



기업 업데이트

BUY(Maintain)

목표주가: 93,000원(상향)

주가(8/22): 54,000원

시가총액: 34,694억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/22)		893.33pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,200원	37,750원
등락률	-7.2%	43.0%
수익률	절대	상대
1M	-6.6%	-2.3%
6M	18.8%	3.5%
1Y	-3.4%	-13.2%

Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	385천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	11,444원
주요 주주	김대일 외 13인 44.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	403.8	385.7	369.8	799.9
영업이익	43.0	16.4	-1.4	293.1
EBITDA	67.3	42.1	25.6	321.1
세전이익	77.7	-55.8	24.8	349.5
순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3
EPS(원)	897	-662	271	4,098
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	1,414.9
PER(배)	154.1	-63.4	199.6	13.2
PBR(배)	12.74	3.85	4.72	3.41
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	128.2	9.6
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	36.6
ROE(%)	8.8	-6.1	2.4	30.0
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-25.7	-38.8

Price Trend



펄어비스 (263750)

정상가치로 복귀할 초입 구간



동사 목표주가를 8만원에서 9.3만원으로 상향하고 게임 업종 Top pick으로 지속 제시한다. 게임스컴에서 보여준 붉은사막의 인게임 영상은 현존하는 명작 게임별 주요 DNA를 포괄적으로 결합한 매우 높은 자유도의 게임으로 오픈월드 장르의 새로운 지평을 열 게임으로 평가하고 상용엔진을 넘어서는 퀄리티와 최적화까지 보여주면서 글로벌 대중 유저 기반 긍정 피드백을 확보했음을 부연 설명한다.

>>> 붉은사막의 퀄리티 입증

동사 목표주가를 8만원에서 9.3만원으로 상향하고 게임 업종내 Top pick으로 지속 제시한다. 목표주가는 24E 지배주주지분 2,633억원에 목표 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 게임스컴 2023에서 보여준 붉은사막의 인게임 영상은 현존하는 명작 게임들의 주요 DNA를 포괄적으로 결합한 매우 높은 자유도의 게임으로 오픈월드 장르의 새로운 지평을 열 게임으로 평가하고 상용엔진의 퀄리티를 넘어서는 압도적인 그래픽 퀄리티와 안정적인 최적화까지 보여줌으로써 글로벌 대중적 유저 기반 긍정 피드백을 끌어내는데 성공했으며 2년 8개월 동안 기다림이 보상받을 영상 공개로 총평한다. 또한 3분여의 짧은 인게임 영상에서 개발자가 보여주하고자 하는 모든 요소를 공개하면서 인게임의 분절성이 보여졌지만 이는 향후 연속적인 인게임 영상 공개 등으로 유저들에게 보다 명확한 방향성과 추가 서프라이즈 트리거를 부여해 줄 것으로 평가한다. 상기 사항 등을 종합적으로 반영해 붉은사막의 누적 판매고 1천만장 기준으로 초기 분기 패키지 판매분을 2Q24E 기준 기존 40% 비중에서 50% 비중으로 상향하여 24E 이익 추정치를 상향한 결과로 제시하며, 현재 상황은 동 게임의 유저 기반 피드백이 지속 우상향할 여지를 일부만 반영한 결과로 이후 대중적 유저의 긍정적 피드백 확산시 이에 기반한 밸류에이션 상향 여지가 열려있다고 정의내릴 수 있다. 또한 동사가 오랜 기간 동안 준비해 온 신작 퀄리티에 대한 검증이 완료되면서 이에 따른 동사 매니지먼트 신뢰도와 게임에 대한 진정성이 모두 명확한 신뢰 수준을 확보했는 바, 이에 기반한 후속 신작인 도깨비 개발 진척 과정을 투자자들은 견고하게 받아들일 필요가 존재함을 부연 설명한다. 또한 동사의 차세대 자체 엔진 경쟁력도 인정받았기에 이에 따른 언리얼엔진, 유니티 등 주요 상용화 엔진 기반 가치에서 창출되는 밸류에이션의 일부분을 동사가 귀속받는 사안 역시 자연스러운 결과이며 도깨비 이외 플랜 8 등 후속 IP 기반 멀티 게임 성공 가능성을 높여갈 수 있는 사안을 투자자들은 견고하게 받아들일 필요성도 존재한다.

>>> 국내 탑티어 업체로 성공 스토리 시작

글로벌 콘솔 기반 시장 성장 길목에 서서 오랜 기간 동안 장인 정신을 가지고 준비해 온 작업이 공고히 인정받은 바 국내 1등 업체 밸류를 부여받을 수 있는 기제가 이제 시작했다고 판단하며 현 동사 기업가치는 정상가치로 복귀할 초입 구간으로 제시한다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	91.4	94.0	97.3	103.2	85.8	78.4	104.5	101.2	386.0	369.8	799.9
게임부문	89.1	91.9	96.0	88.5	84.4	76.7	102.8	93.5	365.5	357.4	786.8
PC	62.4	66.2	73.9	68.1	62.5	60.6	83.9	75.7	270.6	282.7	470.1
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	3.8	5.0	4.6	24.7	18.6	263.3
모바일	21.4	19.3	15.4	14.2	16.9	12.3	13.8	13.1	70.2	56.1	53.5
기타부문	2.3	2.1	1.3	14.7	1.4	1.7	1.7	7.7	20.5	12.5	13.1
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.6	84.7	92.5	93.0	101.1	369.4	371.2	506.8
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.6	1.1	-14.1	11.5	0.2	16.6	-1.4	293.1
영업이익률(%)	5.7%	-4.5%	12.3%	3.5%	1.3%	-18.0%	11.0%	0.2%	4.3%	-0.4%	36.6%
영업외손익	1.2	19.9	18.0	-107.5	12.5	9.0	14.0	-9.3	-68.4	26.2	56.4
법인세차감전순이익	6.3	15.7	29.9	-103.8	13.6	-5.1	25.5	-9.1	-51.9	24.8	349.5
법인세차감전순이익률(%)	6.9%	16.7%	30.8%	-100.6%	15.8%	-6.6%	24.4%	-9.0%	-13.4%	6.7%	43.7%
법인세비용	0.5	-16.3	8.6	-3.5	4.2	-0.7	6.2	-2.2	-10.7	7.4	86.2
법인세율(%)	8.4%	-104.0%	28.7%	3.4%	30.8%	13.9%	24.2%	24.2%	20.7%	30.0%	24.7%
당기순이익	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	263.3
당기순이익률(%)	6.3%	34.1%	21.9%	-97.1%	11.0%	-5.7%	18.5%	-6.8%	-10.7%	4.7%	32.9%
지배주주지분	5.8	32.0	21.3	-100.3	9.4	-4.4	19.3	-6.9	-41.1	17.4	263.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펠어비스, 키움증권

펠어비스 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	369.8	734.3	840.8	369.8	799.9	827.7	0.0%	8.9%	-1.6%
영업이익	-1.4	241.9	293.1	-1.4	293.1	281.1	0.0%	21.2%	-4.1%
영업이익률	-0.4%	32.9%	34.9%	-0.4%	36.6%	34.0%	0.0%	3.7%	-0.9%
법인세차감전순이익	24.8	298.3	357.8	24.8	349.5	345.8	0.0%	17.2%	-3.4%
당기순이익	17.4	226.1	269.3	17.4	263.3	260.6	0.0%	16.4%	-3.2%
지배주주지분	17.4	226.1	269.3	17.4	263.3	260.6	0.0%	16.4%	-3.2%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E
매출액	104.5	101.2	98.8	387.3	104.5	101.2	98.8	462.3	0.0%	0.0%	0.0%	19.4%
영업이익	11.5	0.2	-3.6	216.8	11.5	0.2	-3.6	274.3	0.0%	0.0%	0.0%	26.5%
영업이익률	11.0%	0.2%	-3.6%	56.0%	11.0%	0.2%	-3.6%	59.3%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%
법인세차감전순이익	25.5	-9.1	13.1	233.3	25.5	-9.1	13.1	290.8	0.0%	0.0%	0.0%	24.6%
당기순이익	19.3	-6.9	9.9	176.8	19.3	-6.9	9.9	219.0	0.0%	0.0%	-0.6%	23.9%
지배주주지분	19.3	-6.9	9.9	176.8	19.3	-6.9	9.9	219.0	0.0%	0.0%	-0.6%	23.9%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	403.8	385.7	369.8	799.9	827.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	403.8	385.7	369.8	799.9	827.7
판매비	360.8	369.3	371.2	506.8	546.5
<b>영업이익</b>	43.0	16.4	-1.4	293.1	281.1
<b>EBITDA</b>	67.3	42.1	25.6	321.1	310.1
영업외손익	34.8	-72.2	26.2	56.4	64.6
이자수익	2.6	6.2	6.5	9.1	12.4
이자비용	4.3	9.3	9.3	9.3	9.3
외환관련이익	21.3	38.1	35.8	37.6	39.5
외환관련손실	7.3	26.2	7.1	7.4	7.8
종속 및 관계기업손익	-2.6	-8.0	1.3	9.9	9.4
기타	25.1	-73.0	-1.0	16.5	20.4
<b>법인세차감전이익</b>	77.7	-55.8	24.8	349.5	345.8
법인세비용	18.4	-12.8	7.4	86.2	85.2
계속사업손익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
<b>당기순이익</b>	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
<b>지배주주순이익</b>	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-17.4	-4.5	-4.1	116.3	3.5
영업이익 증감율	-72.7	-61.9	-108.5	-21,035.7	-4.1
EBITDA 증감율	-62.4	-37.4	-39.2	1,154.3	-3.4
지배주주순이익 증감율	-41.1	-172.4	-140.5	1,413.2	-1.0
EPS 증감율	-41.9	적전	흑전	1,414.9	-1.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.6	4.3	-0.4	36.6	34.0
EBITDA Margin(%)	16.7	10.9	6.9	40.1	37.5
지배주주순이익률(%)	14.7	-11.1	4.7	32.9	31.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	64.4	47.6	24.4	203.1	255.8
당기순이익	59.4	-43.0	17.4	263.3	260.6
비현금항목의 가감	3.4	118.4	10.8	79.5	76.7
유형자산감가상각비	15.2	16.1	17.1	17.9	18.7
무형자산감가상각비	9.2	9.5	9.9	10.1	10.3
지분법평가손익	-2.6	-22.7	-1.3	-9.9	-9.4
기타	-18.4	115.5	-14.9	61.4	57.1
영업활동자산부채증감	25.4	-15.1	5.7	-53.9	0.0
매출채권및기타채권의감소	0.8	4.6	2.1	-57.6	-3.7
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.9	1.0	1.0
기타	24.6	-19.7	2.7	2.7	2.7
기타현금흐름	-23.8	-12.7	-9.5	-85.8	-81.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-237.7	-108.0	-45.9	-46.0	-46.2
유형자산의 취득	-47.4	-93.9	-25.0	-25.0	-25.0
유형자산의 처분	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	11.8	-12.5	-12.5	-12.5
투자자산의감소(증가)	-147.9	-19.0	-1.7	-1.8	-1.8
단기금융자산의감소(증가)	-185.5	71.7	-6.6	-6.8	-6.9
기타	144.2	-79.2	-0.1	0.1	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	211.0	-22.6	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	216.1	-17.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	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	-5.1	-5.2	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	4.0	-1.3	47.1	47.0	47.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	41.7	-84.3	20.6	199.1	251.6
기초현금 및 현금성자산	202.1	243.9	159.6	180.1	379.2
기말현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	379.2	630.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	721.7	556.5	581.8	845.6	1,108.1
현금 및 현금성자산	243.9	159.6	180.1	379.2	630.9
단기금융자산	403.0	331.3	337.9	344.7	351.6
매출채권 및 기타채권	57.8	51.6	49.5	107.1	110.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	17.0	14.0	14.3	14.6	14.8
<b>비유동자산</b>	634.9	666.1	680.6	702.7	723.4
투자자산	168.0	179.1	182.2	193.8	205.0
유형자산	137.4	209.8	217.7	224.8	231.1
무형자산	302.4	231.3	233.9	236.3	238.5
기타비유동자산	27.1	45.9	46.8	47.8	48.8
<b>자산총계</b>	1,356.6	1,222.6	1,262.4	1,548.3	1,831.5
<b>유동부채</b>	274.2	236.2	239.1	242.0	244.9
매입채무 및 기타채무	49.1	46.9	47.8	48.8	49.8
단기금융부채	135.3	93.7	93.7	93.7	93.7
기타유동부채	89.8	95.6	97.6	99.5	101.4
<b>비유동부채</b>	363.4	287.0	288.1	289.1	290.2
장기금융부채	304.2	235.3	235.3	235.3	235.3
기타비유동부채	59.2	51.7	52.8	53.8	54.9
<b>부채총계</b>	637.6	523.3	527.1	531.1	535.1
<b>지배지분</b>	719.0	699.3	735.3	1,017.2	1,296.3
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	211.3	215.8	215.8	215.8	215.8
기타자본	-59.9	-35.2	-35.2	-35.2	-35.2
기타포괄손익누계액	11.5	29.6	48.1	66.7	85.3
이익잉여금	549.5	482.5	499.9	763.2	1,023.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	719.0	699.3	735.3	1,017.2	1,296.3
<b>투자지표</b>					
<b>12월 결산, IFRS 연결</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	897	-662	271	4,098	4,056
BPS	10,857	10,887	11,444	15,832	20,177
CFPS	949	1,160	439	5,336	5,249
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	154.1	-63.4	199.6	13.2	13.3
PER(최고)	161.8	-214.2	221.1		
PER(최저)	54.7	-56.4	146.2		
PBR	12.74	3.85	4.72	3.41	2.68
PBR(최고)	13.37	13.03	5.23		
PBR(최저)	4.52	3.43	3.46		
PSR	22.66	7.06	9.38	4.34	4.19
PCFR	145.7	36.1	123.0	10.1	10.3
EV/EBITDA	132.9	60.2	128.2	9.6	9.1
<b>주요비율(%)</b>					
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	5.3	-3.3	1.4	18.7	15.4
ROE	8.8	-6.1	2.4	30.0	22.5
ROIC	10.3	1.5	-0.3	54.2	47.6
매출채권회전율	7.3	7.0	7.3	10.2	7.6
재고자산회전율					
부채비율	88.7	74.8	71.7	52.2	41.3
순차입금비율	-28.8	-23.1	-25.7	-38.8	-50.4
이자보상배율	10.0	1.8	-0.1	31.6	30.3
총차입금	439.6	329.0	329.0	329.0	329.0
순차입금	-207.3	-161.8	-189.0	-394.9	-653.4
NOPLAT	67.3	42.1	25.6	321.1	310.1
FCF	38.3	-65.5	-5.8	157.4	203.3

Compliance Notice

- 당사는 8월 22일 현재 '펄어비스(263750)' 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

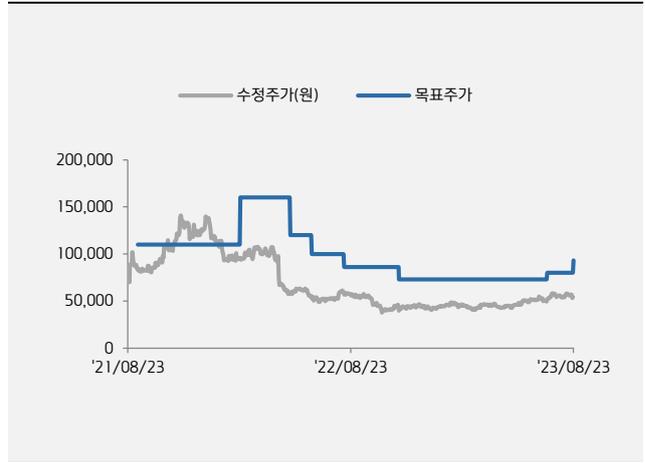
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
펄어비스	2021-09-08	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-2.11	28.18
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	160,000원	6개월	-36.69	-32.75
(263750)	2022-04-18	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-37.12	-32.75
	2022-04-26	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-42.47	-32.75
	2022-05-16	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-49.68	-47.17
	2022-06-20	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-46.53	-38.70
	2022-08-12	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-36.91	-32.09
	2022-10-05	Buy(Maintain)	86,000원	6개월	-42.45	-32.09
	2022-11-10	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-40.96	-38.63
	2022-12-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-39.37	-33.56
	2023-06-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-30.11	-24.66
	2023-07-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.96	-27.25
	2023-08-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.57	-27.25
	2023-08-23	Buy(Maintain)	93,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

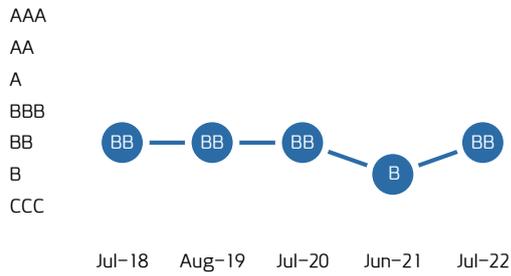
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

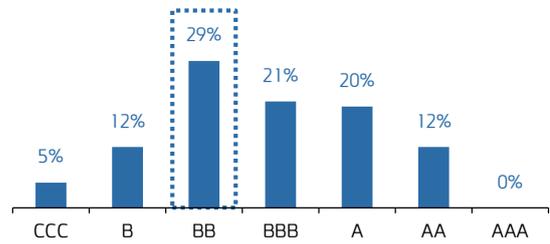
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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	4.4	4.7		
<b>환경</b>	8.0	8.1	5.0%	▲1.3
탄소 배출	8.0	8.2	5.0%	▲1.3
<b>사회</b>	5.7	4.6	51.0%	
인력 자원 개발	3.6	3.4	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	7.9	5.7	25.0%	
<b>지배구조</b>	2.5	4.5	44.0%	
기업 지배구조	2.8	5.3		
기업 활동	5.3	5.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
n.a.	

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	▲
THE WALT DISNEY COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	●●●●	●●●	●●●	●●	●●●●	BBB	▲
ACTIVISION BLIZZARD, INC.	●●●●	●●●	●●	●●●	●	BBB	◀▶
NETFLIX, INC.	●●●●	●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
PearlAbyss Corp.	●●	●●●	●●●●	●	●●	BB	▲

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