



# BUY(Maintain)

목표주가: 824,000원  
주가(4/20): 502,000원  
시가총액: 22,489억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(4/20)		2,718.69pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	860,000원	350,000원	
등락률	-41.6%	43.4%	
수익률	절대	상대	
	1M	1.2%	0.8%
	6M	-32.3%	-25.0%
	1Y	19.2%	41.3%

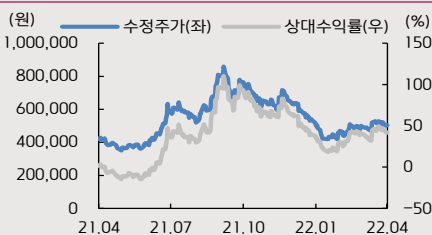
### Company Data

발행주식수	4,480천주
일평균 거래량(3M)	43천주
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(2022E)	2.0%
BPS(2022E)	186,843원
주요 주주	효성 외 9인 44.5%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,394.6	3,597.8	4,018.4	4,384.0
영업이익	34.2	437.3	420.3	506.8
EBITDA	210.6	617.8	625.4	711.0
세전이익	1.1	411.8	386.8	474.7
순이익	6.8	330.0	301.7	370.3
지배주주지분순이익	0.1	250.7	229.2	281.3
EPS(원)	18	55,960	51,162	62,787
증감률(% YoY)	흑전	318,756.6	-8.6	22.7
PER(배)	8,490.0	10.7	9.8	8.0
PBR(배)	2.1	4.4	2.7	2.0
EV/EBITDA(배)	10.9	7.0	5.9	4.8
영업이익률(%)	1.4	12.2	10.5	11.6
ROE(%)	0.0	54.7	31.8	28.7
순차입금비율(%)	409.2	209.1	120.5	61.0

### Price Trend



# 효성첨단소재(298050)

## 실적을 끄는 황금색 실과 검은색 실



효성첨단소재의 올해 1분기 영업이익은 1,028억원으로 작년 동기, 전 분기 대비 증가하며, 시장 기대치에 부합할 전망이다. 부정적인 매크로 환경 지속에도 불구하고, 주력 제품인 PET 타이어코드가 견고한 스프레드를 지속하였고, 슈퍼섬유(아라미드/탄소섬유)도 판가 인상, 수요 강세 및 증설 효과로 실적이 큰 폭으로 개선되었기 때문이다.

### >>> 올해 1분기 슈퍼섬유, 차별화된 실적 기록 전망

효성첨단소재의 올해 1분기 영업이익은 1,028억원으로 작년 동기 대비 23.3% 증가하며, 최근 높아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 베트남 스판덱스 설비의 수익성 감소, 섀다운 확대에 따른 중국 타이어코드 실적 둔화, 스틸코드의 주요 원재료인 Wire Rod 가격 급등 및 전쟁으로 인한 GST 실적 부진 등에도 불구하고, 1) 주력 제품인 PET 타이어코드는 가격/스프레드 호조세가 지속되었고, 2) 판가 인상, 수요 강세 및 증설 효과로 특수섬유인 아라미드/탄소섬유의 실적이 크게 개선되었기 때문이다. 특히 국내 수출입 데이터(판가/수출량)를 고려 시 동사의 올해 1분기 특수섬유 이익은 작년 동기 대비 5배 이상 증가하며, 작년 연간 수치를 상회한 것으로 추정된다.

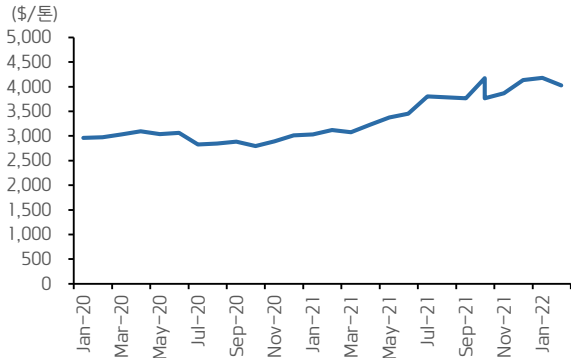
### >>> 올해 세계 PET 타이어코드 소비량, 증가세 지속 예상

S&P Global Mobility(구 IHS Auto)에 따르면 올해 세계 Light Vehicle 생산이 작년 12월 중순 예상 대비 감소할 전망(-320만대)이다. 우크라이나/러시아 전쟁으로 유럽 생산량이 기존 예상 대비 280만대가 감소할 것으로 추정되는 가운데, 차량용 반도체 수급 타이트 지속으로 미국/일본의 생산도 70만대가 축소될 것으로 전망되기 때문이다. 다만 긴 차량 출고 대기 시간 및 낮은 유통 재고 등을 감안한 잠재 수요 증가로 올해 Light Vehicle 생산은 작년 대비 5.2% 증가할 전망이다. 이에 전방 수요 증가로 동사의 주력 제품인 PET 타이어코드 수요도 동시에 증가할 전망이다. 또한 일반 차량 대비 2배 가량 PET 타이어코드 소비량이 큰 SUV의 판매 확대 지속으로 올해 PET 타이어코드 수요 증가율은 Light Vehicle 생산 증가율을 상회할 가능성이 크다.

### >>> 탄소섬유, 증설 후 영업가치 1조원 상회 전망

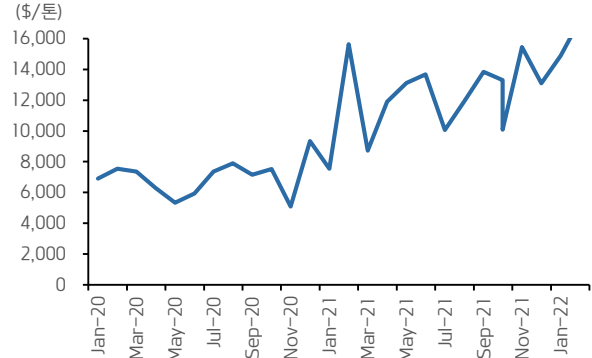
동사 탄소섬유 실적이 큰 폭으로 개선되고 있다. 전선심재, CNG용 저장용기, 태양광, 풍력, 케이블 등 관련 수요 증가로 판가가 크게 상승하고 있는 가운데, 동사의 지속적인 증설 효과에 기인한다. 동사의 탄소섬유 생산능력은 작년 4천톤에서 내년 4월 9천톤으로 125% 증가할 전망이다. 이에 증설 이후 동사 탄소섬유 매출액은 2천억원 후반 대를 기록할 것으로 보이며, 규모의 경제 효과로 인한 추가적인 원가 개선으로 동사의 탄소섬유 영업가치는 1조원을 상회할 것으로 판단된다.

국내 PET 타이어코드 가격 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

국내 나일론 타이어코드 가격 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

세계 Light Vehicle Production 전망

(백만대)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
북미	3.6	3.2	3.0	3.3	3.5	3.6	4.1	4.1	17.0	16.3	13.0	13.1	15.2	17.2
유럽	4.7	4.1	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.5	22.0	21.2	16.6	15.9	16.5	19.3
중국	5.9	5.8	5.5	7.7	5.9	5.8	5.8	7.3	26.9	24.7	23.6	24.8	24.8	27.5
일본	2.2	1.9	1.5	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	9.2	9.2	7.7	7.5	7.8	8.7
중동/아프리카	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	2.6	2.0	1.8	2.1	2.3	2.4
남미	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	3.4	3.3	2.3	2.6	3.0	3.4
동남아	2.2	1.7	1.8	2.2	2.1	2.0	2.1	2.2	9.2	8.4	6.2	7.9	8.3	9.5
한국	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	4.0	3.9	3.5	3.4	3.5	3.5
합계	20.7	18.8	16.6	21.2	19.3	19.4	20.2	22.4	94.2	89.0	74.6	77.2	81.3	92.0

자료: 업계, 키움증권 리서치

효성첨단소재 실적 전망

(십억원)	2021				2022E				2019	2020	2021	2022E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	770	872	967	989	1,054	1,055	978	931	3,054	2,395	3,598	4,018
산업자재	615	655	709	734	787	793	734	701	2,566	1,991	2,714	3,015
기타	155	217	258	255	267	262	244	230	488	403	884	1,003
영업이익	83	118	140	96	103	113	111	93	158	34	437	420
산업자재	51	74	76	54	72	81	75	65	129	8	254	292
기타	32	44	64	43	31	33	36	28	30	27	183	128
영업이익률	10.8%	13.5%	14.5%	9.7%	9.8%	10.8%	11.4%	10.0%	5.2%	1.4%	12.2%	10.5%
산업자재	8.3%	11.2%	10.7%	7.3%	9.2%	10.2%	10.2%	9.3%	5.0%	0.4%	9.4%	9.7%
기타	20.8%	20.4%	24.8%	16.7%	11.5%	12.5%	14.9%	12.1%	6.1%	6.6%	20.7%	12.7%

자료: 효성첨단소재, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	2,394.6	3,597.8	4,018.4	4,384.0	4,603.2
매출원가	2,186.0	2,961.8	3,377.3	3,637.2	3,782.7
매출총이익	208.7	636.0	641.1	746.8	820.5
판관비	174.4	198.7	220.8	240.0	251.5
<b>영업이익</b>	34.2	437.3	420.3	506.8	569.0
<b>EBITDA</b>	210.6	617.8	625.4	711.0	772.4
영업외손익	-33.1	-25.5	-33.4	-32.1	-29.7
이자수익	0.4	0.3	3.1	6.8	11.4
이자비용	47.1	34.5	36.7	38.9	41.2
외환관련이익	42.2	27.0	17.5	18.4	18.4
외환관련손실	29.4	28.2	19.1	20.1	20.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	9.9	1.8	1.7	1.8
<b>법인세차감전이익</b>	1.1	411.8	386.8	474.7	539.4
법인세비용	-5.7	81.8	85.1	104.4	118.7
계속사업순이익	6.8	330.0	301.7	370.3	420.7
<b>당기순이익</b>	6.8	330.0	301.7	370.3	420.7
<b>지배주주순이익</b>	0.1	250.7	229.2	281.3	319.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-21.6	50.2	11.7	9.1	5.0
영업이익 증감율	-78.4	1,178.7	-3.9	20.6	12.3
EBITDA 증감율	-36.7	193.4	1.2	13.7	8.6
지배주주순이익 증감율	흑전	250,600.0	-8.6	22.7	13.6
EPS 증감율	흑전	318,756.6	-8.6	22.7	13.6
매출총이익률(%)	8.7	17.7	16.0	17.0	17.8
영업이익률(%)	1.4	12.2	10.5	11.6	12.4
EBITDA Margin(%)	8.8	17.2	15.6	16.2	16.8
지배주주순이익률(%)	0.0	7.0	5.7	6.4	6.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	939.3	1,435.3	1,961.0	2,580.7	3,280.7
현금 및 현금성자산	47.1	33.6	398.8	873.1	1,472.2
단기금융자산	4.4	7.6	13.0	22.4	38.5
매출채권 및 기타채권	442.6	703.2	785.4	856.9	899.8
재고자산	324.7	564.0	629.9	687.2	721.6
기타유동자산	124.9	134.5	146.9	163.5	187.1
<b>비유동자산</b>	1,437.3	1,473.4	1,468.3	1,464.1	1,460.8
투자자산	5.1	5.6	5.6	5.6	5.6
유형자산	1,204.4	1,224.3	1,219.2	1,215.1	1,211.7
무형자산	36.6	36.6	36.6	36.6	36.6
기타비유동자산	191.2	206.9	206.9	206.8	206.9
<b>자산총계</b>	2,376.6	2,908.7	3,429.3	4,044.8	4,741.5
<b>유동부채</b>	1,574.9	1,744.5	1,859.5	2,000.8	2,173.1
매입채무 및 기타채무	335.2	508.6	623.5	764.9	937.1
단기금융부채	1,227.8	1,165.2	1,165.2	1,165.2	1,165.2
기타유동부채	11.9	70.7	70.8	70.7	70.8
<b>비유동부채</b>	420.6	442.6	542.6	642.6	742.6
장기금융부채	405.9	434.9	534.9	634.9	734.9
기타비유동부채	14.7	7.7	7.7	7.7	7.7
<b>부채총계</b>	1,995.5	2,187.1	2,402.1	2,643.4	2,915.7
<b>자본지분</b>	312.8	604.0	837.0	1,122.2	1,445.6
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.1	384.1	384.1	384.1	384.1
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	9.6	52.1	100.6	149.1	197.6
이익잉여금	-101.4	147.3	331.8	568.4	843.3
비지배지분	68.3	117.6	190.1	279.1	380.2
<b>자본총계</b>	381.1	721.6	1,027.2	1,401.3	1,825.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	312.4	234.7	871.1	984.1	1,115.8
당기순이익	6.8	330.0	301.7	370.3	420.7
비현금항목의 가감	218.0	206.9	316.3	333.2	344.2
유형자산감가상각비	176.4	180.5	205.1	204.1	203.3
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	41.6	26.4	111.2	129.1	140.9
영업활동자산부채증감	151.6	-300.1	-40.0	5.4	87.4
매출채권및기타채권의감소	-13.7	-182.6	-82.2	-71.5	-42.8
재고자산의감소	146.5	-216.0	-65.9	-57.3	-34.4
매입채무및기타채무의증가	20.8	96.6	115.0	141.4	172.2
기타	-2.0	1.9	-6.9	-7.2	-7.6
기타현금흐름	-64.0	-2.1	293.1	275.2	263.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-148.7	-89.1	-146.3	-150.2	-157.0
유형자산의 취득	-161.0	-148.2	-200.0	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	6.8	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.0	0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.6	-3.2	-5.5	-9.4	-16.1
기타	8.9	59.3	59.2	59.2	59.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-142.4	-163.7	48.7	48.7	48.7
차입금의 증가(감소)	-119.2	-139.8	100.0	100.0	100.0
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	-18.2	-17.3	-44.7	-44.7	-44.7
기타	-5.0	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
기타현금흐름	-5.9	4.6	-408.4	-408.4	-408.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	15.3	-13.5	365.2	474.2	599.2
기초현금 및 현금성자산	31.8	47.1	33.6	398.8	873.0
기말현금 및 현금성자산	47.1	33.6	398.8	873.0	1,472.2

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18	55,960	51,162	62,787	71,336
BPS	69,831	134,823	186,843	250,487	322,681
CFPS	50,186	119,856	137,959	157,038	170,746
DPS	0	10,000	10,000	10,000	10,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	8,490.0	10.7	9.8	8.0	7.0
PER(최고)	10,028.4	15.7	11.7		
PER(최저)	2,421.6	2.6	7.8		
PBR	2.1	4.4	2.7	2.0	1.6
PBR(최고)	2.5	6.5	3.2		
PBR(최저)	0.6	1.1	2.1		
PSR	0.3	0.7	0.6	0.5	0.5
PCFR	3.0	5.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	10.9	7.0	5.9	4.8	3.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	13.5	14.8	12.1	10.6
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	1.7	2.0	2.0	2.0
ROA	0.3	12.5	9.5	9.9	9.6
ROE	0.0	54.7	31.8	28.7	24.9
ROIC	1.0	19.3	15.5	18.6	21.4
매출채권회전율	5.4	6.3	5.4	5.3	5.2
재고자산회전율	6.0	8.1	6.7	6.7	6.5
부채비율	523.6	303.1	233.9	188.6	159.7
순차입금비율	409.2	209.1	120.5	61.0	18.6
이자보상배율	0.7	12.7	11.4	13.0	13.8
총차입금	1,611.0	1,549.8	1,649.8	1,749.8	1,849.8
순차입금	1,559.5	1,508.7	1,238.0	854.3	339.1
NOPLAT	210.6	617.8	625.4	711.0	772.4
FCF	189.4	110.9	292.9	404.8	534.6

Compliance Notice

- 당사는 4월 20일 현재 '효성첨단소재' 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

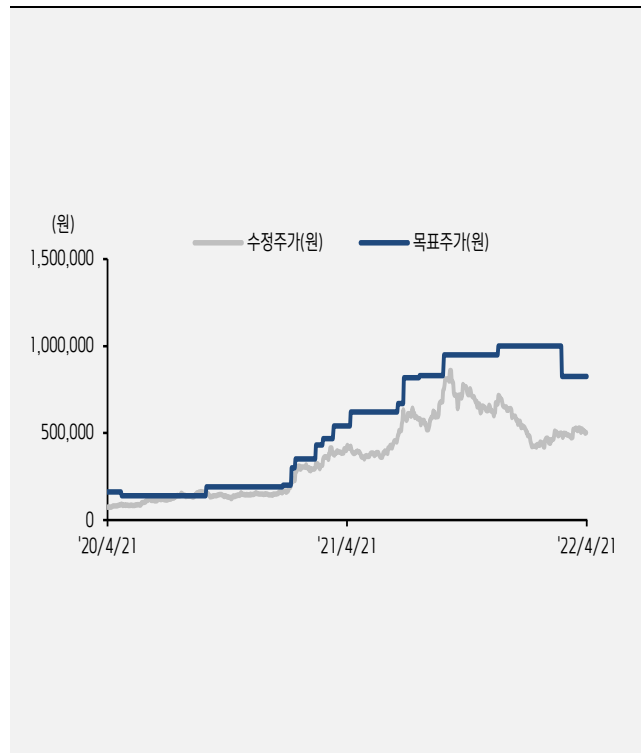
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성첨단소재 (298050)	2020-05-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-14.68	16.79
	2020-09-18	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-26.52	-18.95
	2020-10-26	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-27.22	-18.95
	2020-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.97	-14.74
	2021-01-13	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-9.82	10.50
	2021-01-28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-23.92	-22.17
	2021-02-01	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-14.38	-9.71
	2021-02-23	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-31.94	-30.35
	2021-03-04	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-29.31	-24.19
	2021-03-15	Buy(Maintain)	468,000원	6개월	-19.82	-11.32
	2021-04-02	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.16	-20.74
	2021-04-23	Buy(Maintain)	620,000원	6개월	-36.39	-31.61
	2021-05-03	Buy(Maintain)	620,000원	6개월	-38.79	-31.61
	2021-05-24	Buy(Maintain)	620,000원	6개월	-37.21	-26.61
	2021-07-05	Buy(Maintain)	670,000원	6개월	-22.65	-5.37
	2021-07-16	Buy(Maintain)	818,000원	6개월	-27.06	-21.52
	2021-08-09	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-31.36	-29.88
	2021-08-13	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-32.14	-24.70
	2021-08-31	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-28.37	-10.36
	2021-09-15	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-19.99	-9.47
2021-10-22	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.84	-9.47	
2021-11-01	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-24.15	-9.47	
2021-11-22	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-25.68	-9.47	
2021-12-07	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-47.34	-28.40	
2022-03-14	Buy(Maintain)	824,000원	6개월	-38.92	-35.80	
2022-04-21	Buy(Maintain)	824,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

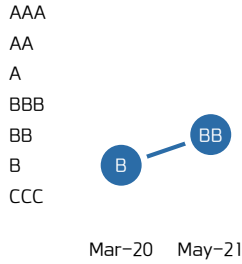
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

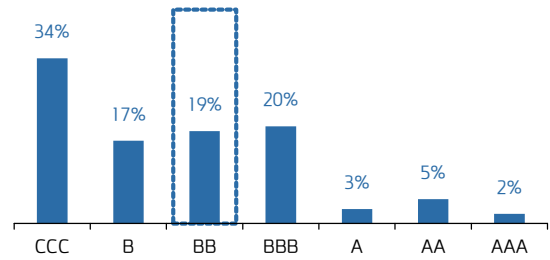
매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료:

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치 Universe: MSCI ACWI Index constituents, Commodity Chemicals, n=64

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	3.5	3.3		
<b>환경</b>	4.7	3.6	56.0%	
탄소 배출	4.7	4.5	15.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	5.2	2.5	15.0%	
물 부족	4.7	3.5	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	3.9	3.6	11.0%	
<b>사회</b>	2.3	2.4	11.0%	
화학적 안전성	2.3	2.3	11.0%	
<b>지배구조</b>	1.8	3.3	33.0%	▼0.2
기업 지배구조	1.5	4.4		▼0.2
기업 활동	6	4.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.10	경주, 한국: 민주노총은 2021년 1월 회사 구조조정으로 해고된 직원 19명을 재채용할 것을 촉구
2021.04	한국: 울산공장에서 가스탱크와 가스라인 간 연결 불량으로 황산 누출 사고 발생, 부상자는 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (유기화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Sahara International Petrochemical Company	●●●●	●●	●●	●	●●	●●●	●●●	N/A	
SJSC									
LB Group Co., Ltd.	●	●	●	●	●	●●	●●●	N/A	◀▶
Saudi Kayan Petrochemical Company	●●	●●●	●	●	●●●	●	●	N/A	◀▶
BERGER PAINTS INDIA LIMITED	●●●●	●●●	●●●	●●	●●●	●●●●	●●	N/A	▲
TORAY INDUSTRIES, INC.	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	N/A	▲
Hyosung Advanced Materials Corporation	●●	●●●	●●●●	●●●	●●	●	●●●●	BB	◀▶

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