



# BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(1/30): 180,200원

시가총액: 88,726억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/30)		2,450.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	305,000원	164,000원
등락률	-40.9%	9.9%
수익률	절대	상대
1M	7.3%	-2.1%
6M	-22.8%	-22.8%
1Y	-34.6%	-27.7%

## Company Data

발행주식수	49,237천주
일평균 거래량(3M)	227천주
외국인 지분율	30.6%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	110,022원
주요 주주	장병규 외 27인 22.1%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,670.4	1,886.3	1,820.8	1,755.8
영업이익	773.9	639.6	701.2	481.8
EBITDA	818.0	707.2	775.6	566.8
세전이익	666.8	750.4	1,043.6	734.7
순이익	556.3	519.9	774.1	542.6
지배주주지분순이익	556.3	519.9	774.1	542.6
EPS(원)	13,710	11,442	15,774	11,021
증감률(% YoY)	90.5	-16.5	37.9	-30.1
PER(배)	0.0	40.2	10.7	16.4
PBR(배)	0.00	4.89	1.53	1.49
EV/EBITDA(배)		28.0	6.4	9.2
영업이익률(%)	46.3	33.9	38.5	27.4
ROE(%)	61.9	17.9	15.5	9.6
순차입금비율(%)	-56.6	-58.4	-60.6	-60.9

## Price Trend



# 크래프톤 (259960)

## 균형잡힌 시각이 필요



배틀그라운드는 글로벌 최상위 IP이다. 투자자들은 현재 동사의 라이브 서비스가 동 게임에 집중되어 있다는 원 게임 리스크에 함몰되지 말고 해당 IP가 창출할 수 있는 재무적 잠재력에 집중해야 하며, 다시 한번 강조하면 이는 평범한 IP가 아닌 글로벌 최상위 IP라는 점을 잊어서는 안되기에 이에 대한 균형잡힌 시각을 견지해야 할 것이다.

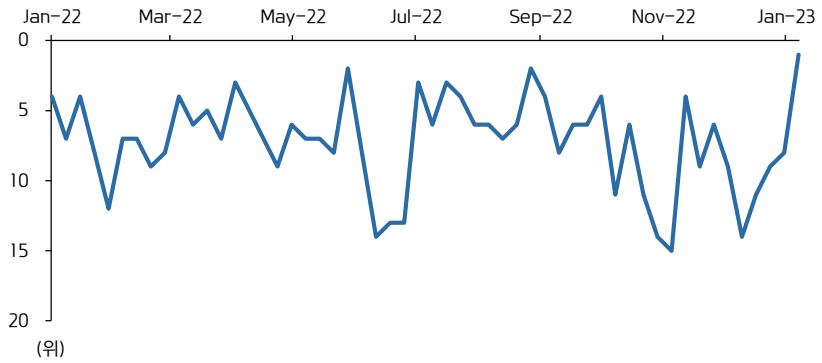
### >>> 배틀그라운드 성과에 대한 종합 판단

동사 목표주가 25만원을 유지하고 게임 대형주 Top pick으로 지속 제시한다. 목표주가는 23E 지배주주지분 5,426억원에 목표 PER 22.5배를 적용하였다. 동사는 22년 연초 배틀그라운드 무료화 이후 유저 리텐션을 위해 프로모션 및 이벤트를 진행해 왔으며 이에 스팀 기준 22년 평균 PCU는 전년비 16% 증가했지만, 달러 환산 매출은 전년비 2% 감소한 것으로 추정된다. 올해는 증가된 로열 유저 기반으로 사업적 BM을 강화해 재무적 성과를 보다 견고히 가져갈 동기부여가 명확한 바, 이는 칼리스토 프로토콜 부진과 눈물을 마시는 새 등 핵심 신규 IP 기반 트리플 A급 게임 출시전까지 동사의 재무적 성과를 공고히 가져가려는 매니지먼트 의지가 당연히 반영될 것으로 판단하며, 이에 당사는 23년 배틀그라운드의 달러 및 원화 기준 매출 증가율을 각각 15%와 11%로 적용하여 추정치에 반영하였다. 또한 동 게임 무료화 이후 스팀 주간 글로벌 매출 순위가 올해 1월 처음으로 1위를 달성했다는 점에서 당사의 이런 전략적 명제를 공고히 한다고 할 수 있으며, 종합적인 상황을 감안시 동 게임에 대한 추가적인 업사이드 포텐셜도 기대해 볼 수 있다는 판단이다. 또한 스팀 관련 지급수수료가 20%로 모바일 대비 상대적으로 낮다는 점도 영업이익 관점에서 기여도를 높일 요인으로 작용할 것이다.

### >>> 화평정영 성과에 대한 긍정적 변수 염두할 필요

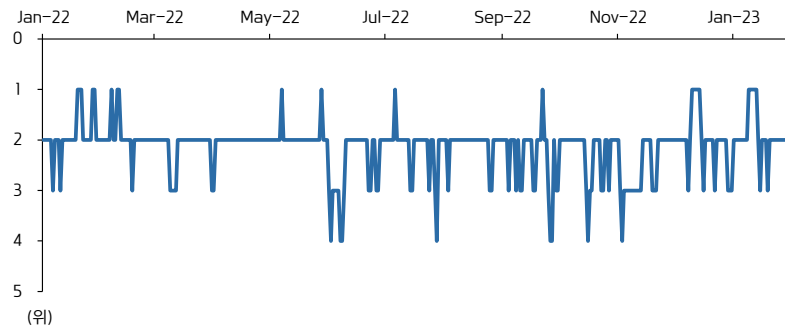
당사는 직전 리포트에서 중국 리오프닝에 따른 오프라인 트래픽 강세와 이에 따른 온라인 트래픽의 상대적 약세에 기반하여 23E 화평정영 매출을 전년대비 8% 감소로 추정했다. 하지만 리오프닝 이후 중국 내수 소비 진작과 중국 게임 규제 완화 등 현지 퍼블리셔의 탄력적인 사업 BM 조율 여지 등을 감안시 중국 내수 게임 업종에 대한 부정적 이유를 견지할 요인은 다소 희석되었다는 판단이다. 이에 동 게임의 23E 매출 감소율을 4%로 조정 하였으며, 긍정적 변수의 복합적 결과에 따라 당사 추정치를 상회할 여지도 존재한다 할 수 있다. 또한 화평정영의 애플 앱스토어 게임 기준 매출 순위는 22년 연초 이후 현지 규제 노이즈가 상존했던 11월까지 총 12번의 1위를 차지하는데 그쳤으나, 그 이후 12월과 올해 1월 합산으로 10번의 1등을 기록하는 등 2개월의 재무적 성과가 매우 탄력적으로 움직인 것으로 관측되며, 특히 이는 동 게임의 최고 성수기인 1분기의 재무적 성과에 대한 기대감을 높이는 요인으로 작용할 것이라는 판단이다.

배틀그라운드 스팀 주별 글로벌 매출 순위



자료: Valve, 키움증권

화평정영 일별 중국 매출 순위



주: 애플 앱스토어 게임 기준  
자료: IGAWorks, 키움증권

크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	461.0	459.3	521.9	444.0	523.0	423.7	433.8	440.4	1,886.3	1,820.8	1,755.8
온라인	66.1	88.6	129.5	114.4	106.1	88.6	131.1	118.5	398.5	444.4	461.9
모바일	378.8	354.2	380.5	303.7	395.9	319.7	282.4	256.0	1,417.2	1,254.1	1,200.3
콘솔	4.0	4.2	5.0	6.7	15.0	9.6	11.7	44.6	19.9	81.0	49.1
기타	12.1	12.5	6.9	19.3	5.9	5.8	8.5	21.2	50.7	41.4	44.5
영업비용	233.8	285.2	326.7	401.0	211.1	261.3	293.5	353.7	1,246.7	1,119.6	1,274.1
영업이익	227.2	174.2	195.3	43.0	311.9	162.3	140.3	86.7	639.6	701.2	481.8
영업이익률(%)	49.3%	37.9%	37.4%	9.7%	59.6%	38.3%	32.3%	19.7%	33.9%	38.5%	27.4%
영업외손익	44.2	-2.4	74.7	-5.7	17.8	94.5	169.1	61.0	110.7	342.4	253.0
법인세차감전순이익	271.4	171.8	269.9	37.2	329.6	256.8	309.4	147.7	750.4	1,043.6	734.7
법인세차감전순이익률(%)	58.9%	37.4%	51.7%	8.4%	63.0%	60.6%	71.3%	33.5%	39.8%	57.3%	41.8%
법인세비용	77.4	30.5	91.6	31.0	84.4	62.9	83.0	39.2	230.5	269.5	192.1
법인세율(%)	28.5%	17.8%	33.9%	83.2%	25.6%	24.5%	26.8%	26.6%	30.7%	25.8%	26.2%
당기순이익	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	226.4	108.5	519.9	774.1	542.6
당기순이익률(%)	42.1%	30.8%	34.2%	1.4%	46.9%	45.8%	52.2%	24.6%	27.6%	42.5%	30.9%
지배주주지분	194.0	141.3	178.3	6.2	245.2	194.0	226.4	108.5	519.9	774.1	542.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 크래프톤, 키움증권

크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	1,861.7	1,774.4	1,881.1	1,820.8	1,755.8	1,871.0	-2.2%	-1.0%	-0.5%
영업이익	755.4	498.6	473.6	701.2	481.8	441.7	-7.2%	-3.4%	-6.7%
영업이익률	40.6%	28.1%	25.2%	38.5%	27.4%	23.6%	-2.1%	-0.7%	-1.6%
법인세차감전순이익	1,095.2	741.5	725.6	1,043.6	734.7	703.6	-4.7%	-0.9%	-3.0%
당기순이익	812.0	547.5	536.0	774.1	542.6	520.0	-4.7%	-0.9%	-3.0%
지배주주지분	812.0	547.5	536.0	774.1	542.6	520.0	-4.7%	-0.9%	-3.0%

자료: 키움증권

크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	481.3	478.0	392.6	455.3	440.4	478.7	386.1	457.3	-8.5%	0.1%	-1.6%	0.5%
영업이익	140.9	199.0	98.3	118.1	86.7	201.1	94.0	116.4	-38.4%	1.0%	-4.4%	-1.5%
영업이익률	29.3%	41.6%	25.0%	25.9%	19.7%	42.0%	24.3%	25.4%	-9.6%	0.4%	-0.7%	-0.5%
법인세차감전순이익	199.4	259.7	159.1	178.8	147.7	264.3	157.2	179.6	-25.9%	1.8%	-1.2%	0.4%
당기순이익	146.4	191.8	117.4	132.0	108.5	195.2	116.1	132.6	-25.9%	1.8%	-1.1%	0.4%
지배주주지분	146.4	191.8	117.4	132.0	108.5	195.2	116.1	132.6	-25.9%	1.8%	-1.1%	0.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	1,670.4	1,886.3	1,820.8	1,755.8	1,871.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,670.4	1,886.3	1,820.8	1,755.8	1,871.0
판매비	896.6	1,246.7	1,119.6	1,274.1	1,429.3
<b>영업이익</b>	773.9	639.6	701.2	481.8	441.7
<b>EBITDA</b>	818.0	707.2	775.6	566.8	534.2
영업외손익	-107.1	110.7	342.4	253.0	262.0
이자수익	3.4	10.9	12.9	14.2	15.3
이자비용	5.7	7.0	7.0	7.0	7.0
외환관련이익	38.5	117.7	55.4	55.4	55.4
외환관련손실	128.4	13.2	11.5	11.5	11.5
종속 및 관계기업손익	-0.3	-1.0	0.0	0.0	0.0
기타	-14.6	3.3	292.6	201.9	209.8
<b>법인세차감전이익</b>	666.8	750.4	1,043.6	734.7	703.6
법인세비용	110.5	230.5	269.5	192.1	183.6
계속사업손익	556.3	519.9	774.1	542.6	520.0
<b>당기순이익</b>	556.3	519.9	774.1	542.6	520.0
<b>지배주주순이익</b>	556.3	519.9	774.1	542.6	520.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	53.6	12.9	-3.5	-3.6	6.6
영업이익 증감율	115.4	-17.4	9.6	-31.3	-8.3
EBITDA 증감율	106.1	-13.5	9.7	-26.9	-5.8
지배주주순이익 증감율	99.5	-6.5	48.9	-29.9	-4.2
EPS 증감율	90.5	-16.5	37.9	-30.1	-4.2
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	46.3	33.9	38.5	27.4	23.6
EBITDA Margin(%)	49.0	37.5	42.6	32.3	28.6
지배주주순이익률(%)	33.3	27.6	42.5	30.9	27.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	649.0	713.9	1,065.1	845.1	778.7
당기순이익	556.3	519.9	774.1	542.6	520.0
비현금항목의 가감	393.2	435.2	512.9	445.0	442.9
유형자산감가상각비	40.9	61.7	68.3	77.8	84.5
무형자산감가상각비	3.3	5.8	6.0	7.2	8.1
지분법평가손익	-1.8	-4.0	0.0	0.0	0.0
기타	350.8	371.7	438.6	360.0	350.3
영업활동자산부채증감	-152.5	-34.8	41.0	41.8	-9.4
매출채권및기타채권의감소	-123.8	-61.0	19.0	18.9	-33.4
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-7.6	60.6	17.0	17.9	18.7
기타	-21.1	-34.4	5.0	5.0	5.3
기타현금흐름	-148.0	-206.4	-262.9	-184.3	-174.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-0.8	-1,199.7	-325.4	-326.4	-327.4
유형자산의 취득	-25.9	-61.3	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.3	8.5	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-55.0	-488.8	-211.3	-211.8	-212.4
단기금융자산의감소(증가)	111.4	14.2	-4.1	-4.5	-5.0
기타	-28.2	-673.1	0.0	-0.1	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-27.1	2,736.2	-34.5	-34.5	-34.5
차입금의 증가(감소)	-0.6	-1.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	2,772.2	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-26.5	-34.5	-34.5	-34.5	-34.5
기타현금흐름	-47.9	49.1	-129.1	-129.2	-129.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	573.1	2,299.5	576.2	355.0	287.5
기초현금 및 현금성자산	146.7	719.8	3,019.3	3,595.5	3,950.5
기말현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,595.5	3,950.5	4,238.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	1,292.5	3,653.7	4,217.5	4,560.9	4,889.6
현금 및 현금성자산	719.8	3,019.3	3,595.5	3,950.5	4,238.0
단기금융자산	55.2	41.0	45.1	49.6	54.6
매출채권 및 기타채권	473.7	547.2	528.2	509.4	542.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	43.8	46.2	48.7	51.4	54.2
<b>비유동자산</b>	426.6	1,981.4	2,234.0	2,476.7	2,712.6
투자자산	132.3	620.1	831.4	1,043.3	1,255.7
유형자산	140.4	243.7	275.4	297.6	313.1
무형자산	11.6	828.7	832.6	835.4	837.3
기타비유동자산	142.3	288.9	294.6	300.4	306.5
<b>자산총계</b>	1,719.1	5,635.1	6,451.6	7,037.6	7,602.2
<b>유동부채</b>	406.7	638.2	660.1	682.9	706.7
매입채무 및 기타채무	196.1	340.1	357.1	374.9	393.7
단기금융부채	34.5	54.5	54.5	54.5	54.5
기타유동부채	176.1	243.6	248.5	253.5	258.5
<b>비유동부채</b>	98.3	388.7	391.4	394.2	397.1
장기금융부채	53.7	316.0	316.0	316.0	316.0
기타비유동부채	44.6	72.7	75.4	78.2	81.1
<b>부채총계</b>	505.0	1,026.9	1,051.4	1,077.1	1,103.8
<b>지배지분</b>	1,214.1	4,608.1	5,400.0	5,960.4	6,498.2
자본금	4.3	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,003.8	3,839.1	3,839.1	3,839.1	3,839.1
기타자본	135.1	155.6	155.6	155.6	155.6
기타포괄손익누계액	33.0	50.7	68.5	86.3	104.1
이익잉여금	37.9	557.8	1,331.9	1,874.5	2,394.5
비지배지분	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>자본총계</b>	1,214.1	4,608.2	5,400.1	5,960.5	6,498.3
<b>투자지표</b>					
<b>12월 결산, IFRS 연결</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,710	11,442	15,774	11,021	10,562
BPS	28,377	94,107	110,022	121,055	131,978
CFPS	23,399	21,019	26,225	20,058	19,556
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	0.0	40.2	10.7	16.4	17.1
PER(최고)	0.0	50.7	29.7		
PER(최저)	0.0	35.0	10.4		
PBR	0.00	4.89	1.53	1.49	1.37
PBR(최고)	0.00	6.16	4.26		
PBR(최저)	0.00	4.26	1.50		
PSR	0.00	11.08	4.53	5.05	4.74
PCFR	0.0	21.9	6.4	9.0	9.2
EV/EBITDA		28.0	6.4	9.2	9.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)					
ROA	41.1	14.1	12.8	8.0	7.1
ROE	61.9	17.9	15.5	9.6	8.3
ROIC	210.5	59.8	47.5	32.7	29.7
매출채권회전율	3.9	3.7	3.4	3.4	3.6
재고자산회전율					
부채비율	41.6	22.3	19.5	18.1	17.0
순차입금비율	-56.6	-58.4	-60.6	-60.9	-60.4
이자보상배율	136.6	91.9	100.7	69.2	63.4
총차입금	88.2	370.5	370.5	370.5	370.5
순차입금	-686.9	-2,689.8	-3,270.1	-3,629.6	-3,922.1
NOPLAT	818.0	707.2	775.6	566.8	534.2
FCF	488.4	398.1	523.7	370.8	297.6

Compliance Notice

- 당사는 1월 30일 현재 ‘크라프트론(259960)’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

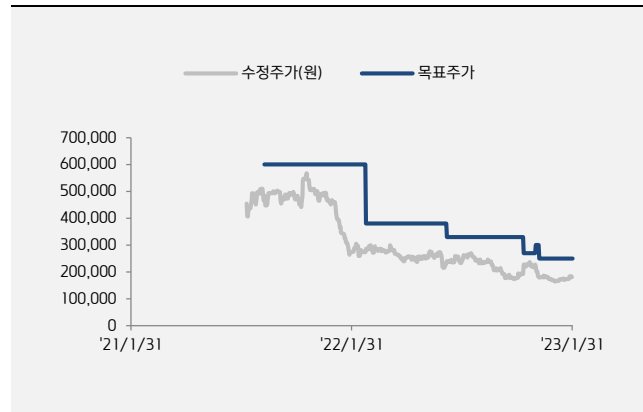
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
크라프트론	2021-09-08	Buy(Initiate)	600,000원	6개월	-27.51	-5.50
담당자 변경	2022-02-23	BUY(Reinitiate)	380,000원	6개월	-30.44	-21.45
(259960)	2022-07-07	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-25.20	-20.15
	2022-08-12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-32.21	-18.48
	2022-11-11	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-16.69	-12.41
	2022-12-01	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-33.94	-26.67
	2022-12-07	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.17	-25.80
	2023-01-31	BUY(Maintain)	250,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

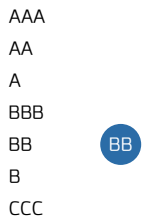
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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

매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

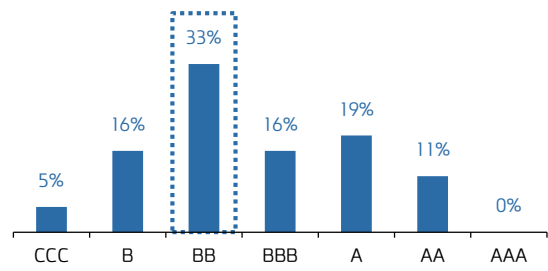
MSCI ESG 종합 등급



Jan-22

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
가중평균 점수	3.8	4.5		
<b>환경</b>	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
<b>사회</b>	3.5	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	1.2	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	5.9	6.1	25.0%	
<b>지배구조</b>	3.9	3.9	44.0%	▼0.2
기업 지배구조	6.0	4.8		▼0.2
기업 활동	2.5	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 08월	2020년 10월부터 이어진 직장 내 괴롭힘 의혹 관련 서울지방고용노동청 조사

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
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	▲
KRAFTON, Inc.	●	●	● ●	● ● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치