



Marketperform(Maintain)

목표주가: 6,800원(하향)

주가(02/14): 6,320원

시가총액: 33,736억 원

자동차/부품 Analyst 신윤철
yoonchul.shin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(02/14)		2,620.42pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,730원	5,970원
등락률	-35.0%	5.9%
수익률	절대	상대
1M	-6.9%	-10.3%
6M	-34.1%	-35.3%
1Y	-29.5%	-33.7%

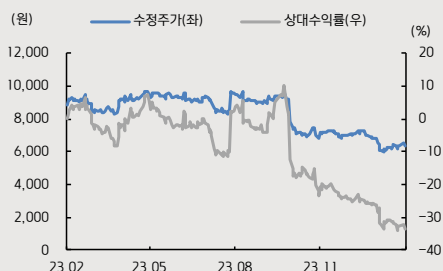
Company Data

발행주식수	533,800 천주
일평균 거래량(3M)	661천주
외국인 지분율	16.0%
배당수익률(2024E)	0.8%
BPS(2024E)	4,743원
주요 주주	한엔코오토홀딩스 50.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023P	2024F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,559.3	9,906.4
영업이익	325.8	256.6	277.3	376.6
EBITDA	834.3	814.5	858.8	965.1
세전이익	354.6	97.2	144.6	145.1
순이익	310.7	26.7	58.9	101.6
지배주주지분순이익	308.5	20.4	51.0	91.4
EPS(원)	578	38	96	171
증감률(% YoY)	179.5	-93.4	149.5	79.3
PER(배)	23.3	211.3	76.3	38.1
PBR(배)	3.06	1.93	1.64	1.37
EV/EBITDA(배)	11.5	8.9	8.7	7.0
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.8
ROE(%)	13.8	0.9	2.2	3.7
순차입금비용(%)	93.0	119.3	138.1	114.9

Price Trend



한온시스템 (018880)

분기배당에서 기말배당으로 전환 예고



한온시스템은 4Q23 실적발표를 통해 2024년부터 기말배당 1회 체제로 전환할 것임을 밝혔다. 반면 최근 국내외 경쟁사들의 행보와는 달리 배당성향을 제시하지 않고 있어 향후 주주환원정책에 대한 정리가 필요할 것으로 판단한다. 2024년 상반기까지 유럽권역 감원이 완료될 계획이며, 하반기부터는 Mercedes Benz MMA 플랫폼향 전동컴프레서 공급이 시작될 예정이다. 이자비용 부담의 단기 개선은 어려울 것으로 판단한다.

>>> 4Q23 Review: 비용의 연속

4Q23 실적은 매출액 2,460억 원(+5.0% YoY, +5.8% QoQ), 영업이익 533억 원(-48.9% YoY, +162.7% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2,430억 원, 영업이익 585억 원) 및 당사 추정치(매출액 2,400억 원, 502억 원)에 부합했다. UAW 파업에 따른 비용 140억 원 및 유럽권역 감원 비용 등이 영업손익에 반영됐으며 영업외손익에는 순이자비용, 외환손실, 유무형자산손상평가 등이 반영되며 당기순손실 폭이 확대됐다.

2023년 연간 기준 고객사별 매출비중은 현대차그룹 47%, Ford 12%, Volkswagen 10%, GM 7%를 기록했다. 또한 3Q23에 하향조정 됐던 주당 분기배당액 68원이 4Q23에도 유지되면서 현금보유량 확대 및 재무건전성 개선을 위한 배당축소 기초가 재차 확인되었다.

>>> 2024년 가이드스 업데이트: 매출액 상향, 영업이익 하향

2024년 연간 실적 가이드스는 매출액: 9.8조 원 → 10.0조 원, 영업이익: 4,100억 원 → 4,000억 원으로 업데이트됐다. 환율 가정의 변경 및 CapEx 조기 집행에 따른 감가상각비 확대 등이 반영된 결과다. 특히 현대차그룹의 HMGMA 조기 준공이 추진되면서 동사 역시 기존 계획 대비 선제적 투자 집행이 예상되지만 과거 ICE 사업에 투입되었던 자산매각 수익을 제한 2024년 Net CapEx는 3,500억 원 수준에서 관리될 것으로 기대한다. 이에 따라 최초로 연간 EBITDA 1조 원대 달성에 도전하게 될 것이며, 매출액 대비 감가비용은 2023년과 유사한 6% 중반대를 목표치로 제시했다.

>>> 투자의견 Marketperform 유지, 목표주가 6,800원으로 하향

2024년에는 cash & profitability에 집중하는 재무전략을 펼칠 것으로 공식화했기에 2023년 대비 연간 DPS가 크게 축소될 가능성이 높아졌다. 또한 2023년을 끝으로 분기배당을 종료할 것임을 밝혔다. 동사의 주가 하방경직성 확보에 기여해왔던 기존 배당정책에 대한 변화는 양날의 검일 수 있다는 의견을 당사는 제시한 바 있으며, 2015년 대주주 변경 이후 줄곧 견고한 밸류에이션 최하단 역할을 했던 12M Fwd P/B 2.3x 수준을 COVID-19 이후 회복하지 못하고 있다. 다만 동사의 P/B는 여전히 1.0x를 상회하고 있으며 주주환원정책은 오히려 축소되는 흐름이기에 최근 금융당국에서 추진하고 있는 밸류업 정책에는 부합이 어려울 전망이다.

한온시스템 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	23,404	24,291	23,274	24,625	23,931	24,857	24,610	25,666	86,277	95,593	99,064
YoY(%)	18.2	15.3	6.0	5.0	2.3	2.3	5.7	4.2	17.4	10.8	3.6
QoQ(%)	-0.2	3.8	-4.2	5.8	-2.8	3.9	-1.0	4.3			
매출원가	21,261	21,454	21,382	22,409	21,562	22,098	22,248	22,740	77,806	86,506	88,647
%	90.8	88.3	91.9	91.0	90.1	88.9	90.4	88.6	90.2	90.5	89.5
판매비 및 관리비	1,540	1,402	1,689	1,683	1,609	1,676	1,584	1,782	5,905	6,314	6,651
%	6.6	5.8	7.3	6.8	6.7	6.7	6.5	6.9	6.8	6.6	6.7
영업이익	602	1,435	203	533	761	1,083	779	1,144	2,566	2,773	3,766
%	2.6	5.9	0.9	2.2	3.2	4.4	3.2	4.5	3.0	2.9	3.8
YoY(%)	97.7	138.8	-67.2	-47.6	97.7	138.8	-67.2	-47.6	-21.2	8.6	8.6
QoQ(%)	-42.3	138.2	-85.9	169.4	-42.3	138.2	-85.9	169.4			
세전이익	666	1,352	-269	-304	80	376	325	671	972	1,446	1,451
%	2.8	5.6	-1.2	-1.2	0.3	1.5	1.3	2.6	1.1	1.5	1.5
지배주주순이익	439	1,072	-454	-548	50	237	204	422	204	510	914
%	1.9	4.4	-1.9	-2.2	0.2	1.0	0.8	1.6	0.2	0.5	0.9

자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템의 3대 수익성 제고안 진행 현황

Commitments¹



Operational Efficiency Improvement

~100 B KRW



Supply Chain Optimization

~80 B KRW



Additional Recovery and Repricing

~75 B KRW

Key Progress

- Developed 2024 business plans with actions to achieve 100B improvement
- Optimized ~500 direct and indirect heads out of year-end target of 1,000
- Secured freight contracts to achieve 2.6% freight costs to sales ratio in 2024
- The Red Sea issue may pose some risks yet the expected impact is limited by the current freight contracts and negotiation with customers on force majeure
- Achieved ~80% cost recovery in 2023
- Continuously engaging customers on the cost recovery and repricing

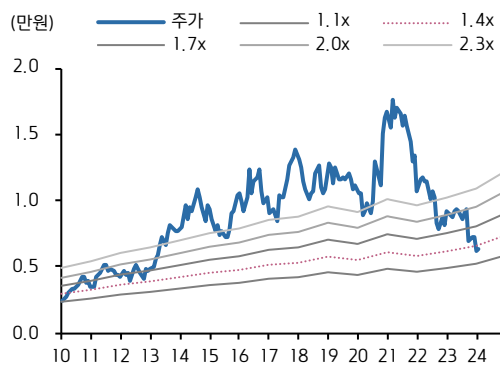
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

한온시스템 Valuation Table

항목	추정치	비고
BPS(원)	4,792	12M Fwd BPS 당사 추정치
수정평균발행주식수(천주)	533,800	
Target Multiple(배)	1.4	2010년 이후 한온시스템 역사적 12M Fwd P/B 밴드 하단
적정주가(원)	6,709	
목표주가(원)	6,800	
전일종가(원)	6,320	
Upside	7.6%	

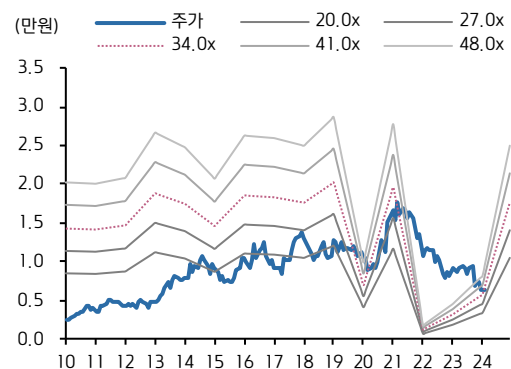
자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/B Band Chart



자료: 키움증권 리서치

한온시스템 12M Fwd P/E Band Chart



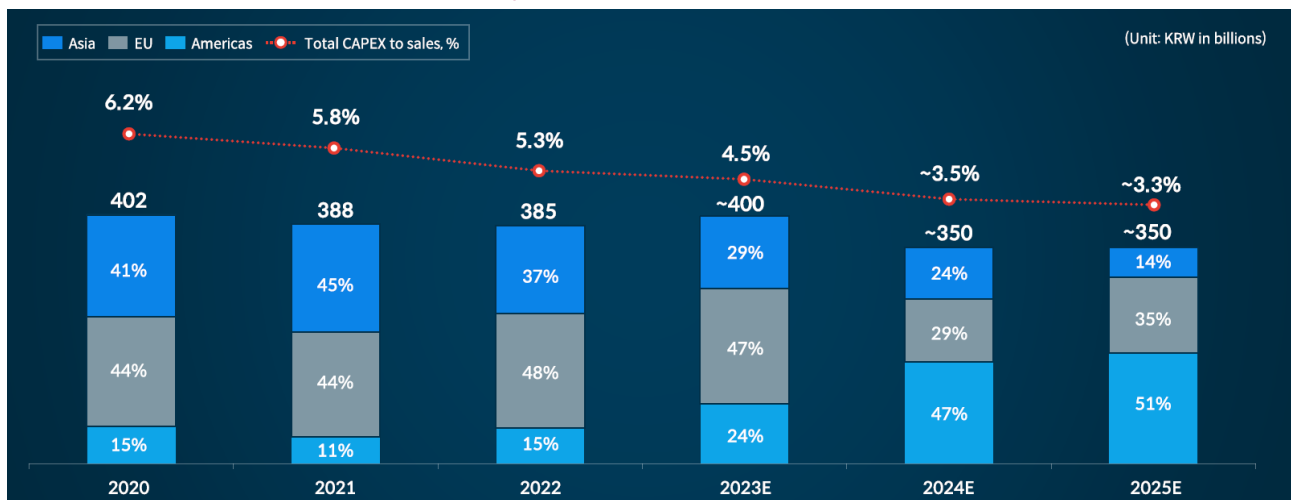
자료: 키움증권 리서치

3Q23 실적발표에서 제시됐던 2023~2030년 중장기 주요 재무목표

Key Points	Key Metrics	2023E	2024E	2025E	2030E
Continue industry-leading growth and lead xEV thermal management market	Revenue (T KRW)	~9.5 T KRW	~9.8 T KRW	~11 T KRW	~16 T KRW
	xEV Revenue %	~27%	~30%	~35%	70-80%
Clear priority on executing electrification plan and achieving financial targets	EBITDA Margin	~9.2%	~10.7%	~11.5%	~15%
	OI Margin	~2.9%	~4.2%	~5.5%	~9%
Focus on maximizing efficiency of capital deployment	Tangible CAPEX (% of Sales)	~4.2%	~3.6%	~3.2%	3.0-3.5%
	Intangible CAPEX (% of Sales)	~3.2%	~3.1%	~2.7%	~2.5%
Committed to generating FCF to deliver improved returns to the shareholders	Free Cashflow	Negative	Neutral	Positive	Accelerating

자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

3Q23 실적발표에서 제시됐던 한온시스템 CapEx 규모 및 지역별 Breakdown 중기 가이드스



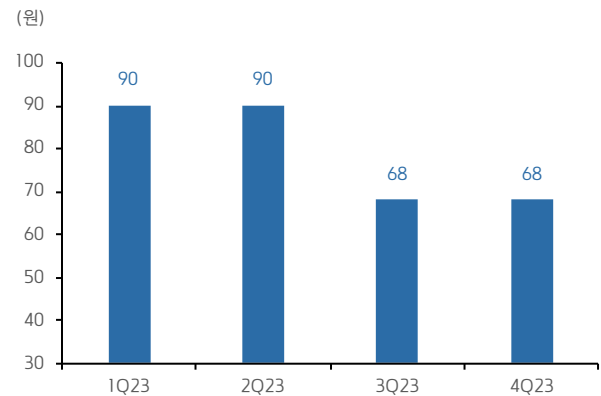
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

4Q23 실적발표에서 제시된 2024, 2025년 사업계획

(KRW in billions)	2024	2025
Revenue	~10,000	~11,000
EBITDA	~1,050	~1,260
Operating Income	~400	~600

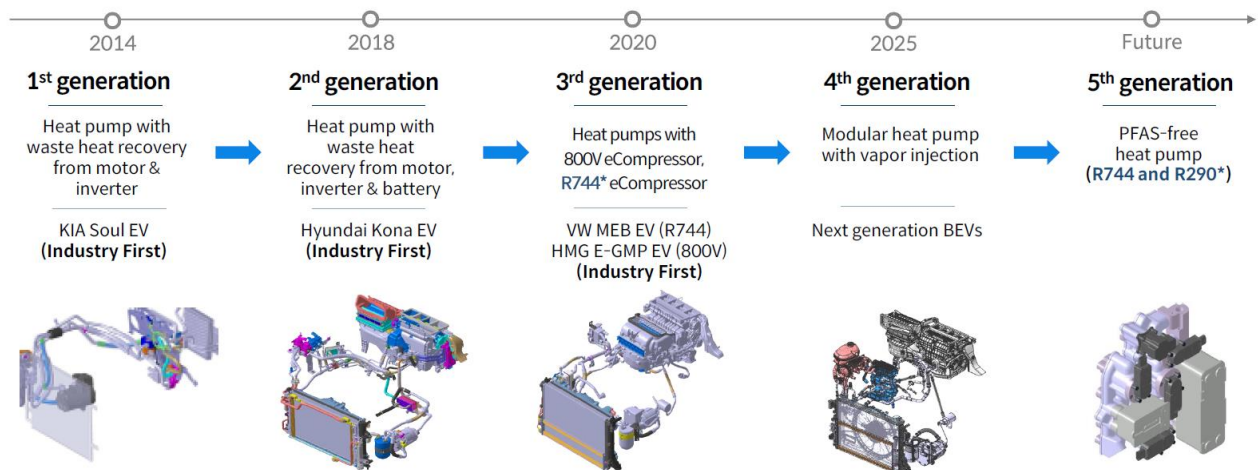
자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

2023년 분기 DPS 추이



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

2025년 출시 목표로 개발 중인 한온시스템의 4세대 히트펌프



자료: 한온시스템, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	7,351.4	8,627.7	9,559.3	9,906.4	10,752.3
매출원가	6,502.4	7,780.6	8,650.6	8,864.7	9,402.3
매출총이익	849.0	847.1	908.7	1,041.7	1,350.0
판매비	523.2	590.5	631.4	665.1	759.7
영업이익	325.8	256.6	277.3	376.6	590.3
EBITDA	834.3	814.5	858.8	965.1	1,135.4
영업외손익	28.9	-159.4	-132.7	-231.5	-122.5
이자수익	6.5	12.9	18.7	26.0	28.7
이자비용	85.6	105.6	128.5	136.1	120.5
외환관련이익	250.5	352.4	301.5	326.9	314.2
외환관련손실	218.2	318.3	268.3	293.3	280.8
종속 및 관계기업손익	5.4	8.9	9.1	9.1	9.1
기타	70.3	-109.7	-65.2	-164.1	-73.2
법인세차감전이익	354.6	97.2	144.6	145.1	467.8
법인세비용	43.9	70.4	85.7	43.5	140.3
계속사업손손익	310.7	26.7	58.9	101.6	327.4
당기순이익	310.7	26.7	58.9	101.6	327.4
지배주주순이익	308.5	20.4	51.0	91.4	294.7
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	7.0	17.4	10.8	3.6	8.5
영업이익 증감률	3.2	-21.2	8.1	35.8	56.7
EBITDA 증감률	6.4	-2.4	5.4	12.4	17.6
지배주주순이익 증감률	179.5	-93.4	150.0	79.2	222.4
EPS 증감률	179.5	-93.4	149.5	79.3	222.4
매출총이익율(%)	11.5	9.8	9.5	10.5	12.6
영업이익률(%)	4.4	3.0	2.9	3.8	5.5
EBITDA Margin(%)	11.3	9.4	9.0	9.7	10.6
지배주주순이익률(%)	4.2	0.2	0.5	0.9	2.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	3,551.7	4,194.8	3,810.0	4,134.3	4,836.6
현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	779.4	998.3	1,461.4
단기금융자산	16.1	24.7	32.0	41.7	54.2
매출채권 및 기타채권	1,001.6	1,262.4	1,367.0	1,416.6	1,537.6
재고자산	810.1	971.9	1,137.6	1,178.9	1,279.5
기타유동자산	320.1	506.7	494.0	498.8	503.9
비유동자산	4,682.0	4,904.0	5,437.9	5,229.8	5,042.9
투자자산	142.7	87.4	96.5	105.6	114.6
유형자산	2,336.3	2,371.4	2,715.7	2,672.4	2,635.4
무형자산	1,790.2	1,923.1	2,126.4	1,941.2	1,787.8
기타비유동자산	412.8	522.1	499.3	510.6	505.1
자산총계	8,233.7	9,098.8	9,247.9	9,364.2	9,879.5
유동부채	2,813.5	4,021.1	4,015.0	3,960.4	4,132.3
매입채무 및 기타채무	1,500.5	1,850.5	1,887.9	1,991.3	2,163.2
단기금융부채	1,167.3	1,974.7	1,965.1	1,807.1	1,807.1
기타유동부채	145.7	195.9	162.0	162.0	162.0
비유동부채	2,943.6	2,707.8	2,719.8	2,719.8	2,719.8
장기금융부채	2,555.5	2,305.4	2,317.4	2,317.4	2,317.4
기타비유동부채	388.1	402.4	402.4	402.4	402.4
부채총계	5,757.1	6,728.9	6,734.8	6,680.2	6,852.1
지배지분	2,343.2	2,236.0	2,371.4	2,532.1	2,842.7
자본금	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
자본잉여금	-11.0	-9.8	-9.8	-9.8	-9.8
기타자본	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
기타포괄손익누계액	-66.4	-50.0	203.0	299.0	395.0
이익잉여금	2,368.4	2,243.5	2,125.8	2,190.6	2,405.2
비지배지분	133.4	133.9	141.8	151.9	184.7
자본총계	2,476.7	2,369.9	2,513.1	2,684.0	3,027.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	636.3	378.3	523.1	833.7	890.3
당기순이익	310.7	26.7	58.9	101.6	327.4
비현금항목의 가감	654.7	872.3	899.1	865.8	900.2
유형자산감가상각비	374.7	398.4	399.8	403.3	391.8
무형자산감가상각비	133.9	159.5	181.7	185.2	153.4
지분법평가손익	-5.4	-8.9	-9.1	-9.1	-9.1
기타	151.5	323.3	326.7	286.4	364.1
영업활동자산부채증감	-189.5	-373.1	-242.3	17.1	-108.0
매출채권및기타채권의감소	243.9	-218.4	-104.6	-49.6	-121.0
재고자산의감소	-162.9	-167.8	-165.6	-41.3	-100.7
매입채무및기타채무의증가	-135.0	239.2	37.4	103.4	171.9
기타	-135.5	-226.1	-9.5	4.6	-58.2
기타현금흐름	-139.6	-147.6	-192.6	-150.8	-229.3
투자활동 현금흐름	-557.3	-643.3	-1,203.8	-437.0	-434.7
유형자산의 취득	-387.7	-385.1	-744.0	-360.0	-354.8
유형자산의 처분	4.2	10.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-215.9	-256.6	-385.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-29.5	64.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.2	-8.6	-7.4	-9.6	-12.5
기타	67.4	-67.3	-67.4	-67.4	-67.4
재무활동 현금흐름	-24.2	262.0	-256.6	-393.4	-93.5
차입금의 증가(감소)	234.8	523.0	2.3	-158.0	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	-209.8	-194.2	-192.1	-168.6	-26.7
기타	-49.2	-66.8	-66.8	-66.8	-66.8
기타현금흐름	23.6	28.4	287.6	215.6	101.0
현금 및 현금성자산의 순증가	78.4	25.4	-649.7	218.8	463.2
기초현금 및 현금성자산	1,325.4	1,403.8	1,429.1	779.4	998.3
기말현금 및 현금성자산	1,403.8	1,429.1	779.4	998.3	1,461.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	578	38	96	171	552
BPS	4,390	4,189	4,442	4,743	5,325
CFPS	1,809	1,684	1,795	1,812	2,300
DPS	360	360	316	50	150
주가배수(배)					
PER	23.3	211.3	76.3	38.1	11.8
PER(최고)	35.0	365.7	106.5		
PER(최저)	22.2	185.4	70.3		
PBR	3.06	1.93	1.64	1.37	1.22
PBR(최고)	4.60	3.34	2.29		
PBR(최저)	2.93	1.69	1.51		
PSR	0.98	0.50	0.41	0.35	0.32
PCFR	7.4	4.8	4.1	3.6	2.8
EV/EBITDA	11.5	8.9	8.7	7.0	5.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	61.8	718.4	286.4	26.3	24.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.7	4.4	4.3	0.8	2.3
ROA	3.9	0.3	0.6	1.1	3.4
ROE	13.8	0.9	2.2	3.7	11.0
ROIC	5.9	2.1	2.4	4.2	7.2
매출채권회전율	6.8	7.6	7.3	7.1	7.3
재고자산회전율	10.2	9.7	9.1	8.6	8.7
부채비율	232.5	283.9	268.0	248.9	226.3
순차입금비율	93.0	119.3	138.1	114.9	86.2
이자보상배율	3.8	2.4	2.2	2.8	4.9
총차입금	3,722.8	4,280.1	4,282.5	4,124.5	4,124.5
순차입금	2,302.9	2,826.3	3,471.0	3,084.5	2,608.9
NOPLAT	834.3	814.5	858.8	965.1	1,135.4
FCF	-2.2	-337.9	-654.2	497.9	501.2

Compliance Notice

- 당사는 02월 14일 현재 '한은시스템(018880)' 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

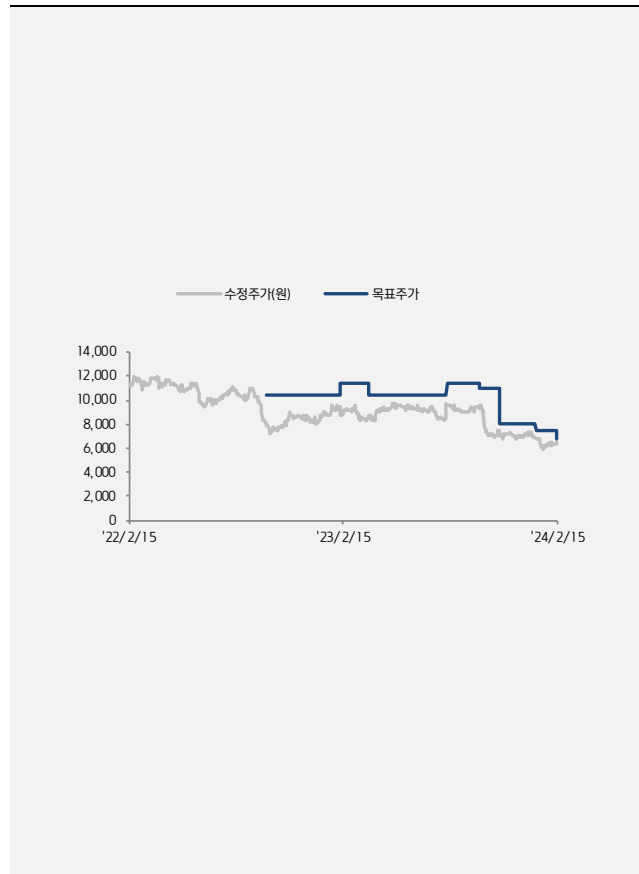
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한은시스템 (018880)	2022-10-05	Buy(Initiate)	10,500원	6개월	-26.42	-22.00
	2022-11-10	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-21.69	-14.29
	2023-01-11	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-19.70	-8.57
	2023-02-10	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-22.77	-17.04
	2023-03-31	Buy(Maintain)	10,500원	6개월	-12.64	-7.33
	2023-05-24	Marketperform (Downgrade)	10,500원	6개월	-12.88	-7.33
	2023-08-11	Outperform (Upgrade)	11,500원	6개월	-19.46	-16.09
	2023-10-06	Outperform (Maintain)	11,000원	6개월	-30.08	-12.27
	2023-11-10	Marketperform (Downgrade)	8,000원	6개월	-11.24	-8.63
	2024-01-10	Marketperform (Maintain)	7,500원	6개월	-14.93	-8.67
	2024-02-15	Marketperform (Maintain)	6,800원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

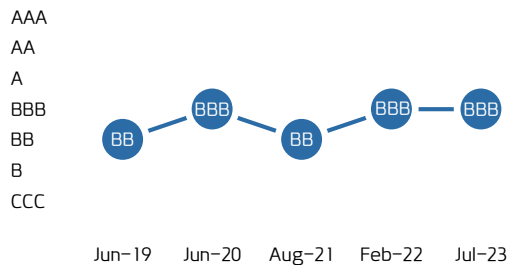
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/01/01~2023/12/31)

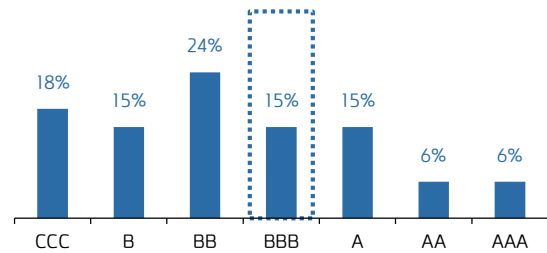
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI Index 내 Auto 업체 32개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중 평균	4.6	4.2		
환경	4.4	4.5	18.0%	▲0.4
친환경 기술	4.4	4.1	18.0%	▲0.4
사회	2.7	3.7	41.0%	▼1.3
제품의 안전성 및 품질	3.3	3.9	23.0%	▼2.1
노무 관리	1.9	3.5	18.0%	▼0.3
지배구조	6.6	4.6	41.0%	▲1.1
기업 지배구조	7.7	5.7		▲0.7
기업 활동	5.9	4.8		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	ESG 최근 이슈 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 주요 경쟁사	친환경 기술	노무 관리	제품의 안전성 및 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
HL Mando Corp.	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	●	● ●	A	
Hanon Systems	● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	● ● ●	BBB	
HYUNDAI WIA CORPORATION	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	BB	
SL CORPORATION	● ● ●	●	● ● ●	● ●	● ●	BB	▲▲
DN AUTOMOTIVE CORPORATION	● ●	●	●	●	●	CCC	
MYOUNG SHIN INDUSTRIAL CO.,LTD	● ●	●	● ● ● ●	●	●	CCC	

4분위 등급: 최저 ● 최고 ● ● ● ●

등급 추이: 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치