



BUY(Maintain)

목표주가: 54,800원

주가(6/14): 39,550원

시가총액: 75,651억원

화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.comRA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

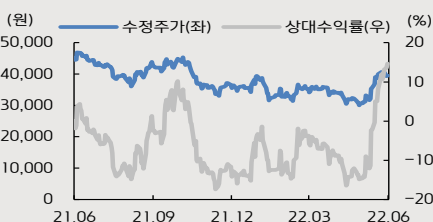
KOSPI(6/14)		2,492.97pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	46,900원	30,500원
등락률	-15.7%	31.6%
수익률	절대	상대
1M	28.8%	34.6%
6M	8.2%	29.7%
1Y	-12.1%	14.7%

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	969천주
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(2022E)	0.0%
BPS(2022E)	47,077원
주요 주주	한화 외 4인 36.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	9,195.0	10,725.2	13,426.5	13,142.3
영업이익	594.2	738.3	761.0	936.5
EBITDA	1,189.5	1,387.0	1,517.1	1,716.0
세전이익	451.5	855.3	797.8	988.3
순이익	301.7	616.3	622.3	770.9
지배주주지분순이익	309.1	619.1	625.0	774.3
EPS(원)	1,843	3,305	3,249	4,024
증감률(%YoY)	흑전	79.4	-1.7	23.9
PER(배)	25.2	10.7	12.2	9.8
PBR(배)	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	10.5	8.3	8.4	7.2
영업이익률(%)	6.5	6.9	5.7	7.1
ROE(%)	5.3	8.8	7.3	8.1
순부채비율(%)	78.4	56.5	56.5	46.6

Price Trend



기업브리프

한화솔루션(009830)

케미칼/태양광, 모두 좋아지고 있다



한화솔루션 신재생에너지부문은 폴리실리콘 가격의 견고한 흐름 지속에도 불구하고, 실적 개선세를 기록하고 있습니다. 국제유가/가스 가격 급등으로 인한 다운스트림 업체들의 수익성 개선으로 판가 인상이 이루어지고 있고, 높은 가격 프리미엄을 받고 있는 미국향 수출이 증가하고 있기 때문입니다. 참고로 미국은 수급 타이트 현상을 반영하며, 최근 일부 모듈 가격이 와트 당 50센트를 상회한 것으로 보입니다. 미국 최대 태양광 모듈 생산능력을 보유한 동사의 수혜가 예상됩니다.

>>> 미국 모듈 설비 증설로 마진율 높은 시장 대응 확대

신규 설비 램프업 시간 필요로 폴리실리콘 가격이 견고한 흐름이 지속하고 있으나, 최근 유가 및 유틸리티 가격 급등으로 동사 태양광의 주요 판매 지역인 유럽/미국의 셀/모듈 판가가 급등세에 있다. 또한 미국 1.4GW의 증설 추진(국내 N형 TOPCon 셀 증설분 활용)으로 내년은 수익성이 높은 미국향 판매가 추가적으로 증가할 전망이다.

한편 국내 진천/음성의 합산 모듈 수출량도 올해 1월 이후 지속적으로 증가하고 있는 점을 고려하면, 동사 태양광 실적 개선은 올해 2분기부터 확인할 수 있을 것으로 판단된다. 그리고 전량 유럽 등으로 수출하던 동사의 중국 셀/모듈(생산능력 비중 31%)이 판가가 약 40% 이상 높은 미국으로 판매가 될 수 있다면, 이익이 큰 폭으로 증가할 수 있는 점도 감안할 필요가 있다. 또한 국내 경쟁사 태양광 사업 철수와 미국의 동남아산 모듈 관세 면제도 동사 태양광부문 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

참고로 동사의 모듈/셀 생산능력과 현재 환율 고려 시 모듈-웨이퍼 스프레드가 와트 당 1센트가 개선될 경우 분기 약 300억원 영업이익이 증가한다.

>>> 케미칼부문, 영업단/영업외단 견고한 실적 지속 전망

동사의 케미칼부문 실적은 경쟁사 대비 높은 수익성을 기록할 전망이다. LDPE/PVC 등 주요 폴리머 제품의 수급이 HDPE/PP 대비 견고한 가운데, 가성소다 가격이 강세를 지속하고 있기 때문이다. 동사의 가성소다 생산능력은 84만톤으로 국내 1위 시장 점유율(약 40%)을 기록하고 있다.

또한 동사의 주력 폴리머 제품 중 하나인 EVA는 태양광용 수요 증가 및 역내 플랜트들의 오버홀 진행으로 견조한 업황이 유지되고 있다. 6월 초순 국내 EVA 가격은 톤당 \$3,262로 작년 동기 대비 약 30% 상승한 상황이다. 참고로 동사의 EVA/LDPE 스윙 플랜트의 생산능력은 44.7만톤이다.

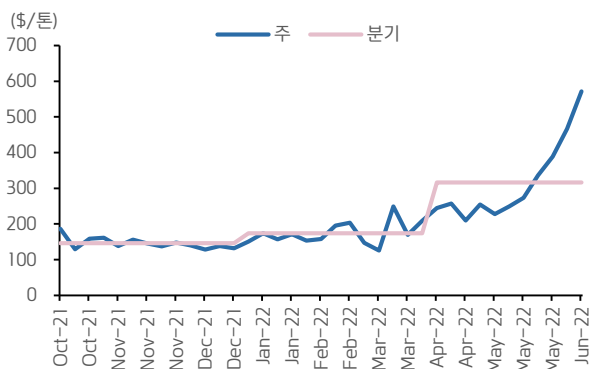
한편 동사의 지분법 자회사인 한화토탈에너지스/여천NCC는 방향족/부타디엔 스프레드 상승에 따른 수혜가 발생할 전망이다.

1) 한화토탈에너지스/여천NCC의 합산 BTX 생산능력(벤젠/톨루엔/자일렌/PX)은 421만톤으로 SK이노베이션에 이어 국내에서 2번째로 크다. 스팀 크래커에서 방향족이 부산되지만, 한화토탈에너지스는 콘덴세이트 스플리터 보유로 타 NCC 대비 차별화된 방향족 생산능력을 가지고 있기 때문이다. 올해 2분기 양사의 방향족 Blended 스프레드는 전 분기 대비 톤당 약 \$140 개선이 예상된다. 현재 환율 고려 시 이론적으로는 양사의 합산 방향족 이익(SM 제외)은 전 분기 대비 약 1,800억원이 증가할 전망이다. 휘발유 가격 강세 및 역외 수급 타이트로 인한 국내 방향족 제품의 수출 확대 등에 기인한다.

2) 한화토탈에너지스/여천NCC의 합산 부타디엔 생산능력은 52.8만톤으로 국내 3위권이다. 올레핀 업황 둔화로 인한 역내 스팀 크래커 가동률 축소로 올해 2분기 부타디엔 스프레드는 전 분기 대비 약 \$360 상승하였다. 600억원 수준의 이익 증가가 전망된다.

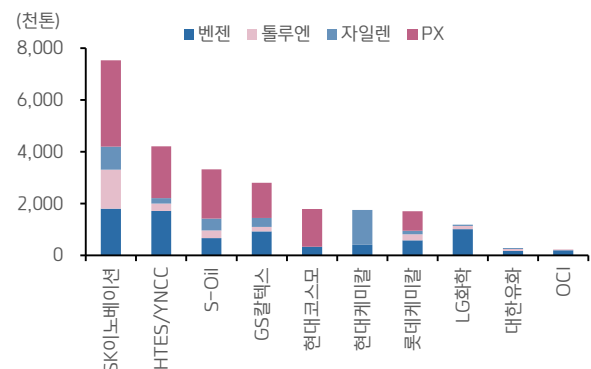
역내 가성소다/BTX와 미국 모듈 가격 상승을 고려하여, 동사에 대한 목표 주가를 54,800원으로 상향조정한다.

한화토탈에너지스/YNCC 방향족 스프레드 추이(추정치)



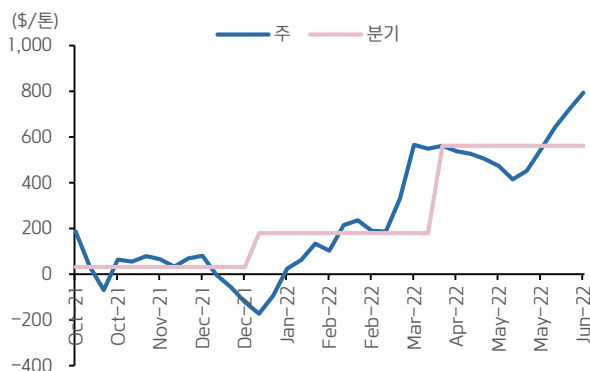
자료: 씨스켄, 각사, 키움증권 리서치

국내 벤젠/톨루엔/자일렌/PX 생산능력 현황(업체별)



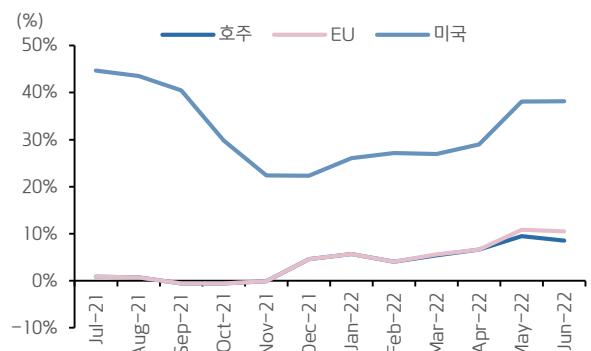
자료: KPIA, 키움증권 리서치

국내 부타디엔 스프레드 추이



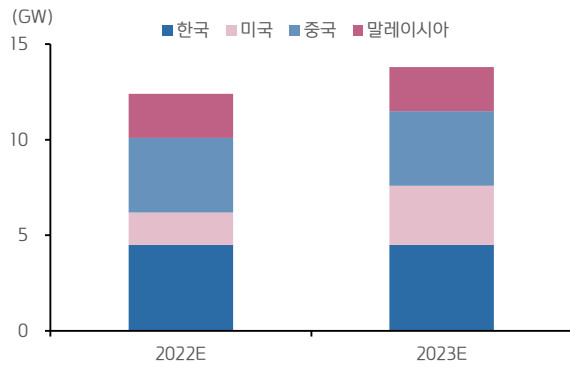
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

단결정 태양광 모듈 스팟 가격 지역별 프리미엄 추이(중국 배송 평균 대비)



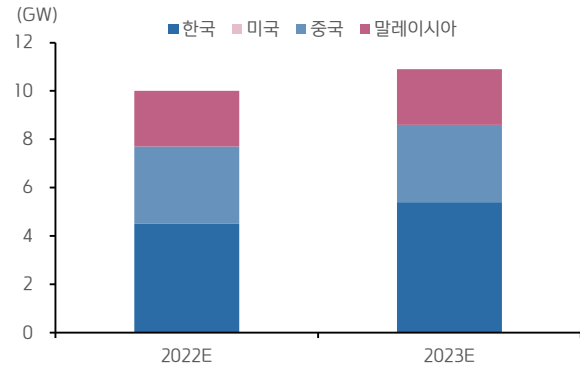
자료: PVIL, 키움증권 리서치

한화솔루션 태양광 모듈 생산능력 추이/전망



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

한화솔루션 태양광 셀 생산능력 추이/전망



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2021				2022				2019	2020	2021	2022E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	2,405	2,778	2,580	2,963	2,970	3,545	3,637	3,275	9,457	9,195	10,725	13,426
영업이익	255	221	178	84	158	161	218	224	459	594	738	761
영업이익률	10.6	8.0	6.9	2.8	5.3	4.6	6.0	6.8	4.9	6.5	6.9	5.7
케미칼	1,248	1,333	1,311	1,472	1,548	1,972	2,074	1,676	3,481	3,327	5,364	7,270
첨단소재	226	224	227	263	262	231	235	247	808	752	939	976
매출액	121	127	121	146	124	139	133	161	594	453	515	557
신재생에너지	745	1,007	827	990	921	1,087	1,079	1,076	3,555	3,702	3,569	4,163
기타	64	87	95	93	115	115	115	115	1,020	962	339	462
영업이익	255	293	267	232	258	232	229	202	258	381	1,047	921
첨단소재	7	2	2	-2	3	7	7	7	-30	-8	10	24
매출액	12	2	7	8	9	-6	-1	10	8	3	29	13
신재생에너지	-15	-65	-96	-153	-114	-76	-22	0	181	190	-329	-212
기타	-5	-12	-2	-1	2	4	4	4	42	27	-19	15

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	9,195.0	10,725.2	13,426.5	13,142.3	13,239.6
매출원가	7,269.1	8,529.0	10,841.8	10,416.5	10,473.4
매출총이익	1,925.9	2,196.2	2,584.7	2,725.8	2,766.2
판관비	1,331.7	1,457.8	1,823.7	1,789.3	1,797.1
영업이익	594.2	738.3	761.0	936.5	969.0
EBITDA	1,189.5	1,387.0	1,517.1	1,716.0	1,742.6
영업외손익	-142.6	117.0	36.8	51.8	71.6
이자수익	24.6	18.5	20.5	30.6	40.3
이자비용	205.3	147.5	114.6	123.6	132.6
외환관련이익	387.6	250.6	337.3	339.7	123.5
외환관련손실	355.8	338.9	341.2	343.6	122.7
종속 및 관계기업손익	160.2	262.9	276.0	289.8	304.3
기타	-153.9	71.4	-141.2	-141.1	-141.2
법인세차감전이익	451.5	855.3	797.8	988.3	1,040.6
법인세비용	112.0	239.0	175.5	217.4	228.9
계속사업순이익	339.6	616.3	622.3	770.9	811.7
당기순이익	301.7	616.3	622.3	770.9	811.7
지배주주순이익	309.1	619.1	625.0	774.3	815.3
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.8	16.6	25.2	-2.1	0.7
영업이익 증감율	29.4	24.3	3.1	23.1	3.5
EBITDA 증감율	16.6	16.6	9.4	13.1	1.6
지배주주순이익 증감율	흑전	100.3	1.0	23.9	5.3
EPS 증감율	흑전	79.4	-1.7	23.9	5.3
매출총이익율(%)	20.9	20.5	19.3	20.7	20.9
영업이익률(%)	6.5	6.9	5.7	7.1	7.3
EBITDA Margin(%)	12.9	12.9	11.3	13.1	13.2
지배주주순이익률(%)	3.4	5.8	4.7	5.9	6.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,069.5	990.9	1,448.5	2,180.4	2,124.1
당기순이익	301.7	616.3	622.3	770.9	811.7
비현금항목의 가감	872.3	700.7	785.1	839.3	828.9
유형자산감가상각비	565.0	617.5	648.3	699.6	714.2
무형자산감가상각비	30.4	31.2	107.8	79.9	59.3
지분법평가손익	-199.0	-341.0	-276.0	-289.8	-304.3
기타	475.9	393.0	305.0	349.6	359.7
영업활동자산부채증감	-129.1	-191.2	-495.5	78.2	6.3
매출채권및기타채권의감소	111.0	-21.1	-411.6	43.3	-14.8
재고자산의감소	-26.2	-691.6	-562.0	59.1	-20.2
매입채무및기타채무의증가	11.8	506.6	499.5	-1.8	64.8
기타	-225.7	14.9	-21.4	-22.4	-23.5
기타현금흐름	24.6	-134.9	536.6	492.0	477.2
투자활동 현금흐름	-42.7	-1,655.0	-1,613.6	-1,420.9	-1,429.5
유형자산의 취득	-883.8	-812.7	-1,000.0	-800.0	-800.0
유형자산의 처분	18.7	33.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	7.9	-5.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	194.5	-654.8	-392.3	-392.3	-392.3
단기금융자산의감소(증가)	303.4	-33.4	-39.6	-46.8	-55.5
기타	316.6	-181.7	-181.7	-181.8	-181.7
재무활동 현금흐름	-886.8	1,076.3	522.6	382.6	382.6
차입금의 증가(감소)	-571.0	-71.2	700.0	560.0	560.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,338.7	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-29.0	-13.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-254.2	-177.4	-177.4	-177.4	-177.4
기타현금흐름	-24.6	39.5	-293.7	-209.3	-204.6
현금 및 현금성자산의 순증가	115.3	451.7	63.9	932.9	872.6
기초현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,651.5	1,715.4	2,648.3
기말현금 및 현금성자산	1,199.8	1,651.5	1,715.4	2,648.3	3,520.8

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,958.4	6,074.0	7,256.7	8,156.4	9,142.9
현금 및 현금성자산	1,199.8	1,567.2	1,715.4	2,648.3	3,520.8
단기금융자산	181.4	214.8	254.4	301.2	356.7
매출채권 및 기타채권	1,458.7	1,634.3	2,046.0	2,002.7	2,017.5
재고자산	1,431.6	2,231.5	2,793.5	2,734.4	2,754.6
기타유동자산	868.3	641.0	701.8	771.0	850.0
비유동자산	10,179.0	12,523.6	13,435.9	14,138.6	14,861.7
투자자산	2,797.7	3,715.4	4,383.8	5,066.0	5,762.7
유형자산	6,416.5	6,451.6	6,803.3	6,903.7	6,989.5
무형자산	413.9	1,580.6	1,472.8	1,392.8	1,333.6
기타비유동자산	550.9	776.0	776.0	776.1	775.9
자산총계	15,137.3	20,007.6	22,102.6	23,705.0	25,414.7
유동부채	5,251.1	5,787.9	6,287.4	6,285.6	6,350.4
매입채무 및 기타채무	1,726.2	2,686.9	3,186.4	3,184.6	3,249.4
단기금융부채	3,041.0	2,705.6	2,705.6	2,705.6	2,705.6
기타유동부채	483.9	395.4	395.4	395.4	395.4
비유동부채	3,918.5	4,774.5	5,474.5	6,034.5	6,594.5
장기금융부채	3,727.4	4,457.9	5,157.9	5,717.9	6,277.9
기타비유동부채	191.1	316.6	316.6	316.6	316.6
부채총계	9,169.6	11,806.3	13,005.8	13,564.0	14,188.8
지배지분	5,929.1	8,159.4	9,057.7	10,105.3	11,193.8
자본금	821.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	798.5	2,003.2	2,003.2	2,003.2	2,003.2
기타지분	-10.3	-24.2	-24.2	-24.2	-24.2
기타포괄손익누계액	-110.0	150.7	424.0	697.2	970.5
이익잉여금	4,429.8	5,051.4	5,676.5	6,450.7	7,266.0
비지배지분	38.6	41.8	39.1	35.7	32.1
자본총계	5,967.7	8,201.2	9,096.8	10,141.0	11,225.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	1,843	3,305	3,249	4,024	4,237
BPS	35,466	42,408	47,077	52,522	58,179
CFPS	7,000	7,033	7,315	8,369	8,527
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	25.2	10.7	12.2	9.8	9.3
PER(최고)	28.4	17.8	12.7		
PER(최저)	4.9	9.8	9.2		
PBR	1.3	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	1.5	1.4	0.9		
PBR(최저)	0.3	0.8	0.6		
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PCFR	6.6	5.0	5.4	4.7	4.6
EV/EBITDA	10.5	8.3	8.4	7.2	6.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.0	3.5	3.0	3.4	3.3
ROE	5.3	8.8	7.3	8.1	7.7
ROIC	4.3	5.7	5.9	7.0	7.3
매출채권회전율	6.1	6.9	7.3	6.5	6.6
재고자산회전율	6.3	5.9	5.3	4.8	4.8
부채비율	153.7	144.0	143.0	133.8	126.4
순차입금비율	78.4	56.5	56.5	46.6	38.8
이자보상배율	2.9	5.0	6.6	7.6	7.3
총차입금	6,059.9	6,413.6	7,113.6	7,673.6	8,233.6
순차입금	4,678.6	4,631.6	5,143.8	4,724.1	4,356.1
NOPLAT	1,189.5	1,387.0	1,517.1	1,716.0	1,742.6
FCF	-22.1	195.8	-145.8	788.2	735.6

Compliance Notice

- 당사는 6월 14일 현재 '한화솔루션' 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

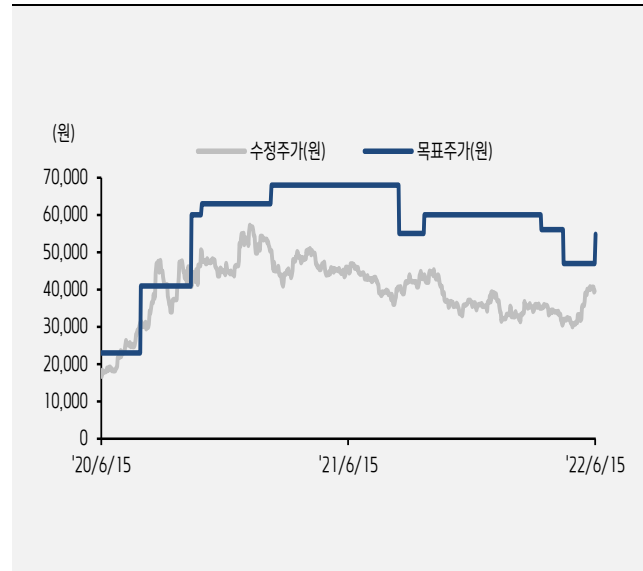
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2020/08/12	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-0.75	20.04
	2020/09/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.87	-13.06
	2020/11/11	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-19.18	-6.40
	2021/02/23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.72	-30.66
	2021/03/25	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-33.97	-28.38
	2021/03/30	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.24	-25.15
	2021/05/12	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.95	-25.15
	2021/06/08	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.33	-25.15
	2021/08/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.96	-18.55
	2021/10/05	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.52	-25.17
	2021/10/19	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.64	-24.50
	2021/10/29	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-36.74	-24.50
	2022/01/12	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-38.11	-24.50
	2022/02/17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-39.05	-24.50
	2022/03/29	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-39.26	-35.80
	2022/04/29	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-31.80	-31.06
	2022/05/10	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-25.98	-13.40
	2022/06/15	Buy(Maintain)	54,800원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

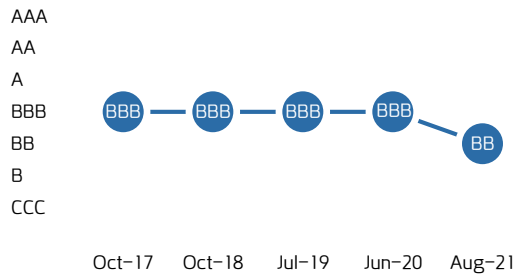
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

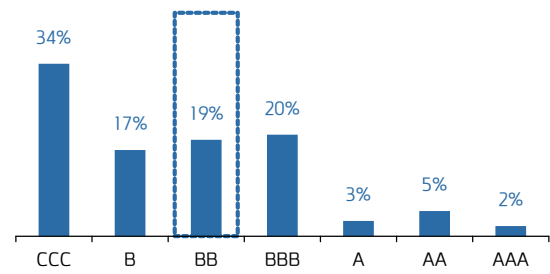
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 화학 기업 64개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.1	3.3		
환경	5.1	3.6	56.0%	▲0.4
탄소배출	6.9	4.6	15.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	5.1	2.5	15.0%	▲0.6
물 부족	2.7	3.5	15.0%	▲0.3
친환경 기술 관련 기회	5.8	3.6	11.0%	▼0.1
사회	4.4	2.4	11.0%	▲0.2
화학적 안전성	4.4	2.3	11.0%	▲0.2
지배구조	2.4	3.3	33.0%	▲0.4
기업 지배구조	3.0	4.4		▼0.1
기업 활동	4.5	4.1		▲1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

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
DOW INC.	● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	AA	
Saudi Basic Industries Corporation SJSC	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	BBB	◀▶
LyondellBasell Industries N.V.	● ●	● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	BBB	▼
Yunnan Energy New Material Co., Ltd.	● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	●	● ● ● ●	● ●	BBB	▲▲
LG CHEM LTD	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	●	● ●	BBB	▲
HANWHA SOLUTIONS CORPORATION	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	● ● ● ● ●	●	● ● ● ●	BB	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● ● ● ● ● 최고 4분위 ● ● ● ● ●

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

자료: MSCI, 키움증권 리서치