



### Marketperform(Maintain)

목표주가: 500,000원  
주가(1/30): 463,000원  
시가총액: 101,647억원



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

#### Stock Data

KOSPI (1/30)		2,450.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	550,000원	322,500원
등락률	-15.8%	43.6%
수익률	절대	상대
1M	3.3%	-5.7%
6M	24.3%	24.3%
1Y	-13.0%	-3.8%

#### Company Data

발행주식수	21,954천주
일평균 거래량(3M)	97천주
외국인 지분율	45.4%
배당수익률(22E)	1.3%
BPS(22E)	160,937원
주요 주주	김택진 외 6인 12.0%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,416.2	2,308.8	2,578.8	2,496.9
영업이익	824.8	375.2	572.1	414.5
EBITDA	890.6	468.9	718.2	547.9
세전이익	803.3	491.3	734.6	534.0
순이익	586.6	395.7	534.1	397.1
지배주주지분순이익	587.4	396.9	534.3	397.1
EPS(원)	26,756	18,078	24,339	18,086
증감률(% YoY)	63.9	-32.4	34.6	-25.7
PER(배)	34.8	35.6	18.4	25.6
PBR(배)	6.51	4.48	2.78	2.69
EV/EBITDA(배)	21.0	27.4	11.4	15.2
영업이익률(%)	34.1	16.3	22.2	16.6
ROE(%)	20.8	12.6	16.0	10.9
순차입금비율(%)	-56.7	-40.9	-45.7	-48.0

#### Price Trend



## 엔씨소프트 (036570)

### 성공은 전략적 의사결정의 문제



TL은 F2P 및 제한적 요금 기반 B2P BM 탑재 여지가 상존하는 것으로 관측되며, 이에 따라 상대적 인게임 강도가 커지면서 게임 플레이 구간 중에 암묵적 P2W 부담을 느끼는 유저의 익스포저가 서구권 중심으로 커질 리스크가 있을 것으로 판단한다. B2P 기반으로 인게임 BM을 제거하고 NFT를 연계하는 방식을 성공의 주요한 요건으로 판단한다.

#### >>> TL 성공 가능성 및 기존 사업 영향에 대한 판단

동사 목표주가 50만원을 유지하고 투자의견으로 Marketperform을 지속 제시한다. 목표주가는 23E 지배주주지분 3,971억원에 목표 PER 27.5배를 적용한 결과치로 해당 멀티플은 게임 섹터 커버리지 종목 중 최고 수준을 적용하였다. TL은 모두를 위한 MMORPG 슬로건을 전제로 할 때 F2P 또는 B2P 전제시 트리플A급 게임의 베이직 프라이스인 60불 대비 절반 정도의 수준을 타겟할 가능성이 열려 있는 것으로 관측되며, 무료로 가까울수록 인게임 BM의 상대적 강도는 커질 것으로 판단한다. 동 게임의 핵심 콘텐츠는 PvP, 보스전, 공성전 등이 될 것이며, 안전 지대에서 파밍할 수 있는 아이템의 희귀도가 제한적일 수 있기에 유저들은 경쟁적인 전투 지역에 진입해야 리미티드 아이템을 파밍할 수 있다는 점을 인지하게 될 것이며 동 과정에서 과금에 대한 암묵적인 P2W 부담을 느낄 개연성이 있다. 특히 서구권은 플레이 과정의 공정성과 게임성에 기반한 컨트롤 요소를 중요하게 여기기에 동 과금요소는 성공에 장애물로 작용할 수 있다는 판단이다. 한편 당사는 국내 및 아시아 지역에서 성공 가능성은 유의미하게 보나, 유저들이 TL을 바라보는 인식이 기존 리니지 계열 게임들과 카니발라이제이션을 유발할 수 있는 여지가 있으며, 기존 리니지식 게임 대비 상대적으로 라이트한 BM도 기존 게임에서 유저 이전을 촉진할 여지를 제공해 준다 할 수 있겠다. 이에 TL이 성공한다 해도 기존 게임과 합산한 전체 매출의 증분을 감안할 때 현재 추정치를 상향할 여지는 제한적이라고 판단한다. 다만 BM이 확정되지 않았는 바, 우호적인 추정 가정에 근간한 기존 풀 프라이스 기준 B2P BM을 유지해 기존 게임과 카니발라이제이션 없이 23E TL 매출액 1,658억원을 추정치에 반영하였다.

#### >>> 동사의 가장 큰 경쟁력이 무엇인지 복기할 필요

동사는 글로벌 게임사 중에서 멀티 플레이 기반 MMORPG를 가장 잘 서비스할 수 있는 최고 티어의 회사이다. 해당 요소가 동사의 경쟁력을 그 누구도 부정할 수 없다. 기존 MMORPG를 서비스하며 체득한 대규모 트래픽 및 서버 관리 운영 노하우를 결합해 멀티 플레이 기반 게임을 B2P BM을 통해 출시해 인게임 BM을 제거하고 NFT를 결합하여 게임 자산의 가치를 유저에게 되돌려 주고, 트랜잭션 기반 막대한 트래픽을 통해 블록체인 기축통화와 에코시스템을 구축하는 변화가 향후 전제된다면 동사 투자의견은 탄력적으로 상향될 여지가 있음을 투자자들에게 밝히고자 한다.

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	512.5	538.5	500.6	757.2	790.3	629.3	604.2	555.0	2,308.8	2,578.8	2,496.9
PC 게임	129.0	106.0	101.6	89.5	93.1	95.9	97.1	95.7	426.1	381.7	480.0
모바일 게임	328.3	380.0	348.5	614.6	649.4	485.7	449.8	409.0	1,671.5	1,994.0	1,774.0
콘솔 게임											43.0
로열티	45.5	42.8	40.8	43.2	38.8	36.0	43.3	37.4	172.4	155.5	147.6
기타	9.7	9.7	9.7	9.7	9.0	11.7	14.0	12.9	38.9	47.6	52.3
영업비용	455.8	425.8	404.4	647.7	546.1	506.3	459.8	494.4	1,933.6	2,006.7	2,082.4
영업이익	56.7	112.8	96.3	109.5	244.2	123.0	144.4	60.5	375.2	572.1	414.5
영업이익률(%)	11.1%	20.9%	19.2%	14.5%	30.9%	19.5%	23.9%	10.9%	16.3%	22.2%	16.6%
영업외손익	36.1	10.2	30.4	39.4	-11.0	40.1	105.9	27.5	116.1	162.5	119.5
법인세차감전순이익	92.8	123.0	126.6	148.9	233.2	163.1	250.4	88.0	491.3	734.6	534.0
법인세차감전순이익률(%)	18.1%	22.8%	25.3%	19.7%	29.5%	25.9%	41.4%	15.9%	21.3%	28.5%	21.4%
법인세비용	12.6	28.7	27.2	27.2	64.9	44.4	68.3	23.0	95.6	200.5	137.0
법인세율(%)	13.6%	23.3%	21.4%	18.2%	27.8%	27.2%	27.3%	26.2%	19.5%	27.3%	25.6%
당기순이익	80.2	94.3	99.5	121.7	168.3	118.7	182.1	65.0	395.7	534.1	397.1
당기순이익률(%)	15.6%	17.5%	19.9%	16.1%	21.3%	18.9%	30.1%	11.7%	17.1%	20.7%	15.9%
지배주주지분	80.9	94.4	99.7	121.9	168.9	118.6	181.8	65.0	396.9	534.3	397.1
비지배주주지분	-0.7	-0.1	-0.3	-0.1	-0.6	0.1	0.3	0.0	-1.2	-0.2	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	2,595.8	2,495.6	2,735.2	2,578.8	2,496.9	2,760.2	-0.7%	0.1%	0.9%
영업이익	582.0	414.5	512.2	572.1	414.5	517.9	-1.7%	0.0%	1.1%
영업이익률	22.4%	16.6%	18.7%	22.2%	16.6%	18.8%	-0.2%	0.0%	0.0%
법인세차감전순이익	744.5	534.0	636.2	734.6	534.0	641.9	-1.3%	0.0%	0.9%
당기순이익	541.4	397.1	471.1	534.1	397.1	475.3	-1.3%	0.0%	0.9%
지배주주지분	541.6	397.1	469.9	534.3	397.1	474.1	-1.3%	0.0%	0.9%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	571.9	527.5	718.1	634.0	555.0	533.8	700.6	643.5	-3.0%	1.2%	-2.4%	1.5%
영업이익	70.4	40.4	161.6	129.8	60.5	61.5	156.4	116.1	-14.1%	52.2%	-3.2%	-10.5%
영업이익률	12.3%	7.7%	22.5%	20.5%	10.9%	11.5%	22.3%	18.0%	-1.4%	3.9%	-0.2%	-2.4%
법인세차감전순이익	97.9	70.9	192.1	160.3	88.0	92.0	186.9	146.6	-10.1%	29.7%	-2.7%	-8.5%
당기순이익	72.3	52.7	142.9	119.2	65.0	68.4	139.0	109.0	-10.1%	29.7%	-2.7%	-8.5%
지배주주지분	72.3	52.7	142.9	119.2	65.0	68.4	139.0	109.0	-10.1%	29.7%	-2.7%	-8.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	2,416.2	2,308.8	2,578.8	2,496.9	2,760.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,416.2	2,308.8	2,578.8	2,496.9	2,760.2
판매비	1,591.4	1,933.6	2,006.7	2,082.4	2,242.3
<b>영업이익</b>	824.8	375.2	572.1	414.5	517.9
<b>EBITDA</b>	890.6	468.9	718.2	547.9	642.1
영업외손익	-21.5	116.1	162.5	119.5	124.0
이자수익	32.8	28.4	32.9	35.7	38.8
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	5.6	-8.0	-6.0
기타	-25.5	73.8	125.9	93.7	93.1
<b>법인세차감전이익</b>	803.3	491.3	734.6	534.0	641.9
법인세비용	216.6	95.6	200.5	137.0	166.6
계속사업손익	586.6	395.7	534.1	397.1	475.3
<b>당기순이익</b>	586.6	395.7	534.1	397.1	475.3
<b>지배주주순이익</b>	587.4	396.9	534.3	397.1	474.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	42.0	-4.4	11.7	-3.2	10.5
영업이익 증감율	72.2	-54.5	52.5	-27.5	24.9
EBITDA 증감율	67.6	-47.4	53.2	-23.7	17.2
지배주주순이익 증감율	64.0	-32.4	34.6	-25.7	19.4
EPS 증감율	63.9	-32.4	34.6	-25.7	19.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	34.1	16.3	22.2	16.6	18.8
EBITDA Margin(%)	36.9	20.3	27.9	21.9	23.3
지배주주순이익률(%)	24.3	17.2	20.7	15.9	17.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	707.6	391.1	659.0	538.0	567.2
당기순이익	586.6	395.7	534.1	397.1	475.3
비현금항목의 가감	317.0	115.1	229.7	164.1	179.5
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	-5.6	8.0	6.0
기타	258.0	51.3	89.1	22.7	49.4
영업활동자산부채증감	-45.8	35.2	55.8	71.0	33.1
매출채권및기타채권의감소	10.9	-30.4	4.5	10.2	-32.9
재고자산의감소	0.5	0.0	-0.7	0.2	-0.7
매입채무및기타채무의증가	3.1	0.0	39.5	44.5	50.0
기타	-60.3	65.6	12.5	16.1	16.7
기타현금흐름	-150.2	-154.9	-160.6	-94.2	-120.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-146.2	98.7	237.0	105.6	127.0
기초현금 및 현금성자산	303.4	157.3	255.9	492.9	598.5
기말현금 및 현금성자산	157.3	255.9	492.9	598.5	725.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	2,444.4	2,452.6	2,779.0	2,972.0	3,235.4
현금 및 현금성자산	157.3	255.9	492.9	598.5	725.5
단기금융자산	1,962.0	1,806.2	1,896.6	1,991.4	2,090.9
매출채권 및 기타채권	281.6	326.8	322.4	312.1	345.0
재고자산	0.7	6.4	7.1	6.9	7.6
기타유동자산	42.8	57.3	60.0	63.1	66.4
<b>비유동자산</b>	1,636.8	2,129.3	2,244.8	2,362.4	2,494.3
투자자산	1,093.8	1,201.4	1,255.3	1,298.4	1,346.6
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
<b>자산총계</b>	4,081.2	4,581.9	5,023.8	5,334.4	5,729.6
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	936.5	1,430.7	1,488.5	1,552.0	1,621.9
<b>지배지분</b>	3,144.7	3,148.8	3,533.2	3,780.3	4,104.4
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	3,483.9	3,759.2	4,111.4
비지배지분	3.1	2.4	2.1	2.1	3.3
<b>자본총계</b>	3,144.7	3,151.2	3,535.3	3,782.4	4,107.7
<b>투자지표</b>					
<b>12월 결산, IFRS 연결</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	26,756	18,078	24,339	18,086	21,595
BPS	143,098	143,429	160,937	172,191	186,955
CFPS	41,161	23,268	34,789	25,561	29,825
DPS	8,550	5,860	6,000	6,000	6,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	34.8	35.6	18.4	25.6	21.4
PER(최고)	37.3	58.0	28.3		
PER(최저)	18.8	30.7	13.1		
PBR	6.51	4.48	2.78	2.69	2.48
PBR(최고)	6.97	7.31	4.28		
PBR(최저)	3.52	3.87	1.98		
PSR	8.46	6.11	3.81	4.07	3.68
PCFR	22.6	27.6	12.9	18.1	15.5
EV/EBITDA	21.0	27.4	11.4	15.2	12.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	30.0	30.1	22.8	30.7	25.6
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.9	1.3	1.3	1.3
ROA	15.8	9.1	11.1	7.7	8.6
ROE	20.8	12.6	16.0	10.9	12.0
ROIC	202.9	52.4	55.9	40.9	48.5
매출채권회전율	8.8	7.6	7.9	7.9	8.4
재고자산회전율	1,733.4	651.1	382.0	356.2	380.2
부채비율	29.8	45.4	42.1	41.0	39.5
순차입금비용	-56.7	-40.9	-45.7	-48.0	-49.8
이자보상배율	91.9	28.5	43.4	31.5	39.3
총차입금	337.5	772.8	772.8	772.8	772.8
순차입금	-1,781.7	-1,289.4	-1,616.7	-1,817.1	-2,043.7
NOPLAT	890.6	468.9	718.2	547.9	642.1
FCF	602.8	118.0	414.6	309.4	337.7

Compliance Notice

- 당사는 1월 30일 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

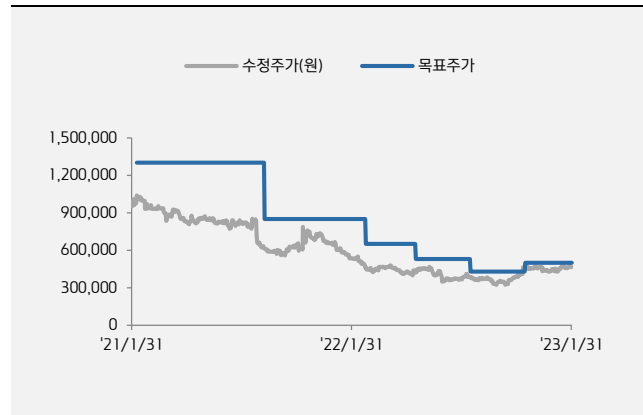
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2021-02-08	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-30.00	-20.15
	2021-05-17	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-32.87	-20.15
	2021-08-12	Buy(Maintain)	1,300,000원	6개월	-43.79	-34.38
담당자 변경	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
	2022-05-17	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-23.97	-12.17
	2022-08-16	Outperform(Downgrade)	430,000원	6개월	-14.21	8.14
	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

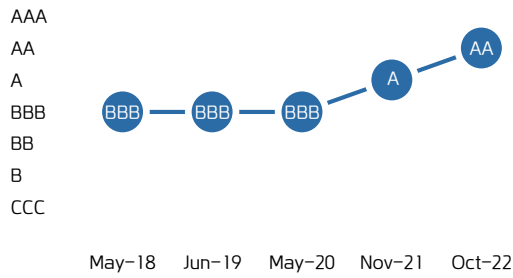
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

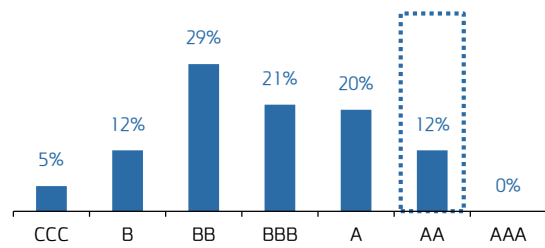
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	6.0	4.8		
<b>환경</b>	6.7	8.1	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.2	5.0%	
<b>사회</b>	6.2	4.7	51.0%	
인력 자원 개발	4.0	3.5	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.4	5.8	25.0%	
<b>지배구조</b>	5.7	4.5	44.0%	▼0.3
기업 지배구조	6.9	5.3		▼0.5
기업 활동	5.3	5.4		▲0.3

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 03월	한국 프로야구 리그에서 프로야구팀 운영으로 인한 사업 비효율에 대한 주주들의 비판
2021년 11월	성희롱 등 직장 내 괴롭힘으로 여직원 4명 퇴사 사건과 관련된 직원 6명 징직 처분 결정

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
Nintendo Co., Ltd.	●●●	●●●	●●●●	●●	●●●	AA	▲
NCSOFT CORPORATION	●	●●●	●●●●	●●●●	●●	AA	▲
THE WALT DISNEY COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	●●●●	●●●	●●●	●●	●●●●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	●●●●	●●●	●●	●●●	●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●	●●	●●	●	BB	◀▶

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