



BUY(Maintain)

목표주가: 23,500원
주가(10/24): 9,410원

시가총액: 6,807억원



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

Stock Data

KOSPI (10/24)		2,236.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	21,200 원	9,410원
등락률	-55.6%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-15.2%	-13.2%
6M	-44.6%	-33.0%
1Y	-55.6%	-40.0%

Company Data

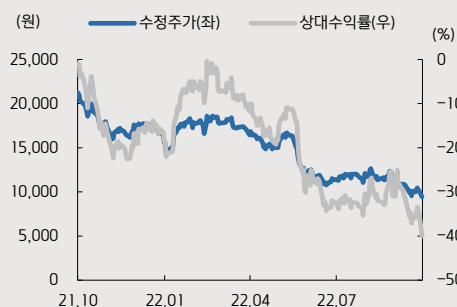
발행주식수	72,333 천주
일평균 거래량(3M)	451천주
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	-1,524원
주요 주주	김기병 외 5 인 46.1%

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	16.8	107.1	225.8	428.4
영업이익	-71.4	-131.3	-78.3	77.0
EBITDA	-53.4	-62.4	5.1	159.7
세전이익	-81.5	-208.4	-174.2	-17.8
순이익	-82.1	-200.7	-172.0	-22.1
지배주주지분순이익	-81.9	-200.6	-171.9	-22.1
EPS(원)	-1,183	-2,895	-2,400	-305
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	4.53	21.64	N/A	N/A
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	383.3	12.1
영업이익률(%)	-425.0	-122.6	-34.7	18.0
ROE(%)	-30.4	-140.4	636.2	18.5
순차입금비율(%)	328.1	1980.1	-1004.3	-847.0

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



롯데관광개발 (032350)

Hidden Card, 전세기



여행사업부 운영 노하우를 활용한 전세기 운영은 카지노VIP, 여행사업 실적 개선으로 연결될 것이다. 그룹 내 전략적 비즈니스임을 고려하면 장기간 지속되어 고객 확장 및 안정성에 기여할 것이다. 제주 국제공항도 11월 이후 하늘길 확장이 대폭 발생한다. 중국의 리오프닝이 불확실하지만 글로벌 카지노에서 나타나는 이연+보복수요 효과는 공통적이다. 눈높이를 낮출 필요는 없다.

>>> 3분기 영업손실 145억원(적지) 컨센 하회

3분기 매출액 629억원(yoy +109.7%), 영업손실 145억원(적지)을 전망한다. 3분기 여름 성수기 효과로 호텔 OCC 55%, ADR 320천원을 예상하여 탑라인 성장이 나타나겠다. 또한 8~9월 시작된 동남아VIP 모객은 월별 50억원 수준의 카지노 실적 기여가 발생해 3분기 카지노 매출액 223억원(yoy +172.0%)을 전망한다. 급격한 트래픽의 증가가 아니라면 동사의 호텔 및 카지노와 관련한 영업비용은 안정적으로 유지될 전망이다. 하늘길 재개가 핵심 포인트이다.

>>> 전세기 활용, Hidden Card를 꺼내다

동사는 여행사업부의 전세기 운항 노하우를 활용 제주 국제공항 정상화 전 제주 직항노선 부족에 따른 제약을 극복하고자 한다. 일본과 운항이 재개되며 인천, 김포, 부산의 국내 외국인 카지노 실적이 반등했던 점을 고려하면 하늘길 확장은 즉각적인 실적 개선으로 이어질 가능성이 높다.

특히 11월부터는 도쿄, 오사카 항공노선이 회복되어 일본 카지노VIP 및 Mass 고객 방문으로 카지노와 비카지노의 실적이 동반 개선될 것으로 판단한다. 또한 2019년 마카오 입국 여행객 합산 비중 20%를 넘기는 홍콩과 대만에 대한 하늘길 재개도 계획되어 있어 부족했던 외국인VIP 수요를 채우는데 기여를 할 것이다.

전세기 운영과 직항노선 확대에 대한 효과는 1천명 모객 당 분기 OCC 1.4%, 카지노 매출액 최소 50억원 이상의 기여를 예상한다. 카지노VIP 특성상 재방문에 의한 규모 확대가 이루어지는 점을 고려하면 누적 방문에 의한 레버리지 성과는 더욱 뚜렷해질 것이다.

>>> 눈높이를 낮출 필요는 없다

중국VIP에 대한 확실한 타겟팅이 강점인 동사는 중국의 제로코로나 정책 유지로 재개방 시점이 불확실해지며 주가 부진을 겪고 있다. 하지만 제주 국제공항이 중국 외 모객에 대해서는 열위인 점을 고려하면 이번 전세기 운영을 통한 모객은 고객 확장 및 실적 안정성을 높일 수 있는 포인트이다.

서울, 인천의 카지노와 동남아 복합리조트는 2019년 대비 40% 수준의 트래픽 회복에도 불구하고 70%가 넘는 실적 개선을 보이고 있다. 가장 장기간 카지노 수요가 응축된 중국에 대한 리오프닝에 대한 잠재력이 충분하기에 투자 의견 BUY와 목표주가 23,500원은 유지한다.

롯데관광개발 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위 : 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
영업수익	12.2	24.5	30.0	40.3	43.1	48.1	62.9	71.7	107.1	225.8	428.4
(YoY, %)	-5.2%	3915.3%	2357.2%	1851.8%	253.4%	95.9%	109.7%	77.8%	538.5%	110.9%	89.7%
여행	0.2	0.6	0.8	1.3	1.4	2.4	2.9	4.8	2.9	11.5	31.0
호텔	11.7	20.8	22.2	23.1	27.5	31.1	35.6	33.4	77.7	127.6	182.5
리테일	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.5	1.9	3.0	3.5	7.6	11.5
카지노	0.0	3.0	8.2	9.8	12.3	12.2	22.3	29.5	21.0	76.3	201.0
기타	-0.3	-0.7	-2.1	5.1	0.7	0.6	0.3	1.0	1.9	2.5	2.4
영업비용	50.0	54.1	63.7	70.4	70.3	76.9	77.4	79.5	238.3	304.1	351.4
(YoY, %)	144.3%	320.3%	356.3%	72.5%	40.4%	42.1%	21.4%	12.9%	170.3%	27.6%	15.6%
영업이익	-37.8	-29.6	-33.7	-30.1	-27.1	-28.9	-14.5	-7.8	-131.3	-78.3	77.0
(YoY, %)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
OPM	-310.2%	-120.5%	-112.5%	-74.6%	-63.0%	-60.0%	-23.0%	-10.9%	-122.6%	-34.7%	18.0%
순이익	-54.5	-44.3	-52.2	-49.7	-48.4	-56.9	-37.3	-29.4	-200.7	-172.0	-22.1
(YoY, %)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
NPM	-446.8%	-180.5%	-174.0%	-123.2%	-112.3%	-118.4%	-59.3%	-40.9%	-187.4%	-76.2%	-5.2%

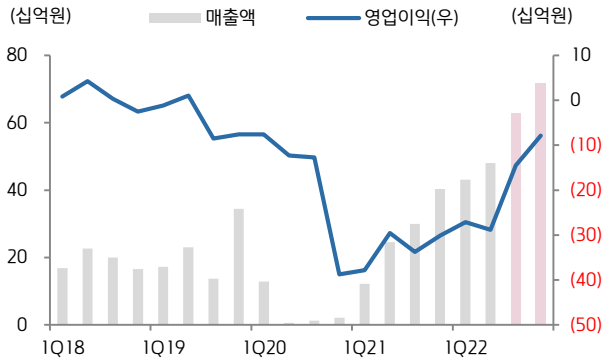
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

제주 국제선 노선 활성화 추이

해외직항		전세기 운영	
싱가폴	스쿠트항공 6월 주3회 → 11월 주5회	일본	티웨이항공 11월 1회, 12월 1회
태국	티웨이항공 6월 주3회 → 11월 주5회	말레이시아	티웨이항공 11월 1회, 12월 1회, 1월 1회
일본(오사카)	티웨이항공 11월 주7회 예정	홍콩	대한항공 11월 5회, 12월 2회
대만	티웨이항공, 타이거에어 12월 운항 예정		
일본(하네다)	JAL, ANA 2023년 1월 운항예정		

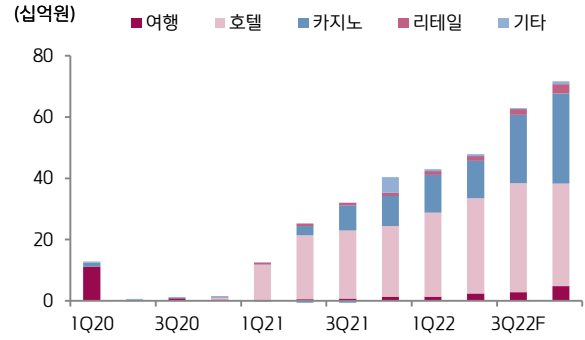
자료: 롯데관광개발, 언론보도, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



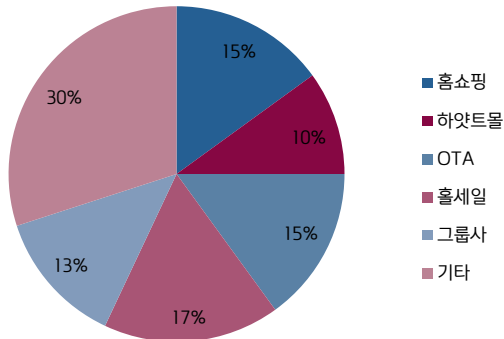
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 사업부문별 매출액 추이 (K-IFRS 연결)



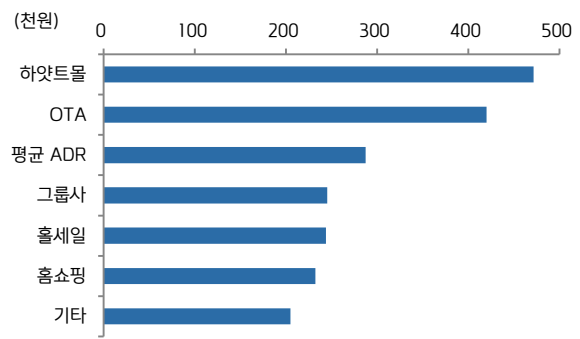
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 호텔 매출액 판매 채널 비중(2022.6기준)



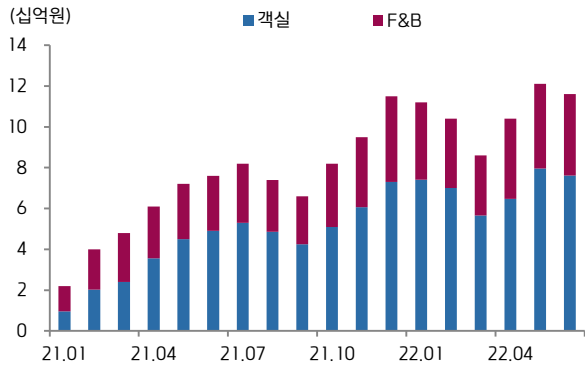
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 호텔 판매 채널별 ADR(2022.6기준)



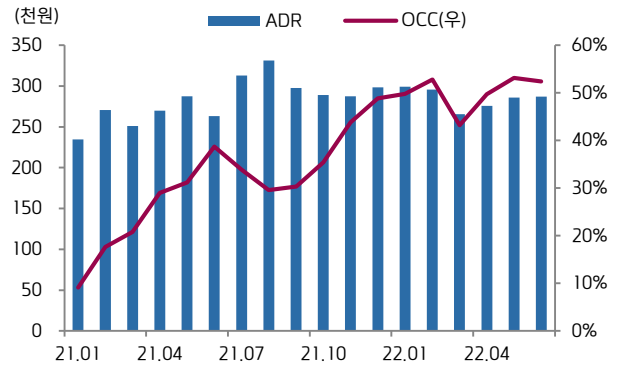
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 객실 및 F&B 매출액 추이



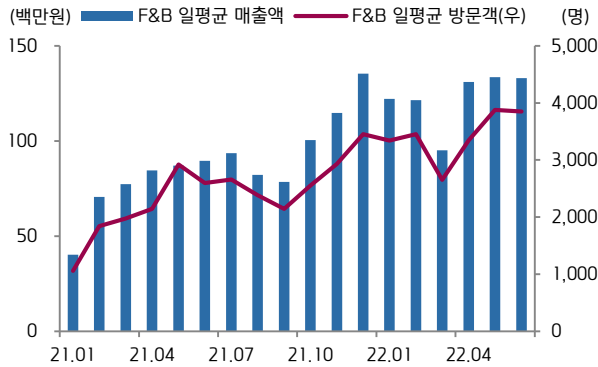
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 OCC 및 ADR 추이



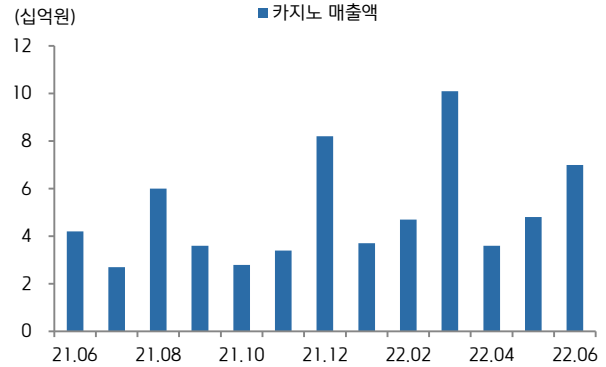
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 일평균 F&B 방문객 및 매출액 추이



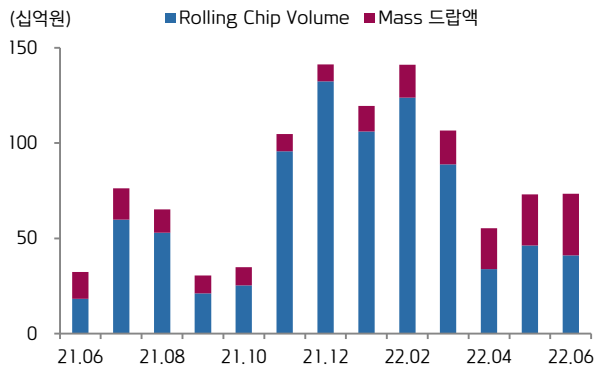
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 카지노 Total Sales 추이



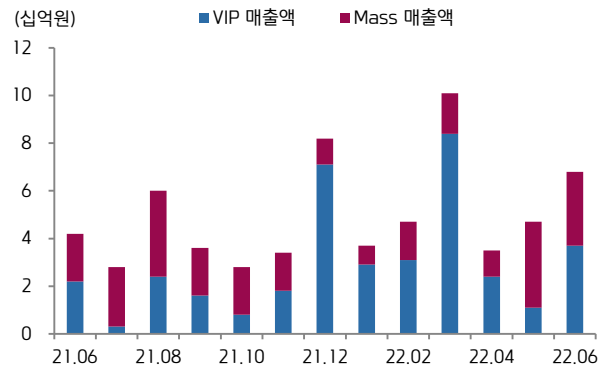
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 Rolling Chip Volume 및 Drop 추이



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 카지노 VIP 및 Mass 매출액 추이



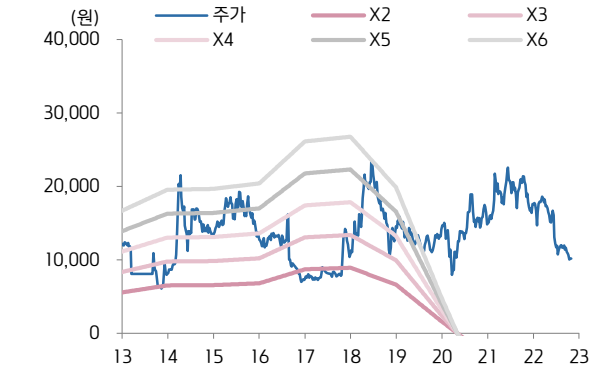
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

12M Forward PER Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

12M Forward PBR Band



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	16.8	107.1	225.8	428.4	567.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16.8	107.1	225.8	428.4	567.5
판매비	88.2	238.3	304.1	351.4	414.4
영업이익	-71.4	-131.3	-78.3	77.0	153.1
EBITDA	-53.4	-62.4	5.1	159.7	237.4
영업외손익	-10.2	-77.1	-95.9	-94.9	-94.9
이자수익	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
이자비용	9.2	64.0	66.3	70.3	70.3
외환관련이익	4.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.3	5.8	0.4	0.4	0.4
종속 및 관계기업손익	-1.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-4.1	-7.5	-29.0	-24.0	-24.0
법인세차감전이익	-81.5	-208.4	-174.2	-17.8	58.3
법인세비용	0.5	-7.7	-2.2	4.2	14.1
계속사업손익	-82.1	-200.7	-172.0	-22.1	44.2
당기순이익	-82.1	-200.7	-172.0	-22.1	44.2
지배주주순이익	-81.9	-200.6	-171.9	-22.1	44.1
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-81.0	537.5	110.8	89.7	32.5
영업이익 증감율	흑전	83.9	-40.4	-198.3	98.8
EBITDA 증감율	흑전	16.9	-108.2	3,031.4	48.7
지배주주순이익 증감율	흑전	144.9	-14.3	-87.1	-299.5
EPS 증감율	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-425.0	-122.6	-34.7	18.0	27.0
EBITDA Margin(%)	-317.9	-58.3	2.3	37.3	41.8
지배주주순이익률(%)	-487.5	-187.3	-76.1	-5.2	7.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-114.5	-50.9	-62.0	61.0	129.0
당기순이익	-82.1	-200.7	-172.0	-22.1	44.2
비현금항목의 가감	30.5	143.9	152.6	162.3	173.7
유형자산감가상각비	16.7	66.6	81.4	81.1	83.1
무형자산감가상각비	1.2	2.3	2.1	1.6	1.2
지분법평가손익	-1.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	13.8	75.3	69.1	79.6	89.4
영업활동자산부채증감	-50.0	43.3	21.4	-4.8	-4.6
매출채권및기타채권의감소	-21.4	33.6	-4.8	-8.2	-5.6
재고자산의감소	0.2	-2.7	-4.7	-1.6	-4.2
매입채무및기타채무의증가	-17.4	1.2	4.1	4.3	4.5
기타	-11.4	11.2	26.8	0.7	0.7
기타현금흐름	-12.9	-37.4	-64.0	-74.4	-84.3
투자활동 현금흐름	-578.9	-74.1	-23.6	-24.5	-19.6
유형자산의 취득	-552.5	-87.5	-35.0	-35.0	-30.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-2.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.0	-4.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-13.5	8.4	-0.8	-1.6	-1.8
기타	-0.5	12.0	12.2	12.1	12.2
재무활동 현금흐름	735.3	127.4	35.0	63.5	-6.5
차입금의 증가(감소)	741.6	133.9	40.0	70.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-6.3	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
기타현금흐름	0.0	0.1	-9.7	-6.9	-6.9
현금 및 현금성자산의 순증가	41.9	2.5	-60.2	93.2	96.0
기초현금 및 현금성자산	16.3	58.2	60.7	0.4	93.6
기말현금 및 현금성자산	58.2	60.7	0.4	93.6	189.6

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	124.8	91.5	41.7	146.6	254.4
현금 및 현금성자산	58.2	60.7	0.5	93.7	189.6
단기금융자산	23.7	15.4	16.2	17.8	19.6
매출채권 및 기타채권	36.9	4.3	9.2	17.4	23.0
재고자산	4.0	6.6	11.3	12.9	17.0
기타유동자산	2.0	4.5	4.5	4.8	5.2
비유동자산	1,073.7	1,210.9	1,165.2	1,117.5	1,063.3
투자자산	31.5	36.1	36.1	36.1	36.1
유형자산	965.3	935.4	889.0	842.9	789.9
무형자산	50.2	50.9	48.8	47.2	46.1
기타비유동자산	26.7	188.5	191.3	191.3	191.2
자산총계	1,198.5	1,302.4	1,207.0	1,264.1	1,317.7
유동부채	212.4	240.4	268.5	272.8	277.2
매입채무 및 기타채무	117.2	89.4	93.5	97.7	102.2
단기금융부채	87.1	135.0	145.0	145.0	145.0
기타유동부채	8.1	16.0	30.0	30.1	30.0
비유동부채	760.0	1,009.3	1,052.3	1,123.3	1,124.3
장기금융부채	736.7	984.5	1,014.5	1,084.5	1,084.5
기타비유동부채	23.3	24.8	37.8	38.8	39.8
부채총계	972.3	1,249.7	1,320.8	1,396.1	1,401.5
지배지분	229.5	56.2	-110.2	-128.4	-80.3
자본금	34.6	34.6	36.2	36.2	36.2
자본잉여금	526.3	549.7	549.7	549.7	549.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	14.0	16.6	20.6	24.5	28.5
이익잉여금	-345.5	-544.7	-716.6	-738.7	-694.6
비지배지분	-3.4	-3.5	-3.6	-3.6	-3.6
자본총계	226.1	52.7	-113.8	-132.0	-83.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-1,183	-2,895	-2,400	-305	610
BPS	3,313	811	-1,524	-1,775	-1,110
CFPS	-744	-820	-271	1,938	3,012
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	18.6
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	4.53	21.64	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	5.93	29.16	N/A	N/A	N/A
PBR(최저)	2.05	18.00	N/A	N/A	N/A
PSR	61.97	11.35	3.60	1.92	1.45
PCFR	N/A	N/A	N/A	5.9	3.8
EV/EBITDA	N/A	N/A	383.3	12.1	7.7
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	-9.3	-16.1	-13.7	-1.8	3.4
ROE	-30.4	-140.4	636.2	18.5	-42.3
ROIC	-10.8	-12.4	-7.3	7.6	12.0
매출채권회전율	0.6	5.2	33.4	32.3	28.1
재고자산회전율	4.1	20.2	25.2	35.5	38.0
부채비율	430.1	2,372.0	-1,160.3	-1,057.8	-1,671.3
순차입금비율	328.1	1,980.1	-1,004.3	-847.0	-1,216.2
이자보상배율	-7.8	-2.1	-1.2	1.1	2.2
총차입금	823.9	1,119.6	1,159.6	1,229.6	1,229.6
순차입금	741.9	1,043.5	1,142.9	1,118.1	1,020.4
NOPLAT	-53.4	-62.4	5.1	159.7	237.4
FCF	-658.0	-104.2	-7.5	120.0	165.7

Compliance Notice

- 당사는 10월 24일 현재 '롯데관광개발(032350)' 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

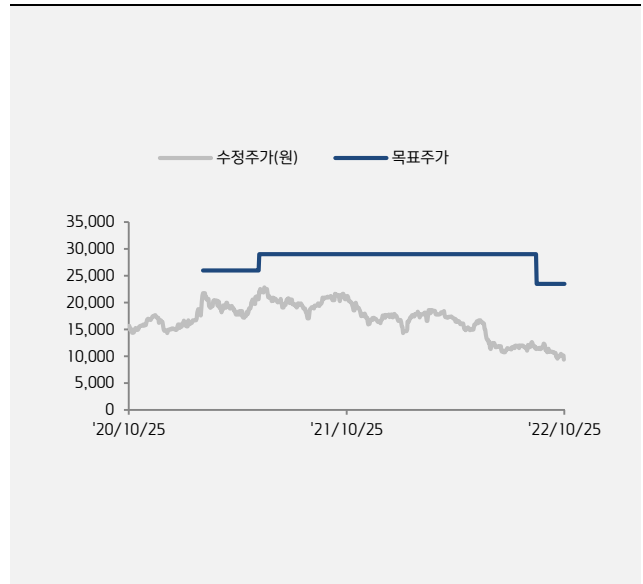
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데관광개발 (032350)	2021-02-26	BUY(Initiate)	26,000원	6개월	-24.96	-16.35
	2021-04-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-25.70	-16.35
	2021-05-31	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.85	-21.38
	2021-07-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-29.57	-21.38
	2021-08-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-30.53	-21.38
	2021-09-27	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-30.15	-21.38
	2021-10-14	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-30.55	-21.38
	2021-11-23	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-30.92	-21.38
	2022-01-13	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-40.15	-35.86
	2022-04-19	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-41.45	-35.86
	2022-05-24	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-41.75	-35.86
	2022-06-08	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-44.40	-35.86
	2022-09-08	BUY(Maintain)	23,500원	6개월	-50.74	-47.45
	2022-09-21	BUY(Maintain)	23,500원	6개월	-53.72	-47.45
	2022-10-25	BUY(Maintain)	23,500원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

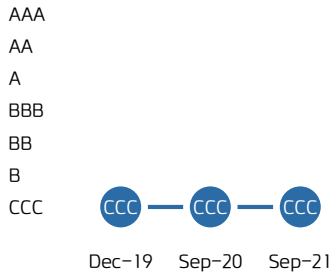
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/10/01~2022/09/30)

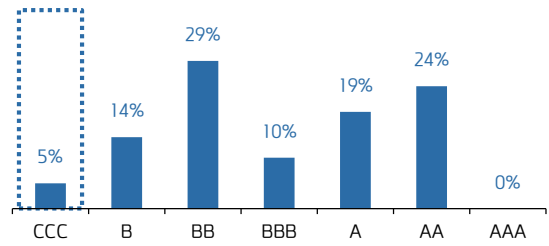
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 호텔 및 여행 기업 21개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.0	4.4		
환경	3.3	5.8	5.0%	
탄소 배출	3.3	6.8	5.0%	
사회	2.8	4.6	47.0%	
노무관리	2.6	4.6	27.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	3.1	5.1	20.0%	
지배구조	1.1	3.8	48.0%	▲1.1
기업 지배구조	2.7	4.6		▲1.5
기업 활동	1.8	5.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.06	제주서부경찰서가 제주드림타워 쇼핑몰 운영할 때 유통산업발전법을 위반했다는 혐의로 롯데관광개발을 검찰에 송치

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (호텔 및 여행)	탄소 배출	노무관리	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
BOOKING HOLDINGS INC.	●	●●●●●	●	●●●●●	●	N/A	▲▲
ORIENTAL LAND CO.,LTD.	●●	●●●●●	●●●●●	●	●●●	N/A	◀▶
MARRIOTT INTERNATIONAL, INC.	●●●	●	●●●	●●	●●	N/A	◀▶
VAIL RESORTS, INC.	●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●●	N/A	◀▶
Shenzhen Overseas Chinese Town Co., Ltd.	●●	●●●	●●●	●	●	N/A	◀▶
LOTTE TOUR DEVELOPMENT CO.,LTD	●	●	●	●	●	CCC	◀▶

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