령인구 감소가 가팔라지고 있다. 2015년 756만명이었던 학령인구는 2025년 593만명으로 2015년 대비 21.5% 감소한 것으로 추계된다. 이후 감소 속도는 더욱 빨라져, 2030년에는 474만명으로, 2035년에는 378만명으로 각각 2025년 대비 20.0%, 34.8% 감소할 것으로 추계된다. 특히, 2015년부터 2025년까지 학령인구 감소는 유치원을 중심으로 이루어졌다면, 향후 5년간(2025년~2030년)은 초등학교가, 그 이후 5년간(2030년~2035년)은 중학교가 감소 폭이 클 전망이다. 실제, 유치원생은 2025년 82만명으로 2015년 139만명 대비 40.9% 감소했으며, 2030년 초등학생은 161만명으로 2025년 140만명 대비 31.4% 감소가 예상된다. 중학생도 2035년 77만명으로 2030년 112만명 대비 33.2% 줄어든 예상이다. 이와 같은 학령인구의 감소는 정상제이엘에스의 매출액 감소로 연결될 가능성이 높다.

이에 대응해 정상제이엘에스는 1) 교육대상 및 과목의 확장, 2) 수익구조의 효율화 및 리스크 관리, 3) 시장 재편을 통한 점유율 흡수 전략과 4) 디지털 플랫폼 구축 및 전략적 투자 전략을 펼치고 있다. 동사는 과거 초등 영업 중심에서 중등 내신 시장을 강화하고 수학 과목을 도입했다. 또한 수익구조의 효율화를 위해 셔틀버스를 유료화 하는 한편, 순수 직영점 확장을 지양하고 위탁분원(반직영)과 프랜차이즈를 중심으로 전국 인프라를 넓히고 있다. 중장기적인 성장을 위해 오픈형 플랫폼 '플루언시(Fluency)'를 구축했으며, 노티인베스트먼트를 통해 투자한 타임교육과의 협업을 통해 신규 매출원을 발굴하기 위해 노력하고 있다.

이와 같은 동사의 노력이 학령인구 감소 속에서 동사의 매출액 감소 폭을 축소하는 한편, 새로운 환경 변화에 대한 적응력을 키워줄 전망이다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,108	1,134	1,058	1,039	1,040
증가율(%)	8.9	2.3	-6.6	-1.9	0.1
매출원가	838	888	854	831	824
매출원가율(%)	75.6	78.3	80.7	80.0	79.2
매출총이익	270	246	204	208	216
매출이익률(%)	24.4	21.7	19.3	20.0	20.8
판매관리비	103	82	103	109	107
판매관리비율(%)	9.3	7.2	9.7	10.5	10.3
EBITDA	244	239	169	164	173
EBITDA 이익률(%)	22.0	21.0	16.0	15.8	16.6
증가율(%)	-0.6	-2.3	-29.1	-3.2	5.6
영업이익	167	164	101	99	109
영업이익률(%)	15.1	14.4	9.6	9.5	10.5
증가율(%)	-1.5	-2.1	-38.2	-2.5	10.7
영업외손익	-1	4	-2	-5	-6
금융수익	4	4	4	2	1
금융비용	3	1	1	1	1
기타영업외손익	-1	1	-5	-6	-6
총속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	167	168	99	94	103
증가율(%)	-3.8	0.7	-41.0	-5.2	9.7
법인세비용	34	35	23	20	22
계속사업이익	133	133	76	74	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	133	133	76	74	81
당기순이익률(%)	12.0	11.7	7.2	7.1	7.8
증가율(%)	-2.4	0.1	-42.9	-2.8	9.6
지배주주지분 순이익	133	133	76	74	81

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	225	201	126	124	141
당기순이익	133	133	76	74	81
유형자산 상각비	69	69	66	65	64
무형자산 상각비	8	6	2	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-4	-32	-33	-13	-4
기타	19	25	15	-2	0
투자활동으로인한현금흐름	13	-39	-93	-81	-60
투자자산의 감소(증가)	0	0	1	-113	-0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-58	-18	-62	-40	-60
기타	71	-21	-32	72	0
재무활동으로인한현금흐름	-297	-119	-110	-72	-78
차입금의 증가(감소)	-184	0	-1	1	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-72	-72	-72	-72	-79
기타	-41	-47	-37	-1	-1
기타현금흐름	-0	1	0	0	0
현금의증가(감소)	-59	45	-77	-28	3
기초현금	133	74	119	42	14
기말현금	74	119	42	14	17

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	151	219	179	80	88
현금성자산	74	119	42	14	17
단기투자자산	16	35	73	2	2
매출채권	32	41	37	37	37
재고자산	24	18	20	20	20
기타유동자산	5	7	7	6	11
비유동자산	846	855	867	955	952
유형자산	515	528	538	513	509
무형자산	22	16	9	9	9
투자자산	91	92	87	201	201
기타비유동자산	218	219	233	232	233
자산총계	997	1,075	1,046	1,035	1,039
유동부채	182	186	165	162	162
단기차입금	1	1	0	4	4
매입채무	3	3	4	4	4
기타유동부채	178	182	161	154	154
비유동부채	37	49	39	36	38
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	37	49	39	36	38
부채총계	219	235	204	198	200
자배주주지분	778	839	842	837	839
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	297	297	297	297	297
자본조정 등	-90	-90	-90	-90	-90
기타포괄이익누계액	-17	-16	-18	-18	-18
이익잉여금	503	565	569	564	565
자본총계	778	839	842	837	839

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
P/E(배)	8.4	8.2	12.6	12.7	11.2
P/B(배)	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
P/S(배)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.4	4.2	5.3	6.0	5.5
배당수익률(%)	7.4	7.6	8.7	8.8	9.1
EPS(원)	848	849	485	472	517
BPS(원)	4,962	5,354	5,370	5,337	5,349
SPS(원)	7,067	7,231	6,751	6,624	6,633
DPS(원)	530	530	530	530	530
수익성(%)					
ROE	17.8	16.5	9.0	8.8	9.7
ROA	12.6	12.9	7.2	7.1	7.8
ROIC	29.7	28.8	16.9	16.6	18.8
안정성(%)					
유동비율	82.9	117.7	108.5	49.2	53.9
부채비율	28.2	28.0	24.2	23.7	23.9
순차입금비율	-5.8	-10.6	-7.5	4.4	4.2
이자보상배율	48.1	139.2	80.7	87.2	93.7
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	36.5	30.9	27.0	28.0	28.2
재고자산회전율	36.4	54.7	56.1	51.7	51.0

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.
※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
정상제이엘에스	X	X	X

발간 History

발간일	제목
2026.02.04	정상제이엘에스(040420)-수익성 개선 기대
2022.04.01	정상제이엘에스(040420)-적극적인 주주환원정책과 자산가치주로서의 매력

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 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 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 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 조사항목은 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '가치한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.