



## Buy(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(4/30): 65,900원

시가총액: 2조 5,244억원



화장품/섬유유통 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/30)		2,692.06pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	147,800원	62,100원	
등락률	-55.4%	6.1%	
수익률	절대	상대	
	1M	-6.3%	-4.4%
	6M	-29.6%	-39.6%
	1Y	-53.3%	-56.6%

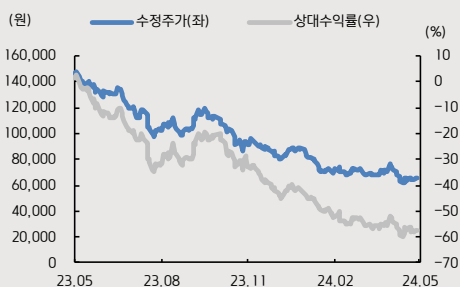
## Company Data

발행주식수	38,307천주
일평균 거래량(3M)	173천주
외국인 지분율	13.3%
배당수익률(24E)	3.6%
BPS(24E)	41,858원
주요 주주	F&F홀딩스 외 9인
	61.6%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,808.9	1,978.5	2,085.3	2,297.3
영업이익	524.9	551.8	544.3	622.3
EBITDA	605.2	625.7	629.1	617.9
세전이익	605.2	554.9	543.1	620.2
순이익	442.7	425.0	407.5	465.1
지배주주지분순이익	441.8	425.1	404.9	462.2
EPS(원)	11,532	11,096	10,571	12,065
증감률(% YoY)	30.3	-3.8	-4.7	14.1
PER(배)	12.5	8.0	6.2	5.5
PBR(배)	6.01	2.65	1.57	1.28
EV/EBITDA(배)	9.4	5.5	3.3	2.6
영업이익률(%)	29.0	27.9	26.1	27.1
ROE(%)	60.4	38.4	28.0	25.8
순차입금비율(%)	14.5	1.3	-27.7	-47.2

## Price Trend



## F&amp;F (383220)

## 중국 성장 양호, 아쉬운 내수



F&F의 1Q 매출액은 5,070억원 (+1.9% YoY), 영업이익 1,302억원 (-12.5% YoY, OPM 25.7%)을 기록, 시장예상치에 부합했다. 중국 채널 성장은 양호했으나, 내수 소비 위축 영향으로 이익이 감소했다. 여러 이유로 중국 성장성이 점차 둔화되면서 최근 투자 심리가 위축되었다. 당장 주가 반등을 기대할 수 있는 부분이 많지는 않기에, 중장기적 관점에서 접근할 것을 추천한다. 한편 여전히 중국 비중이 높은 업체이기 때문에 중국 소비 시장에 대한 관심이 늘어난다면 투자심리도 함께 반등할 가능성은 염두에 둘 필요가 있다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q: 중국 성장 양호, 다만 국내 소비 위축 여파는 불가피

F&F의 1분기 매출액은 5,070억원 (+1.9% YoY), 영업이익은 1,302억원 (-12.5% YoY, OPM 25.7%)을 기록, 시장예상치에 부합했다. 중국 채널의 견조한 성장에도 불구하고, 내수 소비 위축으로 국내 실적이 감소하면서 이익이 줄었다.

**국내:** 내수와 면세가 부진했다. 면세 매출은 412억원 (-12% YoY), 내수 매출은 1,771억원 (-11% YoY)을 기록했다. 면세의 경우 B2B 영업 축소와 MLB의 물량 조정 영향으로, 내수는 국내 의류 소비 위축에 따른 백화점 채널 매출 감소와 다이소 등 판매 감소 영향 때문이었다.

- 내수: MLB -19%, 키즈 -9%, Discovery -5%
- 면세: MLB -16%, 키즈 +8%, Discovery +50%

**중화권:** 성장세는 견조했다. 중국 매출은 2,390억 (+15% YoY, 위안화 기준 +16%), 홍콩 법인은 222억 (+15% YoY)을 기록했다. 높은 브랜드 수요 덕분에 견조한 성장세를 유지했다. 1분기 말 중국 내 정규 오프라인 매장은 1,104개 (비효율 매장 폐쇄 6개, 신규 10개 추가), 홍콩은 41개였다.

## &gt;&gt;&gt; 24E: 지속가능한 성장을 위해 노력하는 해

24년 매출은 2조 853억원 (+5% YoY), 영업이익은 5,443억원 (-1% YoY, OPM 26.1%)을 기록할 전망이다. 중화권 채널의 견조한 성장세와 국내 실적의 부진이 상쇄될 전망이다.

그동안 주가가 부진했던 가장 큰 이유는 당장 기대할 만한 성장 모멘텀이 제한적이기 때문이다. 동사의 성장을 이끌어왔던 중국의 경우 올해부터 ① 자체적인 질적 성장 전략에 따른 신규 출점 수 제한, ② 중국 내 비우호적인 소비 환경, ③ 브랜드의 구조적인 성숙기 진입으로 당분간 과거만큼 높은 성장률을 기대하기 어렵다. 동사는 현재 지속적인 성장을 위해 타 해외 채널 확장, 신규 브랜드의 육성 작업을 이어오고 있으나, 해당 작업들은 가시적인 성과가 나타나기까지 시간이 필요하다. 이에 24년은 미래 성장을 위해 잠시 쉬어가는 시기가 될 전망이다. 다만 여전히 중국향 비중이 큰 업체이기 때문에, 향후 시장 내 중국 소비 시장에 대한 관심이 늘어날 경우 동사에 대한 투자 심리가 확대될 가능성

은 여전히 크다.

## F&amp;F 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출		497.4	405.5	491.9	583.2	507.0	415.0	529.0	634.2	1,978.0	2,085.3	2,297.3
		+14%	+9%	+11%	+4%	+2%	+2%	+8%	+9%	+9%	+5.4%	+10%
국내		404.6	323.8	470.4	489.9	382.5	308.0	474.9	481.5	1,688.7	1,646.9	1,717.7
		+0%	+12%	+11%	-0%	-5%	-5%	+1%	-2%	+5%	-2%	+4%
(브랜드별)	MLB	255.0	202.0	360.0	253.6	235.2	188.3	357.9	233.5	1,070.6	1,014.9	1,079.9
		-3%	+18%	+15%	+4%	-8%	-7%	-1%	-8%	+8%	-5%	+6%
	면세	42.4	39.5	31.0	44.5	35.5	34.0	25.0	26.0	157.4	120.5	120.0
		-37%	-32%	-39%	-28%	+0%	-14%	-19%	-42%	-34%	-23%	-0%
	내수	68.4	69.7	55.9	66.2	55.3	58.0	50.3	59.6	260.2	223.2	235.0
		+3%	+4%	-10%	-13%	-19%	-17%	-10%	-10%	-4%	-14%	+5%
	MLB Kids	29.4	23.2	31.0	32.3	30.3	22.0	30.3	32.4	115.9	115.0	120.7
		+0%	+10%	+13%	+1%	+3%	-5%	-2%	+0%	+5%	-1%	+5%
	Discovery	111.4	88.0	70.0	194.8	106.7	88.0	76.9	205.8	464.2	492.1	516.7
		+0%	-8%	-12%	-5%	-4%	+0%	+10%	+6%	-6%	+6%	+5%
(채널별)	면세	46.8	44.8	37.1	54.0	41.2	39.5	31.8	35.3	182.8	147.8	148.8
		-36%	-27%	-34%	-24%	-12%	-12%	-14%	-35%	-30%	-19%	+1%
	내수	199.0	173.5	135.8	276.4	177.1	162.6	136.9	281.5	784.6	758.1	807.6
		+1%	-5%	-11%	-8%	-11%	-6%	+1%	+2%	-6%	-3%	+7%
	수출	151.3	97.0	288.9	150.4	154.0	100.3	296.6	154.9	687.6	705.8	761.3
		+12%	+106%	+36%	+36%	+2%	+3%	+3%	+3%	+36%	+3%	+8%
해외		227.2	159.0	278.0	225.9	261.2	183.3	321.1	261.2	890.1	1,026.7	1,112.5
		+41%	+34%	+30%	+63%	+15%	+15%	+15%	+16%	+41%	+15%	+8%
	중국	207.9	140.0	260.5	204.7	239.0	161.0	299.6	235.5	813.1	935.0	1,009.8
		+38%	+31%	+29%	+69%	+15%	+15%	+15%	+15%	+40%	+15%	+8%
	오프라인	187.1	118.0	246.2	169.9	215.1	135.1	283.1	193.1	721.2	826.4	868.4
		+40%	+32%	+40%	+91%	+15%	+14%	+15%	+14%	+44%	+15%	+5%
	온라인	20.8	22.0	14.3	34.8	23.9	25.9	16.5	42.4	91.9	108.6	141.4
		+22%	+25%	+1%	+9%	+15%	+18%	+15%	+22%	+14%	+18%	+30%
	홍콩	19.3	19.0	17.5	21.2	22.2	22.3	21.5	25.7	77.0	91.7	102.7
		+86%	+62%	+54%	+23%	+15%	+17%	+23%	+21%	+52%	+19%	+12%
영업이익		148.8	110.4	148.5	144.1	130.2	97.3	156.4	160.4	551.8	544.3	622.3
		+11%	+16%	+7%	-8%	-13%	-12%	+5%	+11%	+5%	-1.4%	+14%
OPM		29.9%	27.2%	30.2%	24.7%	25.7%	23.4%	29.6%	25.3%	27.9%	26.1%	27.1%
당기순이익		118.9	87.4	119.1	99.7	96.3	70.6	124.5	116.1	425.0	407.5	465.1
		+23%	+26%	+9%	-41%	-19%	-19%	+5%	+17%	-4%	-4%	+14%
NPM		23.9%	21.5%	24.2%	17.1%	19.0%	17.0%	23.5%	18.3%	21.5%	19.5%	20.2%

자료: F&amp;F, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,808.9	1,978.5	2,085.3	2,297.3	2,412.2
매출원가	532.7	632.3	707.4	758.1	796.0
매출총이익	1,276.2	1,346.2	1,377.9	1,539.2	1,616.2
판매비	751.3	794.4	833.6	916.9	962.5
<b>영업이익</b>	524.9	551.8	544.3	622.3	653.6
<b>EBITDA</b>	605.2	625.7	629.1	617.9	667.2
영업외손익	80.3	3.1	-1.2	-2.1	-2.1
이자수익	2.2	5.9	19.7	34.0	52.7
이자비용	10.5	11.5	15.6	19.6	23.6
외환관련이익	10.0	16.0	15.2	15.2	15.2
외환관련손실	12.5	12.3	10.8	10.8	10.8
종속 및 관계기업손익	88.9	7.7	7.7	7.7	7.7
기타	2.2	-2.7	-17.4	-28.6	-43.3
<b>법인세차감전이익</b>	605.2	554.9	543.1	620.2	651.5
법인세비용	162.5	129.9	135.6	155.0	162.9
계속사업순이익	442.7	425.0	407.5	465.1	488.6
<b>당기순이익</b>	442.7	425.0	407.5	465.1	488.6
<b>지배주주순이익</b>	441.8	425.1	404.9	462.2	485.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	66.1	9.4	5.4	10.2	5.0
영업이익 증감율	62.7	5.1	-1.4	14.3	5.0
EBITDA 증감율	72.4	3.4	0.5	-1.8	8.0
지배주주순이익 증감율	95.7	-3.8	-4.8	14.2	5.0
EPS 증감율	30.3	-3.8	-4.7	14.1	5.1
매출총이익율(%)	70.6	68.0	66.1	67.0	67.0
영업이익율(%)	29.0	27.9	26.1	27.1	27.1
EBITDA Margin(%)	33.5	31.6	30.2	26.9	27.7
지배주주순이익율(%)	24.4	21.5	19.4	20.1	20.1

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	369.3	477.0	545.1	587.3	763.1
당기순이익	442.7	425.0	407.5	465.1	488.6
비현금항목의 가감	170.5	205.5	199.7	119.7	130.8
유형자산감가상각비	48.5	66.5	74.5	-13.9	4.6
무형자산감가상각비	31.8	7.3	10.2	9.5	8.9
지분법평가손익	-88.9	-7.8	-7.7	-7.7	-7.7
기타	179.1	139.5	122.7	131.8	125.0
영업활동자산부채증감	-113.9	-13.1	59.4	133.1	267.6
매출채권및기타채권의감소	-23.3	14.5	-8.0	-15.9	-8.6
재고자산의감소	-56.6	-19.2	-18.4	-36.6	-19.8
매입채무및기타채무의증가	-20.0	-21.6	108.4	182.8	293.9
기타	-14.0	13.2	-22.6	2.8	2.1
기타현금흐름	-130.0	-140.4	-121.5	-130.6	-123.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-171.0	-100.3	-32.9	-24.9	-24.9
유형자산의 취득	-17.9	-23.2	-8.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-36.4	-50.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.2	-1.7	0.1	0.1	0.1
단기금융자산의감소(증가)	-14.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-109.4	-24.9	-24.9	-24.9	-24.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	-108.9	-261.3	-10.5	-37.0	-37.0
차입금의 증가(감소)	-14.9	-164.6	90.0	90.0	90.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-15.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-42.1	-61.0	-64.8	-91.3	-91.3
기타	-36.4	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타현금흐름	-1.9	2.6	58.7	58.7	58.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	87.4	118.0	560.3	584.1	760.0
기초현금 및 현금성자산	14.6	102.0	220.0	780.3	1,364.4
기말현금 및 현금성자산	102.0	220.0	780.3	1,364.4	2,124.3

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	601.2	745.6	1,328.6	1,962.5	2,748.9
현금 및 현금성자산	102.0	220.0	780.3	1,364.4	2,124.3
단기금융자산	21.6	21.7	21.8	21.9	22.0
매출채권 및 기타채권	160.6	148.5	156.5	172.4	181.0
재고자산	297.5	341.1	359.5	396.0	415.8
기타유동자산	19.5	14.3	10.5	7.8	5.8
<b>비유동자산</b>	969.0	1,259.5	1,190.4	1,202.5	1,196.7
투자자산	644.7	654.1	661.8	669.5	677.1
유형자산	77.2	135.2	68.7	82.6	78.0
무형자산	132.9	177.7	167.5	157.9	149.0
기타비유동자산	114.2	292.5	292.4	292.5	292.6
<b>자산총계</b>	1,570.2	2,005.1	2,519.1	3,165.0	3,945.6
<b>유동부채</b>	575.9	486.9	645.3	878.0	1,222.0
매입채무 및 기타채무	192.0	248.3	356.7	539.5	833.4
단기금융부채	233.7	86.4	136.4	186.4	236.4
기타유동부채	150.2	152.2	152.2	152.1	152.2
<b>비유동부채</b>	51.1	200.5	240.5	280.5	320.5
장기금융부채	27.0	173.0	213.0	253.0	293.0
기타비유동부채	24.1	27.5	27.5	27.5	27.5
<b>부채총계</b>	627.0	687.4	885.8	1,158.6	1,542.5
<b>지배지분</b>	921.5	1,290.5	1,603.5	1,973.7	2,367.2
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	317.5	317.5	317.5	317.5
기타자본	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1
기타포괄손익누계액	-2.5	0.5	-0.2	-1.0	-1.7
이익잉여금	625.4	987.8	1,301.5	1,672.4	2,066.7
비지배지분	21.7	27.2	29.8	32.8	35.9
<b>자본총계</b>	943.2	1,317.7	1,633.3	2,006.5	2,403.1

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,532	11,096	10,571	12,065	12,675
BPS	24,055	33,689	41,858	51,522	61,796
CFPS	16,008	16,458	15,851	15,267	16,171
DPS	1,600	1,700	2,400	2,400	2,400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.5	8.0	6.2	5.5	5.2
PER(최고)	16.5	14.0	8.5		
PER(최저)	10.1	7.1	5.8		
PBR	6.01	2.65	1.57	1.28	1.07
PBR(최고)	7.90	4.62	2.14		
PBR(최저)	4.86	2.35	1.46		
PSR	3.06	1.73	1.21	1.10	1.05
PCFR	9.0	5.4	4.2	4.3	4.1
EV/EBITDA	9.4	5.5	3.3	2.6	1.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.8	15.3	22.4	19.6	18.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	1.9	3.6	3.6	3.6
ROA	32.7	23.8	18.0	16.4	13.7
ROE	60.4	38.4	28.0	25.8	22.4
ROIC	126.4	75.1	69.2	105.0	204.5
매출채권회전율	13.0	12.8	13.7	14.0	13.6
재고자산회전율	6.7	6.2	6.0	6.1	5.9
부채비율	66.5	52.2	54.2	57.7	64.2
순차입금비용	14.5	1.3	-27.7	-47.2	-67.3
이자보상배율	50.1	47.8	35.0	31.8	27.7
<b>총차입금</b>	260.7	259.4	349.4	439.4	529.4
순차입금	137.2	17.7	-452.7	-946.9	-1,617.0
NOPLAT	605.2	625.7	629.1	617.9	667.2
FCF	313.6	400.8	544.6	595.4	771.3

## Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 현재 'F&F(383220)' 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

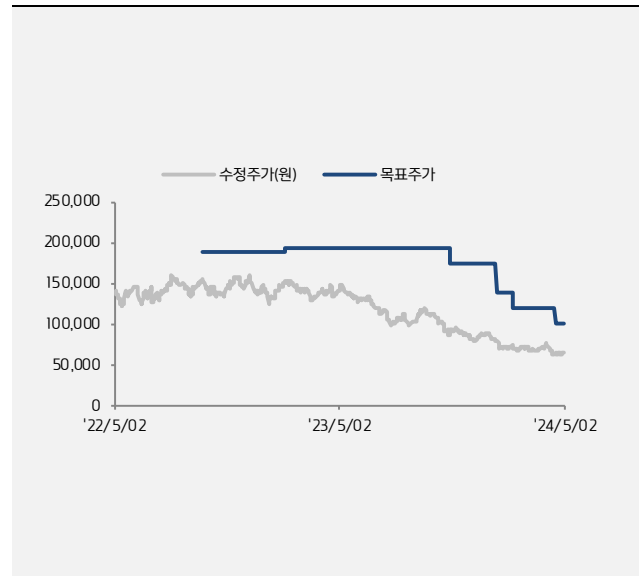
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
F&F (383220)	2022-09-20	Buy(Initiate)	190,000원	6개월	-25.09	-17.89
	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-19.98	-16.32
	2022-11-29	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.29	-15.26
	2023-01-16	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.50	-15.26
	2023-02-02	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.32	-21.54
	2023-04-21	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.53	-21.54
	2023-05-03	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-28.09	-21.54
	2023-06-08	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-29.31	-21.54
	2023-07-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-31.55	-21.54
	2023-08-01	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-44.26	-38.97
	2023-10-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-45.69	-38.97
	2023-10-30	Buy(Maintain)	174,000원	6개월	-49.93	-45.00
	2024-01-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-47.98	-43.57
	2024-02-08	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-41.83	-36.25
	2024-04-17	Buy(Maintain)	100,000원	6개월		
	2024-05-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

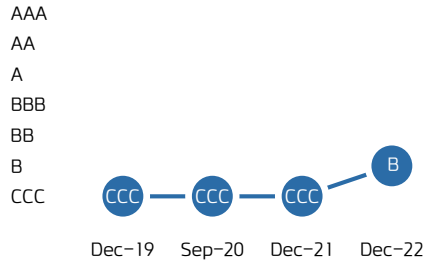
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

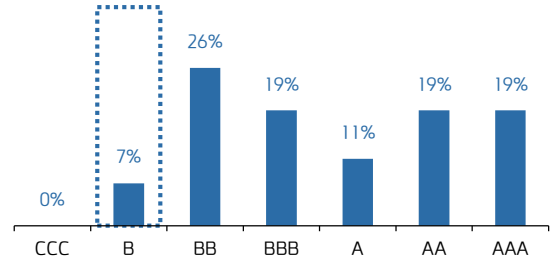
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주: MSCI ACWI 구성 종목 섬유·의복/사치재 기업 27개

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중 평균	2.9	5		
<b>환경</b>	3.5	5.1	27.0%	▲0.6
원재료 출처	3.3	4.3	16.0%	
제품 탄소 발자국	3.8	6	11.0%	▲1.5
<b>사회</b>	2.7	4.5	36.0%	▲0.4
노동 관리	4.7	4.4	21.0%	▲0.8
화학적 안전성		3.9	15.0%	
<b>지배구조</b>	2.6	5.5	37.0%	▲1.7
기업 지배구조	3.1	6.2		▲0.7
기업 행동	5.0	6.2		▲3.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (섬유·의복/사치재)	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	노동 관리	기업 지배구조	기업 행동	등급	지표 추이			
LVMH	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●	●●	AA	▲			
에실로룩스티카	●●	●●●	●●●●	●	●●●●	●●●	AA	▲			
리치몬드	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●	●	AA	◀▶			
에르메스	●●	●●●	●●●	●●●	●●●	●●●	A	▲			
나이키	●●●●	●●●●	●	●	●	●●	BBB	▼			
F&F	●●	●	●	●●	●	●	B	▲			

평가 표시 : 최저 등급 ●, 최상 등급 ●●●●

등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치