



# BUY(Maintain)

목표주가: 29,500원(하향)

주가(4/11): 19,010원

시가총액: 21,869억원



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

## Stock Data

KOSPI (4/11)		2,547.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	26,250 원	18,620원
등락률	-27.6%	2.1%
수익률	절대	상대
1M	-1.9%	-7.8%
6M	-16.8%	-28.4%
1Y	-24.0%	-20.4%

## Company Data

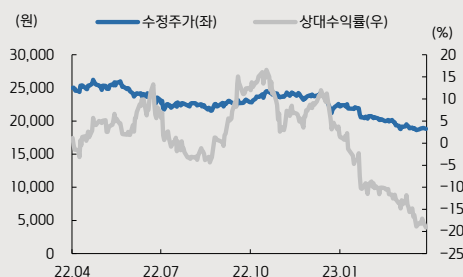
발행주식수	115,041	전주
일평균 거래량(3M)	400	천주
외국인 지분율	32.2%	
배당수익률(23E)	6.1%	
BPS(23E)	11,265원	
주요 주주	삼성전자 외 4 인	28.6%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,325.7	4,253.4	4,427.2	4,761.8
영업이익	248.2	311.4	307.1	330.0
EBITDA	318.9	384.9	375.2	395.0
세전이익	259.6	300.4	310.0	333.4
순이익	167.6	195.8	203.6	219.0
지배주주지분순이익	165.5	193.7	201.4	216.6
EPS(원)	1,438	1,684	1,751	1,883
증감률(% YoY)	5.1	17.1	4.0	7.6
PER(배)	15.9	13.7	10.8	10.0
PBR(배)	2.35	2.19	1.67	1.55
EV/EBITDA(배)	6.8	5.8	4.5	4.2
영업이익률(%)	7.5	7.3	6.9	6.9
ROE(%)	15.6	16.6	16.1	16.1
순차입금비율(%)	-41.1	-36.6	-38.0	-37.5

자료: 키움증권

## Price Trend



# 제일기획 (030000)

## 업황 둔화보다는 잘했다



매크로 불안이 덮친 1분기는 광고산업 및 주요 광고주의 시장 전망 조정에 따라 영업이익의 역성장이 나타날 전망이다. 다만 2분기는 광고 성수기로 접어들고, 매체의 둔화에도 불구하고 디지털 및 리테일 강점이 지속될 것이다. 2023년은 북미의 고성장 유지, 유럽과 중국의 방어, 기타 지역의 디지털 강점 발휘 등을 예상해 해외가 실적의 열쇠가 될 것이다.

### >>> 1Q23 영업이익의 514억원(yoy -12.1%) 컨센 하회

1분기 매출총이익 3,596억원(yoy +7.4%), 영업이익의 514억원(yoy -12.1%, OPM 5.0%)으로 컨센 하회를 전망한다. 본사는 644억원(yoy -15.3%)으로 부진할 것으로 보이지만, 해외는 2,952억원(yoy +14.1%)으로 성장을 예상한다. 본사는 주요 광고주의 닷컴, D2C 마케팅 등이 견조했지만, 매크로 및 주요 광고주 영향을 반영한 매체 부분의 감소는 불가피할 것으로 보인다. 다만 해외는 북미의 고성장세가 지속되고, 중국 및 신흥국 등의 실적 방어로 타라인을 지킬 것으로 판단한다.

### >>> 2023년 나쁘지 않다. 실적 방어의 저력이 발휘될 것

2022년 영업이익의 3,114억원(yoy +25.5%)의 최대 실적을 달성했다. 2023년은 주요 광고주 마케팅 효율화, 매크로 이슈 등을 반영해 영업이익 3,071억원(yoy -1.4%)을 예상한다. 경기 불안을 반영하더라도 동사의 실적은 최대한 방어에 성공할 것으로 판단한다.

주요 광고주의 실적 효율화를 위한 마케팅비 조정은 피할 수 없다. 다만, 경기의 영향을 직접 받는 브랜드 마케팅 위주의 매체 집행 보다는 디지털 성장 지속 및 BTL 수요 회복도 존재한다. 특히 엔데믹으로 접어들며 소비자와 직접 접점을 확장하는 D2C 등의 개선은 가시적일 것이다.

또한 타라인과 동시에 증가했던 비용의 증가 추세도 선 투자의 속도 조절 및 경비 집행 효율성 등을 통해 둔화되어 실적 방어 포인트로 작용할 것이다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 29,500원으로 하향

2023년 매출총이익 1조6,326억원(yoy +6.1%), 영업이익의 3,071억원(yoy -1.4%, OPM 6.9%)을 전망한다. 매출총이익 기준 OPM도 18.8%로 전년 20.2% 대비 감소하지만 방어에 성공하는 모습을 보일 것이다. 2022년 대비 베이징 동계 올림픽, 카타르 월드컵 등 스포츠 빅 이벤트 효과 소멸에도 불구하고 디지털과 닷컴 중심의 비즈니스 포트폴리오가 활약할 것이다.

일보 후퇴하지만, 경기 회복 시 실적 개선은 확률 높은 결과물이기에 투자의견 BUY는 유지한다. 다만 실적 추정치 하향에 따라 2023E 지배주주순이익 기준 EPS에 Target P/E 16.9배(2018~2022년 평균)를 적용해 목표주가는 29,500원으로 조정한다.

제일기획 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	946.6	976.4	1,126.1	1,204.3	1,022.7	1,049.0	1,114.1	1,241.4	4,253.4	4,427.2	4,761.8
(YoY, %)	35.9%	23.6%	31.9%	22.2%	8.0%	7.4%	-1.1%	3.1%	27.9%	4.1%	7.6%
매출원가	611.7	587.9	724.1	791.4	663.1	651.3	695.8	784.5	2,715.0	2,794.7	2,997.6
(YoY, %)	43.8%	24.0%	37.2%	27.9%	8.4%	10.8%	-3.9%	-0.9%	32.7%	2.9%	7.3%
매출총이익	334.9	388.6	402.0	413.0	359.6	397.7	418.4	456.9	1,538.4	1,632.6	1,764.1
(YoY, %)	23.4%	23.0%	23.4%	12.7%	7.4%	2.3%	4.1%	10.6%	20.2%	6.1%	8.1%
GPM	35.4%	39.8%	35.7%	34.3%	35.2%	37.9%	37.6%	36.8%	36.2%	36.9%	37.0%
본사	76.0	100.2	91.9	85.2	64.4	86.0	81.6	94.4	353.5	326.4	326.9
매체	26.1	30.0	31.5	31.1	23.4	29.9	29.8	34.8	118.7	117.9	117.1
광고물제작	49.9	70.3	60.4	54.1	41.0	56.2	51.8	59.7	234.7	208.6	209.9
해외	258.8	288.3	310.0	327.7	295.2	311.7	336.8	362.5	1,184.9	1,306.1	1,437.2
유럽	79.4	84.0	86.9	90.6	85.1	84.7	89.3	92.1	341.0	351.2	368.8
중국	66.5	75.6	84.1	91.7	73.5	82.3	93.0	100.9	317.8	349.6	367.1
북미	34.7	40.0	45.1	52.0	46.7	51.4	59.4	65.8	171.8	223.4	290.4
중남미	16.7	19.5	19.7	17.0	18.6	20.6	19.7	19.9	72.9	78.8	85.1
서남아	19.8	21.4	21.9	22.1	22.3	22.3	23.4	24.1	85.3	92.1	99.4
동남아	19.5	22.0	22.7	24.9	22.3	22.4	24.3	28.1	89.0	97.1	104.8
판관비	276.4	300.5	308.8	341.2	308.2	317.0	328.6	371.6	1,226.9	1,325.4	1,434.2
(YoY, %)	20.0%	23.2%	20.8%	13.2%	11.5%	5.5%	6.4%	8.9%	19.0%	8.0%	8.2%
영업이익	58.5	88.0	93.1	71.8	51.4	80.6	89.8	85.3	311.4	307.1	330.0
(YoY, %)	42.7%	22.1%	32.7%	10.5%	-12.1%	-8.4%	-3.6%	18.8%	25.5%	-1.4%	7.4%
OPM	6.2%	9.0%	8.3%	6.0%	5.0%	7.7%	8.1%	6.9%	7.3%	6.9%	6.9%
순이익	45.2	61.3	64.6	24.7	34.2	53.4	59.5	56.5	195.8	203.6	219.0
(YoY, %)	37.3%	11.2%	27.5%	-14.4%	-24.3%	-12.9%	-8.0%	128.7%	16.8%	4.0%	7.6%
NPM	13.5%	15.8%	16.1%	6.0%	9.5%	13.4%	14.2%	12.4%	4.6%	4.6%	4.6%

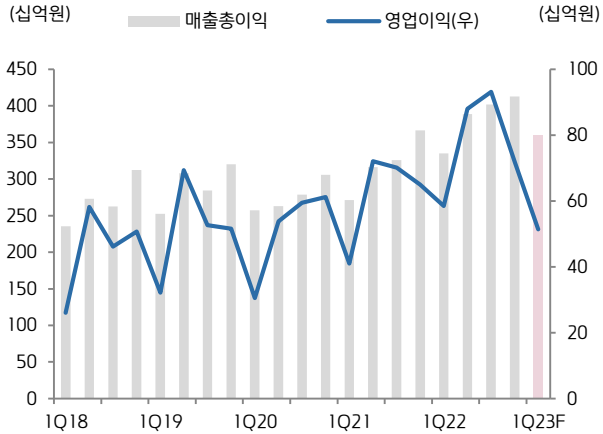
자료: 제일기획, 키움증권 리서치센터

제일기획 실적 Preview

(십억원)	1Q23F	1Q22	(YoY)	4Q22	(QoQ)	컨센서스	(차이)
매출총이익	359.6	334.9	7.4%	413.0	-12.9%	352.1	2.1%
영업이익	51.4	58.5	-12.1%	71.8	-28.4%	55.6	-7.5%
순이익	34.2	45.2	-24.3%	24.7	38.5%	35.9	-4.7%

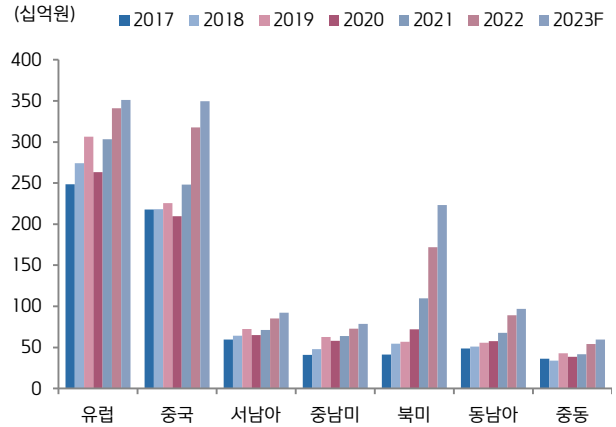
자료: 제일기획, 에프앤가이드 키움증권 리서치센터

제일기획 매출총이익 및 영업이익 전망 (K-IFRS 연결)



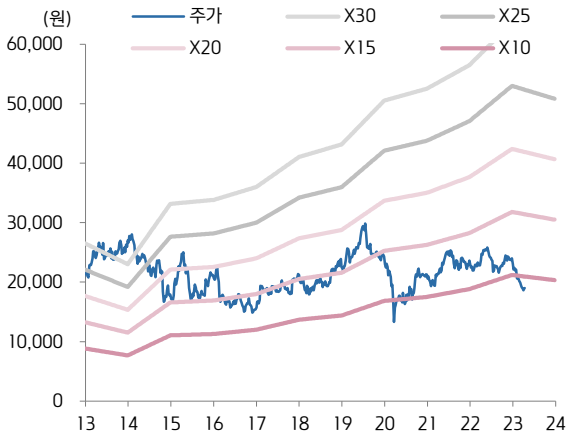
자료: 제일기획, 키움증권 리서치센터

제일기획 해외 주요 지역 매출총이익 추이 (K-IFRS 연결)



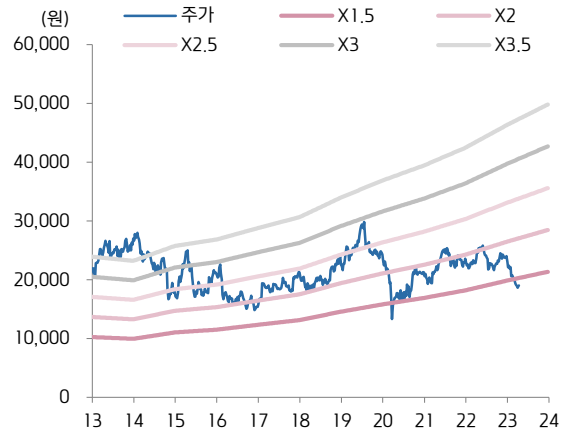
자료: 제일기획, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: 에프앤가이드, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	3,325.7	4,253.4	4,427.2	4,761.8	4,761.0
매출원가	2,046.1	2,715.0	2,794.7	2,997.6	2,837.5
매출총이익	1,279.6	1,538.3	1,632.6	1,764.1	1,923.5
판매비	1,031.4	1,226.9	1,325.4	1,434.2	1,553.9
<b>영업이익</b>	248.2	311.4	307.1	330.0	369.6
<b>EBITDA</b>	318.9	384.9	375.2	395.0	436.5
영업외손익	11.5	-11.0	2.8	3.4	5.8
이자수익	7.3	11.9	12.8	13.4	15.8
이자비용	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9
외환관련이익	20.8	35.0	31.4	31.4	31.4
외환관련손실	15.1	39.5	33.1	33.1	33.1
종속 및 관계기업손익	0.2	0.6	0.6	0.6	0.6
기타	5.1	-12.1	-2.0	-2.0	-2.0
<b>법인세차감전이익</b>	259.6	300.4	310.0	333.4	375.4
법인세비용	92.0	104.6	106.4	114.4	128.8
계속사업순이익	167.6	195.8	203.6	219.0	246.5
<b>당기순이익</b>	167.6	195.8	203.6	219.0	246.5
<b>지배주주순이익</b>	165.5	193.7	201.4	216.6	243.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	21.0	27.9	4.1	7.6	0.0
영업이익 증감율	21.1	25.5	-1.4	7.5	12.0
EBITDA 증감율	15.1	20.7	-2.5	5.3	10.5
지배주주순이익 증감율	5.1	17.0	4.0	7.5	12.6
EPS 증감율	5.1	17.1	4.0	7.6	12.6
매출총이익율(%)	38.5	36.2	36.9	37.0	40.4
영업이익율(%)	7.5	7.3	6.9	6.9	7.8
EBITDA Margin(%)	9.6	9.0	8.5	8.3	9.2
지배주주순이익율(%)	5.0	4.6	4.5	4.5	5.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	249.5	184.2	252.8	233.0	330.5
당기순이익	167.6	195.8	203.6	219.0	246.5
비현금항목의 가감	172.3	205.6	175.0	179.4	193.3
유형자산감가상각비	60.1	63.9	58.3	52.9	52.9
무형자산감가상각비	10.6	9.6	9.8	12.0	14.0
지분법평가손익	-0.2	-0.8	0.0	0.0	0.0
기타	101.8	132.9	106.9	114.5	126.4
영업활동자산부채증감	-28.7	-143.8	-25.3	-57.5	10.6
매출채권및기타채권의감소	-138.7	-236.6	-57.4	-110.5	0.3
재고자산의감소	2.1	-20.4	-2.3	-4.4	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.8	79.1	37.1	60.2	13.2
기타	107.1	34.1	-2.7	-2.8	-2.9
기타현금흐름	-61.7	-73.4	-100.5	-107.9	-119.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	32.9	16.4	-74.2	-74.2	-74.3
유형자산의 취득	-13.9	-18.7	-53.0	-53.0	-53.0
유형자산의 처분	0.7	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.1	-3.6	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-13.2	-31.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	36.4	62.2	-3.1	-3.1	-3.2
기타	25.0	6.9	6.9	6.9	6.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	-148.6	-163.3	-179.6	-179.6	-179.6
차입금의 증가(감소)	-2.5	0.4	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	-89.3	-100.5	-116.5	-116.5	-116.5
기타	-56.8	-63.2	-63.1	-63.1	-63.1
기타현금흐름	0.3	-0.5	48.7	48.7	48.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	134.1	36.8	47.7	27.8	125.2
기초현금 및 현금성자산	370.2	504.3	541.1	588.8	616.6
기말현금 및 현금성자산	504.3	541.1	588.8	616.6	741.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	2,018.6	2,194.0	2,307.1	2,455.8	2,586.8
현금 및 현금성자산	504.3	541.1	588.8	616.5	741.7
단기금융자산	164.1	101.9	104.9	108.1	111.3
매출채권 및 기타채권	1,196.5	1,404.9	1,462.4	1,572.9	1,572.6
재고자산	36.3	56.5	58.8	63.2	63.2
기타유동자산	117.4	89.6	92.2	95.1	98.0
<b>비유동자산</b>	523.5	557.5	567.4	580.4	591.6
투자자산	66.6	97.6	97.6	97.6	97.6
유형자산	81.9	80.9	75.6	75.7	75.8
무형자산	167.0	165.8	181.1	194.0	205.0
기타비유동자산	208.0	213.2	213.1	213.1	213.2
<b>자산총계</b>	2,542.1	2,751.4	2,874.6	3,036.2	3,178.3
<b>유동부채</b>	1,224.2	1,335.6	1,372.8	1,433.0	1,446.2
매입채무 및 기타채무	893.5	1,019.2	1,056.3	1,116.6	1,129.7
단기금융부채	68.2	71.4	71.4	71.4	71.4
기타유동부채	262.5	245.0	245.1	245.0	245.1
<b>비유동부채</b>	190.6	194.4	194.4	194.4	194.4
장기금융부채	136.4	125.1	125.1	125.1	125.1
기타비유동부채	54.2	69.3	69.3	69.3	69.3
<b>부채총계</b>	1,414.8	1,530.0	1,567.1	1,627.4	1,640.6
<b>자본지분</b>	1,117.1	1,212.0	1,295.9	1,394.9	1,521.3
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
기타자본	-350.3	-347.7	-347.7	-347.7	-347.7
기타포괄손익누계액	-24.7	-27.8	-28.9	-30.0	-31.1
이익잉여금	1,345.3	1,440.6	1,525.6	1,625.7	1,753.2
비지배지분	10.1	9.4	11.6	13.9	16.6
<b>자본총계</b>	1,127.3	1,221.4	1,307.5	1,408.9	1,537.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,438	1,684	1,751	1,883	2,120
BPS	9,711	10,536	11,265	12,126	13,224
CFPS	2,955	3,490	3,291	3,463	3,824
DPS	990	1,150	1,150	1,150	1,150
<b>주가배수(배)</b>					
PER	15.9	13.7	10.8	10.0	8.9
PER(최고)	18.4	15.8	13.2		
PER(최저)	13.2	12.3	10.6		
PBR	2.35	2.19	1.67	1.55	1.42
PBR(최고)	2.73	2.53	2.06		
PBR(최저)	1.96	1.97	1.65		
PSR	0.79	0.62	0.49	0.45	0.45
PCFR	7.7	6.6	5.7	5.4	4.9
EV/EBITDA	6.8	5.8	4.5	4.2	3.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	59.8	59.5	57.2	53.2	47.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	4.3	5.0	6.1	6.1	6.1
ROA	7.0	7.4	7.2	7.4	7.9
ROE	15.6	16.6	16.1	16.1	16.7
ROIC	31.1	35.3	27.0	27.0	29.0
매출채권회전율	3.0	3.3	3.1	3.1	3.0
재고자산회전율	89.7	91.7	76.8	78.1	75.3
부채비율	125.5	125.3	119.9	115.5	106.7
순차입금비율	-41.1	-36.6	-38.0	-37.5	-42.7
이자보상배율	36.4	45.0	44.4	47.7	53.4
<b>총차입금</b>	204.6	196.5	196.5	196.5	196.5
순차입금	-463.8	-446.5	-497.2	-528.1	-656.5
NOPLAT	318.9	384.9	375.2	395.0	436.5
FCF	209.2	145.9	166.5	146.3	242.2

Compliance Notice

- 당사는 4월 11일 현재 '제일기획(030000)' 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

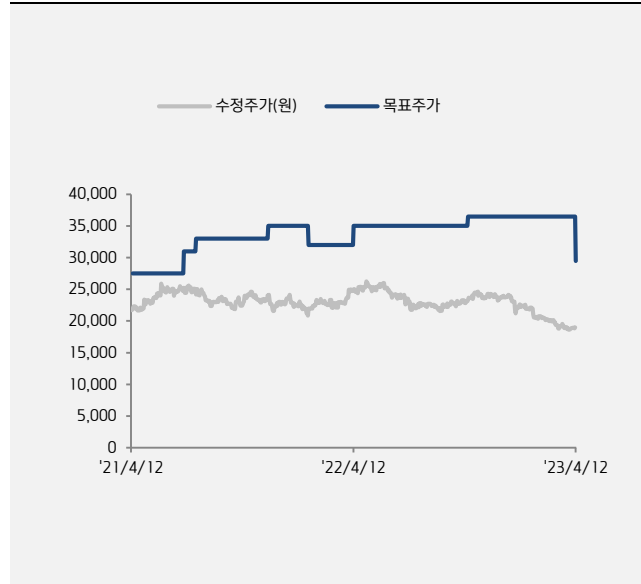
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
제일기획 (030000)	2021-04-14	Buy(Maintain)	27,500원	6개월	-13.61	-5.82
	2021-07-07	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-19.40	-17.42
	2021-07-27	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-29.69	-24.09
	2021-10-14	Buy(Maintain)	33,000원	6개월	-29.20	-24.09
	2021-11-23	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-34.74	-31.00
	2022-01-06	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-35.40	-31.00
	2022-01-28	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-28.27	-21.88
	2022-04-12	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-27.74	-25.00
	2022-06-08	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-28.84	-25.00
	2022-07-05	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-30.33	-25.00
	2022-07-29	Buy(Maintain)	35,000원	6개월	-32.51	-25.00
	2022-10-17	Buy(Maintain)	36,500원	6개월	-34.29	-32.47
	2022-11-23	Buy(Maintain)	36,500원	6개월	-35.48	-32.47
	2023-01-20	Buy(Maintain)	36,500원	6개월	-39.70	-32.47
	2023-04-12	Buy(Maintain)	29,500원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

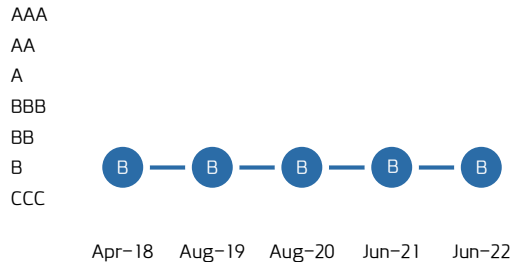
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/4/1~2023/3/31)

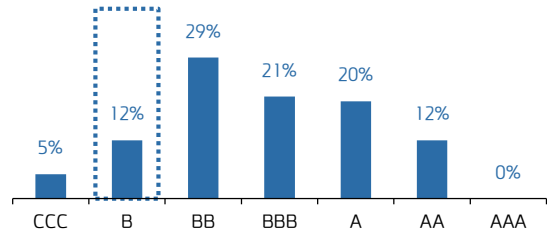
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

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

항목	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	3.0	4.8		
<b>환경</b>	9.0	8.1	5.0%	
탄소 배출	9.0	8.2	5.0%	
<b>사회</b>	3.4	4.7	47.0%	▼0.1
인적 자원 개발	2.0	3.5	27.0%	
개인정보와 데이터 보안	5.3	5.8	20.0%	▼0.2
<b>지배구조</b>	2.0	4.5	48.0%	▼0.1
기업 지배구조	2.3	5.3		▼0.4
기업 활동	5.0	5.4		▲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	인적 자원 개발	개인정보와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
WPP PLC	●●●●	●●	●●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
INFORMA PLC	●●●●	●●●●	●●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
DENTSU GROUP INC.	●●●●	●	●●●	●●●●	●	BBB	▲
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
NEWS CORPORATION	●●●●	●	●●●●	●	●	B	▲
Cheil Worldwide Inc	●●●	●	●●	●	●●	B	◀▶

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