



BUY(Maintain)

목표주가: 64,000원
주가(1/27): 43,600원

시가총액: 8,720억원



미디어/엔터/레저 Analyst 이남수
namsu.lee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/27)		2,484.02pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,600원	38,500원
등락률	-15.5%	13.2%
수익률	절대	상대
1M	0.5%	-5.7%
6M	-4.1%	-6.7%
1Y	-11.6%	-3.0%

Company Data

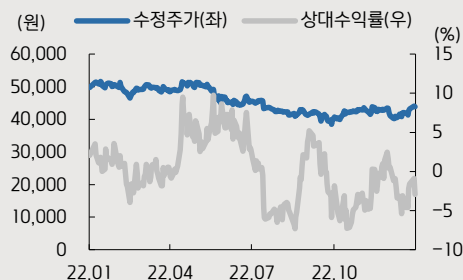
발행주식수	20,000 천주
일평균 거래량(3M)	16천주
외국인 지분율	31.0%
배당수익률(22E)	4.4%
BPS(22E)	44,978원
주요 주주	정성이 외 3 인 28.7%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,221.1	1,502.0	1,755.0	1,783.8
영업이익	111.5	135.7	133.5	135.9
EBITDA	149.2	174.7	181.3	182.6
세전이익	117.7	124.0	153.9	146.2
순이익	84.3	87.1	100.8	103.7
지배주주지분순이익	63.5	65.9	77.6	87.1
EPS(원)	3,174	3,294	3,880	4,357
증감률(% YoY)	-13.8	3.8	17.8	12.3
PER(배)	18.8	16.8	10.6	10.1
PBR(배)	1.55	1.35	0.91	0.89
EV/EBITDA(배)	4.8	3.2	1.6	1.3
영업이익률(%)	9.1	9.0	7.6	7.6
ROE(%)	8.3	8.3	9.0	9.2
순차입금비율(%)	-62.0	-68.2	-60.6	-65.7

자료: 키움증권

Price Trend



이노션 (214320)

4분기 성수기와 월드컵 효과



4분기 최대 실적으로 2022년을 마무리 할 것으로 보이지만, 2023년은 매크로 불안에 따른 광고 시장 부진을 감안해야 한다. 다만, 볼룸 차종 출시, 친환경 차량 강화 등에 따른 캡티브의 성장성 유지와 IWA 중심의 미주 개선 가능성이 높아 역성장 리스크는 낮다고 판단한다.

>>> 4분기 영업이익 463억(yoy +7.7%) 컨센 부합

4분기 매출총이익 2,234억원(yoy +10.6%), 영업이익 463억원(yoy +7.7%, OPM 8.6%)으로 컨센서스 부합을 전망한다. 광고 성수기와 카타르 월드컵 효과로 탑라인 성장을 기대한다. 인력운영 선제적 투자 속도가 둔화되었지만 인센티브 반영으로 연말 판관비 효과는 나타나겠다.

본사는 카타르 월드컵, 그랜저 풀체인지 효과로 매체대행, 광고제작, 프로모션이 성장하고, 인수한 스튜디오 레논의 실적 기여가 더해져 매출총이익 596억원(yoy +9.3%)을 예상한다.

해외는 우호적 환율효과 지속으로 매출총이익 1,642억원(yoy +10.8%)을 추정한다. 지역별로는 유럽 270억원, 미주 1,058억원, 기타 279억원을 예상한다. 유럽과 기타지역은 광고 성수기 효과를, 미주는 광고 성수기에 IWA 성장 탄력이 더해질 것으로 보인다. IWA는 계열 주도로 성장하고 있지만, 비계열 부문의 실적 강화도 꾸준히 발생하고 있어 중장기적 성장 가능성도 매우 높다고 판단한다.

>>> 2023년 녹록지 않지만 꺾일 위험도 낮다

2023년 광고시장은 제한적 수요 증가, 원가 상승 등 매크로 불안 요소와 월드컵, 올림픽 등 대형 BTL 소멸 영향이 나타날 것이다. 또한 주요 광고주의 전방 산업 리스크 요인도 존재한다. 하지만, 주요 광고주의 볼룸 차종 위주 출시와 친환경 차량 강화 트렌드는 지속될 것이다. 이에 캡티브 성장세가 실적 약세를 방어하는 주된 역할을 하고, 최근 2~3년간 국내외 M&A를 통해 대형 지역 및 영역확장, 디지털 역량강화 등이 동반되었기에 탑라인 하락 가능성은 낮다고 판단한다.

2023년 매출총이익 8,089억원(yoy +6.7%), 영업이익 1,359억원(yoy +1.7%, OPM 7.6%) 달성을 전망한다. 다만, 앞선 매크로 요인으로 지난 2년간 팬데믹 회복수요 기반으로 보여준 매출총이익 성장을 수성은 어려울 것이다. 그러나 탑라인과 동시에 상승했던 비용 역시 선제적 인건비 투자 마무리로 판관비 증가율 둔화, 캔버스 잔여 지분 인수완료 효과 온기 반영으로 마진 방어를 예상한다. 2023E 지배주주순이익 EPS에 Target P/E 14.7배를 적용해 투자의견 BUY와 목표주가 64,000원은 유지한다.

이노션 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	264.2	349.4	387.6	500.8	346.8	405.7	467.0	535.5	1,502.0	1,755.0	1,783.8
(YoY)	-23.2%	47.8%	37.2%	39.9%	31.3%	16.1%	20.5%	6.9%	23.0%	16.8%	1.6%
매출원가	124.7	191.3	218.0	299.4	182.0	228.0	274.9	312.2	833.4	997.1	974.9
(YoY)	-37.5%	78.9%	56.7%	58.0%	45.9%	19.2%	26.1%	4.3%	31.2%	19.6%	-2.2%
매출총이익	139.5	158.2	169.5	201.9	164.8	177.7	192.0	223.4	669.1	757.8	808.9
(YoY)	-3.5%	22.1%	18.3%	19.7%	18.1%	12.4%	13.3%	10.6%	14.2%	13.3%	6.7%
GPM	52.8%	45.3%	43.7%	40.3%	47.5%	43.8%	41.1%	41.7%	44.5%	43.2%	45.3%
본사	24.5	32.9	40.5	54.5	32.9	38.5	44.6	59.6	152.4	175.6	172.5
매체대행	14.3	18.3	20.7	28.0	14.5	19.0	20.3	33.4	81.4	87.3	83.7
광고제작	3.3	6.3	9.2	11.8	6.9	10.5	11.9	13.4	30.5	42.7	40.5
옥외광고	1.4	1.4	1.9	1.6	1.9	2.3	2.4	2.5	6.3	9.1	9.3
프로모션	2.8	4.1	5.0	9.8	7.3	4.2	5.7	6.5	21.7	23.8	26.2
기타	2.7	2.8	3.7	3.4	2.2	2.4	4.2	3.8	12.6	12.7	12.8
해외	115.0	125.3	129.1	148.2	131.9	139.3	147.7	164.2	517.5	583.1	637.2
유럽	19.7	22.6	20.1	23.7	20.9	22.6	21.6	27.0	86.1	92.1	97.6
미주	76.0	82.1	87.8	97.8	88.8	95.9	99.8	105.8	343.8	390.2	433.1
중국	2.0	1.7	2.5	4.9	2.8	1.7	4.7	3.5	11.1	12.8	14.1
기타	17.2	18.9	18.6	21.8	19.4	19.0	21.7	27.9	76.5	88.0	92.4
판매비	119.2	125.6	129.7	158.9	139.6	151.7	156.0	177.1	533.4	624.4	673.0
(YoY)	1.6%	10.6%	11.5%	24.8%	17.1%	20.8%	20.3%	11.4%	12.4%	17.1%	7.8%
영업이익	20.3	32.5	39.9	43.0	25.1	26.0	36.3	46.3	135.7	133.7	135.9
(YoY)	-25.4%	103.6%	47.6%	3.9%	24.0%	-20.1%	-9.0%	7.7%	21.7%	-1.5%	1.7%
OPM	7.7%	9.3%	10.3%	8.6%	7.2%	6.4%	7.8%	8.6%	9.0%	7.6%	7.6%
순이익	16.7	22.5	30.1	17.6	20.3	12.2	33.8	34.5	87.1	100.9	103.7
(YoY)	-26.2%	67.9%	45.8%	-35.8%	21.3%	-45.7%	12.3%	95.7%	3.3%	15.9%	2.8%
NPM	6.3%	6.4%	7.8%	3.5%	5.9%	3.0%	7.2%	6.4%	5.8%	5.8%	5.8%

자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

이노션 실적 Preview

(십억원)	4Q22F	4Q21	(YoY)	3Q22	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출총이익	223.4	201.9	10.6%	192.0	16.3%	225.1	-0.8%
영업이익	46.3	43.0	7.7%	36.3	27.6%	48.8	-5.2%
순이익	34.5	17.6	95.7%	33.8	2.1%	33.2	4.0%

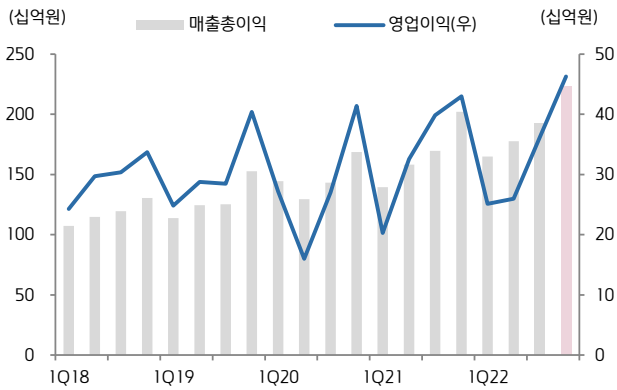
자료: 이노션, 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

이노션 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
매출총이익	749.9	808.2	872.9	757.8	808.9	868.4	1.1%	0.1%	-0.5%
영업이익	134.5	135.3	141.2	133.7	135.9	158.0	-0.6%	0.4%	11.9%
순이익	102.9	103.4	107.9	100.9	103.7	120.1	-1.9%	0.3%	11.3%
(YoY)									
매출총이익	12.1%	7.8%	8.0%	13.3%	6.7%	7.4%			
영업이익	-0.8%	0.6%	4.4%	-1.5%	1.7%	16.3%			
순이익	18.1%	0.5%	4.3%	15.9%	2.8%	15.7%			

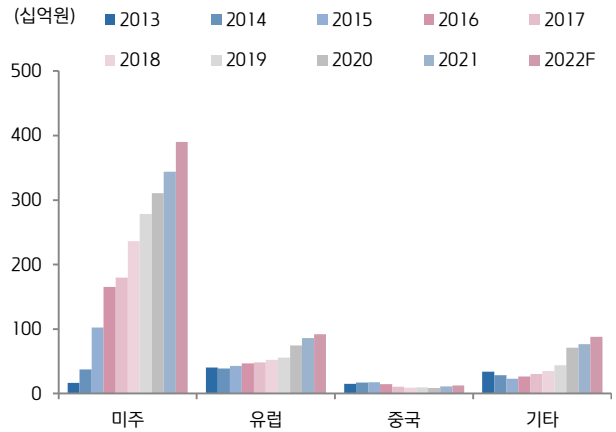
자료: 키움증권 리서치센터

매출총이익 및 영업이익 전망 (K-IFRS 연결)



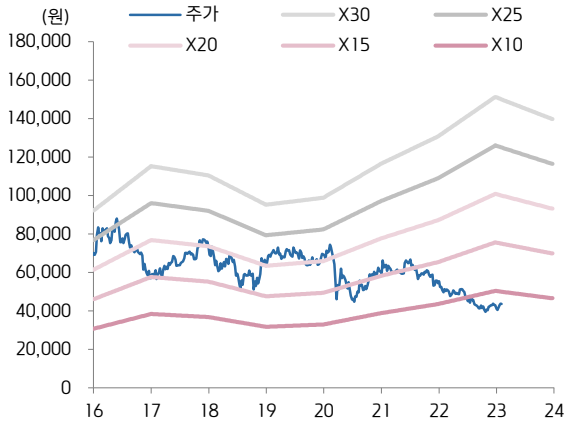
자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

해외 지역별 매출총이익 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 이노션, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,221.1	1,502.0	1,755.0	1,783.8	1,849.0
매출원가	635.1	833.4	997.1	974.9	980.7
매출총이익	586.0	668.6	757.8	808.9	868.4
판매비	474.5	532.9	624.4	673.0	710.4
영업이익	111.5	135.7	133.5	135.9	158.0
EBITDA	149.2	174.7	181.3	182.6	207.4
영업외손익	6.2	-11.8	20.4	10.3	11.2
이자수익	6.3	5.0	5.0	5.8	6.7
이자비용	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	4.2	6.3	5.2	5.2	5.2
외환관련손실	6.5	4.3	3.7	3.7	3.7
종속 및 관계기업손익	1.4	1.0	1.5	1.5	1.5
기타	4.2	-16.8	15.4	4.5	4.5
법인세차감전이익	117.7	124.0	153.9	146.2	169.2
법인세비용	33.5	36.8	53.1	42.5	49.1
계속사업순이익	84.3	87.1	100.8	103.7	120.1
당기순이익	84.3	87.1	100.8	103.7	120.1
지배주주순이익	63.5	65.9	77.6	87.1	100.9
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-4.2	23.0	16.8	1.6	3.7
영업이익 증감률	-8.5	21.7	-1.6	1.8	16.3
EBITDA 증감률	2.8	17.1	3.8	0.7	13.6
지배주주순이익 증감률	-13.8	3.8	17.8	12.2	15.8
EPS 증감률	-13.8	3.8	17.8	12.3	15.7
매출총이익율(%)	48.0	44.5	43.2	45.3	47.0
영업이익율(%)	9.1	9.0	7.6	7.6	8.5
EBITDA Margin(%)	12.2	11.6	10.3	10.2	11.2
지배주주순이익율(%)	5.2	4.4	4.4	4.9	5.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	105.1	155.2	89.1	189.8	194.7
당기순이익	84.3	87.1	100.8	103.7	120.1
비현금항목의 가감	80.1	95.0	116.6	103.9	112.5
유형자산감가상각비	31.1	31.8	37.7	36.9	40.0
무형자산감가상각비	6.6	7.3	10.2	9.8	9.4
지분법평가손익	-1.4	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
기타	43.8	57.0	69.7	58.2	64.1
영업활동자산부채증감	-38.0	1.5	-78.4	20.4	6.3
매출채권및기타채권의감소	39.1	-51.3	-158.1	-18.0	-40.8
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-26.8	3.7	85.5	44.6	53.5
기타	-50.3	49.1	-5.8	-6.2	-6.4
기타현금흐름	-21.3	-28.4	-49.9	-38.2	-44.2
투자활동 현금흐름	7.9	-10.1	-79.1	-61.1	-61.2
유형자산의 취득	-6.9	-6.6	-70.0	-55.0	-55.0
유형자산의 처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.7	-5.6	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	5.6	8.4	2.5	5.6	5.6
단기금융자산의감소(증가)	15.7	-3.8	-3.9	-4.0	-4.0
기타	-5.8	-2.8	-2.7	-2.7	-2.8
재무활동 현금흐름	-74.9	-97.8	-61.1	-61.1	-61.1
차입금의 증가(감소)	-2.3	-8.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-51.8	-64.5	-36.0	-36.0	-36.0
기타	-20.8	-25.1	-25.1	-25.1	-25.1
기타현금흐름	-21.1	27.4	45.7	45.7	45.7
현금 및 현금성자산의 순증가	17.1	74.7	-5.3	113.4	118.2
기초현금 및 현금성자산	389.2	406.3	481.0	475.7	589.1
기말현금 및 현금성자산	406.3	481.0	475.7	589.1	707.3

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,579.6	1,738.5	1,900.9	2,042.4	2,211.8
현금 및 현금성자산	406.3	481.0	475.7	589.0	707.2
단기금융자산	197.9	201.7	205.6	209.5	213.6
매출채권 및 기타채권	889.6	938.6	1,096.7	1,114.7	1,155.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	85.8	117.2	122.9	129.2	135.5
비유동자산	464.4	463.1	488.8	497.5	503.5
투자자산	21.4	14.0	12.6	7.9	3.3
유형자산	29.3	31.6	63.9	82.0	97.0
무형자산	307.3	310.2	305.0	300.3	295.9
기타비유동자산	106.4	107.3	107.3	107.3	107.3
자산총계	2,044.0	2,201.6	2,389.7	2,539.9	2,715.3
유동부채	1,051.8	1,181.9	1,267.4	1,312.0	1,365.5
매입채무 및 기타채무	944.6	1,031.0	1,116.5	1,161.0	1,214.5
단기금융부채	27.4	26.0	26.0	26.0	26.0
기타유동부채	79.8	124.9	124.9	125.0	125.0
비유동부채	208.2	184.9	184.9	184.9	184.9
장기금융부채	91.0	87.0	87.0	87.0	87.0
기타비유동부채	117.2	97.9	97.9	97.9	97.9
부채총계	1,260.0	1,366.8	1,452.3	1,496.9	1,550.4
자본자본	769.3	820.1	899.6	988.6	1,091.4
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.4	132.4	132.4	132.4	132.4
기타자본	-35.8	-40.7	-40.7	-40.7	-40.7
기타포괄손익누계액	-25.8	7.0	44.9	82.8	120.7
이익잉여금	688.5	711.3	752.9	804.1	868.9
비지배자본	14.7	14.7	37.9	54.5	73.7
자본총계	784.0	834.8	937.4	1,043.1	1,165.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,174	3,294	3,880	4,357	5,043
BPS	38,463	41,003	44,978	49,430	54,568
CFPS	8,218	9,108	10,871	10,384	11,627
DPS	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
주가배수(배)					
PER	18.8	16.8	10.6	10.1	8.7
PER(최고)	24.3	21.4	14.3		
PER(최저)	13.0	15.2	9.7		
PBR	1.55	1.35	0.91	0.89	0.80
PBR(최고)	2.00	1.72	1.23		
PBR(최저)	1.07	1.22	0.83		
PSR	0.98	0.74	0.47	0.49	0.47
PCFR	7.3	6.1	3.8	4.2	3.8
EV/EBITDA	4.8	3.2	1.6	1.3	0.7
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	42.7	41.3	35.7	34.7	30.0
배당수익률(%, 보통주, 현금)	3.0	3.2	4.4	4.1	4.1
ROA	4.1	4.1	4.4	4.2	4.6
ROE	8.3	8.3	9.0	9.2	9.7
ROIC	21.5	27.2	22.3	21.9	25.5
매출채권회전율	1.4	1.6	1.7	1.6	1.6
재고자산회전율					
부채비율	160.7	163.7	154.9	143.5	133.1
순차입금비율	-62.0	-68.2	-60.6	-65.7	-69.3
이자보상배율	32.6	44.9	44.2	45.0	52.3
총차입금	118.4	113.0	113.0	113.0	113.0
순차입금	-485.8	-569.7	-568.2	-685.5	-807.8
NOPLAT	149.2	174.7	181.3	182.6	207.4
FCF	75.9	126.9	-18.2	103.5	107.8

Compliance Notice

- 당사는 1월 27일 현재 '이노션(214320)' 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.

고지사항

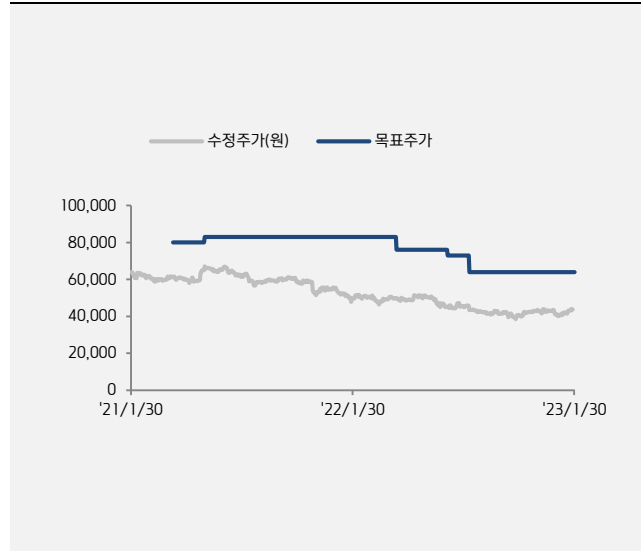
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
이노션	2021-04-09	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-24.25	-18.88
(214320)	2021-05-31	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-21.03	-19.16
	2021-07-06	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-25.34	-19.16
	2021-10-08	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-26.13	-19.16
	2021-11-23	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-26.44	-19.16
	2022-01-06	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-39.55	-36.39
	2022-04-12	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-35.44	-34.21
	2022-05-10	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-35.44	-32.24
	2022-07-05	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-37.72	-35.48
	2022-08-10	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-34.14	-31.80
	2022-10-17	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-34.86	-31.80
	2022-11-07	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-34.73	-31.80
	2022-11-23	Buy(Maintain)	64,000원	6개월	-34.40	-31.48
	2023-01-30	Buy(Maintain)	64,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

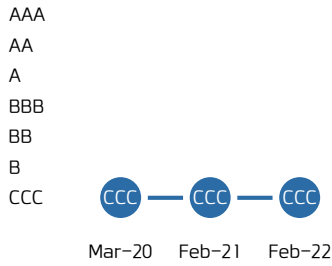
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

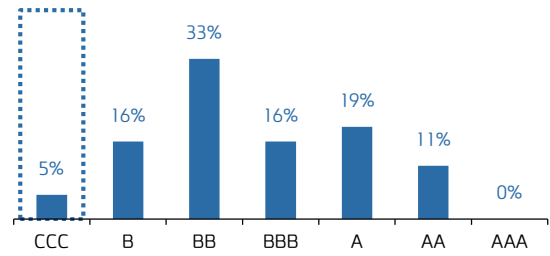
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.6	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	1.2	4.8	47.0%	
인력 자원 개발	1.2	3.2	27.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	1.3	6.1	20.0%	
지배구조	3.6	3.9	48.0%	▲0.8
기업 지배구조	4.7	4.8		▲1.5
기업 활동	4.3	4.7		▼0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Mango Excellent Media Co Ltd	●	●●●●	●●●	●	●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	●●●	●●●●	●●●●	●	N/A	◀▶
Embracer Group AB	●●	●●	●●●	●●●	●●●●	N/A	▲▲
TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP	●●	●●●●	●●●	●	●●	N/A	◀▶
AMC ENTERTAINMENT HOLDINGS, INC.	●●	●●●	●●	●	●●●	N/A	▲
Innocean Worldwide Inc.	●	●	●	●●	●●	CCC	◀▶

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