



Outperform (Maintain)

목표주가: 22,000원
주가(5/12): 19,700원
시가총액: 126,467억원



철강금융/유틸리티 Analyst 이종형
leejh@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/12)		2,475.42pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,800원	16,650원
등락률	-17.2%	18.3%
수익률	절대	상대
1M	5.6%	8.8%
6M	3.7%	4.0%
1Y	-11.5%	-8.8%

Company Data

발행주식수	641,964	전주
일평균 거래량(3M)	1,417	전주
외국인 지분율	14.5%	
배당수익률(2023E)	0.0%	
BPS(2023E)	51,014원	
주요 주주	한국산업은행 외 2인	51.1%

투자지표

(십억원, IFRS **)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	60,674	71,258	90,464	97,333
영업이익	-5,846	-32,655	-9,173	3,892
EBITDA	6,096	-20,194	3,916	17,154
세전이익	-7,072	-33,844	-12,336	707
순이익	-5,216	-24,429	-9,005	516
지배주주지분순이익	-5,305	-24,467	-9,043	478
EPS(원)	-8,263	-38,112	-14,086	745
증감률(%YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-2.7	-0.6	-1.4	26.4
PBR(배)	0.22	0.35	0.39	0.37
EV/EBITDA(배)	15.8	-6.6	36.2	8.3
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-10.1	4.0
ROE(%)	-8.0	-46.9	-24.7	1.4
순부채비율(%)	123.2	279.7	373.6	356.9

Price Trend



한국전력 (015760)

드디어 수익성 개선 시작



1분기 영업적자는 -6.2조원으로 분기 최대 적자였던 4분기 -10.8조원과 전년동기 -7.8조원대비 적자폭이 축소되며 드디어 수익성 개선이 시작되었습니다. SMP(전력 구입가격)와 연료비 투입단가가 작년 4분기를 정점으로 하락반전하면서 수익성은 앞으로 점차 개선될 예정입니다. 5/15 전기요금이 7월 인상된다면 하반기 전체 영업이익은 흑자전환이 기대되지만 하반기에도 추가 요금인상이 여전히 필요합니다.

>>> 1분기는 적자폭 축소되며 수익성 개선 시작

1분기 영업적자는 -6.2조원으로 분기 최대 적자였던 작년 4분기 -10.8조원과 전년동기 -7.8조원대비 적자폭이 축소되며 수익성 개선이 시작되었음을 확인시켜 주었다. 다만 키움증권 추정치 -3.1조원과 컨센서스 -5.3조원 대비 개선폭은 다소 부족했는데, ①원자력과 석탄발전 이용률이 각각 80.2%, 54.8%로 전년동기 84.2% 58.7% 보다 하락해 1~2월 SMP 상한제 실시에도 불구하고 예상과 달리 구입전력비가 4분기보다 오히려 증가했고, ② 석탄/LNG 등 연료비 투입단가도 예상보다는 하락폭이 크지 않았기 때문이다.

1분기 전력판매량은 143TWh로 전년동기와 동일했지만 1월부터 전기요금이 13.1원/kWh 인상되면서 1분기 평균판매단가가 147원(+33%YoY)으로 상승해 매출액은 21.6조원(+31%YoY)으로 사상 첫 분기 20조원대에 진입했다.

>>> 최악의 국면은 통과, 다만 정상화를 위한 요금인상이 필요

8개분기 연속 영업적자를 기록했지만 1분기를 기점으로 향후 수익성은 개선될 전망이다. ①한국전력이 발전사로부터 전력을 구입하는 가격인 SMP(계통한계가격)이 작년 12월 268원/kWh를 정점으로 올해 4월 165원/kWh으로 빠르게 하락하고 있고, ②석탄 및 LNG 투입단가도 작년 4분기를 정점으로 올해 1분기부터 하락반전하는 등 원가부담이 낮아지고 있기 때문이다.

하지만 누적된 대규모 적자와 재무구조 악화(부채비율 536%)로 1분기 이자비용만 1조원(+86%YoY)을 넘어선 현재의 현금흐름 상태를 감안하면 여전히 추가 전기요금 인상이 절실한 상황이다.

①언론보도에 따르면 당초 4월로 예정되었다 연기된 2분기 전기요금은 인상은 5/15에 7원/kWh 인상이 유력한 것으로 알려진다. 연간 560TWh의 전력판매량을 감안시 7원 인상에 따른 연간 매출액 증가는 약 3.9조원이며, 돌발 변수만 없다면 하반기 전체 영업이익은 소폭이나마 흑자전환이 기대된다(3분기는 영업흑자, 4분기는 영업적자).

②하반기 영업이익이 흑자전환 하더라도 수익성이 정상화되기 위해서는 하반기에도 추가 요금인상 필요한데, 인상 시기와 폭은 아직 불확실하다.

목표주가 22,000원과 투자의견 Outperform을 유지한다.

한국전력 1Q23 잠정실적

(단위: 십억원)	1Q23P	키움 추정	%차이	컨센서스	%차이	4Q22	%QoQ	1Q22	%YoY
매출액	21,594	22,038	-2.0	21,727	-0.6	19,493	10.8	16,464	31.2
영업이익	-6,178	-3,109	적합	-5,299	적합	-10,821	적속	-7,787	적속
영업이익률(%)	-28.6	-14.1		-24.4		-55.5		-47.3	
세전이익	-6,855	-3,520	적합	-6,206	적합	-10,803	적속	-8,105	적속
순이익	-4,911	-2,540	적합	-3,935	적합	-7,783	적속	-5,926	적속
지배주주순이익	-4,947	-2,564	적합	-4,315	적합	-7,771	적속	-5,953	적속

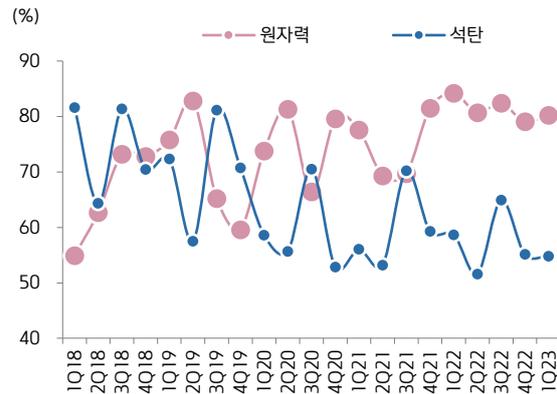
자료: 한국전력, 키움증권

분기별 전력 판매 YoY



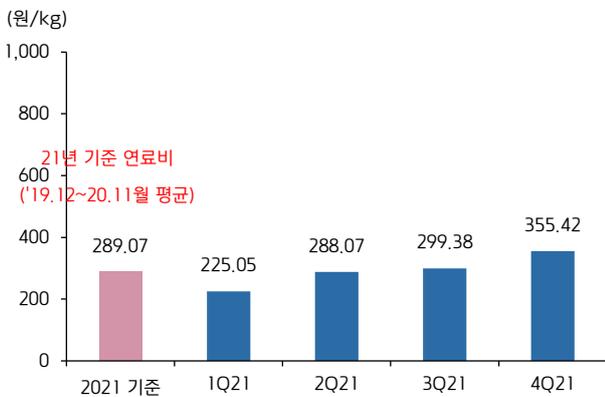
자료: 한국전력, 키움증권

원자력/석탄발전 이용률 추이



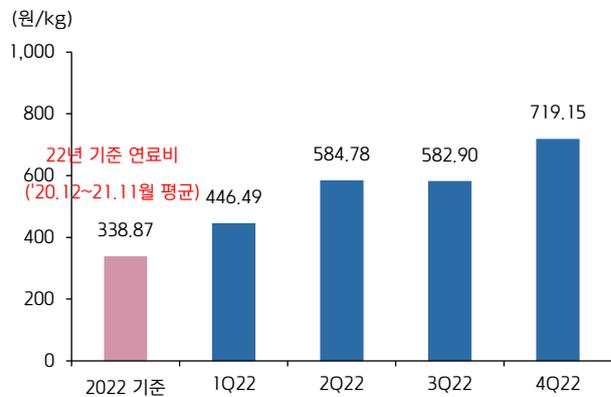
자료: 한국전력, 키움증권

2021년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



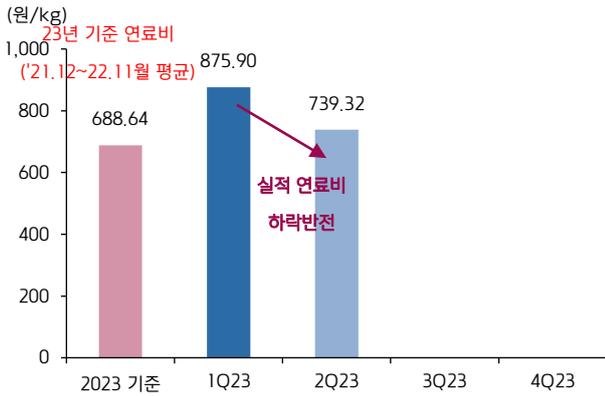
자료: 한국전력, 키움증권

2022년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



자료: 한국전력, 키움증권

2023년 기준 연료비와 분기별 실적 연료비



자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 차입금과 부채비율 추이



자료: 한국전력, 키움증권

전기요금 중 연료비 변동 요인과 요금조정



주: 4Q22 전기요금 인상분 12.7원은 키움증권 추정(전력량요금 기본 2.5원 인상 + 산업용/일반용은 고압A 4.5원, 고압 B/C 9.2원 추가 인상)

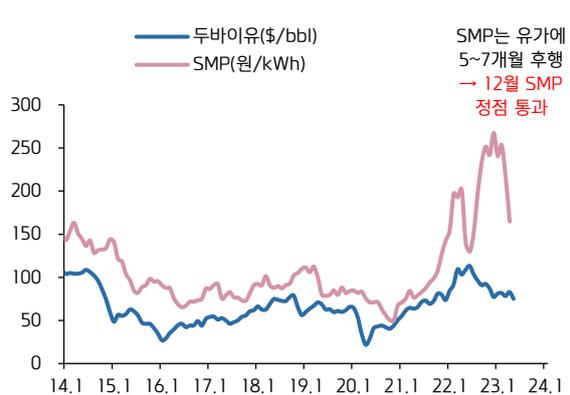
자료: 산업통상자원부, 키움증권

유가와 석탄가격



자료: Bloomberg, 키움증권

유가와 SMP



주: SMP(계통한계가격)은 한전이 발전사로부터 전력을 구매하는 가격
 자료: 한국전력, 전력거래소, 키움증권

한국전력 분기실적 추이

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	16,464	15,528	19,773	19,493	21,594	20,795	25,171	22,904
영업이익	-7,787	-6,516	-7,531	-10,821	-6,178	-3,308	1,252	-939
영업이익률(%)	-47.3	-42.0	-38.1	-55.5	-28.6	-15.9	5.0	-4.1
세전이익	-8,105	-6,812	-8,123	-10,803	-6,855	-4,126	533	-1,888
순이익	-5,926	-4,836	-5,884	-7,783	-4,911	-3,012	389	-1,471
지배주주순이익	-5,953	-4,837	-5,905	-7,771	-4,947	-3,016	391	-1,471
두바이유(USD)	95	108	97	85	80	75	75	75
석탄-뉴캐슬(USD)	176	200	195	145	128	120	120	120
원달러환율	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,300	1,300	1,300

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 연간실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	59,173	58,569	60,575	71,258	90,464	97,333	102,919
영업이익	-1,277	4,086	-5,860	-32,655	-9,173	3,892	5,654
영업이익률	-2.2	7.0	-9.7	-45.8	-10.1	4.0	5.5
세전이익	-3,266	2,992	-7,085	-33,844	-12,336	707	2,502
순이익	-2,264	2,092	-5,229	-24,429	-9,005	516	1,826
지배순이익	-2,346	1,991	-5,315	-24,467	-9,043	478	1,789
EPS(지배주주)	-3,654	3,102	-8,279	-38,112	-14,086	745	2,786
BPS(지배주주)	105,140	107,945	99,334	63,158	51,014	53,702	58,430
ROE(지배주주)	-3.4	2.9	-8.0	-46.9	-24.7	1.4	5.0
두바이유(USD)	64	42	69	96	76	75	75
석탄-뉴캐슬(USD)	56	46	84	179	122	120	120
원달러환율	1,165	1,180	1,144	1,290	1,294	1,300	1,300

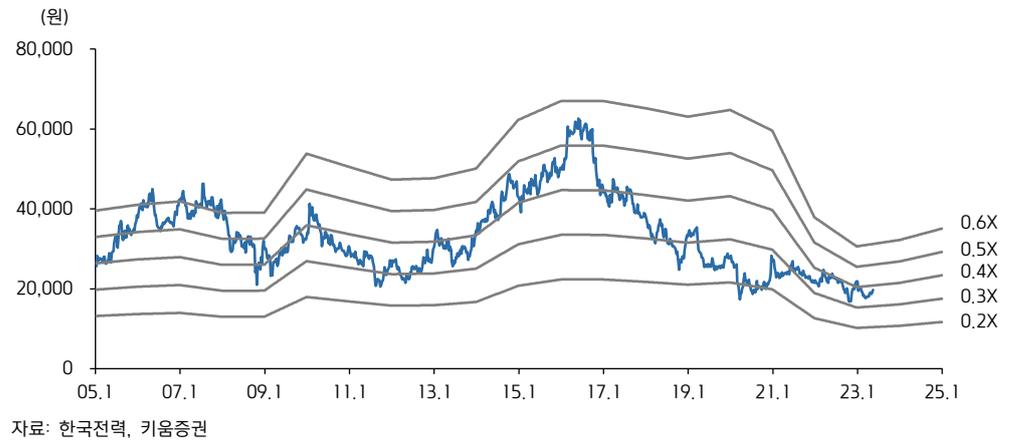
자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 실적전망 변경

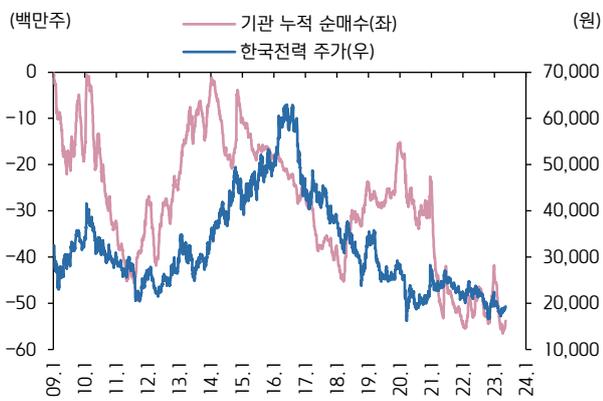
(단위: 십억원)	변경전		변경후		%차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	90,172	95,503	90,464	97,333	0.3	1.9
영업이익	-6,074	5,129	-9,173	3,892	적합	-24.1
영업이익률	-6.7	5.4	-10.1	4.0		
세전이익	-7,710	3,503	-12,336	707	적합	-79.8
순이익	-5,564	2,528	-9,005	516	적합	-79.6
지배순이익	-5,615	2,477	-9,043	478	적합	-80.7
EPS(지배주주)	-8,747	3,858	-14,086	745	NA	-80.7
BPS(지배주주)	54,337	59,129	51,014	53,702	-6.1	-9.2
ROE(지배주주)	-15.0	6.8	-24.7	1.4		
두바이유(USD)	80	80	76	75	-4.6	-6.3
석탄-뉴캐슬(USD)	130	130	122	120	-6.2	-7.7
원달러환율	1,250	1,100	1,294	1,300	3.5	18.2

자료: 한국전력, 키움증권

한국전력 12mf PBR 밴드



한국전력 기관 순매수 추이



한국전력 외국인 순매수 추이



포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	60,674	71,258	90,464	97,333	102,919
매출원가	63,644	100,904	96,476	90,122	93,781
매출총이익	-2,971	-29,646	-6,013	7,210	9,138
판매비	2,876	3,009	3,160	3,318	3,484
영업이익	-5,846	-32,655	-9,173	3,892	5,654
EBITDA	6,096	-20,194	3,916	17,154	19,009
영업외손익	-1,225	-1,188	-3,163	-3,185	-3,153
이자수익	222	341	251	229	229
이자비용	1,914	2,819	4,392	4,392	4,360
외환관련이익	231	691	0	0	0
외환관련손실	1,316	1,595	0	0	0
종속 및 관계기업손익	495	1,310	676	676	676
기타	1,057	884	302	302	302
법인세차감전이익	-7,072	-33,844	-12,336	707	2,502
법인세비용	-1,856	-9,415	-3,331	191	675
계속사업순손익	-5,216	-24,429	-9,005	516	1,826
당기순이익	-5,216	-24,429	-9,005	516	1,826
지배주주순이익	-5,305	-24,467	-9,043	478	1,789
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	17.4	27.0	7.6	5.7
영업이익 증감율	-243.1	458.6	-71.9	-142.4	45.3
EBITDA 증감율	-61.0	-431.3	-119.4	338.0	10.8
지배주주순이익 증감율	-366.4	361.2	-63.0	-105.3	274.3
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	273.8
매출총이익율(%)	-4.9	-41.6	-6.6	7.4	8.9
영업이익률(%)	-9.6	-45.8	-10.1	4.0	5.5
EBITDA Margin(%)	10.0	-28.3	4.3	17.6	18.5
지배주주순이익률(%)	-8.7	-34.3	-10.0	0.5	1.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	22,051	29,751	31,824	32,963	34,371
현금 및 현금성자산	2,635	3,235	2,785	2,190	2,186
단기금융자산	1,802	4,063	4,063	4,063	4,063
매출채권 및 기타채권	8,062	10,396	11,716	12,606	13,330
재고자산	7,608	9,931	11,133	11,978	12,666
기타유동자산	1,944.0	2,126.0	2,127.0	2,126.0	2,126.0
비유동자산	189,073	205,054	207,252	208,602	209,858
투자자산	9,860	11,600	11,905	12,210	12,515
유형자산	173,135	177,865	179,902	181,068	182,123
무형자산	1,150	1,057	914	792	689
기타비유동자산	4,928	14,532	14,531	14,532	14,531
자산총계	211,124	234,805	239,076	241,565	244,229
유동부채	31,732	44,519	46,548	47,274	47,864
매입채무 및 기타채무	7,916	11,577	13,606	14,332	14,922
단기금융부채	14,613.4	23,273.0	23,273.0	23,273.0	23,273.0
기타유동부채	9,203	9,669	9,669	9,669	9,669
비유동부채	114,065	148,286	158,286	158,286	157,286
장기금융부채	70,326.6	101,495	111,495	111,495	110,495
		5	5	5	5
기타비유동부채	43,738	46,791	46,791	46,791	46,791
부채총계	145,797	192,805	204,834	205,560	205,150
지배지분	63,780	40,545	32,749	34,475	37,510
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,075	2,112	2,112	2,112	2,112
기타자본	13,295	13,295	13,295	13,295	13,295
기타포괄손익누계액	-58	497	1,744	2,991	4,238
이익잉여금	45,258	21,431	12,388	12,867	14,655
비지배지분	1,546	1,455	1,493	1,530	1,568
자본총계	65,327	42,000	34,242	36,005	39,078

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	4,491	-23,478	-4,001	5,177	6,769
당기순이익	-5,216	-24,429	-9,005	516	1,826
비현금항목의 가감	14,473	7,181	6,279	9,995	10,540
유형자산감가상각비	11,776	12,305	12,945	13,140	13,251
무형자산감가상각비	166	156	143	122	103
지분법평가손익	-623	-1,388	-32	-32	-32
기타	3,154	-3,892	-6,777	-3,235	-2,782
영업활동자산부채증감	-2,313	-3,513	-493	-1,009	-821
매출채권및기타채권의감소	653	-1,829	-1,320	-890	-724
재고자산의감소	-1,738	-3,001	-1,202	-845	-688
매입채무및기타채무의증가	1,574	2,844	2,029	726	590
기타	-2,802	-1,527	0	0	1
기타현금흐름	-2,453	-2,717	-782	-4,325	-4,776
투자활동 현금흐름	-12,373	-14,954	-14,442	-13,766	-13,766
유형자산의 취득	-12,687	-12,347	-14,982	-14,306	-14,306
유형자산의 처분	278	630	0	0	0
무형자산의 순취득	-113	-80	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-1,354	-1,772	-337	-337	-337
단기금융자산의감소(증가)	1,025	-2,261	0	0	0
기타	478	876	877	877	877
재무활동 현금흐름	8,435	38,998	9,860	-140	-1,140
차입금의 증가(감소)	9,653	39,194	10,000	0	-1,000
자본금, 자본잉여금의 증감	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-826	-56	0	0	0
기타	-392	-140	-140	-140	-140
기타현금흐름	52	33	8,134	8,134	8,134
현금 및 현금성자산의 순증가	606	600	-450	-595	-4
기초현금 및 현금성자산	2,030	2,635	3,235	2,785	2,190
기말현금 및 현금성자산	2,635	3,235	2,785	2,190	2,186

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	-8,263	-38,112	-14,086	745	2,786
BPS	99,352	63,158	51,014	53,702	58,430
CFPS	14,421	-26,867	-4,247	16,373	19,263
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-2.7	-0.6	-1.4	26.4	7.1
PER(최고)	-3.4	-0.7	-1.5		
PER(최저)	-2.5	-0.4	-1.2		
PBR	0.22	0.35	0.39	0.37	0.34
PBR(최고)	0.28	0.40	0.42		
PBR(최저)	0.21	0.26	0.34		
PSR	0.23	0.20	0.14	0.13	0.12
PCFR	1.5	-0.8	-4.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	15.8	-6.6	36.2	8.3	7.4
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	-2.5	-11.0	-3.8	0.2	0.8
ROE	-8.0	-46.9	-24.7	1.4	5.0
ROIC	-3.7	-18.4	-3.6	1.5	2.2
매출채권회전율	7.6	7.7	8.2	8.0	7.9
재고자산회전율	8.5	8.1	8.6	8.4	8.4
부채비율	223.2	459.1	598.2	570.9	525.0
순차입금비율	123.2	279.7	373.6	356.9	326.3
이자보상배율	-3.1	-11.6	-2.1	0.9	1.3
총차입금	84,940	124,769	134,769	134,769	133,769
순차입금	80,502	117,471	127,920	128,515	127,519
NOPLAT	6,096	-20,194	3,916	17,154	19,009
FCF	-9,372	-36,096	-9,083	788	2,356

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 현재 '한국전력(015760)' 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

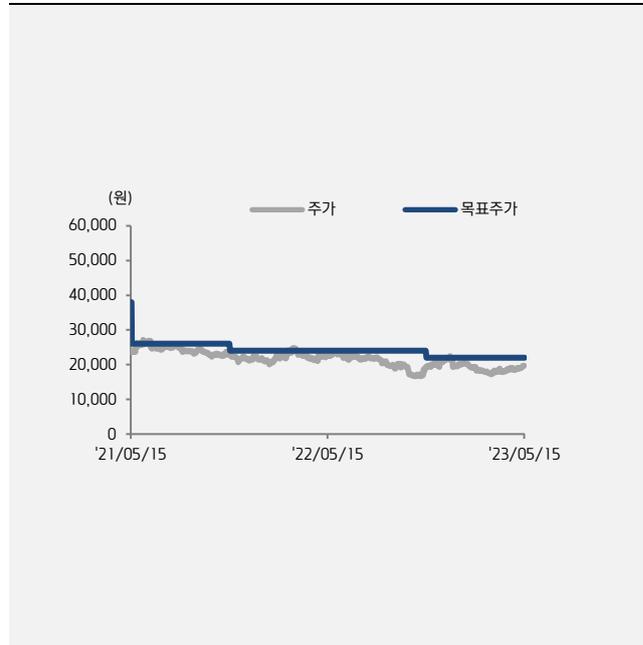
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 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	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국전력 (015760)	2021-05-17	Marketperform (Downgrade)	26,000원	6개월	-2.98	4.42
	2021-08-17	Marketperform (Maintain)	26,000원	6개월	-6.43	4.42
	2021-11-15	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-9.38	-4.38
	2022-02-25	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-7.46	3.13
	2022-05-16	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-4.92	-0.83
	2022-06-28	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-6.68	-0.83
	2022-08-16	Marketperform (Maintain)	24,000원	6개월	-13.68	-0.83
	2022-11-14	Outperform (Upgrade)	22,000원	6개월	-9.02	2.05
	2023-02-27	Outperform (Maintain)	22,000원	6개월	-12.21	2.05
	2023-05-15	Outperform (Maintain)	22,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

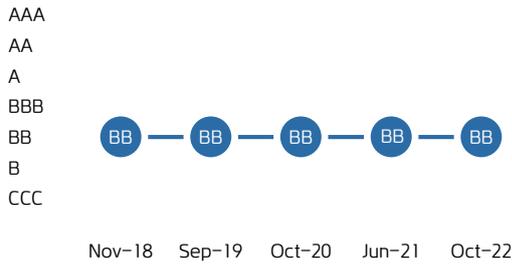
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

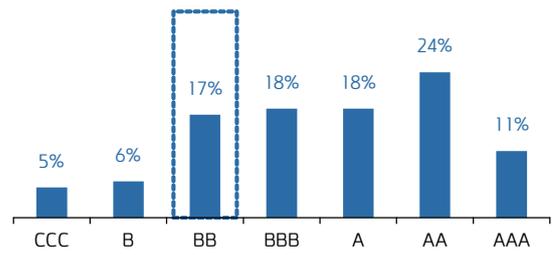
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주: MSCI Index 내 유틸리티 기업 139개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.8	5.8		
환경	5.3	6.5	45.0%	▲0.2
탄소 배출	7.0	7.3	12.0%	
신재생에너지 관련 기회	4.4	5.9	11.0%	▲0.4
유독 물질 배출과 폐기물	4.4	5.9	11.0%	▼0.1
물 부족	5.3	6.7	11.0%	▲0.4
사회	6.3	5.8	22.0%	▲0.2
공동체 관계	6.8	6.2	11.0%	▲0.4
인력 자원 개발	5.7	5.5	11.0%	▼0.1
지배구조	3.2	5.1	33.0%	▲0.7
기업 지배구조	5	6		▲0.9
기업 활동	2.7	5.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
22년 2월	대한민국, 밀양: 2005년 이후 고압 송전탑 반대 시위
22년 2월	대한민국: 부산고등학교는 방사선과 암 사이의 연관성에 대한 반행 소송 기각
22년 1월	대한민국: 건설현장 감전사고 하청업체 근로자 1명 사망

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 내 상위 Peer 5개사 (유틸리티)	탄소 배출	신재생에너지 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	인력 자원 개발	공동체 관계	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Iberdrola, S.A.	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●		
NEXTERA ENERGY, INC.	●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	N/A	●●	●●●●	AA	▼
DUKE ENERGY CORPORATION	●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●	N/A	●●●●	●●●●	AA	▲
THE SOUTHERN COMPANY	●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●	N/A	●●●●	●●●●	A	▼
China Yangtze Power Co., Ltd.	●●●●	●●●●	N/A	●	●●●●	●●	●●	●	BB	◀▶
한국전력	●●	●	●	●●	●●	●●●●	●●	●	BB	◀▶

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