



Outperform(Downgrade)

목표주가: 430,000원(하향)

주가(8/12): 385,000원

시가총액: 84,523억원



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

Stock Data

KOSPI (8/12)		2,527.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	853,000원	349,500원
등락률	-54.9%	10.2%
수익률	절대	상대
1M	7.5%	-1.4%
6M	-24.7%	-18.1%
1Y	-51.0%	-38.6%

Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	121천주
외국인 지분율	41.9%
배당수익률(22E)	1.6%
BPS(22E)	155,719원
주요 주주	김택진 외 6인 12.0%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,553.6	2,571.1
영업이익	824.8	375.2	504.4	461.6
EBITDA	890.6	468.9	650.5	595.0
세전이익	803.3	491.3	574.5	554.1
순이익	586.6	395.7	419.3	411.6
지배주주지분순이익	587.4	396.9	419.8	411.6
EPS(원)	26,756	18,078	19,121	18,749
증감률(% YoY)	63.9	-32.4	5.8	-1.9
PER(배)	34.8	35.6	20.1	20.5
PBR(배)	6.51	4.48	2.47	2.30
EV/EBITDA(배)	21.0	27.4	10.7	11.3
영업이익률(%)	34.1	16.3	19.8	18.0
ROE(%)	20.8	12.6	12.8	11.6
순차입금비율(%)	-56.7	-40.9	-44.4	-46.6

Price Trend



엔씨소프트 (036570)

시간이 필요한 구간



동사의 투자 의견을 기존 BUY에서 Outperform으로 조정하고, 목표주가를 기존 53만원에서 43만원으로 하향 조정한다. 동사 분기 영업이익의 전년동기대비 및 전분기대비 증가는 내년 2분기에 가능할 것으로 전망된다. 이는 내년 1분기까지 신작 출시가 제한적인 가운데 주력 라이브 게임인 리니지W 매출 하향 안정화가 나타나면서 절대 영업이익의 수준을 낮출 것으로 판단하기 때문이다.

>>> 동사 투자 의견 및 목표주가 하향 조정

동사 투자 의견을 기존 BUY에서 Outperform으로 조정하고 목표주가를 기존 53만원에서 43만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가는 23E 지배주주순이익의 4,116억원에 목표 PER 25배 및 연간 할인율 10%를 적용한 결과치이다. 내년 1분기까지 주요 신작 출시가 제한적이라는 점에서 4Q FWD 지배주주순이익이 3,315억원으로 22E 대비 21% 감소를 예상하며, 동 실적에 목표 PER 25배를 적용한 결과치는 38만원으로 산출된다. 이에 당사가 적용한 23E 실적 기반의 밸류에이션은 상대적으로 우호적인 방식이며, 이는 동사의 주요 신작별 출시에 따른 성과가 포함된 결과치이다.

>>> 동사 영업이익 개선 시점은 2Q23E를 전망

동사 분기 영업이익의 전년동기대비 및 전분기대비 증가는 내년 2분기에 가능할 것으로 전망된다. 이는 내년 1분기까지 신작 출시가 제한적인 가운데 주력 라이브 게임인 리니지W 등의 매출 하향 안정화가 나타나면서 절대 영업이익의 수준을 낮출 것으로 판단하기 때문이다. 동사는 이에 따른 부정적 영향을 제어하기 위해 인건비와 마케팅비를 컨트롤할 것으로 관측되며, 당사는 동 변수도 감안해 실적 추정치를 산출했다. 당사가 가정한 주요 신작별 매출 인식 시점은 TL, 블소2 아시아 및 리니지W 2권역 각각 2Q23E, 3Q23E 및 4Q23E로 반영하였다. TL은 초기 분기 패키지 판매량 180만장과 5년간 누적 판매 600만장 성과에 인게임 판매의 초기 분기 연환산 ARPU를 패키지 가격과 동일하다고 가정하여 해당 성과를 추가 반영하였다. 이에 따른 TL의 2Q23E 및 23E 매출 추정치는 각각 1,422억원과 2,262억원으로 동사 총 매출 대비 기여도는 각각 21%와 9%로 전망한다. 블소2 아시아 초기 분기 일평균 매출은 3억원 수준을 반영했고, 23E 신작 모바일게임 초기 성과는 3Q23E, 1Q24E 각각 2.5억원을 반영하였다. 리니지W 2권역 초기 분기 일평균 매출액은 10억원을 반영하였고, 아이온2 초기 분기 일평균 매출액은 4Q24E 기준 20억원을 반영하였다.

>>> 업사이드 리스크 판단 및 투자 방향성 점검

동사의 업사이드 리스크는 23E 출시 예정인 모바일게임별 인게임 영상 공개를 통해 유저 기대치가 올라갈 경우로 제시하며, 긍정적인 유저 피드백이 확보될 경우 추정치 상향 요인으로 작용할 것이다. 다만 핵심 신작별 출시가 지연되고 23E 감익 리스크가 여전하다는 관점에서 보수적 투자 관점이 필요하다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	629.3	562.3	571.6	2,308.8	2,553.6	2,571.1
PC 게임	129.0	106.0	101.6	89.5	93.1	95.9	87.6	89.5	426.1	366.1	473.8
모바일 게임	328.3	380.0	348.5	614.6	649.4	485.7	427.0	435.4	1,671.5	1,997.6	1,819.3
콘솔 게임											93.2
기타	9.7	9.7	9.7	9.7	9.0	11.7	11.7	11.7	38.9	44.0	47.4
로열티	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	36.0	35.0	172.4	145.9	137.5
영업비용	455.8	425.8	404.4	647.7	546.1	506.3	476.6	520.2	1,933.6	2,049.2	2,109.5
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	123.0	85.8	51.4	375.2	504.4	461.6
영업이익률(%)	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	19.5%	15.3%	9.0%	16.3%	19.8%	18.0%
영업외손익	36.1	10.2	30.4	39.4	-11.0	40.1	23.5	17.5	116.1	70.1	92.5
법인세차감전순이익	92.8	123.0	126.6	148.9	233.2	163.1	109.3	68.9	491.3	574.5	554.1
법인세차감전순이익률(%)	18.1%	22.8%	25.3%	19.7%	29.5%	25.9%	19.4%	12.1%	21.3%	22.5%	21.6%
법인세비용	12.6	28.7	27.2	27.2	64.9	44.4	28.2	17.8	95.6	155.2	142.5
법인세율(%)	13.6%	23.3%	21.4%	18.2%	27.8%	27.2%	25.8%	25.8%	19.5%	27.0%	25.7%
당기순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	118.7	81.1	51.2	395.7	419.3	411.6
당기순이익률(%)	15.6%	17.5%	19.9%	16.1%	21.3%	18.9%	14.4%	9.0%	17.1%	16.4%	16.0%
지배주주지분	80.9	94.4	99.7	121.9	168.9	118.6	81.1	51.2	396.9	419.8	411.6
비지배주주지분	-0.7	-0.1	-0.3	-0.1	-0.6	0.1	0.0	0.0	-1.2	-0.5	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	2,785.0	2,726.2	2,831.9	2,553.6	2,571.1	2,824.3	-8.3%	-5.7%	-0.3%
영업이익	557.3	409.3	372.8	504.4	461.6	506.7	-9.5%	12.8%	35.9%
영업이익률	20.0%	15.0%	13.2%	19.8%	18.0%	17.9%	-0.3%	2.9%	4.8%
법인세차감전순이익	633.8	532.6	500.5	574.5	554.1	603.7	-9.4%	4.0%	20.6%
당기순이익	465.0	396.0	372.8	419.3	411.6	447.6	-9.8%	3.9%	20.1%
지배주주지분	466.4	396.0	371.9	419.8	411.6	446.4	-10.0%	3.9%	20.1%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	637.6	604.7	752.3	720.4	629.3	562.3	571.6	535.0	-1.3%	-7.0%	-24.0%	-25.7%
영업이익	127.9	81.3	103.9	147.8	123.0	85.8	51.4	42.8	-3.9%	5.5%	-50.5%	-71.0%
영업이익률	20.1%	13.4%	13.8%	20.5%	19.5%	15.3%	9.0%	8.0%	-0.5%	1.8%	-4.8%	-12.5%
법인세차감전순이익	159.2	112.5	128.9	179.6	163.1	109.3	68.9	66.8	2.4%	-2.9%	-46.5%	-62.8%
당기순이익	117.9	83.3	95.5	133.5	118.7	81.1	51.2	49.6	0.7%	-2.7%	-46.4%	-62.8%
지배주주지분	118.2	83.5	95.7	133.5	118.6	81.1	51.2	49.6	0.4%	-2.9%	-46.5%	-62.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,553.6	2,571.1	2,824.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,553.6	2,571.1	2,824.3
판매비	1,591.4	1,933.6	2,049.2	2,109.5	2,317.7
영업이익	824.8	375.2	504.4	461.6	506.7
EBITDA	890.6	468.9	650.5	595.0	630.8
영업외손익	-21.5	116.1	70.1	92.5	97.0
이자수익	32.8	28.4	31.6	34.3	37.0
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	-7.0	-5.0	-3.0
기타	-25.5	73.8	47.4	65.1	64.9
법인세차감전이익	803.3	491.3	574.5	554.1	603.7
법인세비용	216.6	95.6	155.2	142.5	156.1
계속사업손익	586.6	395.7	419.3	411.6	447.6
당기순이익	586.6	395.7	419.3	411.6	447.6
지배주주순이익	587.4	396.9	419.8	411.6	446.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	42.0	-4.4	10.6	0.7	9.8
영업이익 증감율	72.2	-54.5	34.4	-8.5	9.8
EBITDA 증감율	67.6	-47.4	38.7	-8.5	6.0
지배주주순이익 증감율	64.0	-32.4	5.8	-2.0	8.5
EPS 증감율	63.9	-32.4	5.8	-1.9	8.5
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	34.1	16.3	19.8	18.0	17.9
EBITDA Margin(%)	36.9	20.3	25.5	23.1	22.3
지배주주순이익률(%)	24.3	17.2	16.4	16.0	15.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	707.6	391.1	560.1	536.8	537.7
당기순이익	586.6	395.7	419.3	411.6	447.6
비현금항목의 가감	317.0	115.1	198.3	168.0	167.8
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	7.0	5.0	3.0
기타	258.0	51.3	45.1	29.6	40.7
영업활동자산부채증감	-45.8	35.2	59.0	58.3	34.4
매출채권및기타채권의감소	10.9	-30.4	7.6	-2.2	-31.7
재고자산의감소	0.5	0.0	-0.7	0.0	-0.7
매입채무및기타채무의증가	3.1	0.0	39.5	44.5	50.0
기타	-60.3	65.6	12.6	16.0	16.8
기타현금흐름	-150.2	-154.9	-116.5	-101.1	-112.1
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-159.3	-112.4	-169.3	-172.1	-172.1
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	-121.8	-121.8
기타	-45.5	-50.3	-50.3	-50.3	-50.3
기타현금흐름	1.1	8.0	41.1	41.0	41.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-146.2	98.7	138.0	104.5	97.5
기초현금 및 현금성자산	303.4	157.3	255.9	393.9	498.4
기말현금 및 현금성자산	157.3	255.9	393.9	498.4	596.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,444.4	2,452.6	2,676.8	2,881.4	3,114.0
현금 및 현금성자산	157.3	255.9	393.9	498.4	596.0
단기금융자산	1,962.0	1,806.2	1,896.6	1,991.4	2,090.9
매출채권 및 기타채권	281.6	326.8	319.2	321.4	353.0
재고자산	0.7	6.4	7.1	7.1	7.8
기타유동자산	42.8	57.3	60.0	63.1	66.3
비유동자산	1,636.8	2,129.3	2,232.2	2,352.8	2,487.7
투자자산	1,093.8	1,201.4	1,242.7	1,288.8	1,340.0
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	143.9	146.8
자산총계	4,081.2	4,581.9	4,909.0	5,234.2	5,601.7
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	936.5	1,430.7	1,488.5	1,552.0	1,621.9
지배지분	3,144.7	3,151.2	3,420.5	3,682.2	3,979.8
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	3,369.4	3,659.2	3,983.8
비지배지분	3.1	2.4	1.9	1.9	3.0
자본총계	3,144.7	3,151.2	3,420.5	3,682.2	3,979.8
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	19,121	18,749	20,335
BPS	143,098	143,429	155,719	167,638	181,141
CFPS	41,161	23,268	28,130	26,403	28,027
DPS	8,550	5,860	6,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	34.8	35.6	20.1	20.5	18.9
PER(최고)	37.3	58.0	36.0		
PER(최저)	18.8	30.7	18.2		
PBR	6.51	4.48	2.47	2.30	2.13
PBR(최고)	6.97	7.31	4.42		
PBR(최저)	3.52	3.87	2.23		
PSR	8.46	6.11	3.31	3.29	2.99
PCFR	22.6	27.6	13.7	14.6	13.7
EV/EBITDA	21.0	27.4	10.7	11.3	10.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.0	30.1	29.1	29.6	27.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.9	1.6	1.6	1.6
ROA	15.8	9.1	8.8	8.1	8.3
ROE	20.8	12.6	12.8	11.6	11.7
ROIC	202.9	52.4	49.6	45.2	47.0
매출채권회전율	8.8	7.6	7.9	8.0	8.4
재고자산회전율	1,733.4	651.1	380.3	363.3	379.0
부채비율	29.8	45.4	43.5	42.1	40.8
순차입금비율	-56.7	-40.9	-44.4	-46.6	-48.1
이자보상배율	91.9	28.5	38.3	35.0	38.5
총차입금	337.5	772.8	772.8	772.8	772.8
순차입금	-1,781.7	-1,289.4	-1,517.7	-1,717.0	-1,914.1
NOPLAT	890.6	468.9	650.5	595.0	630.8
FCF	602.8	118.0	370.1	331.4	331.2

Compliance Notice

- 당사는 8월 12일 현재 '엔씨소프트(036570)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

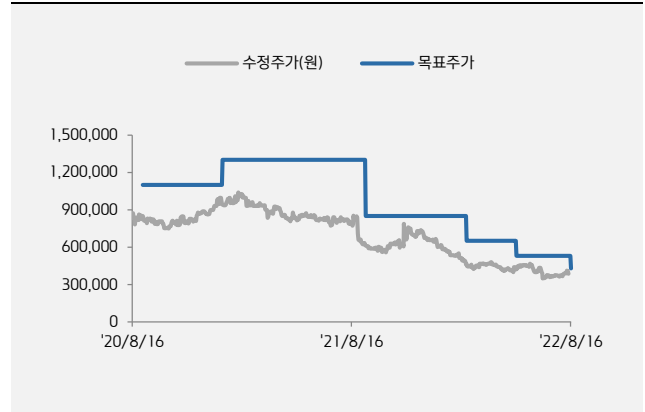
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2020-09-02	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-27.37	-22.73
	2020-11-18	Buy(Maintain)	1,100,000원	6개월	-24.09	-9.55
	2021-01-13	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-25.83	-22.46
	2021-02-08	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-29.12	-20.15
	2021-05-17	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-31.23	-20.15
	2021-08-12	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-43.79	-34.38
	2021-09-08	Buy(Maintain)	850,000원	6개월	-27.31	-7.53
	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
담당자 변경	2022-05-17	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-23.85	-12.17
	2022-08-16	Outperform(Downgrade)	430,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

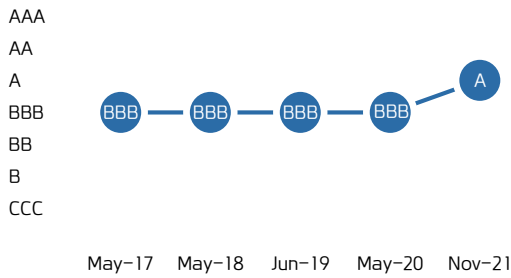
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

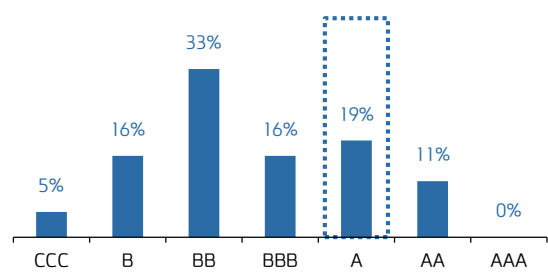
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.9	4.5		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	6.2	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	4.0	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.4	6.1	25.0%	
지배구조	5.4	3.9	44.0%	▼0.6
기업 지배구조	6.7	4.8		▼0.7
기업 활동	5.0	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 11월	성희롱 등 직장 내 괴롭힘으로 여직원 4명 퇴사 사건과 관련된 직원 6명 징직 처분 결정
2021년 08월	블레이드앤소울2 출시 직후 과도한 과금 유도에 대한 유저들의 비판 제기
2021년 07월	NC 다이노스 소속 선수 4인 코로나19 방역수칙 위반으로 KBO로부터 2021년 잔여 시즌 출장 정지 및 선수 각 1천만원과 구단 1억원의 제재금 부과
2021년 04월	확률형 아이템 조작 논란에 공정거래위원회 현장 조사

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
THE WALT DISNEY COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	A	◀▶
NCSoft CORPORATION	●	●●●	●●●●	●●●●	●●●	A	▲
COMCAST CORPORATION	●●●●	●●●●	●	●	●●●●	BB	◀▶
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	●●	●	●	●●	●●●	B	◀▶
SEA LIMITED	●	●●	●●	●	●●	B	

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