

# Morning Meeting Brief

## Global Strategy

[The Global View / 5월 글로벌 투자전략] 트럼프를 이기는 펀더멘탈. 5월 글로벌 증시, Risk-On 국면. 미국, 유럽, 성장, AI 관심

- 5월 글로벌 증시, 트럼프 관세 위협으로 금융시장 혼란이 발생하기 전인 올해 2월 수준으로 주가 회귀 전망. 비중확대 국면
- 미국과 교역국간 본격적인 협상 움직임과 일부 합의 타결. 세 박자(경기, 이익, 유동성) 갖춰지는 조건. AI 견인 반도체 긍정론 확대
- 5월 중요 이슈: 1. 日 5월 금정위(1일), 2. 美 5월 FOMC(6~7일), 3. 中 LPR(20일) · 韓 5월 금통위(29일)

문남중. namjoong.moon@daishin.com

## 부동산

[글로벌 부동산 이슈 ⑨] [미국] 부실과 회복의 공존 -미국 상업용 시장에도 봄날이 오나?

- 2025년은 미국 상업용 부동산 회복이 본격화 되는 해. 관세 정책과 이로 인한 경기/금리 변동성은 여전히 경계해야할 요인이나, 부동산 시장 내부의 임대/공급/가격레벨 등을 고려할 때 신규 진입하기 좋은 시기로 공수전환이 필요한 시점이라 판단
- 구조적으로 안정적인 성장이 가능한 멀티패밀리 및 산업(물류) 섹터에 대한 장기적으로 긍정적인 전망 유지, 선별적인 지역에 한해 오피스 자산에 대한 기회추구형 투자와 필수 소매시설 중심의 리테일 섹터에 대한 일드 투자 또한 유효

배상영. Sangyoung.bae@daishin.com

## Macro

[경제학월(月)론] 관세 출구전략 찾는 G2

- 상호관세 발표 이후 글로벌 경기 침체 우려와 함께 금융시장 변동성 확대
- 미국은 향후 경기 불안 크지만 현재 경기 (동행)지표 양호
- 대미 관세 협상에 강경 기조인 중국은 재고 부담 및 디플레이션 우려

이하연 hayeon.lee@daishin.com

## Strategy

원화 가치 급등이 KOSPI 향배, 투자전략에 미치는 영향

- 연휴 동안 양호한 경제지표 vs FOMC 경계와 무역협상 이슈에 상승 폭 축소
- 대만 달러와 연동된 원화 가치 급등. 원화 일방적 약세에서 벗어나는 계기
- 2Q KOSPI 2,700선 돌파 전망. 외환 변동성으로 인한 등락은 비중확대 기회

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

**[Monthly Sustainability] 돈이 되는 ESG**

- 주총 이후 신재생 에너지 테마로 전환
- '밸류업' 액티브 펀드 수익률 약화 속, '주주환원' 액티브는 반등세
- 방위산업, 글로벌 ESG 투자의 새로운 기회로 부상

이경연. kyungyeon.lee@daishin.com

**달러원 환율 급락 코멘트**

- 달러원 환율 1,360원대 진입하며 6개월 중 최저 수준 기록
- 원화는 대만달러 proxy 통화로서 간접 헤지 자산 수요 유입
- 달러원 환율 추가 하락 시도 가능하나, 단기적으로 속도조절 예상

이주원. joowon.lee2@daishin.com

**[Issue & News] 체코 원전 계약 체결 금지 가처분 명령: 체코와 프랑스의 정부간 협상 기대**

- 5/6 체코 지방법원의 두코바니 원전 계약 체결 중단 가처분 명령
- EDF는 반독점사무소가 입찰절차에 대한 이의 처리 거부에 대해 항소
- 체코와 프랑스의 정부간 협상을 통한 분쟁 해결 가능성도 존재

허민호. minho.hur@daishin.com

**[1Q25 Preview] JYP Ent.: 1분기 부진하나 2분기부터 본게임**

- 1Q 일회성 비용 및 메가 IP 활동 부재로 마진을 하락하며 컨센 하회 전망
- 신인 성장 가능성 재확인한 시점. 킥플립, 엔믹스, 넥스지 팬덤 유입세
- 2분기 스키즈 대규모 공연으로 실적 개선 본격화. 트와이스 공연 발표도 기대

임수진. Soojin.lim@daishin.com

**[1Q25 Review] 파트론 : 1Q 부진, 시간이 필요**

- 1Q25 영업이익은 63억원(-46% qoq/-61% yoy), 추정을 하회
- 2Q25 영업이익은 59억원(-6% qoq/-59% yoy) 추정, 부진 지속
- 핵심 사업의 부재로 2025년 매출과 영업이익은 역성장 전망

박강호. Kangho.park@daishin.com

**[1Q25 Review] 비에이치: 2Q 흑자전환 예상**

- 1Q25 영업이익(-254억원)은 적자확대(qoq), 컨센서스 하회
- 2Q25 영업이익은 235억원으로 흑자전환(qoq) 추정
- 2025년 저평가(P/B 0.5배, P/E 6.3배), 중장기적 접근

박강호. Kangho.park@daishin.com

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 트럼프를 이기는 펀더멘탈

5월 글로벌 증시, Risk-On 국면. 미국, 유럽, 성장, AI 관심  
중요 이슈: BOJ 금정위, 연준 FOMC, 中 LPR · 韓 금통위

- 5월 글로벌 증시, 올해 2월 수준으로 주가 회귀 전망. 비중확대 국면
- 미국, 일부 국가와 합의 타결, 세 박사 갖춰지는 조건, AI 견인 반도체 긍정론
- 5월 중요 이슈: 1. 日 5월 금정위, 2. 美 5월 FOMC, 3. 中 LPR · 韓 금통위

트럼프 정책 후퇴가 주가 상승, 금리 하락, 달러화 강세라는 반전을 보여주기 시작했다. 트럼프 통상정책과 증시간 관계를 살펴보면 1) 4.7일, 글로벌 증시 저점 확인, 2) 90일 상호관세 유예는 증시 추가 하락을 막는 안전판 역할, 3) 75개국 이상의 물밀 협상은 증시 반격 토대, 4) 일부 IT 품목 상호관세 제외는 4월 초 낙폭을 줄여나가는 발판이 되었다. 5) 현 트럼프 정책 후퇴는 트럼프 위협으로 금융시장 혼란이 발생하기 전인 올해 2월 수준으로 주가가 회귀하도록 상승 강도를 강화시켜줄 것이다

5월부터 글로벌 증시는 미국과 주요 교역국간 본격적인 협상 움직임과 일부 국가와의 합의 타결로 Risk-On 심리가 커질 것이다. 미·중 무역갈등도 금융시장 불안으로 여겨지지 않는 수준에서 양국은 노력을 시도할 것이다. 미국기업의 중국 수입 수요와 높은 첨단 원자재 의존도, 중국도 지속성장을 위해 미국과의 기술협력이 필요한 경제적 연계를 감안해야 한다. 협상을 증시 여기는 트럼프 성향상, 시간이 지날수록 대중 강경 방침은 유지하지만 경제 부작용을 제한하기 위해 과도한 갈등을 막으려고 했던 전 바이든 행정부의 경쟁적 공존 기초를 암묵적으로 묵인할 것이다.

23.10월 말 이후 실질적으로 증시를 견인해온 두가지 축(경기, 이익)과 함께 향후 유동성 증가 기대도 이를 뒷받침할 것이다. 현 글로벌 경제는 서비스업을 주축으로 견고한 성장세를 유지 중이며, 미국 경제는 심리 및 실물지표 감안 시 스태그플레이션, 경기 침체 징후는 아직 없다. 중국은 예상을 상회한 1/4분기 GDP가 올해 경제 성장 회복에 대한 기대를 높여, 단기적으로는 신흥 경제에 대한 부정적 인식(수출 감소, 물가상승 압력, 경상수지 악화, 통화안화 지연 등)을 낮춰줄 것이다.

주요국들은 트럼프 2기 행정부의 통상·외교정책(고율관세 부과, 무역협정 재협상) 피해를 최소화하기 위해, 통화 완화, 재정정책 강화 움직임을 가속화 중이다. 이로 인해 글로벌 유동성(M2)은 올해 증가세로 전환됐고, 각국 증시의 밸류에이션이 역사적 수준(5년, 10년 평균)보다 낮아 저평가 유인이 부각되고 있는 점은 유동자금이 증시로 유입되는데 긍정적 요인이 될 것이다.

5월은 시기상 실적에 대한 관심이 커지는 시점이다. 25.1/4분기 미국 실적(S&P500)은 실적 발표 기업의 73%가 EPS 추정치 상회, EPS 증가율은 실적시즌이 본격화될수록 3월 말 추정치 대비 빠르게 증가하는 중이다. 헬스케어, 커뮤니케이션, IT가 실적을 주도한다는 측면에서 M7 주가 복원력도 빛을 발할 것이다.

AI 관련 자본지출 증가, 주문형 반도체 시장 성장과 고부가가치 제품 중심의 생산 역량 집중 등 25.2/4분기 이후 레거시 반도체의 수급 불균형 완화 기대가 존재해 반도체 기업에 대한 긍정론도 확대되고 있다. 이를 감안하면 미국, 성장, AI에 대한 선별적 투자와 함께 ECB 금리 인하, 독일 재정개혁안, 러-우 전쟁 종전 기대감이 상존하는 유럽도 관심권에 들 필요가 있다. 비중확대 전략이 유효한 5월이 될 것이다.

## 부동산

배상영 Ph.D  
Sangyoung.bae@daishin.com

## [미국] 부실과 회복의 공존 -미국 상업용 시장에도 봄날이 오나?

### Part 1. Overview : 바닥을 지난 2024년

2024년 미국 상업용 부동산 지수는 -0.5% 하락하며 한 해를 마무리. 월간으로 살펴보면 11월 이후 상승 전환했으며, 거래량 또한 회복세. 예상보다 높은 금리 레벨에도 불구하고, 가격이 조정됨에 따라 투자 매력도는 오히려 높아짐

향후에 돌아보면 2024년과 2025년이 시장의 전환점이자, 임대-투자 시장의 바닥을 지나는 시기가 될 것이라 예상. 상업용 부동산 시장에 대한 개선된 심리는 2024년 대출 투자 증가로 이어졌으며, 2025년에는 보다 공격적인 투자가 확대가 기대. 다만, 팬데믹 이후 미국 내 지역 및 생활의 변화로 인해 섹터/지역 별 임대 펀더멘털에 큰 변화가 있었고, 섹터/지역 별 공급 사이클 차이에 따라 재고 수준도 상이한 상황이기 때문에, 회복의 강도와 속도에는 차이가 존재할 것

### Part 2. Sector Review : 속도 차이가 있을 뿐 방향은 회복

멀티패밀리는 2025년에도 투자자들의 최선호 섹터로 가장 큰 거래 비중을 차지할 것으로 예상. 신규 공급량은 피크아웃했고, 건조한 배후 시장을 바탕으로 흡수율이 신규 공급을 상회하면서 임대 성장으로 이어질 것. 산업(물류) 섹터는 2025년 중 임대 시장 변곡점을 맞이할 것으로 기대. 다만, 관세 정책으로 인한 서부 해안 지역의 물동량 감소는 경계해야 할 잠재적 위험 요인. 반면, 선벨트 내륙 지역은 운송여량의 수혜를 입을 것으로 전망

리테일 섹터는 이커머스 확대에 따른 구조조정이 마무리되고 있는 국면. 광역 상권을 담당하는 초대형 A급 쇼핑몰과 식료품점을 앵커 테넌트로 둔 쇼핑센터를 중심으로 투자가 증가할 것으로 기대. 안정화된 임대 시장과 낮아진 가격 레벨은 운영수익을 추구하는 투자자들의 포트폴리오 거래를 촉진할 것. 오피스는 팬데믹 이후 구조적인 변화를 겪었음. 가장 큰 폭의 가격 조정과 임대 펀더멘털 훼손을 경험했으나, 축소된 임대 수요가 향하는 자산을 중심으로 안정적인 성과가 기대

### Part 3. Issue : 부실 지속과 정점

2025년에도 부실 관련 지표는 지속적으로 증가할 것으로 예상되지만, 투자 심리는 개선되는 시기로 판단. 과거와 달리, 이번 상업용 부동산 위기로 인한 부실은 골은 깊지 않지만 꼬리가 긴 형태로 진행될 것. 2024년 은행들은 상업용 부동산에 대한 대출을 본격적으로 강화했지만, 투자자들은 CMBS 등을 통해 재평가된 자산을 담보로 한 대출 투자를 활발하게 진행했고, 이러한 트렌드는 당분간 지속될 것

대출 만기 연장과 금리 하락 기대에 따른 단기차 차환으로 2025년 만기 도래하는 자산은 여전히 많고, 이로 인해 지표 악화는 추가적으로 진행될 가능성이 높음. 다만, 이는 자산/섹터/지역 별 펀더멘털 차별화 관점에서 해석해야 할 필요. 반대로 우량 자산/섹터에 대한 투자와 거래량은 오히려 늘어날 것이기 때문

다만, 금리 변동성이 크고 예상보다 하락 폭이 제한적인 상황이 지속된다면, 임대 단에서 이슈가 있는 자산들을 중심으로 디폴트가 이어질 수 있어 금리 흐름에 대한 경계는 필요

## [경제학월(月)론]

## 관세 출구전략 찾는 G2

- 상호관세 발표 이후 글로벌 경기 침체 우려와 함께 금융시장 변동성 확대
- 미국은 향후 경기 불안 크지만 현재 경기(동행)지표 양호
- 대미 관세 협상에 강경 기조인 중국은 재고 부담 및 디플레이션 우려

Economist 이하연  
hayeon.lee@daishin.com

## 미국의 업살 vs. 중국의 허세

미 정부의 상호관세 부과 정책 발표 이후 글로벌 경기 침체 우려와 함께 금융시장 변동성 확대. 특히 미국은 스태그플레이션 진입 가능성에, 관세 외 부문에서도 정책 불확실성이 부각되며 달러 자산 전반적인 신뢰 약화 초래

상호관세 발표 전인 1분기 미국 경제는 이미 역성장 시현. 관세 부과 선수요로 수입 및 재고가 큰 폭 증가했지만, 민간 부문 수요도 견조. 향후 경기에 대한 걱정에도 현재 경기 지표(동행지표)는 여전히 양호한 수준

향후 경기 침체 우려가 현실화되지 않기 위해서는 정책 안도가 필요. 미국은 주요 교역 상대국과의 관세 협상을 서두르는 한편, 중국 견제도 지속될 전망. 특히 생산성 향상 및 첨단 산업 패권 유지를 위해 AI 등 기술 산업 관련 정책 지원 강화 가능성. 실적 시즌 통해 미국 AI 수익화 확인

한편, 1분기 시장 예상을 상회하는 성장세를 나타낸 중국은 내수 회복세가 더딘 가운데 수출 부진 가속화 우려. 재고 부담이 물가 하락 압력으로 확산. 특히 생산자물가 하락세 지속은 기업이익에 부정적 영향

## 과거 일본을 보면 중국이 보인다

중국은 과거 일본처럼 유동성 공급을 확대하고 서비스 중심으로 내수 부양을 강화할 것으로 예상. 물론 과거 일본과 달리, 중국은 이미 과잉투자 여파로 디레버리징이 지속되고 있다는 점이 내수 부양에 걸림돌. 유동성 공급 정책이 일본처럼 잃어버린 30년을 초래할거라고 단정지을 수도 없음

하지만 중국의 인구 규모를 감안할 때 내수 성장 잠재력은 여전히 높은 수준. 완화적인 재정정책이 지속되는 가운데 통화정책 역시 완화 전환 기대. 추가 금리 인하가 예상되며, 이미 중국식 양적완화(주요 국유기관들은 ETF 대량 매수) 등을 통해 유동성 공급을 강화

한편, 중국의 내수 부양 촉진은 국내 수출 기업에도 기회 요인. 최근 對중 수출은 중간재 수출 중심으로 부진이 지속되고 있으나, 소비재 수출 회복 기대. 서비스 수출도 기회 요인. 한한령으로 제약됐던 레저, 엔터테인먼트 관련 수출 회복 기대. 게다가 미국의 중국 견제로 인한 공급망 재편 수혜도 일부 가능

# Strategy

Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 원화 가치 급등이 KOSPI 향배, 투자전략에 미치는 영향

- 연휴 동안 양호한 경제지표 vs FOMC 경계와 무역협상 이슈에 상승 폭 축소
- 대만 달러와 연동된 원화 가치 급등. 원화 일방적 약세에서 벗어나는 계기
- 2Q KOSPI 2,700선 돌파 전망. 외환 변동성으로 인한 등락은 비중확대 기회

### 양호한 경제지표에 강한 반등 이후 FOMC 경계, 무역협상 이슈로 상승 폭 축소

연휴 기간 동안 미국 증시는 주말 강세를 지키지 못하고, 월요일, 화요일 약세로 다우와 S&P500은 각각 0.19%, 0.16% 상승에 그쳤고, 나스닥은 -0.12%로 마이너스 반전했다. 지난 주말 미국 증시는 무역협상 기대와 양호한 고용지표에 1%대 강세를 보였다. 하지만, 트럼프의 영화, 바이오 관세 발언과 미중 무역협상 불확실성에 하락 반전하며 주말 상승 분을 대부분 반납했다.

### 대만 달러, 2거래일만에 장 중 고점대비 16% 폭락(가치 폭등). 원/달러 역외 환율, 장 중 1,365원 도달(원화 가치 급등)

미국 증시 등락 속에 눈에 띄었던 것은 외환시장이었다. 연휴 기간 동안 대만 달러는 5.98%, 원화는 3.97% 급등한 것이다. 장 중 흐름에 있어서는 대만 달러가 16% 달러대비 강세(30년래 최대 하락폭)를 보이기도 했고, 원/달러 환율 또한 역외환율에서 1,365원대까지 내려앉았다. 대만 정부와 중앙은행은 진화에 나서며 27달러를 하회했던 대만 달러는 30달러를 회복했다. 원/달러 환율도 단기 속도 조절 이후 원/달러 환율 하향 안정화 흐름을 이어갈 전망이다.

급격한 변동성 확대로 인한 여진은 감안하더라도 이번 원화 급등은 새로운 변화의 시작으로 판단한다. 24년 이후 원화는 최근까지 달러대비 일방적인 약세를 보여왔다. 하지만, 지난 주말 기점으로 달러대비 원화 약세 강도는 117p대로 하락 반전했다. 통상적으로 원화 약세 강도가 하락(상대적 원화 강세)하는 국면에서 외국인 수급은 개선되었다. 단기 등락 이후 원화 강세 압력이 재차 강해지는 국면(원/달러 환율 1,300원 중반대로 하향안정)에서는 외국인 수급 개선에 따른 KOSPI 상승 압력 확대를 기대한다.

### 2분기 중 KOSPI 2,700선 돌파 전망 유지. 단기 등락은 비중확대 기회

KOSPI는 연휴를 앞두고 2,550선을 넘어섰다. 단기적으로는 2,600선 돌파도 가능할 것으로 보인다. 다만, 미중 무역협상에 대한 불확실성, 주요국과의 무역협상 결과에 따른 논란과 트럼프 관세정책이 반영된 경제지표 결과를 확인하는 과정에서 단기 등락은 감안해야 할 것이다.

이는 단기 과열해소, 매물소화 과정으로 이보전진을 위한 일보후퇴라고 판단한다. 예상보다 견조한 하드 데이터를 확인하고, 물가 안정과 경기둔화에 근거한 6월 연준의 급리인하 가시성이 높아지면서 상승세는 재개될 전망이다. 한국의 견조한 수출과 반도체 주도의 실적 전망 상향조정, 원화 강세 압력으로 인한 외국인 순매수 전환도 KOSPI 반등 탄력에 힘을 실어줄 것이다. 2Q KOSPI 2,700선 돌파 전망을 유지한다.

그 중심에는 반도체, 자동차, 제약/바이오, 인터넷, 2차전지 등 중단기 가격 메리트가 높고, 실적대비 저평가 영역에 위치한 업종들이 자리할 것으로 예상된다.

# ESG

Sustainable Investing Analyst 이경연  
kyungyeon.lee @daishin.com

## 돈이 되는 €\$G (2025.5 월)

- 주총 이후 신재생 에너지 테마로 전환
- ‘밸류업’ 액티브 펀드 수익률 약화 속, ‘주주환원’ 액티브는 반등세
- 방위산업, 글로벌 ESG 투자의 새로운 기회로 부상

### 주총 이후 신재생 에너지 테마로 전환

한국 상장 ESG ETF는 지난 1분기 주총 시즌을 앞두고 배당 및 주주환원 테마를 중심으로 우수한 성과를 지속했다. 이후 주총이 마무리된 4월부터는 태양광과 원자력 등 한국이 글로벌 경쟁력을 가진 신재생 에너지 테마가 다시 주목받기 시작했다.

글로벌 시장에서는 Non-US 중심의 글로벌 자산배분 펀드들이 안정적이고 견조한 수익률을 이어갔으며, 특히 가치주 중심 펀드가 경제 불확실성 환경에서 방어력을 보이는 모습이다.

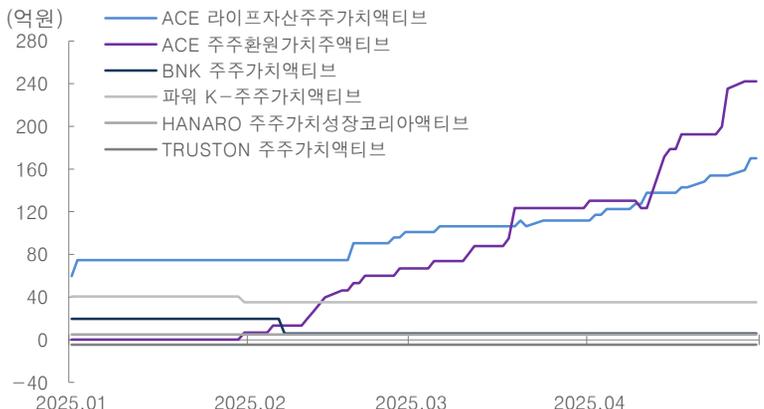
### ‘밸류업’ 액티브 펀드 수익률 약화 속, ‘주주환원’ 액티브는 반등세

국내 밸류업 액티브 ETF 들은 현대엘리베이터와 LS 를 신규 편입하거나 비중을 확대하는 공통된 투자 전략을 보였다. 한편, 주주가치 테마 중에서는 ACE 주주환원가치주액티브 ETF 가 3 개월 연속 가장 큰 규모의 누적순유입액을 기록하며 투자자의 주목을 받았다. 또한 다수의 주주가치 액티브 펀드들이 자사주 소각 및 중복 상장 이슈를 해소한 동원산업에 관심을 나타냈다.

### 방위산업, 글로벌 ESG 투자의 새로운 기회로 부상

글로벌 지속가능투자 분야에서는 최근 방위산업이 ESG 투자의 새로운 영역으로 부상하고 있다. UBS 등 글로벌 자산운용사들이 투자정책을 재검토하여 방위산업을 긍정적으로 평가하기 시작했고, 사모 신용(Private Credit) 시장도 방위산업의 새로운 자금 조달 창구로 자리 잡는 추세다.

### 주주가치 액티브 ETF 누적순유입액 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## 달러원 환율 급락 코멘트

- 달러원 환율 1,360원대 진입하며 6개월 중 최저 수준 기록
- 원화는 대만달러 proxy 통화로서 간접 헤지 자산 수요 유입
- 달러원 환율 추가 하락 시도 가능하나, 단기적으로 속도조절 예상

### 달러원 환율 1,360원대 진입하며 6개월 중 최저 수준 기록

연휴 중 달러원 환율은 1,360원대에 진입하며 작년 11월 이후 최저 수준으로 하락했다. 미중 갈등 완화 기대에 아시아 통화가치 절상압력이 확대되었다. 특히 대만달러 환율이 2거래일 만에 10% 급락하며 30년 중 최대 하락폭을 기록한 상황에서, 원화는 proxy 통화로서 헤지 수요가 더해진 것으로 파악된다.

### 대만 달러 강세가 왜 원화에도 영향을 주는지?

금번 대만달러 가치 급등에는 미중 긴장이 완화된 가운데, 미국-대만 협상에서 대만 통화가치 절상압력이 있을 수 있다는 우려가 유입된 영향이 컸다. 대만 정부는 미국과 환율 관련 논의는 없었다고 밝혔으나, 환율 급락세를 잠재우는 데 역부족이었다. 한국도 대만 못지않게 미국에 대한 경상수지 흑자 수혜를 누려온 만큼, 트럼프의 타겟이 될 수 있다는 우려를 피해갈 수 없었던 것으로 보인다. 이에 대만달러 환율뿐만 아니라 달러원 환율 하락으로도 이어진 것으로 풀이된다.

미국 자산을 대거 보유한 대만의 금융기관 및 기업들의 환 헤지 수요가 급증한 점 또한 대만달러 가치 강세폭을 확대했다. 기존에 환 헤지 비중이 크지 않았던 생명보험 및 수출기업들 중심으로 수익 악화 우려가 대두되며 긴급하게 환 헤지에 나선 상황이다. 한국은 대만과 경제구조가 비슷하고 상대적으로 외환시장 규모가 크다. 이에 원화가 간접 헤지 자산으로서 두각을 나타내며 달러원 환율 하락폭을 확대했다.

### 달러원 환율 추가 하락 시도 가능하나, 단기적으로 속도조절 예상

달러원 환율이 빠르게 레벨을 낮춤에 따라 국내 기업 및 기관들의 달러 투매가 나올 수 있어, 환율 추가 하락 가능성을 열어둘 필요가 있다. 또한 상반기 중 대외 달러약세 국면이 유지될 공산이 커, 달러원환율 하향 안정화 흐름은 유효하다는 판단이다.

달러가 상승 추세로 전환하기 위해서는 1) 미국 자산에 대한 신뢰회복, 2) 감세/규제 완화 혹은 통화정책 완화에 따른 경기 개선 기대가 필요하다. 그러나 미국채 10년물 금리가 재차 4.3%를 상회하는 등 불안한 흐름을 보이고 있어 정책 시행 여력에 대한 의구심이 여전하다. 달러가치가 빠르게 반등하기를 기대하기는 어려워 보인다.

그러나, 환율 하락 속도 측면에서 조절이 나타날 여지가 남아있다. 전일 대만달러 환율은 다시 30달러 수준으로 반등했다. 또한 익일 새벽 미 FOMC 결과 발표를 앞두고 관망세가 유입될 수 있음을 감안하면, 달러원 환율이 당장 추세적으로 급락을 지속하기보다 단기적으로 속도조절이 나타날 여지가 커 보인다.

# 유틸리티업

허민호 minho.hur@daishin.com

투자의견

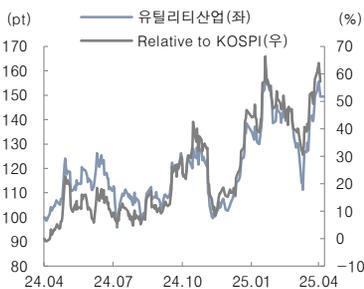
## Overweight

비중확대, 상향

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
두산에너지리 티	매수	38,000
한전기술	매수	95,000
한전KPS	매수	57,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.7	10.9	28.2	51.4
상대수익률	12.3	9.0	27.3	58.7



# 체코 원전 계약 체결 금지 가처분 명령: 체코와 프랑 스의 정부간 협상 기대

- 5/6 체코 지방법원의 두코바니 원전 계약 체결 중단 가처분 명령
- EDF는 반독점사무소가 입찰절차에 대한 이의 처리 거부에 대해 항소
- 체코와 프랑스의 정부간 협상을 통한 분쟁 해결 가능성도 존재

### 5/6 체코 지방법원은 두코바니 원전 계약 체결 중단 가처분 명령

체코 브르노 지방법원(행정법원)은 2025년 5월 6일, 한수원과 체코전력공사(ČEZ)의 자회사 EDU II 사이에 예정된 두코바니 원전 건설사업 계약의 최종 서명을 일시적으로 차단하는 가처분 명령 발표. EDF가 제기한 계약 체결 중단 신청을 받아들인 조치임. 법원이 해당 본안 소송을 심리할 동안 계약이 체결되면, 구제의 실효성이 사라진다는 점을 고려한 결정임. 가처분 인용에 따라 EDF의 소송에 대한 본 판결이 나올 때까지 최종 계약 서명은 어려운 상황

### 체코 반독점사무소의 입찰절차에 대한 이의 처리 거부 등에 대해 항소

체코 정부와 ČEZ는 원전 건설사업을 '국가안보 예외'에 근거한 특별한 방식으로 입찰을 진행했음. 체코 공공조달법 제29조(a)항은 "국가 기본 안전이익 보호를 저해할 우려가 있어 통상적 입찰을 진행할 수 없는 경우" 등에는 예외적으로 일반 입찰절차를 생략할 수 있도록 규정하고 있음. 2024년 9월과 2024년 11월 2번에 걸쳐서 EDF와 웨스팅하우스는 한수원이 우선협상대상자로 선정된 것에 대해 국가안보 예외 적용 자체의 위법성 등을 이유로 체코 반독점사무소(UOHS)에 이의를 제기했으나, 반독점사무소는 2024년 10월 30일 1심 판결과 2025년 4월 24일 2심 판결을 통해 "안보 예외 적용으로 통상과 다른 조달절차를 밟을 경우, 동 기관에 이의를 제기할 수 있는 법적 근거가 없다."며 이의 신청을 기각했음. 2025년 5월 2일 EDF는 체코 브르노 지방법원에 "반독점사무소가 입찰 절차에 대한 이의 처리를 거부했다."는 사실을 주로 행정소송을 제기했음

### 체코와 프랑스의 정부간 협상을 통한 분쟁 해결 가능성 존재

향후 3가지 시나리오 가능. [시나리오1] 가처분 해제 및 한수원과의 계약 지속. 이 경우 수 주 ~ 수 개월 지연된 후 2025년 중 최종 계약 체결 가능. [시나리오2] 체코와 프랑스의 정부간 협상을 통한 분쟁 해결. 향후 체코 내 다른 원전 사업에서 EDF의 일정 역할 확보 등의 조건으로 소송을 철회하는 타협안 가능. [시나리오3] EDF 승소로 입찰 절차의 변경/재추진. 공공조달법 제29조(a)항 등을 감안 시, 시나리오3의 가능성은 낮을 것으로 기대되지만, 최종적으로 최고행정법원에 상고 가능, 유럽 내 프랑스의 외교/경제적 지위, 폴란드 원전의 사례 등을 감안 시 시나리오2의 가능성도 배제하지 못함. 과거에도 AREVA(구 EDF의 원자력 자회사)는 2013년 체코 테멜린 원전 3,4호기 입찰 탈락 후 계약 체결 중단 가처분을 얻어내 바 있으며(단, 이후 체코 정부의 사업 철회로 효력 상실, 2022년 10월 폴란드 루비아토보-코팔리노 원전 3기 사업에 탈락한 후 'EU 조달 규칙 위반(비공개·불투명 절차)'으로 제소 가능성을 내비친 적 있음. 당시 EDF는 공식 제소 대신, EU 집행위 혹은 프랑스·폴란드 정부 간 외교 채널을 통한 이의 제기에 주력. 2024년 1월 폴란드 정부는 예정 중인 2번째 원전 프로젝트에 EDF의 관심을 공식 확인했다고 밝힘. 이는 폴란드 정부가 명시적으로 밝히지는 않았지만, EDF의 원전 기술을 유력한 기술 옵션으로 고려하고 있는 것으로 해석될 수 있음

# JYP Ent.

## (035900)

### 임수진

soojin.lim@daishin.com

### 투자의견

BUY

매수, 유지

### 6개월

### 목표주가

85,000

유지

### 현재주가

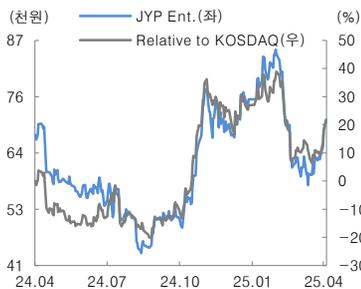
(25.05.02)

70,800

엔터테인먼트업종

KOSDAQ	721.86
시가총액	2,516십억원
시가총액비중	0.67%
자본금(보통주)	18십억원
52주 최고/최저	85,100원 / 43,500원
120일 평균거래대금	524억원
외국인지분율	21.05%
주요주주	박진영 외 3인 15.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.1	-5.6	45.2	4.6
상대수익률	10.1	-4.8	46.7	25.7



# 1분기 부진하나 2분기부터 본격게임

- 1Q 일회성 비용 및 메가 IP 활동 부재로 마진을 하락하며 컨센 하회 전망
- 신인 성장 가능성 재확인한 시점. 키플립, 엔믹스, 넥스지 팬덤 유입세
- 2분기 스키즈 대규모 공연으로 실적 개선 본격화. 트와이스 공연 발표도 기대

## 투자의견 매수 및 목표주가 85,000원 유지

목표주가는 2025E EPS 3,476원에 Target PER 25배를 적용하여 산출.

1분기는 저연차 IP 중심의 활동으로 인해 실적은 시장 기대치를 하회할 전망. 다만, 하락 요인이 일회성에 가깝고, 저연차 IP의 성장 가능성을 재확인한 시점으로 긍정적으로 평가. 키플립은 데뷔 앨범 누적 판매량 32만장으로 기대치를 상회했으며 엔믹스는 라이트 팬덤의 유입세가 뚜렷하게 나타나 음반판매량 반등세를 기록. 넥스지의 경우 최근 발매한 앨범이 24만장을 기록하며 전작 대비 두배 가까운 성장세를 보임. 하반기에도 성장세 지속될 시 디스카운트 요인 해소될 전망

2분기에는 스트레이키즈의 대규모 공연 일정이 집중되며 실적 개선이 본격화될 것으로 예상됨. 3분기에는 트와이스의 신보 발매 및 신규 월드투어 소식이 실적 및 밸류에이션에 긍정적 모멘텀으로 작용할 전망

## 1Q25 Preview: 1분기 부진하나 2분기부터 본격게임

1분기 연결 기준 매출액 1,184억원(YoY -13.2%, QoQ -40.5%), 영업이익 138억원(YoY -58.9%, QoQ -62.6%)으로 컨센 하회할 것으로 예상됨

키플립 데뷔 초기 프로모션 비용과 '더딤따라' 관련 잔여 비용 약 20억원 등 일회성 비용이 반영된 영향. 또한, 올해 1분기에는 메가 IP 신보 부재 및 소규모 공연 중심의 활동으로 4분기에 이어 마진을 하락세 지속될 전망

[음반] 키플립, NiziU, ITZY 예지, 엔믹스, 엑디즈 신보 발매 및 구보 합산 음반판매량은 약 206만장 기록. 음반 매출 206억원(YoY -33.2%, QoQ -61.5%) 전망

[공연] 스키즈, 미사모, DAY6, 엔믹스, 니주의 월드투어로 합산 모객수 약 44.9만명, 42회 진행하며 공연 매출 212억원(YoY -28.1%, QoQ -44.4%) 예상됨

2분기부터는 기다려온 스트레이키즈의 월드투어로 이익 개선세 본격화될 전망. 2분기에만 약 116만명 모객이 예상되며 대규모 공연을 통한 레버리지 효과가 기대됨. 특히 2분기 MD 매출 대부분은 순매출로 인식되는 해외 매출이 대부분으로 가파른 마진을 회복세 보일 것으로 예상. 또한, 2분기 고회율이 유지되고 있으며 양호한 티켓 수요를 기록 중. 공연 매출은 시장 기대치 상회할 가능성이 높다고 판단되며 하반기에도 활발한 활동으로 실적 개선세 지속될 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	작성추정	잠정치	1Q25(F)			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	137	199	125	118	-13.2	-40.5	125	225	136	90.3
영업이익	34	37	18	14	-58.9	-62.6	21	53	466	282.4
순이익	32	26	15	12	-62.5	-54.2	45	40	2,664	233.1

자료: JYP Ent., FnGuide, 대신증권 Research Center

# 파트론 (091700)

박강호  
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

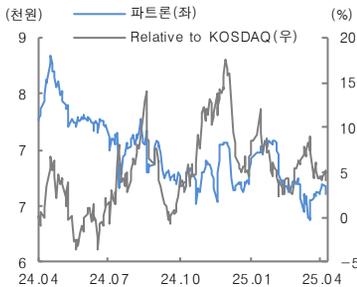
6개월 목표주가 **10,000**  
하향

현재주가 **6,880**  
(25.04.30)

가전 및 전자부품업종

KOSDAQ	717.24
시가총액	39231억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	2931억원
52주 최고/최저	8,500원 / 6,580원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	16.54%
주요주주	김종구 외 12 인 26.67%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	-6.1	-2.1	-14.3
상대수익률	-2.7	-4.6	0.7	3.8



## 1Q 부진, 시간이 필요

- 1Q25 영업이익은 63억원(-46% qoq/-61% yoy), 추정을 하회
- 2Q25 영업이익은 59억원(-6% qoq/-59% yoy) 추정, 부진 지속
- 핵심 사업의 부재로 2025년 매출과 영업이익은 역성장 전망

### 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 10,000원 하향(9.1%)

연결, 2025년 1Q 매출(3,281억원)과 영업이익(63.2억원)을 종전 추정(매출 3,399억원 / 영업이익 139억원)을 각각 3.5%, 54.5%씩 하회한 부진한 실적을 기록. 또한 전년 대비 매출과 영업이익은 각각 11.5%, 61%씩 감소, 영업이익률은 전년 대비 2.5%p 하락, 매출 대비 수익성이 더 부진

삼성전자의 갤럭시S25시리즈 초기 판매 관련한 손해가 적은 점, 카메라모듈 매출이 20.2%(yoy) 감소, 또한 신성장으로 추진하였던 전자담배 매출(41억원)도 80%(yoy) 감소 등 전체적인 외형 감소, 고경비 부담이 가중된 것으로 판단. 2025년 2Q 영업이익은 59.4억원으로 6%(qoq/-58.5% yoy) 감소 / 매출도 4.4%(qoq) 감소 등 부진할 전망

2025년 주당순이익(EPS)을 종전 대비 36% 하향, 목표주가를 10,000원으로 9.1% 하향. 투자 의견은 매수(BUY) 유지. 밸류에이션의 저평가(2025년 P/B 1.16배 적용, 자사주 소각 예정) 구간이나 전략 고객사내 점유율 확대의 어려움, 신성장 사업의 매출 정체로 실적 개선에 시간이 필요. 단기보다 중장기 관점이 필요. 중장기적으로 매출 성장이 가능한 포트폴리오로 변화 필요. 신성장 사업(센서, 전자담배, 전장 등)을 확대하였으나 핵심 사업의 부재, 매출 비중이 높은 휴대폰 부품(카메라모듈)의 둔화, 고객사내 점유율 하락이 반영되면서 2025년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 10.9%, 43.3%씩 감소 추정

### 2025년 1Q 매출과 영업이익은 각각 12%(yoy), 61%(yoy)씩 감소

2025년 1Q 매출은 3,281억원(-11.5% yoy/0.8% qoq), 영업이익 63.2억원(-60.9% yoy/-46.2% qoq), 당기순이익 66.8억원(-53.8% yoy/-50% qoq) 기록, 휴대폰용 카메라모듈 매출은 20.2%(yoy) 감소, 반면에 심박 등 센서 매출은 28.3%(yoy) 증가. 전자담배 매출은 80%(yoy) 감소

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25		2Q25					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	371	326	339	328	-11.5	0.8	330	314	-15.2	-4.4
영업이익	16	12	14	6	-60.9	-46.2	12	6	-58.5	-6.0
순이익	14	12	11	7	-53.8	-50.0	0	4	-72.7	-35.3

자료: 파트론, FnGuide, 대신증권 Research Center

# 비에이치 (090460)

박강호  
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

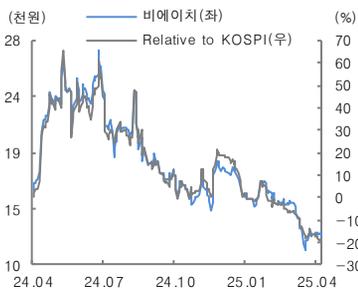
6개월 목표주가 **19,000**  
하향

현재주가 **12,340**  
(25.04.30)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2556.61
시가총액	425십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	27,150원 / 11,160원
120일 평균거래대금	46억원
외국인지분율	10.93%
주요주주	이경환 외 6 인 21.37% 국민연금공단 7.19%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.3	-19.6	-25.2	-29.3
상대수익률	-13.2	-20.2	-24.1	-25.5



## 2Q 흑자전환 예상

- 1Q25 영업이익(-254억원)은 적자확대(qoq), 컨센서스 하회
- 2Q25 영업이익은 235억원으로 흑자전환(qoq) 추정
- 2025년 저평가(P/B 0.5배, P/E 6.3배), 중장기적 접근

### 투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 19,000원 하향(5%)

2025년 1Q 영업이익은 -253.6억원(적지 qoq/적전 yoy), 매출은 3,324억원(-31.9% qoq/11.2% yoy) 기록. 영업이익은 2분기 연속으로 컨센서스를 하회. MLB(다중인쇄회로기판, HDI)의 매출 부진과 낮은 가동률, 고정비 부담이 지속, 또한 재고 관련 비용의 반영으로 종전 추정보다 적자 확대. HDI는 2024년 애플이 아이패드 프로(11인치/13인치)에서 디스플레이용 PCB를 HDI(경성, MLB)로 전환, 신규 투자를 진행. 아이패드 프로의 판매 부진과 경쟁사가 공급이 실적 부진의 배경. 2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 17.1% 하향, 목표주가를 19,000원(2025년 목표 P/E 9.8배(평균하단))으로 하향, 투자 의견은 매수(BUY) 유지

### 2Q25 영업이익은 흑자전환(qoq) 추정, 아이폰17 생산이 시작

2025년 2Q 실적 회복(영업이익 흑자전환) 및 밸류에이션 저평가에 초점을 맞춘 중장기적 관점에서 비중 확대 유지. 투자 포인트는

- 2Q25 영업이익은 235억원으로 흑자전환(qoq/-24.9% yoy), 매출은 4,403억원으로 32.5%(qoq/-6% yoy) 증가 추정. 애플의 아이폰17형 생산이 시작, R/F PCB 매출 증가
- 밸류에이션은 2025년(P/E 6.3배, P/B 0.5배) 기준으로 역사적 저점, 저평가 판단. 2025년 실적(매출 -2.2% yoy, 영업이익 -18.3% yoy)이 역성장을 추정하나 전장(차량용 무선충전기) 및 HDI(태블릿)에서 점유율 확대, 2026년 이후에 차별화된 성장 가능

### 2025년 1Q 영업이익(-253.6억원)은 적자지속(qoq/적전 yoy)

2025년 1Q 매출은 3,324억원(11.2% yoy/-31.9% qoq), 영업이익은 -253.6억원으로 적지(qoq/적전 yoy). 아이폰16 모델 중 프로/프로맥스 판매 양호로 애플향 R/F PCB 매출은 36.3%(yoy) 증가, 차량용 무선충전기(BH EVS) 매출은 894억원으로 전년 대비 유사. 전체 매출은 성장했으나 신사업인 HDI(주기판)의 매출 부진, 고정비 부담이 가중되면서 영업이익이익은 적자 확대

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	299	488	325	332	11.2	-31.9	317	440	-6.0	32.5
영업이익	8	-5	-14	-25	적전	적지	-1	24	-24.9	흑전

자료: 비에이치, FnGuide, 대신증권 Research Center

#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.