



# BUY(Maintain)

목표주가: 70,000원  
주가(7/11): 44,100원  
시가총액: 22,328억원



전기전자  
Analyst 김지산  
jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/11)		2,340.27pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	59,200원	40,450원
등락률	-25.5%	9.0%
수익률	절대	상대
1M	-25.4%	-17.2%
6M	-12.2%	9.9%
1Y	-14.0%	18.2%

## Company Data

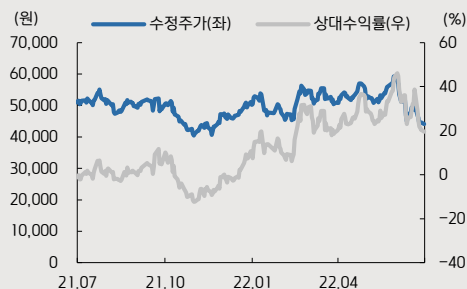
발행주식수	50,630	전주
일평균 거래량(3M)	454	전주
외국인 지분율	20.4%	
배당수익률(22E)	1.8%	
BPS(22E)	61,847원	
주요 주주	한화 외	34.0%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	53,214	64,151	73,009	79,589
영업이익	2,439	3,830	3,851	4,214
EBITDA	4,896	6,205	6,366	6,672
세전이익	1,718	4,053	3,423	3,798
순이익	1,647	3,018	2,586	2,849
지배주주지분순이익	1,214	2,526	2,276	2,529
EPS(원)	2,388	4,989	4,496	4,953
증감률(%YoY)	-6.5	108.9	-9.9	10.2
PER(배)	11.9	9.6	9.9	9.0
PBR(배)	0.56	0.84	0.72	0.67
EV/EBITDA(배)	6.0	5.8	5.1	4.6
영업이익률(%)	4.6	6.0	5.3	5.3
ROE(%)	4.8	9.2	7.6	7.8
순부채비율(%)	36.2	3.9	-2.2	-6.2

자료: 키움증권

## Price Trend



# 한화에어로스페이스 (012450)

## 방산과 B2B의 방어적 매력



실적에 비해 주가 변동성이 크다. 최근에는 누리호 재료 소멸, 해외 방산 수주 공백 등이 조정의 빌미가 되고 있는 듯 하다. 경기 후퇴 국면에 상대적으로 안정적인 실적을 보여줄 것이다. 방산과 B2B 중심의 경기 방어적 사업 포트폴리오에다가 충분한 수주 잔고가 뒷받침되고 있다. 디펜스 수출 등이 집중될 4분기가 특히 좋을 것이다. 중장기 성장 모멘텀으로서 우주 발사체와 UAM 추진체 등의 성과를 주목하자.

### >>> 방산과 B2B 위주로 방어적 실적 모멘텀 기대

누리호 재료 소멸, 호주 레드백 장갑차 사업자 선정 지연 및 해외 방산 수주 공백 등이 주가 조정의 빌미가 되고 있지만, 사업 포트폴리오가 경기 방어적인 방산과 B2B 위주이고, 수주 잔고가 뒷받침되고 있기 때문에 경기 후퇴 국면에 상대적으로 안정적인 실적 모멘텀을 보여줄 것이다. 향후 우주 발사체와 UAM 추진체를 중심으로 하는 성장 스토리에 관심을 가질 필요가 있다.

2분기 영업이익은 1,017억원(QoQ 53%, YoY -23%)으로 민수 모멘텀이 강력했던 전년 동기 대비 역신장이 불가피하지만, 시장 컨센서스(1,039억원)에 근접할 전망이다.

체질 개선에 성공한 민수 3인방 중 정밀기계는 중국 코로나 봉쇄 조치에 따른 사업 차질로 부진할 것이다. 다만, 하반기 중국 경기 부양책에 대한 기대가 유효하며, 고속기 칩마운터 중심의 Mix 개선을 추진하고 있다.

테크윈은 2분기에도 기대 이상의 호조세를 이어갈 것이다. 고객 신뢰도 개선을 바탕으로 북미 B2B 매출이 강세여서 재료비, 개발비, 인건비 등 비용요인을 상쇄할 것이다. 환율 도움도 클 것이다.

파워시스템은 고유가 속에 중동 지역 수주가 양호하다. 다만, 매출 일정이 4분기에 집중돼 있어 분기별 이상향 기조가 예상된다.

### >>> 항공기 부품 수요 증가, 유럽 자주포 수주 기회 확대 예상

에어로스페이스는 리오프닝 여객기 수요와 더불어 항공기 부품 수요가 지속적으로 증가할 것이다.

디펜스는 고부가 수출이 연말에 집중될 예정이고, 폴란드, 핀란드 등이 대상일 것이다. 러시아 인접국들 대상으로 K9 자주포 수주 기회가 확대될 것이라는 합리적인 유추가 가능하다.

동사는 지난달 Overair에 전환사채 형태로 6,500만달러를 투자하기로 했고, UAM의 전기추진체 사업 역량을 확보하는 계기가 될 수 있다.

누리호 성공 발사에 이어 9월로 예정된 '한국형발사체 고도화사업 체계종합기업' 우선협상대상자 선정 결과도 관심사이다.

한화에어로스페이스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	YoY	2022E	YoY	2023E	YoY
<b>매출액</b>	<b>12,124</b>	<b>16,865</b>	<b>15,425</b>	<b>19,738</b>	<b>13,781</b>	<b>18,109</b>	<b>18,015</b>	<b>23,103</b>	<b>64,151</b>	<b>20.6%</b>	<b>73,009</b>	<b>13.8%</b>	<b>79,589</b>	<b>9.0%</b>
에어로스페이스	2,998	4,127	3,199	4,173	2,978	3,847	3,642	4,824	14,497	12.9%	15,291	5.5%	16,492	7.9%
테크윈	1,503	1,761	1,817	1,714	2,174	2,419	2,392	2,309	6,795	28.5%	9,294	36.8%	10,720	15.3%
디펜스	2,464	3,577	3,219	5,423	2,424	3,995	3,970	6,015	14,683	2.2%	16,404	11.7%	17,966	9.5%
파워시스템	295	997	555	978	444	981	883	1,199	2,825	30.9%	3,507	24.2%	3,913	11.6%
정밀기계	1,485	1,888	1,429	1,115	1,671	1,719	1,369	1,159	5,917	66.3%	5,919	0.0%	5,938	0.3%
시스템	3,667	4,859	5,574	6,795	4,296	5,292	5,986	7,772	20,895	27.2%	23,346	11.7%	25,123	7.6%
<b>영업이익</b>	<b>659</b>	<b>1,326</b>	<b>1,033</b>	<b>813</b>	<b>664</b>	<b>1,017</b>	<b>908</b>	<b>1,262</b>	<b>3,830</b>	<b>57.0%</b>	<b>3,851</b>	<b>0.5%</b>	<b>4,214</b>	<b>9.4%</b>
에어로스페이스	-115	74	5	44	-55	-18	-19	65	8	-46.7%	-27	적전	34	흑전
테크윈	202	283	251	43	332	373	318	253	779	102.9%	1,275	63.7%	1,252	-1.8%
디펜스	55	126	159	567	34	157	154	500	907	-8.2%	845	-6.8%	1,105	30.7%
파워시스템	-23	111	23	69	-18	89	32	98	180	114.3%	200	11.1%	236	18.0%
정밀기계	254	431	169	25	211	222	128	79	879	467.1%	641	-27.1%	555	-13.4%
시스템	307	314	426	73	152	196	291	260	1,120	20.6%	898	-19.8%	969	7.9%
<b>영업이익률</b>	<b>5.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>6.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>1.4%p</b>	<b>5.3%</b>	<b>-0.7%p</b>	<b>5.3%</b>	<b>0.0%p</b>
에어로스페이스	-3.8%	1.8%	0.2%	1.1%	-1.8%	-0.5%	-0.5%	1.3%	0.1%	-0.1%p	-0.2%	-0.2%p	0.2%	0.4%p
테크윈	13.4%	16.1%	13.8%	2.5%	15.3%	15.4%	13.3%	10.9%	11.5%	4.2%p	13.7%	2.3%p	11.7%	-2.0%p
디펜스	2.2%	3.5%	4.9%	10.5%	1.4%	3.9%	3.9%	8.3%	6.2%	-0.7%p	5.2%	-1.0%p	6.1%	1.0%p
파워시스템	-7.8%	11.1%	4.1%	7.1%	-4.1%	9.1%	3.6%	8.1%	6.4%	2.5%p	5.7%	-0.7%p	6.0%	0.3%p
정밀기계	17.1%	22.8%	11.8%	2.2%	12.6%	12.9%	9.4%	6.8%	14.9%	10.5%p	10.8%	-4.0%p	9.3%	-1.5%p
시스템	8.4%	6.5%	7.6%	1.1%	3.5%	3.7%	4.9%	3.3%	5.4%	-0.3%p	3.8%	-1.5%p	3.9%	0.0%p

자료: 한화에어로스페이스, 키움증권

한국형 우주발사체 누리호 발사 장면



자료: 한국항공우주연구원

레드백 장갑차



자료: 방위사업청

한화에어로스페이스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q22E	2022E	2023E	2Q22E	2022E	2023E	2Q22E	2022E	2023E
매출액	18,597	73,539	79,828	18,109	73,009	79,589	-2.6%	-0.7%	-0.3%
영업이익	1,139	4,011	4,304	1,017	3,851	4,214	-10.7%	-4.0%	-2.1%
세전이익	1,029	3,585	3,888	898	3,423	3,798	-12.7%	-4.5%	-2.3%
순이익	707	2,419	2,597	609	2,276	2,529	-13.8%	-5.9%	-2.6%
EPS(원)		4,778	5,107		4,496	4,953		-5.9%	-3.0%
영업이익률	6.1%	5.5%	5.4%	5.6%	5.3%	5.3%	-0.5%p	-0.2%p	-0.1%p
세전이익률	5.5%	4.9%	4.9%	5.0%	4.7%	4.8%	-0.6%p	-0.2%p	-0.1%p
순이익률	3.8%	3.3%	3.3%	3.4%	3.1%	3.2%	-0.4%p	-0.2%p	-0.1%p

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	53,214	64,151	73,009	79,589	84,690
매출원가	42,511	51,198	58,904	64,379	68,506
매출총이익	10,703	12,953	14,105	15,210	16,185
판관비	8,264	9,123	10,254	10,996	11,584
<b>영업이익</b>	2,439	3,830	3,851	4,214	4,601
<b>EBITDA</b>	4,896	6,205	6,366	6,672	7,022
영업외손익	-721	223	-428	-416	-388
이자수익	143	139	139	144	154
이자비용	663	640	583	560	541
외환관련이익	1,041	870	583	583	583
외환관련손실	1,097	847	573	583	583
종속 및 관계기업손익	-21	15	0	0	0
기타	-124	686	6	0	-1
<b>법인세차감전이익</b>	1,718	4,053	3,423	3,798	4,213
법인세비용	71	1,036	837	950	1,030
계속사업손익	1,647	3,018	2,586	2,849	3,183
<b>당기순이익</b>	1,647	3,018	2,586	2,849	3,183
<b>지배주주순이익</b>	1,214	2,526	2,276	2,529	2,802
<b>증감률 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	1.1	20.6	13.8	9.0	6.4
영업이익 증감률	47.6	57.0	0.5	9.4	9.2
EBITDA 증감률	27.5	26.7	2.6	4.8	5.2
지배주주순이익 증감률	-8.2	108.1	-9.9	11.1	10.8
EPS 증감률	-6.5	108.9	-9.9	10.2	11.7
매출총이익율(%)	20.1	20.2	19.3	19.1	19.1
영업이익률(%)	4.6	6.0	5.3	5.3	5.4
EBITDA Margin(%)	9.2	9.7	8.7	8.4	8.3
지배주주순이익률(%)	2.3	3.9	3.1	3.2	3.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	51,227	62,835	66,780	70,666	74,885
현금 및 현금성자산	13,307	25,281	25,244	26,076	27,840
단기금융자산	654	979	1,008	1,039	1,070
매출채권 및 기타채권	10,444	10,369	11,800	12,864	13,688
재고자산	15,906	16,048	18,264	19,910	21,186
기타유동자산	10,916	10,158	10,464	10,777	11,101
<b>비유동자산</b>	43,421	47,623	47,003	46,532	46,194
투자자산	1,600	4,715	4,802	4,891	4,983
유형자산	18,977	18,981	19,015	19,130	19,315
무형자산	18,955	19,772	18,966	18,224	17,541
기타비유동자산	3,889	4,155	4,220	4,287	4,355
<b>자산총계</b>	94,648	110,458	113,783	117,198	121,079
<b>유동부채</b>	39,004	43,301	44,520	45,614	46,837
매입채무 및 기타채무	7,565	8,870	9,600	10,182	10,669
단기금융부채	7,265	8,157	7,857	7,557	7,457
기타유동부채	24,174	26,274	27,063	27,875	28,711
<b>비유동부채</b>	25,747	27,842	27,218	26,596	25,976
장기금융부채	17,516	19,649	18,949	18,249	17,549
기타비유동부채	8,231	8,193	8,269	8,347	8,427
<b>부채총계</b>	64,751	71,143	71,737	72,209	72,813
<b>지배지분</b>	25,977	28,892	31,313	33,937	36,833
자본금	2,657	2,657	2,657	2,657	2,657
자본잉여금	4,128	4,288	4,288	4,288	4,288
기타자본	-5	-22	-22	-22	-22
기타포괄손익누계액	3,386	3,850	4,399	4,949	5,498
이익잉여금	15,812	18,120	19,992	22,066	24,413
비지배지분	3,920	10,423	10,733	11,052	11,433
<b>자본총계</b>	29,897	39,316	42,046	44,989	48,266

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	4,347	9,900	2,184	3,179	3,990
당기순이익	0	0	2,586	2,849	3,183
비현금항목의 가감	4,760	3,866	3,796	3,824	3,839
유형자산감가상각비	1,709	1,622	1,710	1,716	1,738
무형자산감가상각비	748	752	806	742	683
지분법평가손익	-25	-316	0	0	0
기타	2,328	1,808	1,280	1,366	1,418
영업활동자산부채증감	-1,220	3,110	-2,917	-2,128	-1,614
매출채권및기타채권의감소	229	325	-1,432	-1,064	-825
재고자산의감소	-2,951	69	-2,216	-1,646	-1,276
매입채무및기타채무의증가	-311	914	730	582	487
기타	1,813	1,802	1	0	0
기타현금흐름	807	2,924	-1,281	-1,366	-1,418
<b>투자활동 현금흐름</b>	-2,987	-6,071	-1,834	-1,925	-2,020
유형자산의 취득	-1,894	-1,661	-1,744	-1,831	-1,923
유형자산의 처분	21	56	0	0	0
무형자산의 순취득	-1,390	-1,588	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-333	-3,101	-87	-89	-92
단기금융자산의감소(증가)	576	-325	-29	-30	-31
기타	33	548	26	25	26
<b>재무활동 현금흐름</b>	1,990	8,131	-1,354	-1,405	-1,255
차입금의 증가(감소)	2,746	2,586	-1,000	-1,000	-800
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-257	-17	0	0	0
배당금지급	-174	-433	-354	-405	-455
기타	-325	5,995	0	0	0
기타현금흐름	-44	13	967	982	1,047.92
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	3,306	11,974	-37	832	1,763
기초현금 및 현금성자산	10,001	13,307	25,281	25,244	26,076
기말현금 및 현금성자산	13,307	25,281	25,244	26,076	27,840

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,388	4,989	4,496	4,953	5,534
BPS	51,308	57,066	61,847	67,028	72,749
CFPS	12,602	13,596	12,605	13,179	13,870
DPS	600	700	800	900	900
<b>주기배수(배)</b>					
PER	11.9	9.6	9.9	9.0	8.1
PER(최고)	15.3	11.3	13.5		
PER(최저)	6.2	5.7	9.6		
PBR	0.56	0.84	0.72	0.67	0.61
PBR(최고)	0.71	0.99	0.98		
PBR(최저)	0.29	0.50	0.70		
PSR	0.27	0.38	0.31	0.28	0.27
PCFR	2.3	3.5	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA	6.0	5.8	5.1	4.6	4.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%,보통주,현금)	18.4	11.7	15.6	16.0	14.3
배당수익률(%,보통주,현금)	2.1	1.5	1.8	2.0	2.0
ROA	1.8	2.9	2.3	2.5	2.7
ROE	4.8	9.2	7.6	7.8	7.9
ROIC	4.3	6.2	6.7	7.0	7.6
매출채권회전율	4.6	6.2	6.6	6.5	6.4
재고자산회전율	3.6	4.0	4.3	4.2	4.1
부채비율	216.6	181.0	170.6	160.5	150.9
순차입금비율	36.2	3.9	-2.2	-6.2	-11.2
이자보상배율	3.7	6.0	6.6	7.5	8.5
<b>총차입금</b>	24,781	27,806	25,314	24,314	23,514
<b>순차입금</b>	10,820	1,547	-938	-2,801	-5,395
NOPLAT	4,896	6,205	6,366	6,672	7,022
FCF	-68	5,017	763	1,660	2,361

Compliance Notice

- 당사는 7월 11일 현재 '한화에어로스페이스 (012450)' 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

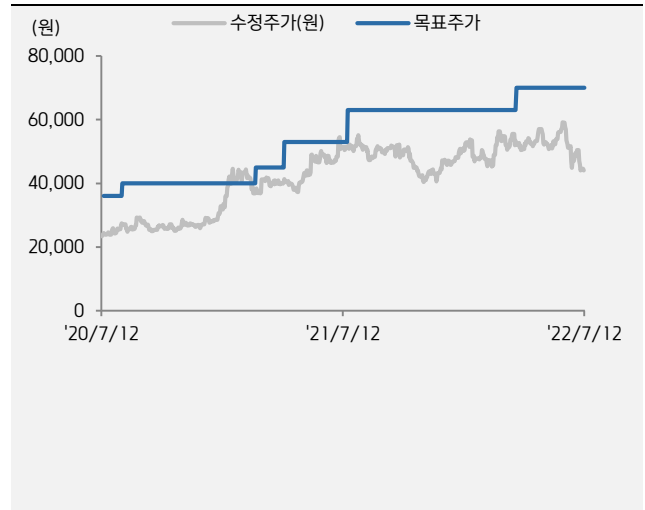
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화에어로스페이스 (012450)	2020/07/15	BUY(Maintain)	36,000원	6개월	-31.06	-23.89
	2020/08/12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-33.92	-26.88
	2020/11/12	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-26.76	11.50
	2021/03/02	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-11.51	-7.00
	2021/04/14	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-25.43	-22.08
	2021/05/12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-14.58	2.83
	2021/07/19	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-17.34	-12.54
	2021/08/11	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-19.48	-12.54
	2021/09/23	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-20.33	-12.54
	2021/11/01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-22.64	-12.54
	2021/11/26	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-23.33	-12.54
	2022/02/28	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-14.70	-10.63
	2022/03/31	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-25.28	-22.57
	2022/05/02	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-25.41	-15.43
	2022/07/12	BUY(Maintain)	70,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

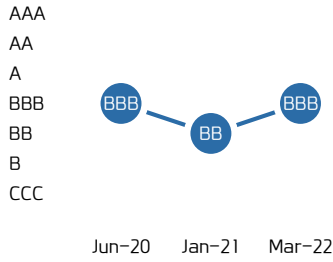
기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(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 (2021/07/01~2022/06/30)

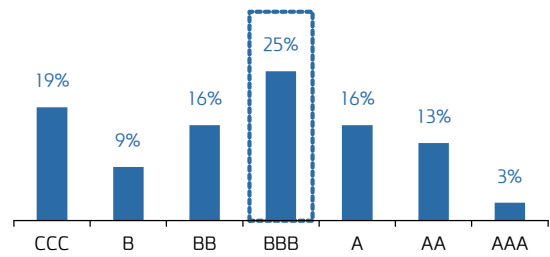
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
주1) MSCI index 내 항공우주 32개 기업 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.6	4.2		
<b>환경</b>	4.1	3.3	13.0%	▼0.4
친환경 기술 관련 기회	4.1	3.3	13.0%	▼0.4
<b>사회</b>	5.4	4.4	40.0%	▲1.7
노무관리	6.3	4.1	20.0%	▲2.8
제품 안전과 품질	4.4	4.7	20.0%	▲0.5
<b>지배구조</b>	4.0	4.1	47.0%	▲1.0
기업 지배구조	4.4	5.3		
기업 활동	5.9	4.3		▲2.6

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
21년 7월	미국, 한화테크윈 아메리카: 일리노이 북부지방법원, 일리노이 바이오메트릭을 위반해 생체인증 데이터를 수집, 저장, 공개하는 것을 상점 방문객들에게 알리지 않은 혐의로 집단소송 기각

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 Peer 주요 5개사 (항공우주 및 방위)	친환경 기술 관련 기회	노무관리	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Airbus SE	●●●●●	●	●	●●●●●	●	N/A	◀▶
Northrop Grumman Corporation	●●	●●	●●●●●	●●●●	●●●●●	N/A	◀▶
GENERAL DYNAMICS CORPORATION	●●	●	●●●	●●●●	●●●●	N/A	◀▶
SINGAPORE TECHNOLOGIES ENGINEERING LTD	●●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	●●	N/A	◀▶
ELBIT SYSTEMS LTD	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●	N/A	◀▶
한화에어로스페이스	●●●●●	●●●●●	●●	●●	●●●●	BBB	▲

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