



BUY(Maintain)

목표주가: 46,000원
주가(2/14): 32,800원
시가총액: 21,073억원



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

Stock Data

KOSDAQ (2/14)		756.32pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,600원	27,000원
등락률	-31.1%	21.5%
수익률	절대	상대
1M	15.1%	9.3%
6M	-27.7%	-25.7%
1Y	-6.2%	6.5%

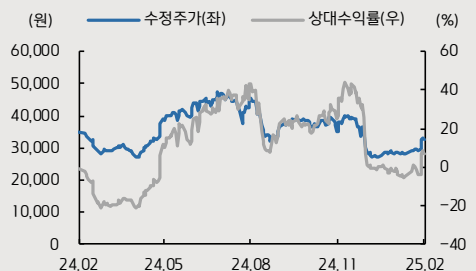
Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	338천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	12,273원
주요 주주	김대일 외 11인 44.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	385.7	333.5	342.4	633.8
영업이익	16.4	-16.4	-12.1	182.8
EBITDA	42.1	9.7	12.2	207.6
세전이익	-55.8	22.1	78.4	219.8
순이익	-43.0	15.2	61.0	169.0
지배주주지분순이익	-43.0	15.2	61.0	169.0
EPS(원)	-662	237	949	2,631
증감률(% YoY)	적전	흑전	300.8	177.3
PER(배)	-63.4	163.7	29.2	12.5
PBR(배)	3.85	3.43	2.26	2.19
EV/EBITDA(배)	60.2	229.1	118.4	7.9
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-3.5	28.8
ROE(%)	-6.1	2.1	8.1	19.3
순차입금비율(%)	-23.1	-37.0	-42.6	-48.8

Price Trend



펄어비스 (263750)

출시 계획이 이행될 필요



동사 목표주가를 4.6만원으로 유지한다. 글로벌 게임 업계 경쟁강도 강화 및 동사 26E 신작 공백 여지에 따른 감익 리스크를 감안해 목표 PER을 기존 20배에서 17.5배로 하향 조정하였다. 기업가치의 향방은 붉은사막 출시계획에 대한 이행과 글로벌 마일스톤 수준에 달려 있다고 총평하며 당사는 붉은사막이 월단위 이상의 출시 타임라인이 확정되어야 관련 불확실성이 제거될 수 있다고 강조한다.

>>> 동사 목표주가 4.6만원 유지

동사 목표주가를 4.6만원으로 유지한다. 목표주가 산정은 25E 지배주주순이익 1,690억원에 목표 PER 17.5배를 적용한 결과이다. 글로벌 게임 업계 경쟁강도 강화 및 동사 26E 신작 공백 여지에 따른 감익 리스크를 감안해 목표 PER을 기존 20배에서 17.5배로 하향 조정하였다.

>>> 4Q24P 실적 관련 주 포인트

동사 4분기 매출액과 영업이익은 각각 957억원과 24억원을 기록하면서 당사 예상치를 상회하였다. 특이한 사안은 검은사막 온라인 매출액이 중국을 제외한 글로벌 지역에서 전분기대비 12.4% 증가하면서 견조한 모습을 시현한 것으로 관측된다는 점이며, 추가로 검은사막 온라인 중국 매출은 해당 분기 60억원을 기록한 것으로 추산된다. 검은사막 온라인 중국 매출은 출시 초기 효과 감안한 하향 안정화를 적용시 올해 150억원의 재무적 실적 기여를 예상된다. 모바일 매출에 있어서는 검은사막 모바일 중국 계약금 인식에 따른 일부 증분이 반영되어 있으며, 동 서비스 종료가 올해 1월 27일까지를 감안할 때 올해 1분기와 2분기를 거치면서 모바일게임 매출은 레벨다운 할 것으로 보인다. 이에 사측이 붉은사막 출시를 계획한 올해 4분기 이전까진 동 게임에 대한 사전적 마케팅 비용이 증가하는 효과까지 더해져 분기 100억원 이상 영업적자 기초가 이어질 것으로 전망한다. 다만 기업가치 향방은 분기 실적보다는 붉은사막 출시계획에 대한 이행과 이에 따른 글로벌 마일스톤 수준에 달려 있다고 총평하며 당사는 붉은사막이 최소 월단위 이상의 출시 타임라인이 확정되어야 관련 불확실성이 제거될 수 있다고 강조한다.

>>> 글로벌 경쟁 강도 강화 이슈

당사는 향후 글로벌 게임 업계가 엔진, 솔루션, AI 등의 변화에 따라 과거 대비 다이내믹한 변화를 가져갈 것으로 전망하고, 해당 변화에 따라서 일본, 서구권 및 중국을 포함한 주요 글로벌 게임사 경쟁이 가속화될 것으로 판단하며, 향후 중국도 팬텀 블레이드 제로 같은 고품질 게임이 체증적으로 출시될 것으로 관측한다. 이에 붉은사막이 현재 계획에서 출시가 지연될수록 경쟁강도 강화에 따라서 글로벌 트렌드를 놓치고 유저 관심도에 기반한 마일스톤도 희석될 수 있음을 짚고 넘어가고자 하며 동 리스크를 제거하기 위해서는 최소 계획한대로 출시가 이행되어야 함을 재차 강조하는 바이다.

펠어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24P	25E	26E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	76.9	76.2	74.5	406.1	342.4	633.8	365.2
게임부문	84.8	81.6	74.5	91.1	76.2	76.1	69.3	401.3	332.0	622.8	353.9
PC	58.5	61.2	56.6	69.2	64.0	64.5	58.2	197.6	245.6	384.3	266.8
콘솔	4.2	3.3	2.2	3.6	2.8	2.6	2.5	194.8	13.4	202.7	53.2
모바일	22.0	17.1	15.6	18.2	9.4	8.9	8.6	8.9	73.0	35.9	33.8
기타부문	0.6	0.2	5.0	4.6	0.7	0.2	5.2	4.9	10.4	10.9	11.3
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.4	90.3	92.2	90.5	178.0	354.5	451.0	379.0
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.4	-13.4	-16.0	-16.0	228.2	-12.1	182.8	-13.8
영업이익률(%)	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.5%	-17.4%	-21.0%	-21.5%	56.2%	-3.5%	28.8%	-3.8%
영업외손익	16.6	15.9	2.6	55.4	9.3	9.3	9.3	9.3	90.5	37.0	44.0
법인세차감전순이익	17.2	10.1	-6.6	57.8	-4.1	-6.7	-6.7	237.4	78.4	219.8	30.2
법인세차감전순이익률(%)	20.1%	12.3%	-8.4%	60.3%	-5.4%	-8.8%	-9.1%	58.5%	22.9%	34.7%	8.3%
법인세비용	4.4	0.9	1.2	10.9	-1.0	-1.6	-1.6	54.8	17.4	50.8	7.0
법인세율(%)	25.6%	9.4%	-17.5%	18.9%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	22.2%	23.1%	23.1%
당기순이익	12.8	9.1	-7.8	46.8	-3.2	-5.2	-5.2	182.6	61.0	169.0	23.2
당기순이익률(%)	15.0%	11.2%	-9.8%	48.9%	-4.1%	-6.8%	-7.0%	44.9%	17.8%	26.7%	6.4%
지배주주지분	12.8	9.1	-7.8	46.8	-3.2	-5.2	-5.2	182.6	61.0	169.0	23.2
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)		
	24P	25E	26E	24P	25E	26E	24P	25E	26E
매출액	330.5	618.9	353.5	342.4	633.8	365.2	3.6%	2.4%	3.3%
영업이익	-24.6	159.6	-36.1	-12.1	182.8	-13.8	적축	14.6%	적축
영업이익률	-7.4%	25.8%	-10.2%	-3.5%	28.8%	-3.8%	3.9%	3.1%	6.4%
법인세차감전순이익	16.8	191.6	2.9	78.4	219.8	30.2	367.1%	14.7%	941.5%
당기순이익	11.2	147.3	2.2	61.0	169.0	23.2	446.0%	14.7%	941.5%
지배주주지분	11.2	147.3	2.2	61.0	169.0	23.2	446.0%	14.7%	941.5%

자료: 키움증권

펠어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E
매출액	83.8	71.4	72.8	72.7	95.7	76.9	76.2	74.5	14.2%	7.7%	4.8%	2.4%
영업이익	-10.1	-19.7	-20.7	-20.6	2.4	-13.4	-16.0	-16.0	흑전	적축	적축	적축
영업이익률	-12.0%	-27.6%	-28.4%	-28.3%	2.5%	-17.4%	-21.0%	-21.5%	14.5%	10.2%	7.4%	6.8%
법인세차감전순이익	-3.8	-11.7	-12.7	-12.6	57.8	-4.1	-6.7	-6.7	흑전	적축	적축	적축
당기순이익	-3.0	-9.0	-9.8	-9.7	46.8	-3.2	-5.2	-5.2	흑전	적축	적축	적축
지배주주지분	-3.0	-9.0	-9.8	-9.7	46.8	-3.2	-5.2	-5.2	흑전	적축	적축	적축

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	342.4	633.8	365.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	342.4	633.8	365.2
판매비	369.3	349.8	354.5	451.0	379.0
영업이익	16.4	-16.4	-12.1	182.8	-13.8
EBITDA	42.1	9.7	12.2	207.6	11.5
영업외손익	-72.2	38.5	90.5	37.0	44.0
이자수익	6.2	15.0	17.0	20.9	23.0
이자비용	9.3	12.7	12.7	12.7	12.7
외환관련이익	38.1	22.0	17.5	18.3	19.2
외환관련손실	26.2	19.1	10.7	11.2	11.7
종속 및 관계기업손익	-8.0	-6.4	-4.3	-4.0	-3.0
기타	-73.0	39.7	83.7	25.7	29.2
법인세차감전이익	-55.8	22.1	78.4	219.8	30.2
법인세비용	-12.8	6.9	17.4	50.8	7.0
계속사업손익	-43.0	15.2	61.0	169.0	23.2
당기순이익	-43.0	15.2	61.0	169.0	23.2
지배주주순이익	-43.0	15.2	61.0	169.0	23.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.5	-13.5	2.7	85.1	-42.4
영업이익 증감율	-61.8	-200.0	-26.2	-1,610.7	-107.5
EBITDA 증감율	-37.5	-77.0	25.8	1,601.6	-94.5
지배주주순이익 증감율	-172.4	-135.3	301.3	177.0	-86.3
EPS 증감율	적전	흑전	300.8	177.3	-86.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-3.5	28.8	-3.8
EBITDA Margin(%)	10.9	2.9	3.6	32.8	3.1
지배주주순이익률(%)	-11.1	4.6	17.8	26.7	6.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.6	32.4	58.7	123.6	63.8
당기순이익	-43.0	15.2	61.0	169.0	23.2
비현금항목의 가감	118.4	18.1	6.8	36.5	-10.0
유형자산감가상각비	16.1	16.9	16.1	16.5	16.8
무형자산감가상각비	9.5	9.1	8.2	8.4	8.5
지분법평가손익	-22.7	-6.5	4.3	4.0	3.0
기타	115.5	-1.4	-21.8	7.6	-38.3
영업활동자산부채증감	-15.1	8.3	3.9	-39.6	46.9
매출채권및기타채권의감소	4.6	1.5	-1.4	-44.9	41.4
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	1.1	1.2	1.2
기타	-19.7	6.8	4.2	4.1	4.3
기타현금흐름	-12.7	-9.2	-13.0	-42.3	3.7
투자활동 현금흐름	-108.0	134.3	17.2	17.1	16.9
유형자산의 취득	-93.9	-9.1	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	11.8	35.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	4.9	2.8	2.8	2.7
단기금융자산의감소(증가)	71.7	51.3	-5.6	-5.7	-5.8
기타	-79.2	51.3	50.0	50.0	50.0
재무활동 현금흐름	-22.6	-89.6	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	-17.4	-85.3	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	-5.2	-4.3	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	-1.3	-1.0	-8.6	-8.6	-8.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-84.3	76.1	62.4	127.1	67.1
기초현금 및 현금성자산	243.9	159.6	235.7	298.1	425.2
기말현금 및 현금성자산	159.6	235.7	298.1	425.2	492.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	556.5	582.8	652.5	830.5	862.4
현금 및 현금성자산	159.6	235.7	298.1	425.2	492.3
단기금융자산	331.3	280.0	285.6	291.3	297.1
매출채권 및 기타채권	51.6	51.4	52.8	97.8	56.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.0	15.7	16.0	16.2	16.7
비유동자산	666.1	630.1	629.5	628.7	628.5
투자자산	179.1	167.8	160.7	153.9	148.2
유형자산	209.8	194.4	198.4	201.9	205.0
무형자산	231.3	227.0	228.8	230.4	231.9
기타비유동자산	45.9	40.9	41.6	42.5	43.4
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,282.0	1,459.2	1,490.8
유동부채	236.2	315.9	319.7	323.6	327.6
매입채무 및 기타채무	46.9	45.4	46.6	47.7	48.9
단기금융부채	93.7	162.9	162.9	162.9	162.9
기타유동부채	95.6	107.6	110.2	113.0	115.8
비유동부채	287.0	172.0	173.8	175.5	177.4
장기금융부채	235.3	84.8	84.8	84.8	84.8
기타비유동부채	51.7	87.2	89.0	90.7	92.6
부채총계	523.3	487.9	493.5	499.2	505.0
지배지분	699.3	725.0	788.5	960.1	985.8
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타지분	-35.2	-31.7	-31.7	-31.7	-31.7
기타포괄손익누계액	29.6	32.1	34.7	37.2	39.8
이익잉여금	482.5	498.2	559.2	728.2	751.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	788.5	960.1	985.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-662	237	949	2,631	361
BPS	10,887	11,284	12,273	14,943	15,344
CFPS	1,160	519	1,054	3,199	206
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-63.4	163.7	29.2	12.5	90.7
PER(최고)	-214.2	252.6	50.2		
PER(최저)	-56.4	159.5	28.0		
PBR	3.85	3.43	2.26	2.19	2.14
PBR(최고)	13.03	5.30	3.88		
PBR(최저)	3.43	3.35	2.17		
PSR	7.06	7.47	5.20	3.33	5.77
PCFR	36.1	74.7	26.3	10.3	159.0
EV/EBITDA	60.2	229.1	118.4	7.9	135.8
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	-3.3	1.2	4.9	12.3	1.6
ROE	-6.1	2.1	8.1	19.3	2.4
ROIC	1.5	-4.3	-2.8	38.3	-2.9
매출채권회전율	7.0	6.5	6.6	8.4	4.7
재고자산회전율					
부채비율	74.8	67.3	62.6	52.0	51.2
순차입금비율	-23.1	-37.0	-42.6	-48.8	-55.0
이자보상배율	1.8	-1.3	-1.0	14.4	-1.1
총차입금	329.0	247.7	247.7	247.7	247.7
순차입금	-161.8	-267.9	-336.0	-468.8	-541.7
NOPLAT	42.1	9.7	12.2	207.6	11.5
FCF	-65.5	45.8	-11.4	95.7	31.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 14일 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 (263750)	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	-51.23	-50.22
	2023-08-28	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-48.94	-46.02
	2023-10-18	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-49.55	-44.19
	2023-11-24	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-46.87	-45.87
	2023-11-29	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-51.42	-45.87
	2024-02-22	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-40.54	-26.86
	2024-05-13	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-37.74	-19.61
	2024-05-27	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-35.87	-17.84
	2024-06-07	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.22	-16.49
	2024-08-26	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-26.38	-16.49
	2024-09-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-27.81	-16.49
	2024-10-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.10	-16.49
	2024-11-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.34	-16.49
	2024-11-20	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.40	-16.49
	2024-11-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.54	-16.49
	2024-12-16	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-37.50	-28.37
	2025-02-17	Buy(Maintain)	46,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

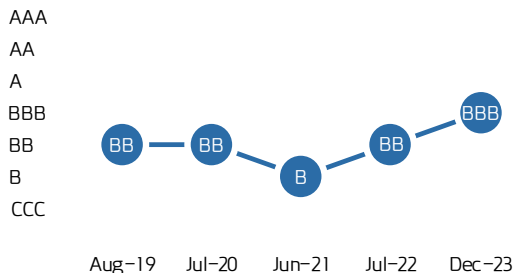
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/01/01~2024/12/31)

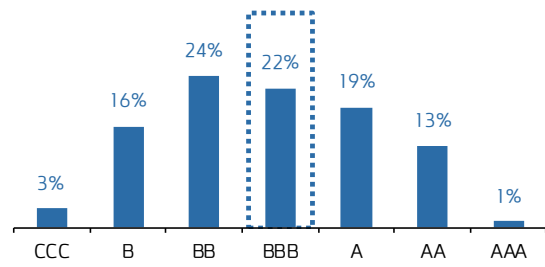
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

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 67개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	5.0	4.8		
환경	8.0	7.6	5.0%	▲1.3
탄소 배출	8.0	8	5.0%	▲1.3
사회	6.5	4.5	51.0%	▲0.8
인력 자원 개발	5.1	3	26.0%	▲1.5
개인정보 보호와 데이터 보안	7.9	5.7	25.0%	
지배구조	2.9	4.8	44.0%	▲0.4
기업 지배구조	3.0	5.4		▲0.2
기업 활동	6.0	5.7		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2023년 10월	문화체육관광부 국정감사 결과 공용 PC를 사용하여 초과 근무 추적 시스템을 우회한 것으로 드러났으며, 보류 중인 공용 PC 제거 요청

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
PearlAbyss Corp.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ●	BBB	▲
Kakao Games Corp.	●	● ●	● ●	● ● ● ●	●	BB	◀▶
Webzen Inc.	●	● ●	● ● ●	● ● ●	●	BB	◀▶
Wemade Co., Ltd.	●	● ●	● ● ●	●	● ●	B	▲
DoubleUGames Co., Ltd.	●	● ●	●	● ● ●	●	B	◀▶
NEOWIZ	●	●	● ●	●	●	CCC	◀▶

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