



BUY(Maintain)

목표주가: 240,000원(하향)

주가(1/23): 195,400원

시가총액: 42,898억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,478.61pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	475,500원	188,200원
등락률	-58.9%	3.8%
수익률	절대	상대
1M	-17.2%	-13.2%
6M	-31.4%	-27.8%
1Y	-58.9%	-58.8%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	159천주
외국인 지분율	39.6%
배당수익률(23E)	1.2%
BPS(23E)	140,066원
주요 주주	김택진 외 8인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,778.5	1,950.1
영업이익	375.2	559.0	141.5	224.8
EBITDA	468.9	664.9	254.0	340.9
세전이익	491.3	609.1	255.7	310.8
순이익	395.7	436.0	210.7	235.3
지배주주지분순이익	396.9	435.7	209.1	233.5
EPS(원)	18,078	19,847	9,524	10,635
증감률(% YoY)	-32.4	9.8	-52.0	11.7
PER(배)	35.6	22.6	25.3	18.4
PBR(배)	4.48	3.08	1.72	1.44
EV/EBITDA(배)	27.4	12.1	13.9	7.8
영업이익률(%)	16.3	21.7	8.0	11.5
ROE(%)	12.6	13.7	6.7	7.7
순차입금비율(%)	-40.9	-56.6	-57.1	-55.1

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

좁혀지지 않는 평행선



동사 목표주가를 기존 34만원에서 24만원으로 하향 조정한다. 동사가 지속가능한 성장을 보여주기 위해서는 BM, 타겟 세그먼트 및 전략적인 변화 등이 종합적으로 이루어져야 한다고 판단하며, 특히 콘솔과 블록체인 등 신규사업을 총괄하는 젊은 리더가 전면에서 나서야 실질적인 조직 내 변화를 이끌어낼 수 있다는 판단이다.

>>> 동사 목표주가 24만원으로 하향

동사 목표주가를 기존 34만원에서 24만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가 산정은 24E 지배주주지분 2,335억원에 목표 PER 22.5배를 적용한 결과이다. 동사는 최근 TL 국내 성과가 부진하면서 올해 신작에 대한 기대는 모바일 3종 수준에 머물면서 이에 따른 재무적 성과가 기존 대비 제한적으로 작용할 점을 감안할 때 타겟 멀티플은 중립 이상 수준을 적용했다고 정의할 수 있다.

>>> 주요 신작별 추정치 조정 및 결과

당사는 총매출 기준 TL 4Q23E 및 24E 매출액을 각각 79억원과 474억원으로 추정치에 적용했으며, 최근 국내 유저 반응과 글로벌 기대치에 대한 저감 등을 감안시 중립적 추정치로 정의한다. 또한 LLL 경우 타격감 등 일부 게임성 보정 필요성 등을 감안해 초기 분기 기준 1Q25E와 향후 4년간 합산 누적 판매고를 200만장으로 조정함으로써 현실적 목표를 추정치에 반영했다. 아이온2는 초기 분기 기준 2Q25E와 25E 일평균 매출을 각각 13억원과 10억원으로 추정치에 반영했다. 아이온2에 대한 재무적 판단은 현재 게임성이 공개되지 않은 상황을 감안해 기존 대비 보수적 레벨로 조정하였다. BSS와 배틀크러쉬 합산 일평균 매출을 2Q24E 7.5억원으로 추가했으며, 프로젝트 G의 일평균 매출을 4Q24E 5억원으로 반영했다. 이외 불소2 중국 출시에 따른 로열티 매출을 총매출 기준 3Q24E 일평균 5억원과 수익배분율 30%를 가정해 추정치에 반영을 개시했다.

>>> 전략에 대한 냉정한 재검토가 필요

당사는 향후 동사가 지속가능한 성장성을 보여주기 위해선 현 전략을 원점에서 재검토하는 구조적인 개편이 필요할 것으로 제시한다. 동사는 기본적으로 F2P 기반의 P2W 과금에 다소 집중하는 BM을 가져가고 있으나, 현재 게임 시장의 주요 기제가 B2P 기반의 고품질 콘솔 게임으로 무게감있게 이전하고 있다는 점을 고려할 때 현 BM 구조가 중기적으로 작동하지 않을 리스크를 염두하며, 동사의 주요 고객군이 젊은 세대에 포진된 것으로 보이지 않는 상황은 시간이 지날수록 동사 고객군의 커버리지를 약화시킬 리스크로 상존한다. 동사의 가장 큰 장점인 멀티플레이를 콘솔에 연결해 B2P 기반의 지속가능한 경제 시스템을 구축하고 이를 블록체인 기반으로 확장해 관련한 이코노미 밸류를 높일 필요가 여전히 존재함을 강조한다. 동사 4Q23E 영업이익은 TL 중심 마케팅비 증가 등으로 전분기대비 51% 감소한 81억원을 전망한다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	478.8	440.2	423.1	436.4	2,571.8	1,778.5	1,950.1
PC 게임	93.1	95.9	97.1	104.4	91.4	88.2	93.2	104.7	390.4	377.4	384.3
모바일 게임	649.4	485.7	449.8	392.1	335.6	303.5	279.8	284.8	1,977.0	1,203.7	1,353.8
콘솔 게임											2.6
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	42.3	36.3	35.3	33.3	157.0	147.2	156.8
기타	9.0	11.7	14.0	12.6	9.5	12.3	14.8	13.6	47.4	50.2	52.7
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	397.1	405.0	406.6	428.3	2,012.8	1,637.0	1,725.3
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	81.6	35.3	16.5	8.1	559.0	141.5	224.8
영업이익률(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	17.0%	8.0%	3.9%	1.8%	21.7%	8.0%	11.5%
영업외손익	-11.0	40.1	105.9	-85.0	59.7	3.8	29.7	21.0	50.0	114.2	86.0
법인세차감전순이익	233.2	163.1	250.4	-37.6	141.3	39.1	46.2	29.1	609.1	255.7	310.8
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	25.9%	41.4%	-6.9%	29.5%	8.9%	10.9%	6.7%	23.7%	14.4%	15.9%
법인세비용	64.9	44.4	68.3	-4.5	27.1	8.6	2.2	7.0	173.1	44.9	75.6
법인세율(%)	27.8%	27.2%	27.3%	11.9%	19.2%	21.9%	4.7%	24.2%	28.4%	17.6%	24.3%
당기순이익	168.3	118.7	182.1	-33.1	114.2	30.5	44.0	22.0	436.0	210.7	235.3
당기순이익률(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-6.0%	23.8%	6.9%	10.4%	5.0%	17.0%	11.8%	12.1%
지배주주지분	168.9	118.6	181.8	-33.6	113.7	29.9	43.6	21.9	435.7	209.1	233.5
비지배주주지분	-0.6	0.1	0.3	0.5	0.5	0.7	0.4	0.1	0.3	1.6	1.8

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	1,879.4	2,241.7	2,763.7	1,778.5	1,950.1	2,268.4	-5.4%	-13.0%	-17.9%
영업이익	185.1	387.9	664.0	141.5	224.8	395.1	-23.6%	-42.0%	-40.5%
영업이익률	9.8%	17.3%	24.0%	8.0%	11.5%	17.4%	-1.9%	-5.8%	-6.6%
법인세차감전순이익	298.6	489.9	768.0	255.7	310.8	483.1	-14.4%	-36.5%	-37.1%
당기순이익	234.3	365.1	566.7	210.7	235.3	360.2	-10.1%	-35.6%	-36.4%
지배주주지분	233.0	363.2	562.5	209.1	233.5	357.5	-10.2%	-35.7%	-36.4%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E
매출액	499.3	515.0	498.4	531.4	436.4	462.3	500.7	475.5	-12.6%	-10.2%	0.5%	-10.5%
영업이익	33.4	72.9	51.9	68.8	8.1	41.3	59.6	57.2	-75.9%	-43.3%	14.9%	-16.9%
영업이익률	6.7%	14.2%	10.4%	13.0%	1.8%	8.9%	11.9%	12.0%	-4.9%	-5.2%	1.5%	-0.9%
법인세차감전순이익	58.4	98.4	77.4	94.3	29.1	62.8	81.1	78.7	-50.3%	-36.2%	4.8%	-16.6%
당기순이익	44.3	73.3	57.7	70.3	22.0	47.5	61.4	59.6	-50.3%	-35.2%	6.4%	-15.3%
지배주주지분	44.2	73.0	57.4	69.9	21.9	47.2	60.9	59.1	-50.4%	-35.3%	6.2%	-15.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,308.8	2,571.8	1,778.5	1,950.1	2,268.4
매출원가	1.9	5.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,307.0	2,566.8	1,778.5	1,950.1	2,268.4
판매비	1,931.7	2,007.8	1,637.0	1,725.3	1,873.3
영업이익	375.2	559.0	141.5	224.8	395.1
EBITDA	468.9	664.9	254.0	340.9	514.1
영업외손익	116.1	50.0	114.2	86.0	88.0
이자수익	28.4	47.0	46.0	43.8	43.6
이자비용	13.2	9.5	9.5	9.5	9.5
외환관련이익	35.0	124.0	124.0	124.0	124.0
외환관련손실	23.7	31.8	31.8	31.8	31.8
종속 및 관계기업손익	15.8	-8.1	0.7	6.0	8.0
기타	73.8	-71.6	-15.2	-46.5	-46.3
법인세차감전이익	491.3	609.1	255.7	310.8	483.1
법인세비용	95.6	173.1	44.9	75.6	123.0
계속사업손익	395.7	436.0	210.7	235.3	360.2
당기순이익	395.7	436.0	210.7	235.3	360.2
지배주주순이익	396.9	435.7	209.1	233.5	357.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.4	11.4	-30.8	9.6	16.3
영업이익 증감율	-54.5	49.0	-74.7	58.9	75.8
EBITDA 증감율	-47.3	41.8	-61.8	34.2	50.8
지배주주순이익 증감율	-32.4	9.8	-52.0	11.7	53.1
EPS 증감율	-32.4	9.8	-52.0	11.7	53.1
매출총이익율(%)	99.9	99.8	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	16.3	21.7	8.0	11.5	17.4
EBITDA Margin(%)	20.3	25.9	14.3	17.5	22.7
지배주주순이익률(%)	17.2	16.9	11.8	12.0	15.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	391.1	736.0	574.2	435.8	550.5
당기순이익	395.7	436.0	210.7	235.3	360.2
비현금항목의 가감	115.1	359.3	195.1	226.4	274.8
유형자산감가상각비	92.5	104.0	110.3	113.6	116.2
무형자산감가상각비	1.3	1.9	2.2	2.5	2.7
지분법평가손익	-30.0	-34.2	-0.7	-6.0	-8.0
기타	51.3	287.6	83.3	116.3	163.9
영업활동자산부채증감	35.2	49.5	171.7	10.5	-0.6
매출채권및기타채권의감소	-30.4	101.5	67.7	-14.6	-27.1
재고자산의감소	0.0	4.9	0.5	-0.1	-0.2
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	14.6	15.3	16.1
기타	65.6	-56.9	88.9	9.9	10.6
기타현금흐름	-154.9	-108.8	-3.3	-36.4	-83.9
투자활동 현금흐름	-188.1	-392.2	-82.1	-84.7	-87.4
유형자산의 취득	-286.6	-249.7	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.2	-3.2	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-107.6	663.5	-5.8	-7.0	-8.4
단기금융자산의감소(증가)	155.7	-338.9	53.6	52.3	51.0
기타	49.7	-464.2	0.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-112.4	-303.7	-185.7	-110.9	-116.0
차입금의 증가(감소)	299.2	-144.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-185.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-176.2	-119.0	-135.7	-60.9	-66.0
기타	-50.3	-39.8	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	8.0	-10.5	-304.1	-304.2	-304.2
현금 및 현금성자산의 순증가	98.7	29.6	2.3	-64.0	42.9
기초현금 및 현금성자산	157.3	255.9	285.6	287.9	223.9
기말현금 및 현금성자산	255.9	285.6	287.9	223.9	266.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,452.6	2,691.1	2,572.5	2,471.7	2,491.8
현금 및 현금성자산	255.9	285.6	287.9	223.9	266.8
단기금융자산	1,806.2	2,145.1	2,091.5	2,039.2	1,988.2
매출채권 및 기타채권	326.8	219.4	151.7	166.3	193.5
재고자산	6.4	1.5	1.0	1.1	1.3
기타유동자산	57.3	39.5	40.4	41.2	42.0
비유동자산	2,129.3	1,746.6	1,775.3	1,807.0	1,839.3
투자자산	1,201.4	537.9	544.4	557.5	573.8
유형자산	747.3	930.2	944.9	956.3	965.2
무형자산	42.3	43.4	46.2	48.7	51.0
기타비유동자산	138.3	235.1	239.8	244.5	249.3
자산총계	4,581.9	4,437.6	4,347.7	4,278.7	4,331.1
유동부채	663.4	515.3	539.4	564.6	591.0
매입채무 및 기타채무	316.2	291.7	306.3	321.6	337.7
단기금융부채	181.2	35.3	35.3	35.3	35.3
기타유동부채	166.0	188.3	197.8	207.7	218.0
비유동부채	767.3	723.7	729.4	735.3	741.5
장기금융부채	591.6	585.9	585.9	585.9	585.9
기타비유동부채	175.7	137.8	143.5	149.4	155.6
부채총계	1,430.7	1,239.1	1,268.7	1,299.8	1,332.5
지배지분	3,148.8	3,196.2	3,075.0	2,973.1	2,998.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	255.8	-34.8	-304.1	-573.5	-842.9
이익잉여금	3,071.5	3,409.4	3,557.6	3,725.1	4,011.5
비지배지분	2.4	2.3	4.0	5.8	8.5
자본총계	3,151.2	3,198.5	3,079.0	2,978.9	2,998.6
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,078	19,847	9,524	10,635	16,282
BPS	143,429	145,587	140,066	135,426	136,201
CFPS	23,268	36,227	18,487	21,027	28,920
DPS	5,860	6,680	3,000	3,250	3,500
주가배수(배)					
PER	35.6	22.6	25.3	18.4	12.0
PER(최고)	58.0	34.7	50.4		
PER(최저)	30.7	16.0	22.3		
PBR	4.48	3.08	1.72	1.44	1.43
PBR(최고)	7.31	4.73	3.43		
PBR(최저)	3.87	2.19	1.52		
PSR	6.11	3.82	2.97	2.20	1.89
PCFR	27.6	12.4	13.0	9.3	6.8
EV/EBITDA	27.4	12.1	13.9	7.8	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.1	31.1	28.9	28.1	19.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	1.5	1.2	1.7	1.8
ROA	9.1	9.7	4.8	5.5	8.4
ROE	12.6	13.7	6.7	7.7	12.0
ROIC	52.4	40.4	14.2	21.6	36.9
매출채권회전율	7.6	9.4	9.6	12.3	12.6
재고자산회전율	651.1	653.2	1,404.5	1,796.9	1,847.4
부채비율	45.4	38.7	41.2	43.6	44.4
순차입금비율	-40.9	-56.6	-57.1	-55.1	-54.5
이자보상배율	28.5	59.0	14.9	23.7	41.7
총차입금	772.8	621.2	621.2	621.2	621.2
순차입금	-1,289.4	-1,809.5	-1,758.2	-1,641.9	-1,633.8
NOPLAT	468.9	664.9	254.0	340.9	514.1
FCF	118.0	224.9	269.9	165.8	282.0

Compliance Notice

- 당사는 1월 23일 현재 ‘엔씨소프트(036570)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2023년 11월 10일 있었던 “지스타 2023 출품작 사전 시연회” 행사에 식사비를 엔씨소프트로부터 지원 받고 다녀 왔습니다.

고지사항

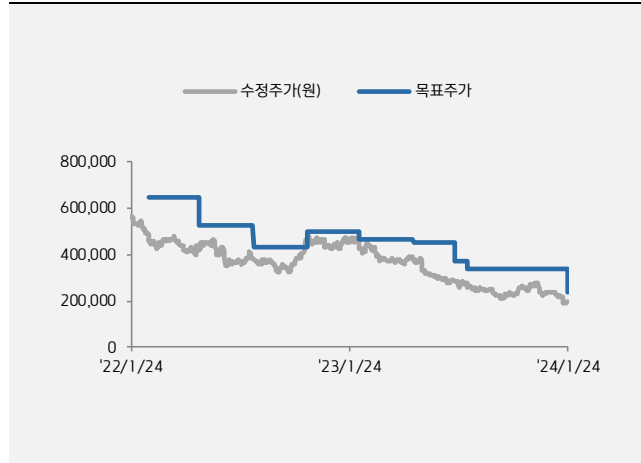
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	650,000원	6개월	-30.89	-27.85
엔씨소프트 (036570)	2022-03-24	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-29.96	-26.15
	2022-04-11	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-31.79	-26.15
	2022-05-17	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-23.97	-12.17
	2022-08-16	Outperform(Downgrade)	430,000원	6개월	-14.21	8.14
	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.13	-4.10
	2023-02-10	Marketperform(Maintain)	470,000원	6개월	-16.30	-3.72
	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

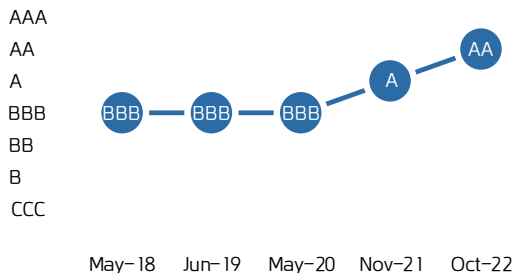
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

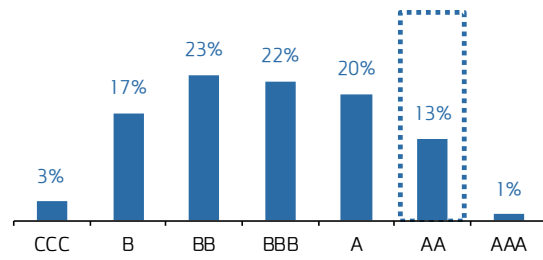
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 69개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.4	4.7		
환경	7.3	7.6	5.0%	▲0.6
탄소 배출	7.3	8	5.0%	▲0.6
사회	6.6	4.5	51.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.8	3.1	26.0%	▲0.8
개인정보 보호와 데이터 보안	8.5	5.7	25.0%	▲0.1
지배구조	6.1	4.7	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	7.3	5.4		▲0.4
기업 활동	5.3	5.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ELECTRONIC ARTS INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	AA	◀▶
NCSoft CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
Oriental Pearl Group Co.,Ltd.	● ●	●	●	● ●	●	B	◀▶
ROBLOX CORPORATION	●	● ● ● ●	●	● ●	●	B	▼
Saudi Research and Media Group SJSC	●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치