



### Marketperform(Maintain)

목표주가: 470,000원(하향)

주가(2/9): 447,500원

시가총액: 98,244억원



인터넷/게임 Analyst 김진구  
jingu.kim@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (2/9)		2,481.52pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	550,000원	322,500원
등락률	-18.6%	38.8%
수익률	절대	상대
1M	1.5%	-3.9%
6M	8.6%	9.6%
1Y	-12.4%	-3.0%

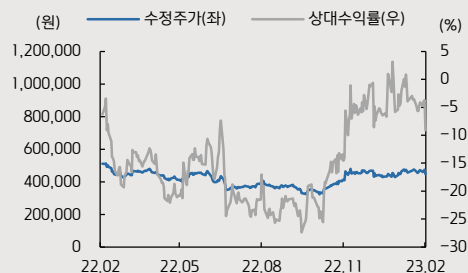
#### Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	92천주
외국인 지분율	45.3%
배당수익률(22E)	1.5%
BPS(22E)	156,572원
주요 주주	김택진 외 6인 12.0%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,571.8	2,478.8
영업이익	824.8	375.2	559.0	383.8
EBITDA	890.6	468.9	705.1	517.2
세전이익	803.3	491.3	624.0	501.8
순이익	586.6	395.7	452.6	373.7
지배주주지분순이익	587.4	396.9	452.3	373.7
EPS(원)	26,756	18,078	20,603	17,022
증감률(% YoY)	63.9	-32.4	14.0	-17.4
PER(배)	34.8	35.6	21.7	26.3
PBR(배)	6.51	4.48	2.86	2.67
EV/EBITDA(배)	21.0	27.4	11.8	15.7
영업이익률(%)	34.1	16.3	21.7	15.5
ROE(%)	20.8	12.6	13.7	10.5
순차입금비율(%)	-56.7	-40.9	-44.2	-46.2

#### Price Trend



## 엔씨소프트 (036570)

### 이익 추정치 하향 조정



동사의 목표주가를 기존 50만원에서 47만원으로 소폭 하향 조정하고 투자 의견 Marketperform을 지속 제시한다. 기존 라인업 중심 자연 감소 여지 등을 추가로 반영해 23E 지배주주순이익을 기존 대비 6% 하향 조정하였다. TL은 합리적인 BM과 B2P에 근거한 NFT 연계의 비즈니스 모델이 중장기적 측면에서 동사에 큰 부가가치를 부여한다는 점에 있어서는 당사 의견에 변화가 없다.

#### >>> 동사 목표주가 하향 조정

동사의 목표주가를 기존 50만원에서 47만원으로 소폭 하향 조정하고 투자 의견 Marketperform을 제시한다. 목표주가는 23E 지배주주순이익 3,737억원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과이다. 기존 라인업 중심 자연 감소 여지 등을 추가로 반영해 23E 지배주주순이익을 기존 대비 6% 하향 조정하였으며, 현재 주가 기준으로 투자 매력도는 제한적으로 볼 수 있다.

#### >>> 23E 주요 라인업별 매출 추정치 점검

동사의 주요 캐시카우 역할을 담당하는 리니지M, 리니지2M, 리니지W 일평균 매출은 각각 13억원, 9억원, 19억원을 반영 하였으며 총 매출 기준으로 해당 게임별 전년대비 감소율은 각각 5%, 16%, 29%으로 도출된다. TL 매출은 1,624억원을 추정치에 반영 하였으며 당사가 지속적으로 언급한 바, 합리적인 BM과 B2P에 근거한 NFT 연계의 비즈니스 모델이 중장기적 측면에서 동사에 큰 부가가치를 부여한다는 점에 있어서는 당사 의견에 변화가 없다. 향후 추가 관전 포인트는 TL의 퍼블리셔 및 BM 구조와 테스트 기반의 유저 피드백 등에 달려 있다고 할 수 있으며, 이외에 글로벌 회사와 IP 및 다각적 사업 협력에 대한 방식 등도 관전 포인트가 될 수 있기에 새로운 게임성과 합리적 BM 등에 근간한 사업 협력이 가시화된다면 동사 기업가치에 우호적인 변수로 작용할 수 있다는 판단이다.

#### >>> 1Q23E 영업이익에 대한 다소 우호적 가정 적용

동사 올해 1분기 영업이익은 556억원으로 전분기대비 17% 회복을 전망한다. PC 게임 매출액은 전분기대비 8% 감소를 적용했으며, 모바일 게임 매출액은 전분기대비 2% 감소라는 다소 중립 이상의 추정치를 적용함으로써 영업이익에 대한 추정치에 대한 일부 긍정적 가정이 산입되어 있다. 인건비는 전분기 상여 지급에 따른 기저효과와 효율적 마케팅비 집행을 반영했으며, 인건비는 전분기 대비 122억원 감소를, 마케팅비는 전분기대비 84억원 감소를 반영해, 양 비용 세그먼트 합산 전분기대비 206억원 감소를 추정치에 반영하였다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	21A	22P	23E
매출액	790.3	629.3	604.2	547.9	529.3	663.5	611.0	675.0	2,308.8	2,571.8	2,478.8
PC 게임	93.1	95.9	97.1	104.4	95.7	179.0	102.4	110.1	426.1	390.4	487.1
모바일 게임	649.4	485.7	449.8	392.1	384.2	403.9	448.4	508.3	1,671.5	1,977.0	1,744.9
콘솔 게임						31.6	5.3	5.2			42.1
로열티	38.8	36.0	43.3	38.9	37.5	35.5	40.9	38.7	172.4	157.0	152.6
기타	9.0	11.7	14.0	12.6	11.9	13.5	14.0	12.6	38.9	47.4	52.1
영업비용	546.1	506.3	459.8	500.5	473.6	532.4	516.6	572.3	1,933.6	2,012.8	2,095.0
영업이익	244.2	123.0	144.4	47.4	55.6	131.1	94.4	102.7	375.2	559.0	383.8
영업이익률(%)	30.9%	19.5%	23.9%	8.7%	10.5%	19.8%	15.5%	15.2%	16.3%	21.7%	15.5%
영업외손익	-11.0	40.1	105.9	-70.0	29.5	29.5	29.5	29.5	116.1	65.0	118.0
법인세차감전순이익	233.2	163.1	250.4	-22.6	85.1	160.6	123.9	132.2	491.3	624.0	501.8
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	25.9%	41.4%	-4.1%	16.1%	24.2%	20.3%	19.6%	21.3%	24.3%	20.2%
법인세비용	64.9	44.4	68.3	-6.1	21.7	41.0	31.6	33.7	95.6	171.4	128.1
법인세율(%)	27.8%	27.2%	27.3%	27.0%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	19.5%	27.5%	25.5%
당기순이익	168.3	118.7	182.1	-16.5	63.4	119.6	92.3	98.4	395.7	452.6	373.7
당기순이익률(%)	21.3%	18.9%	30.1%	-3.0%	12.0%	18.0%	15.1%	14.6%	17.1%	17.6%	15.1%
지배주주지분	168.9	118.6	181.8	-17.0	63.4	119.6	92.3	98.4	396.9	452.3	373.7
비지배주주지분	-0.6	0.1	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.2	0.3	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22P	23E	24E	22P	23E	24E	22P	23E	24E
매출액	2,578.8	2,496.9	2,760.2	2,571.8	2,478.8	2,824.3	-0.3%	-0.7%	2.3%
영업이익	572.1	414.5	517.9	559.0	383.8	536.9	-2.3%	-7.4%	3.7%
영업이익률	22.2%	16.6%	18.8%	21.7%	15.5%	19.0%	-0.4%	-1.1%	0.2%
법인세차감전순이익	734.6	534.0	641.9	624.0	501.8	656.9	-15.1%	-6.0%	2.3%
당기순이익	534.1	397.1	475.3	452.6	373.7	486.1	-15.3%	-5.9%	2.3%
지배주주지분	534.3	397.1	474.1	452.3	373.7	484.9	-15.3%	-5.9%	2.3%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	555.0	533.8	700.6	643.5	547.9	529.3	663.5	611.0	-1.3%	-0.8%	-5.3%	-5.1%
영업이익	60.5	61.5	156.4	116.1	47.4	55.6	131.1	94.4	-21.6%	-9.6%	-16.2%	-18.6%
영업이익률	10.9%	11.5%	22.3%	18.0%	8.7%	10.5%	19.8%	15.5%	-2.2%	-1.0%	-2.6%	-2.6%
법인세차감전순이익	88.0	92.0	186.9	146.6	-22.6	85.1	160.6	123.9	적전	-7.5%	-14.1%	-15.5%
당기순이익	65.0	68.4	139.0	109.0	-16.5	63.4	119.6	92.3	적전	-7.3%	-14.0%	-15.3%
지배주주지분	65.0	68.4	139.0	109.0	-17.0	63.4	119.6	92.3	적전	-7.3%	-14.0%	-15.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	2,416.2	2,308.8	2,571.8	2,478.8	2,824.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,571.8	2,478.8	2,824.3
판매비	1,591.4	1,933.6	2,012.8	2,095.0	2,287.4
<b>영업이익</b>	824.8	375.2	559.0	383.8	536.9
<b>EBITDA</b>	890.6	468.9	705.1	517.2	661.0
영업외손익	-21.5	116.1	65.0	118.0	120.0
이자수익	32.8	28.4	31.6	34.1	37.3
이자비용	9.0	13.2	13.2	13.2	13.2
외환관련이익	23.9	35.0	35.0	35.0	35.0
외환관련손실	38.1	23.7	23.7	23.7	23.7
종속 및 관계기업손익	-5.6	15.8	6.8	8.0	10.0
기타	-25.5	73.8	28.5	77.8	74.6
<b>법인세차감전이익</b>	803.3	491.3	624.0	501.8	656.9
법인세비용	216.6	95.6	171.4	128.1	170.7
계속사업손익	586.6	395.7	452.6	373.7	486.1
<b>당기순이익</b>	586.6	395.7	452.6	373.7	486.1
<b>지배주주순이익</b>	587.4	396.9	452.3	373.7	484.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	42.0	-4.4	11.4	-3.6	13.9
영업이익 증감율	72.2	-54.5	49.0	-31.3	39.9
EBITDA 증감율	67.6	-47.4	50.4	-26.6	27.8
지배주주순이익 증감율	64.0	-32.4	14.0	-17.4	29.8
EPS 증감율	63.9	-32.4	14.0	-17.4	29.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	34.1	16.3	21.7	15.5	19.0
EBITDA Margin(%)	36.9	20.3	27.4	20.9	23.4
지배주주순이익률(%)	24.3	17.2	17.6	15.1	17.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	707.6	391.1	563.4	534.2	551.5
당기순이익	586.6	395.7	452.6	373.7	486.1
비현금항목의 가감	317.0	115.1	200.6	140.8	169.1
유형자산감가상각비	64.8	92.5	145.1	132.4	123.2
무형자산감가상각비	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
지분법평가손익	-6.8	-30.0	-6.8	-8.0	-10.0
기타	258.0	51.3	61.2	15.4	55.0
영업활동자산부채증감	-45.8	35.2	42.9	106.5	22.6
매출채권및기타채권의감소	10.9	-30.4	5.3	11.6	-43.2
재고자산의감소	0.5	0.0	-0.7	0.3	-1.0
매입채무및기타채무의증가	3.1	0.0	39.5	44.5	50.0
기타	-60.3	65.6	-1.2	50.1	16.8
기타현금흐름	-150.2	-154.9	-132.7	-86.8	-126.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-695.6	-188.1	-293.9	-301.3	-309.0
유형자산의 취득	-64.4	-286.6	-200.0	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	2.2	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	0.2	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-349.6	-107.6	-48.3	-51.2	-54.2
단기금융자산의감소(증가)	-493.2	155.7	-90.3	-94.8	-99.6
기타	209.8	49.7	49.7	49.7	49.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-159.3	-112.4	-169.3	-185.9	-151.8
차입금의 증가(감소)	-6.2	299.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-185.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-107.6	-176.2	-119.0	-135.7	-101.5
기타	-45.5	-50.3	-50.3	-50.2	-50.3
기타현금흐름	1.1	8.0	41.1	41.0	41.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-146.2	98.7	141.3	88.0	131.6
기초현금 및 현금성자산	303.4	157.3	255.9	397.2	485.2
기말현금 및 현금성자산	157.3	255.9	397.2	485.2	616.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	2,444.4	2,452.6	2,682.5	2,856.4	3,134.9
현금 및 현금성자산	157.3	255.9	397.2	485.2	616.9
단기금융자산	1,962.0	1,806.2	1,896.6	1,991.4	2,090.9
매출채권 및 기타채권	281.6	326.8	321.5	309.8	353.0
재고자산	0.7	6.4	7.1	6.8	7.8
기타유동자산	42.8	57.3	60.1	63.2	66.3
<b>비유동자산</b>	1,636.8	2,129.3	2,246.0	2,379.6	2,527.5
투자자산	1,093.8	1,201.4	1,256.5	1,315.7	1,379.9
유형자산	368.4	747.3	802.2	869.8	946.6
무형자산	49.7	42.3	46.3	50.3	54.3
기타비유동자산	124.9	138.3	141.0	143.8	146.7
<b>자산총계</b>	4,081.2	4,581.9	4,928.5	5,236.1	5,662.4
<b>유동부채</b>	509.3	663.4	711.2	764.4	823.5
매입채무 및 기타채무	233.9	316.2	355.8	400.2	450.2
단기금융부채	42.2	181.2	181.2	181.2	181.2
기타유동부채	233.2	166.0	174.2	183.0	192.1
<b>비유동부채</b>	427.2	767.3	777.3	787.6	798.4
장기금융부채	295.4	591.6	591.6	591.6	591.6
기타비유동부채	131.8	175.7	185.7	196.0	206.8
<b>부채총계</b>	936.5	1,430.7	1,488.5	1,552.0	1,621.9
<b>지배지분</b>	3,144.7	3,148.8	3,437.4	3,681.4	4,036.7
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-437.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	278.2	255.8	227.7	199.6	171.5
이익잉여금	2,856.8	3,071.5	3,388.1	3,660.3	4,043.7
비지배지분	3.1	2.4	2.7	2.7	3.9
<b>자본총계</b>	3,144.7	3,151.2	3,440.0	3,684.1	4,040.6
<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	26,756	18,078	20,603	17,022	22,088
BPS	143,098	143,429	156,572	167,688	183,870
CFPS	41,161	23,268	29,754	23,437	29,845
DPS	8,550	5,860	6,680	5,000	5,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	34.8	35.6	21.7	26.3	20.3
PER(최고)	37.3	58.0	33.4		
PER(최저)	18.8	30.7	15.5		
PBR	6.51	4.48	2.86	2.67	2.43
PBR(최고)	6.97	7.31	4.40		
PBR(최저)	3.52	3.87	2.03		
PSR	8.46	6.11	3.82	3.96	3.48
PCFR	22.6	27.6	15.1	19.1	15.0
EV/EBITDA	21.0	27.4	11.8	15.7	11.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.0	30.1	30.0	27.2	20.9
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.9	1.5	1.1	1.1
ROA	15.8	9.1	9.5	7.4	8.9
ROE	20.8	12.6	13.7	10.5	12.6
ROIC	202.9	52.4	54.5	38.0	50.1
매출채권회전율	8.8	7.6	7.9	7.9	8.5
재고자산회전율	1,733.4	651.1	381.5	355.4	385.6
부채비율	29.8	45.4	43.3	42.1	40.1
순차입금비용	-56.7	-40.9	-44.2	-46.2	-47.9
이자보상배율	91.9	28.5	42.4	29.1	40.8
총차입금	337.5	772.8	772.8	772.8	772.8
순차입금	-1,781.7	-1,289.4	-1,521.0	-1,703.8	-1,935.0
NOPLAT	890.6	468.9	705.1	517.2	661.0
FCF	602.8	118.0	391.2	322.6	341.1

Compliance Notice

- 당사는 2월 9일 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.

고지사항

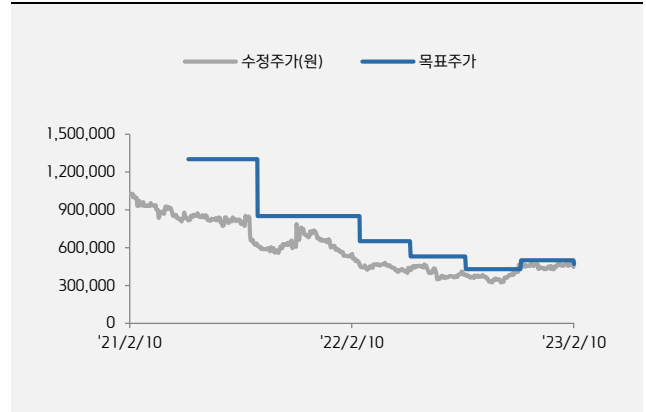
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
엔씨소프트 (036570)	2021-05-17	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-36.31	-32.92
	2021-08-12	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-38.08	-32.92
	2021-09-08	Buy(Maintain)	850,000원	6개월	-27.31	-7.53
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	650,000원	6개월	-30.89	-27.85
	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		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

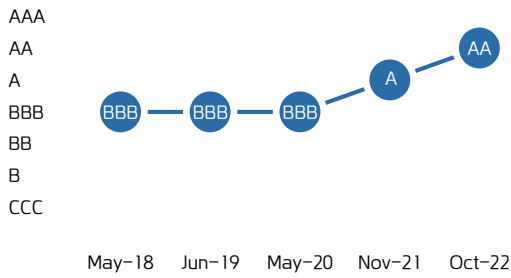
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

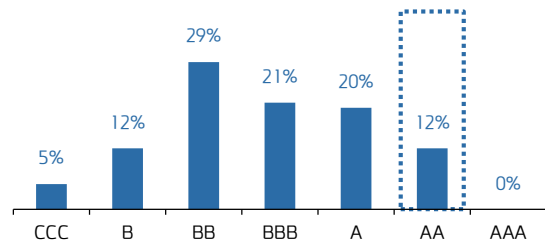
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



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	6.0	4.8		
<b>환경</b>	6.7	8.1	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.2	5.0%	
<b>사회</b>	6.2	4.7	51.0%	
인력 자원 개발	4.0	3.5	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.4	5.8	25.0%	
<b>지배구조</b>	5.7	4.5	44.0%	▼0.3
기업 지배구조	6.9	5.3		▼0.5
기업 활동	5.3	5.4		▲0.3

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 03월	한국 프로야구 리그에서 프로야구팀 운영으로 인한 사업 비효율에 대한 주주들의 비판
2021년 11월	성희롱 등 직장 내 괴롭힘으로 여직원 4명 퇴사 사건과 관련된 직원 6명 징직 처분 결정

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
Nintendo Co., Ltd.	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	AA	▲
NCSOFT CORPORATION	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	▲
THE WALT DISNEY COMPANY	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ● ●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ●	●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치