

2025 베트남 전망

새로운 성장의 국면 진입

미래에셋증권 베트남

리서치센터

research@miraeasset.com.vn

본 자료는 참고자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다.

Part I

—
매크로 전망



CONTENTS

주식 시장 전망 : 저평가된 시장, 매집 적기

- VN-Index 주기 사이클: 강세장에 위치
- 베트남 주식 시장 전망: 매력적 밸류에이션
- 주요 우려 요인: '25년에 해소될 전망

베트남의 완화적 통화 정책: 추가 하방 리스크 감소

- 완화적 통화 정책 기조 유지 전망
- 안정적 금리 및 높은 신용 성장 예상
- 환율 변수: 베트남 동화 약세

경제: 새로운 성장의 국면

- 베트남 정부 비전: 2030 긍정적 전망
- '25 성장 요인, 야심찬 정부의 목표 달성 예상

베트남 정부의 주식 시장 발전 계획

- 정부의 EM 편입 목표
- 밸류에이션 비교: '25년 FII 유입 증가 가능성
- IB & 증권사, 선제적 자본금 증자 준비



[요약] 매크로 전망

- 현 베트남 주식시장은 매력적 밸류에이션에 거래되고 있으며, 낮은 P/E 비율과 EPS 성장 전망은 이를 지지. 시장 사이클은 강세장을 이어가고 있으며, VN-Index는 긍정적 흐름을 유지하고 있음. 연내 주요 우려 요인은 '25년에 해소될 가능성.
- 현재 베트남 중앙은행의 완화적 통화정책 기조는 지속될 것으로 예상되며, 추가 하방 리스크를 축소시킬 것. 안정적인 금리와 높은 신용 성장률 또한 동반될 것으로 예상되나, 동화 절하 압력의 위험 상존.
- 베트남 경제는 성장 국면의 초기 단계로 정부의 장기적 목표와 비전('25~'30)이 유망해 보임. 특히, '25년에는 인프라 투자 가속화, FDI 유입, 민간 소비 회복 등 여러 핵심 동력이 부각될 전망.
- 한편, 주식시장의 발전을 위해 베트남 정부는 국제적 위상 제고와 더불어 FII 유치에 적극적으로 나서고 있음. 이를 대비하여 IB 및 증권사들은 선제적 자본금 증자 작업 진행 중.

VN-INDEX 주기 사이클: 강세장에 위치



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터
* 2024년 12월 31일 기준

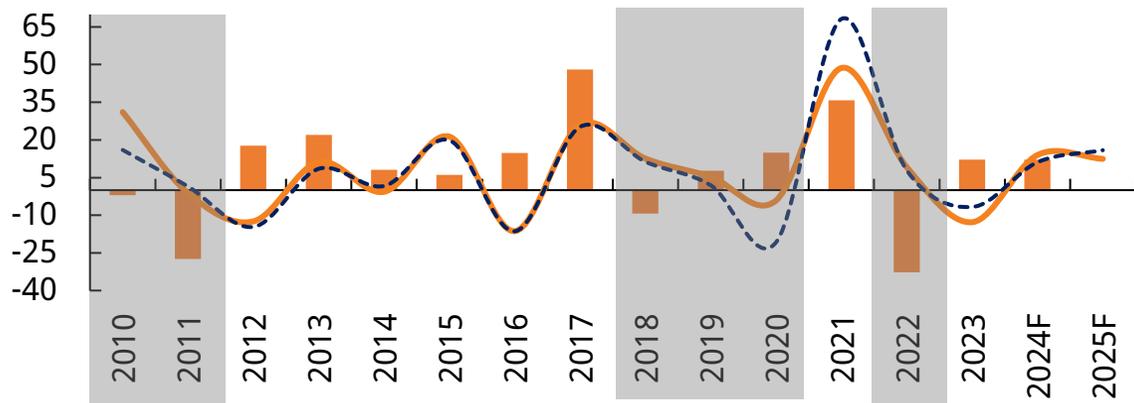
주식 시장 전망: 매력적 밸류에이션

적정 P/E 밴드: 14-17배



실적 사이클: '25년 회복 전망

(% YoY) — Market returns — EPS growth — Core EPS growth



'25년 VN-Index 시나리오 : 성장 가능성

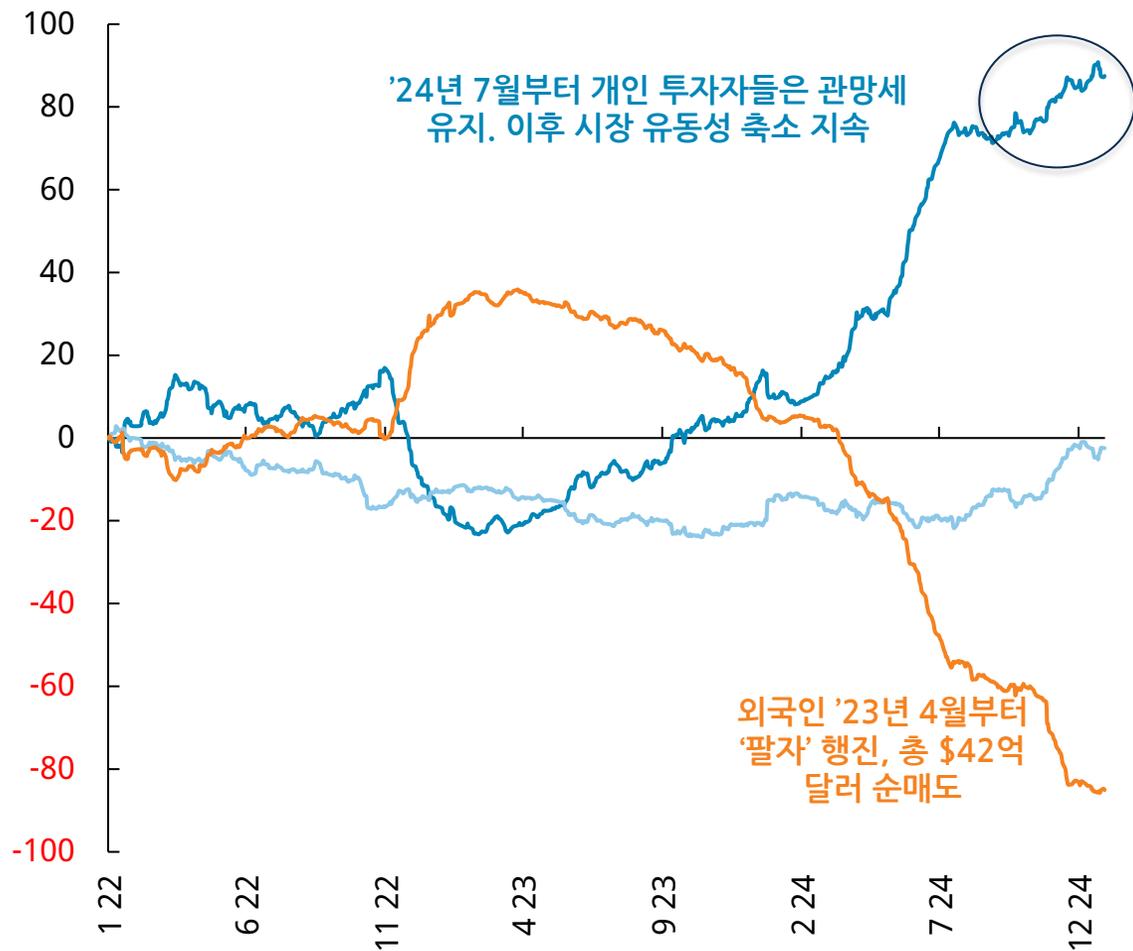
		P/E				
		risk-off	normal	normal	optimism	optimism
		11x	14x	17x	20x	23x
2025 EPS 성장률	13%	1,064	1,351	1,637	1,924	2,211
	14%	1,073	1,362	1,652	1,941	2,231
	15%	1,082	1,374	1,666	1,958	2,251
	16%	1,092	1,386	1,681	1,976	2,270
	17%	1,101	1,398	1,695	1,993	2,290
	18%	1,111	1,410	1,710	2,010	2,309

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

주요 우려 요인: '25년에 해소될 전망

투자자별 누적 순유입/유출 ('22년~)

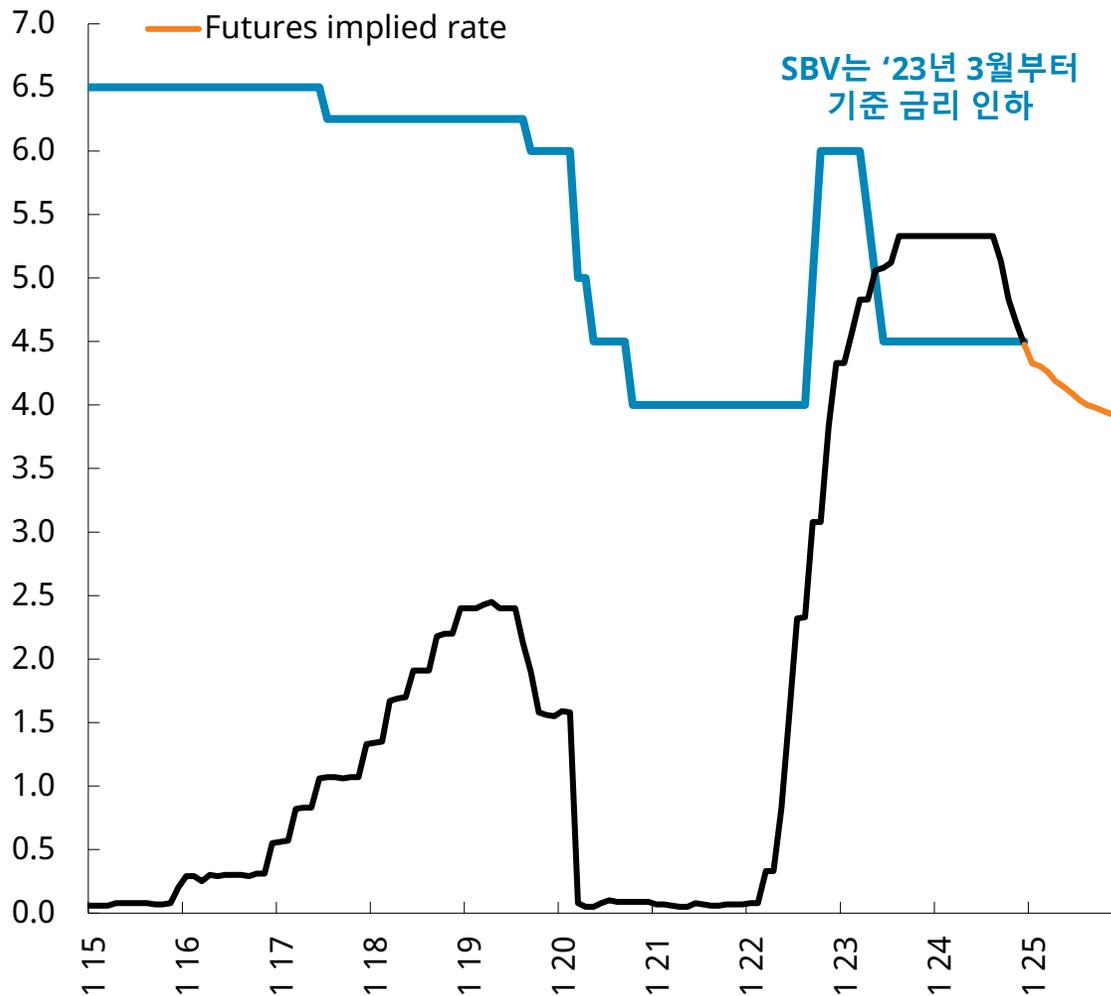
(VNDtn) — Local individuals — Local institutions — Foreign investors



자료: FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

美연준 금리 인하 기조에 따른 베트남 금리 상방압력 완화

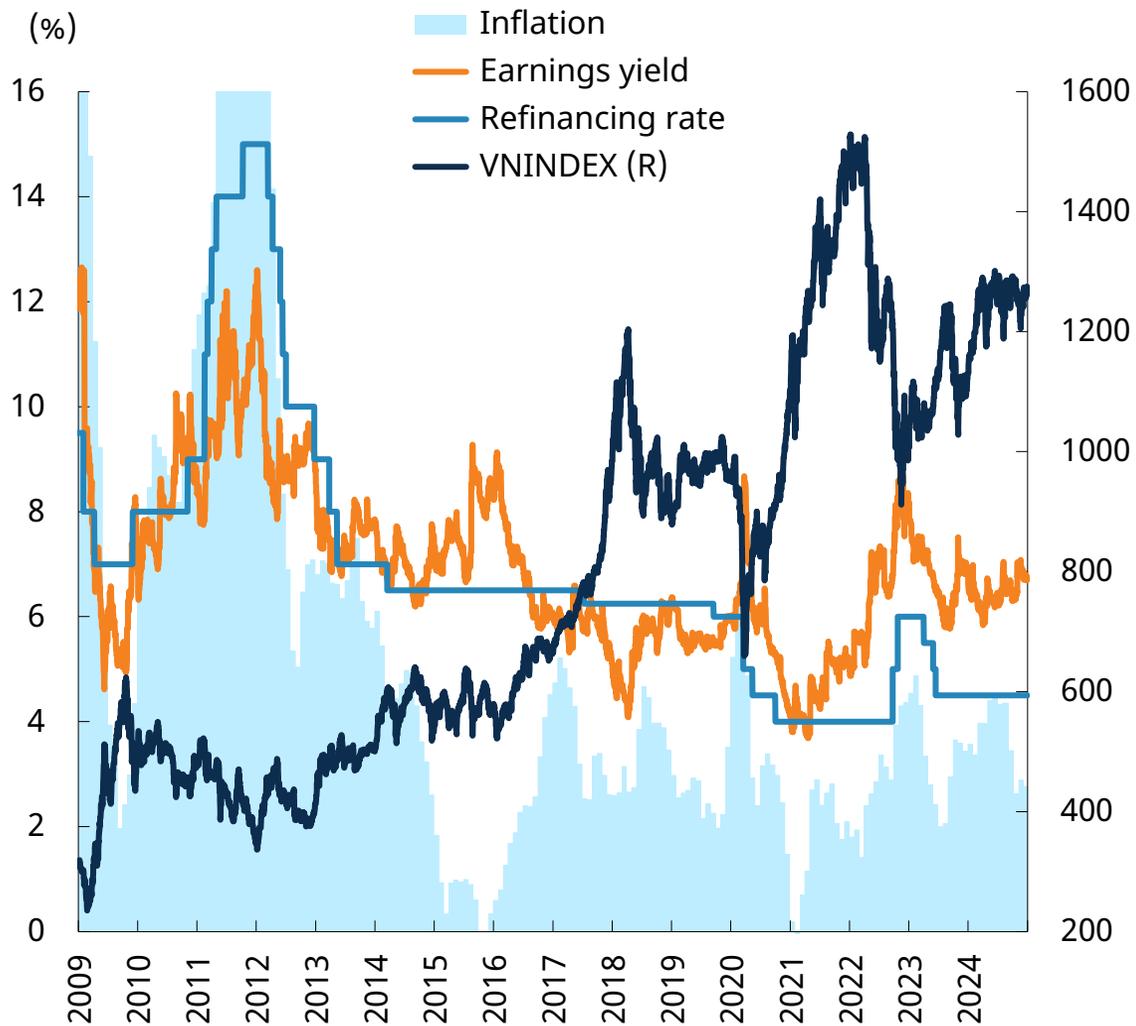
(%) — Vietnam's policy rate (refinancing) — Effective Federal Funds rate — Futures implied rate



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

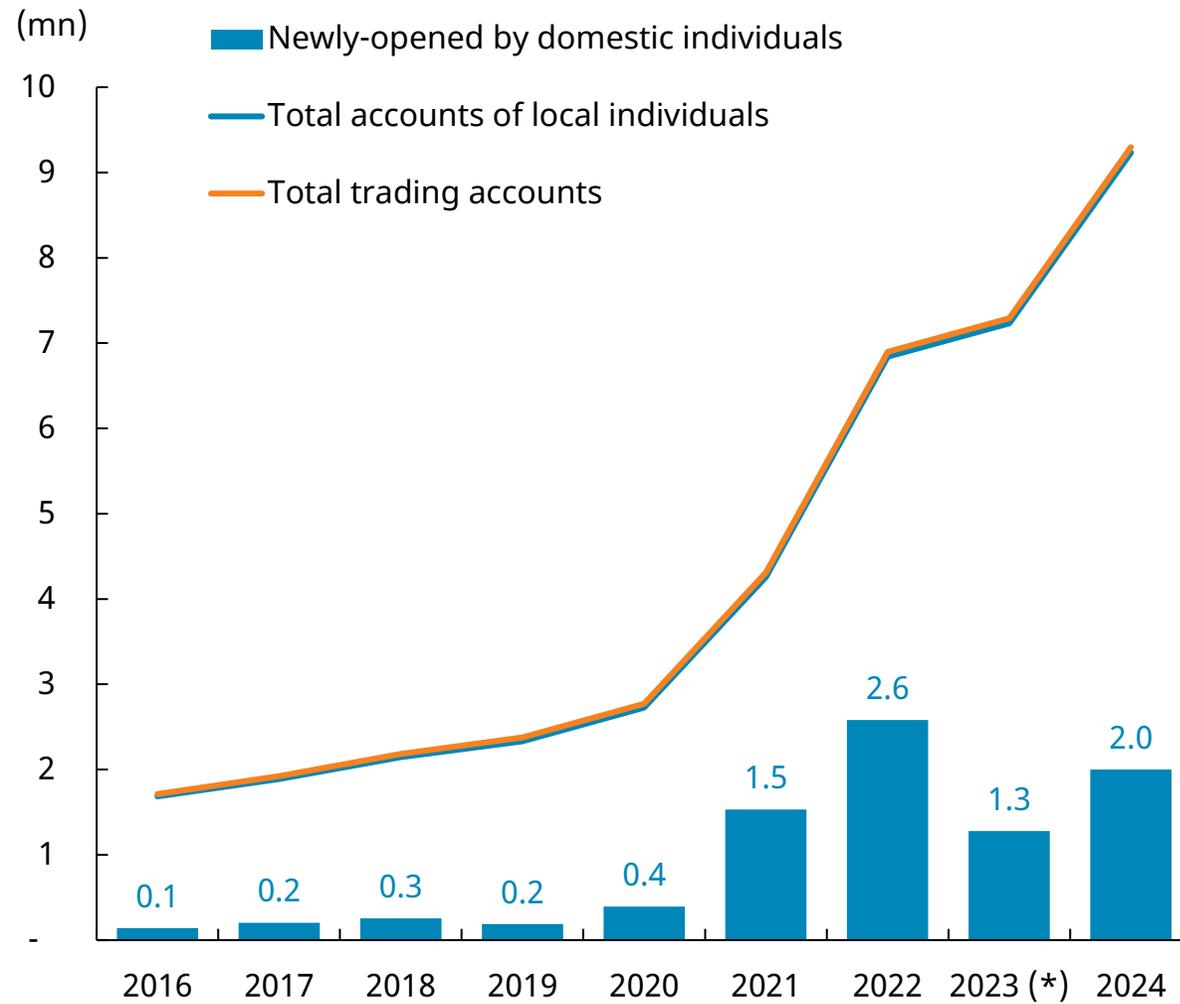
베트남 통화완화 정책: 주가 하방 리스크 감소

베트남 주식시장, 긍정적 기대 수익률 기록



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터
* 2024년 12월 31일 기준

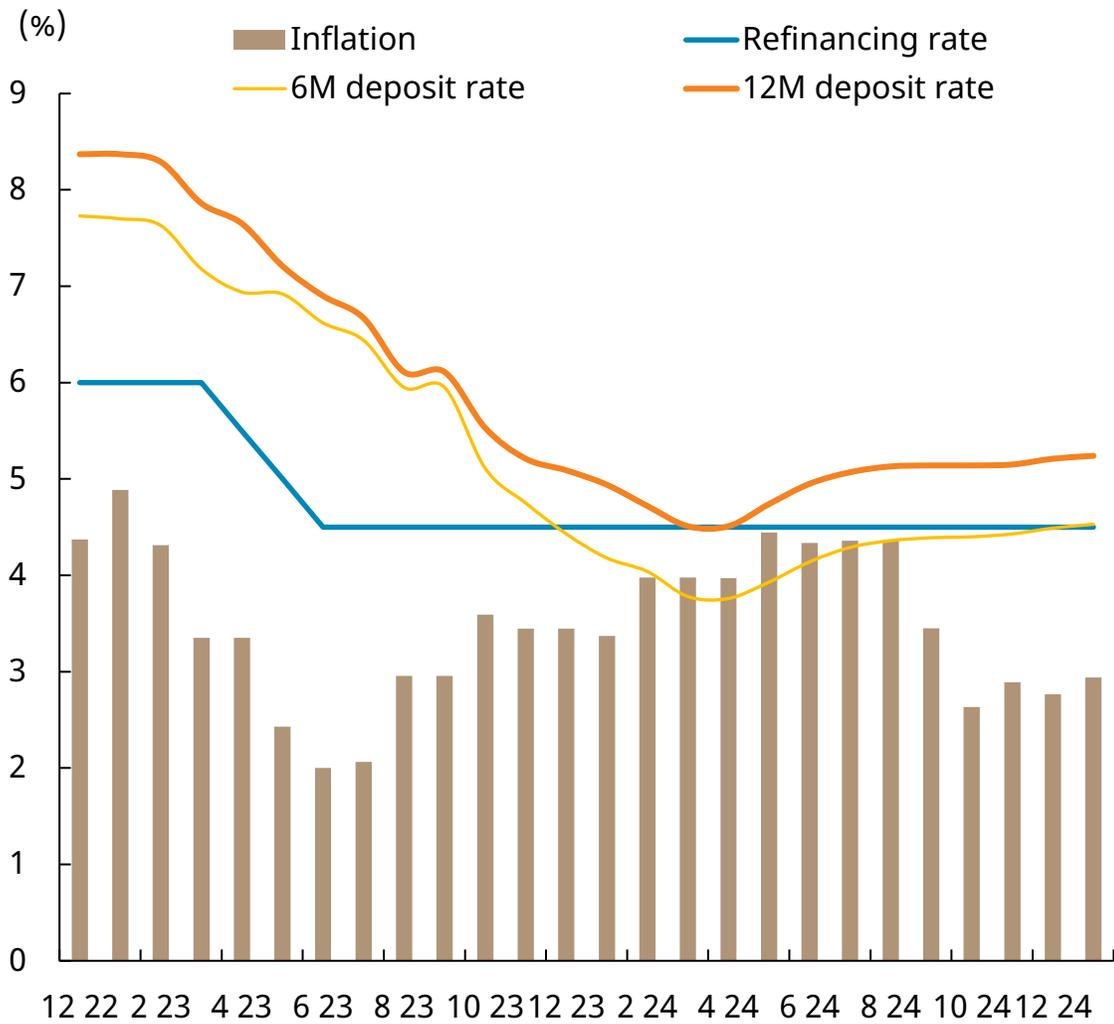
개인 투자자: 주식 시장에 대한 관심도 상승



자료: VSD, 미래에셋증권 베트남 리서치센터
* 2023년 886,779 휴먼 계좌 해지됨

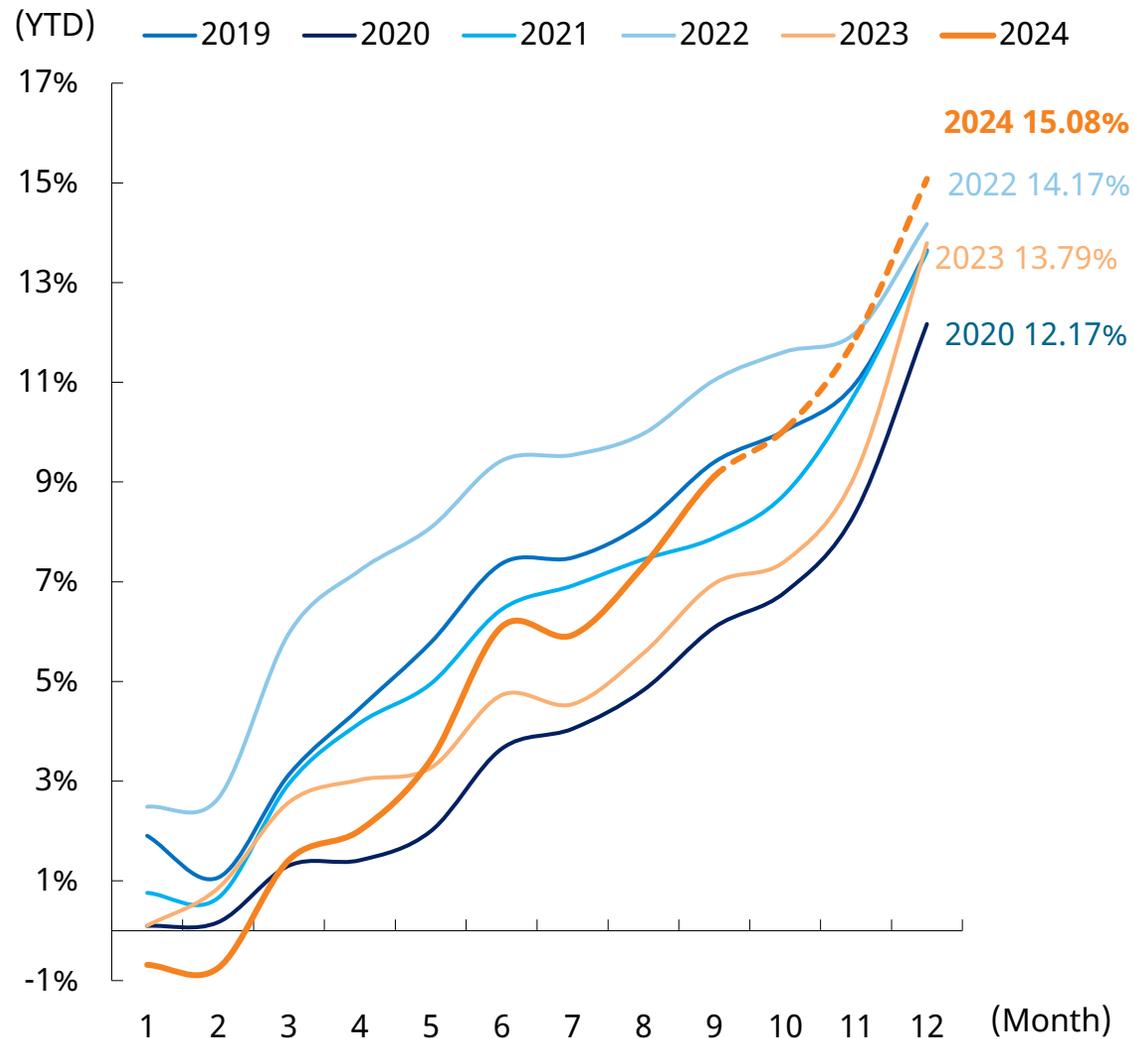
안정적 금리 및 높은 신용 성장 전망

SBV의 완화적 통화 정책으로 '25년 안정적 금리 예상



자료: SBV, GSO, 베트남 상업은행, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

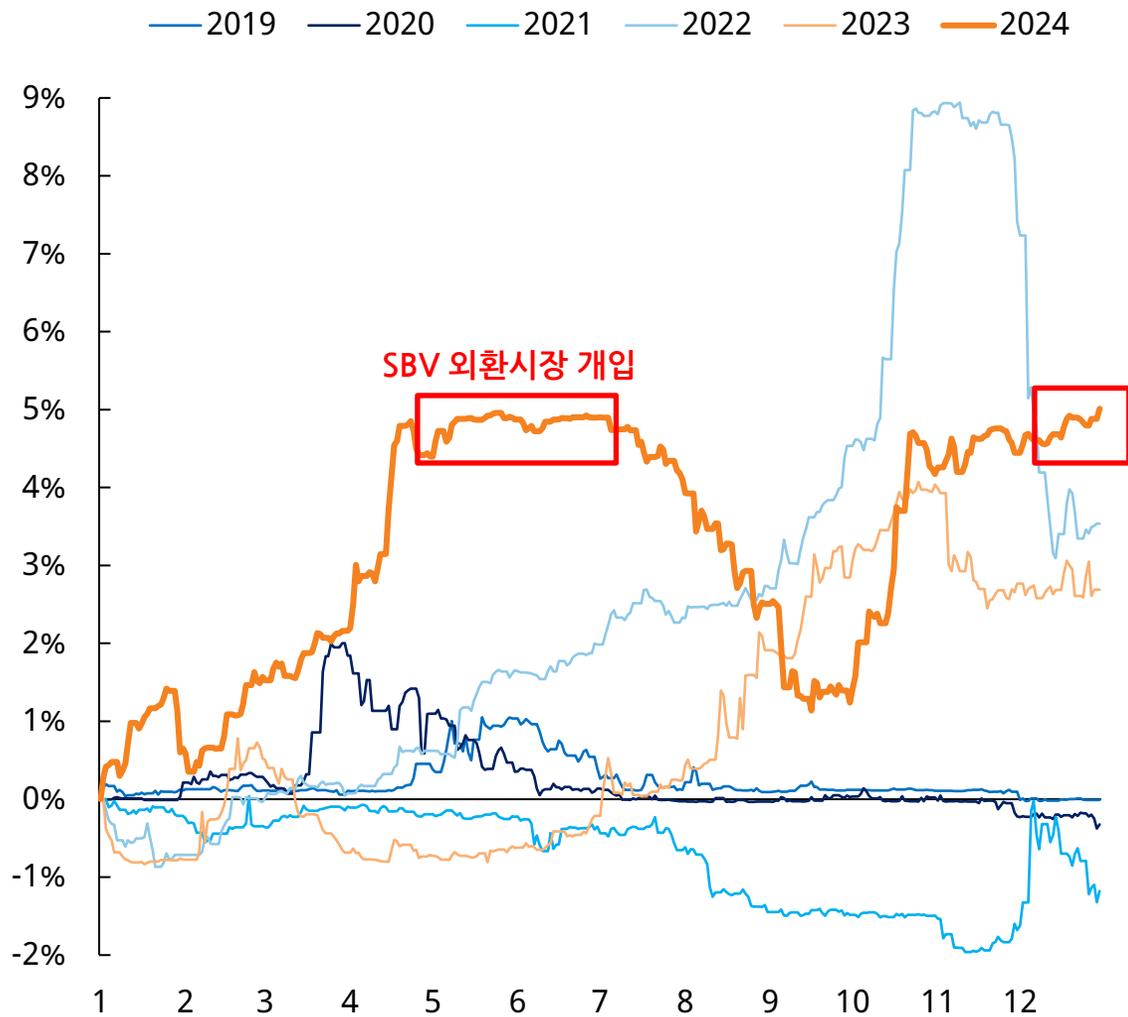
'25년 신용 성장 목표 상향: 16% YoY



자료: SBV, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

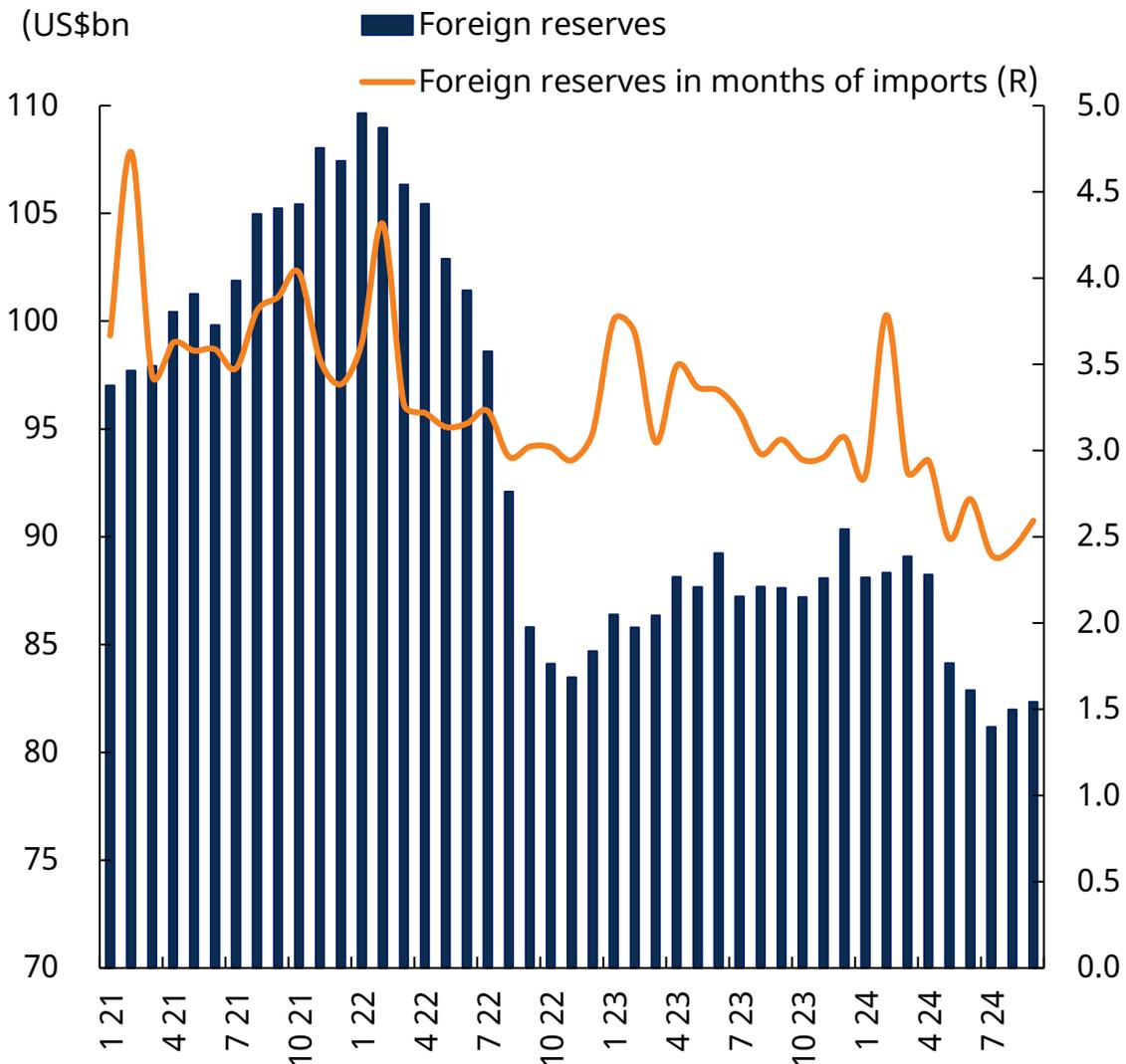
환율 변수: 베트남 동화 약세

베트남 동화 가치 큰 폭 하락 (동/달러 환율 상승)



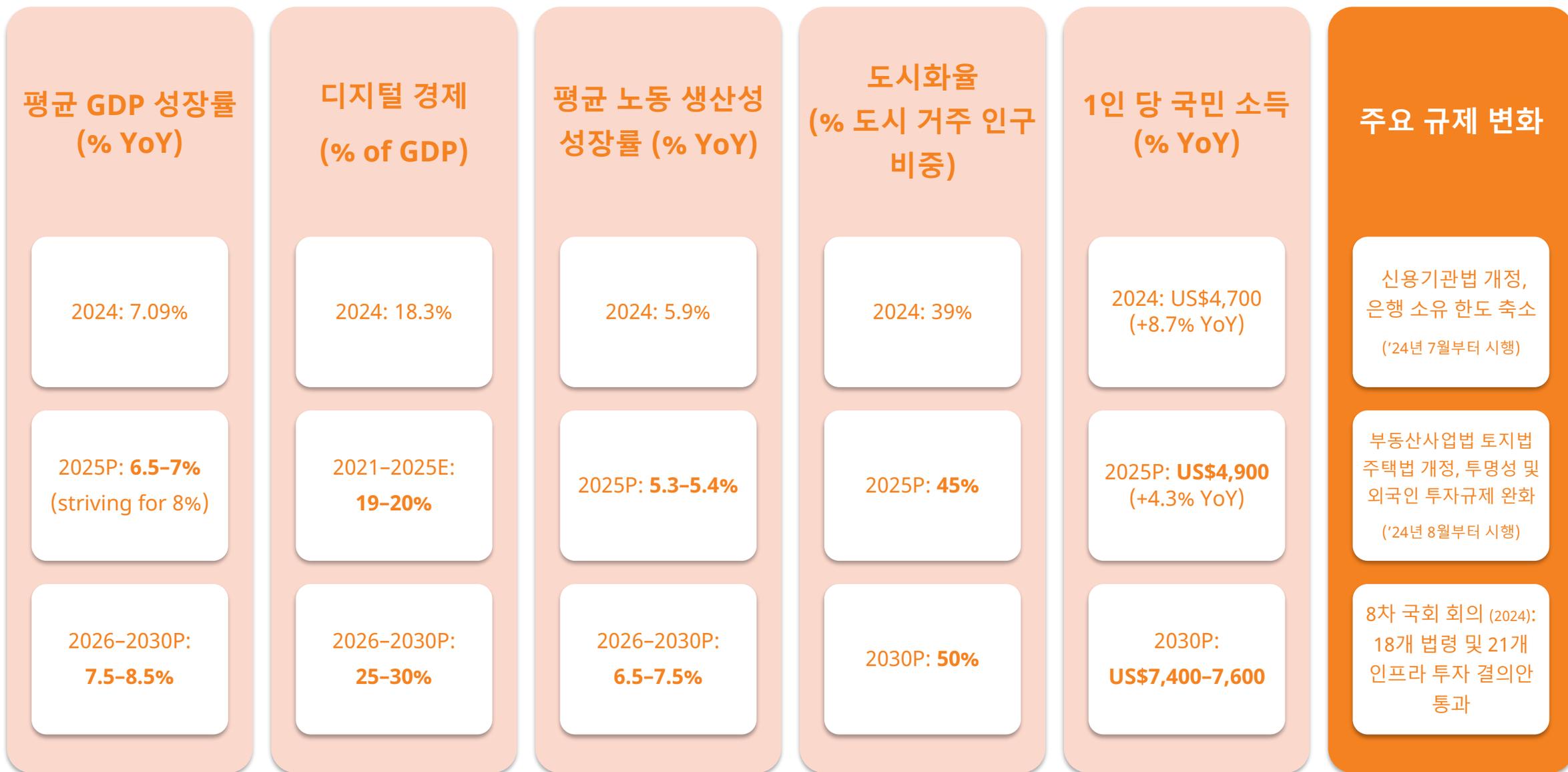
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

베트남 중앙은행(SBV) 외환 보유고는 상대적으로 낮은 수준



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 9월 기준

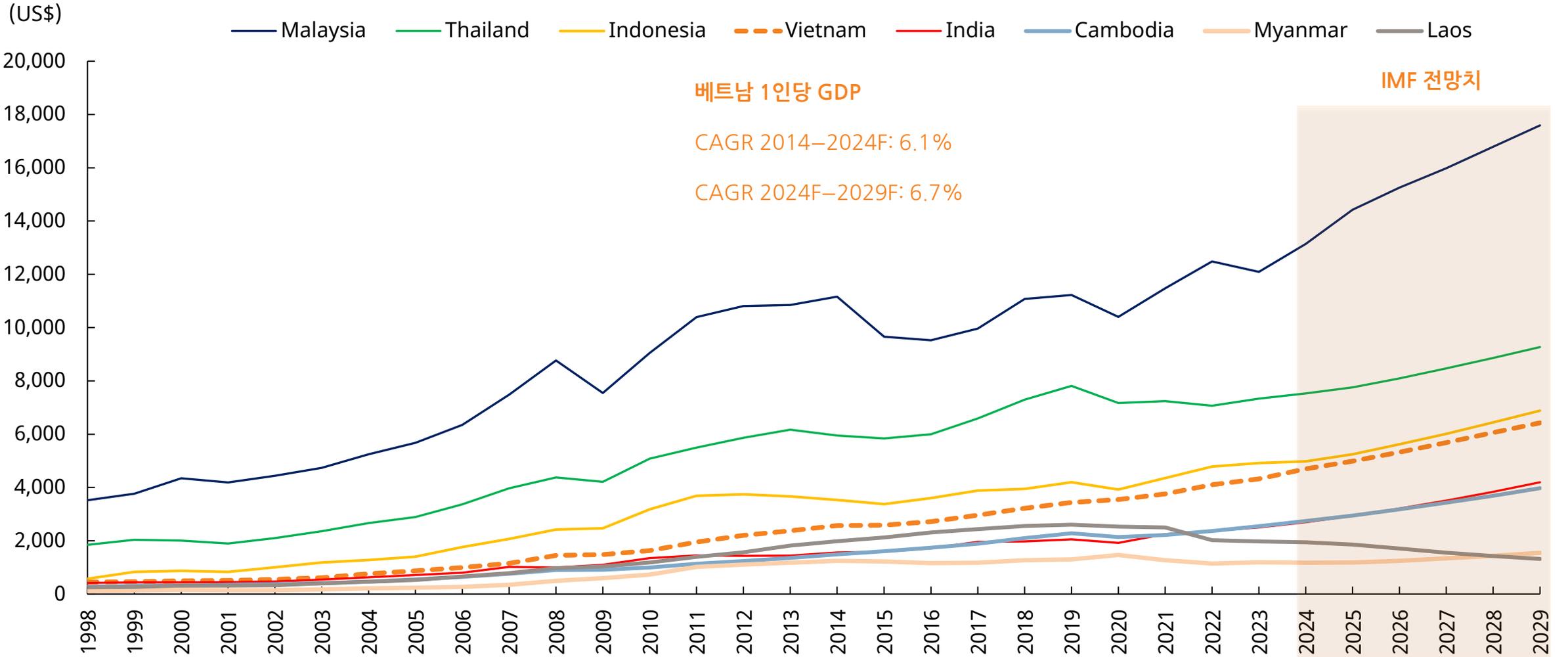
베트남 정부 계획 : 야심 찬 경제 2030 성장 목표치



자료: GSO, 베트남 국회 경제개발계획, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

IMF, 베트남 1인당 GDP 성장 가속화 전망

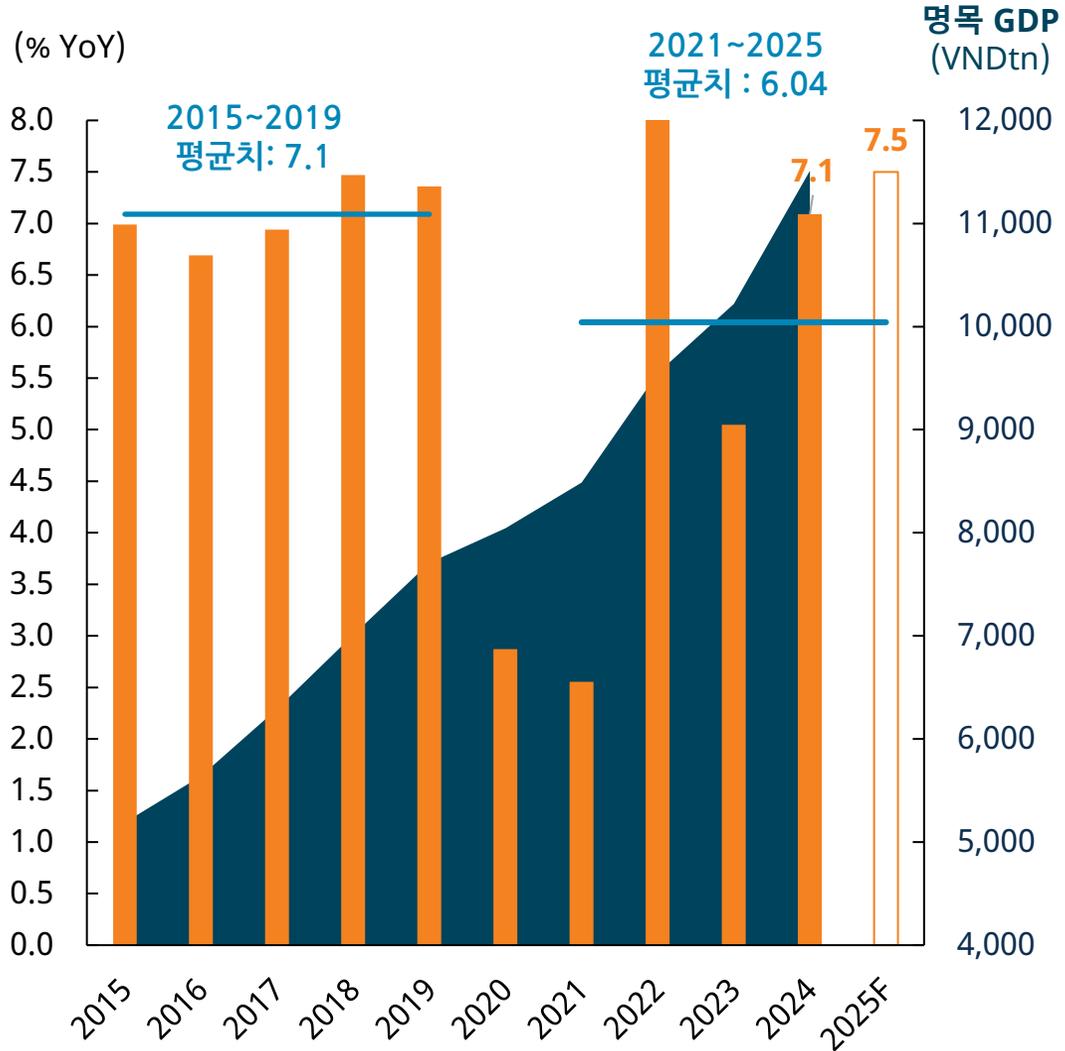
'25~'29년 베트남 1인당 GDP는 6.7% pa 성장할 것으로 전망 (vs. CAGR '14~'24F: 6.1% pa)



자료: IMF, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * IMF의 World Economic Outlook (2024년 10월) 참조하여 작성

'25년 성장 요인, 정부의 목표 달성 예상

베트남 GDP 성장률 7% 상회할 것으로 전망



자료: GSO, 베트남 정부 목표, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

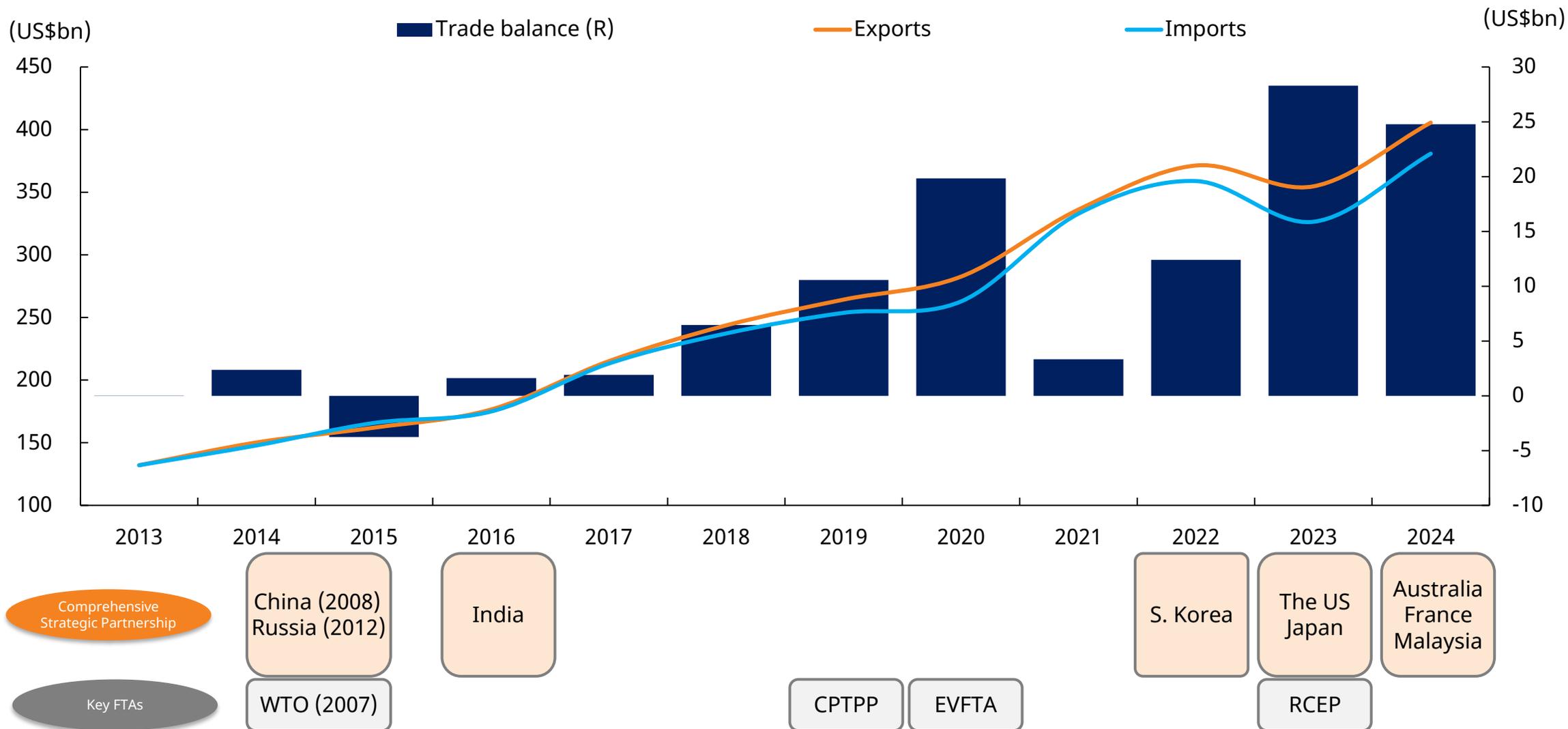
'25년 고속 성장의 동력



자료: 미래에셋증권 베트남 리서치센터

'24년 경제 성장은 수출 주도

수출은 두 자릿수 성장률을 보이며 14.3% YoY 성장. 무역 수지 흑자: \$248억 달러



자료: Customs, GSO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

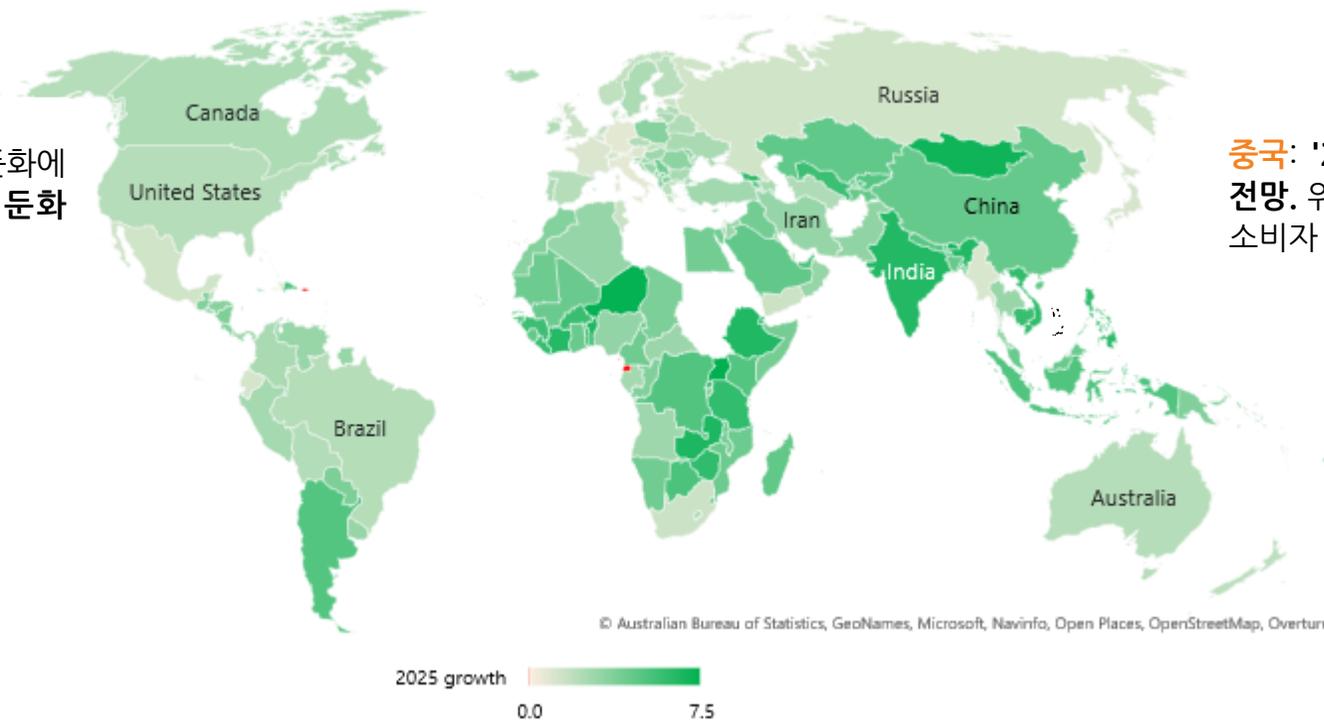
'25년 수출은 완만한 성장 예상

IMF 경제 전망치 : 미국, 중국, 유로존

유로존: 완화적 통화 정책으로 '25년 성장은 1.2% YoY로 개선될 전망. 위험 요인: 독일과 이탈리아의 제조업 약세.

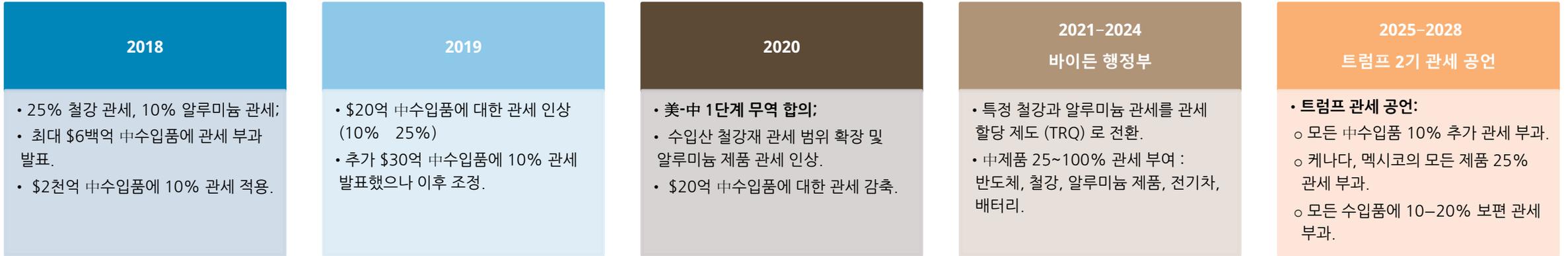
미국: 긴축적 재정 정책 및 노동 시장 둔화에 따라 '25년 GDP 성장 2.2% YoY 둔화 전망.

중국: '25년 GDP 성장 4.5% 점진적 둔화 전망. 위험 요인: 부동산 시장의 부진과 낮은 소비자 심리.



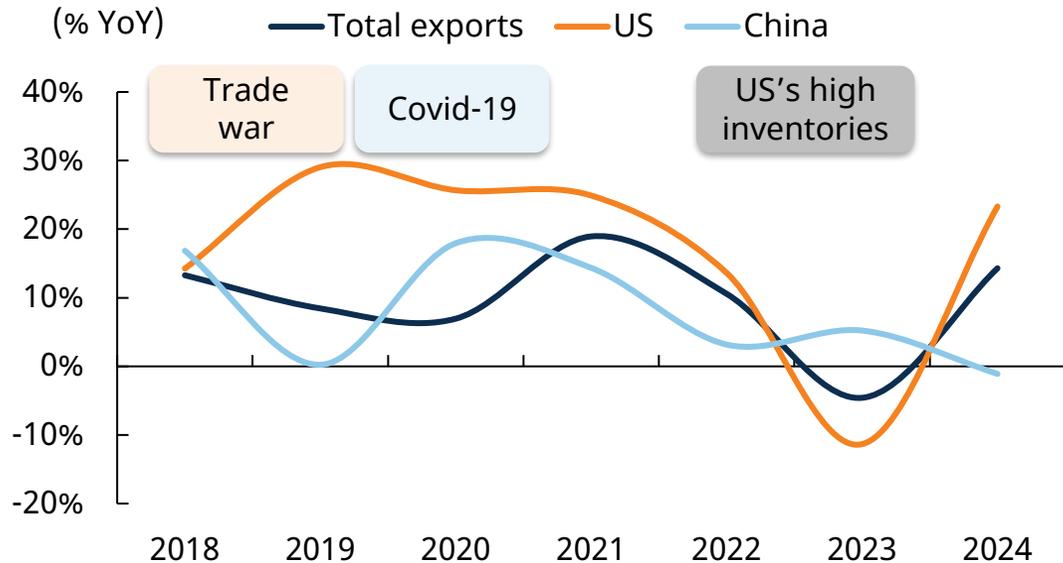
'25년 수출 전망: 불확실성 증대

美 관세 정책 변화 추이



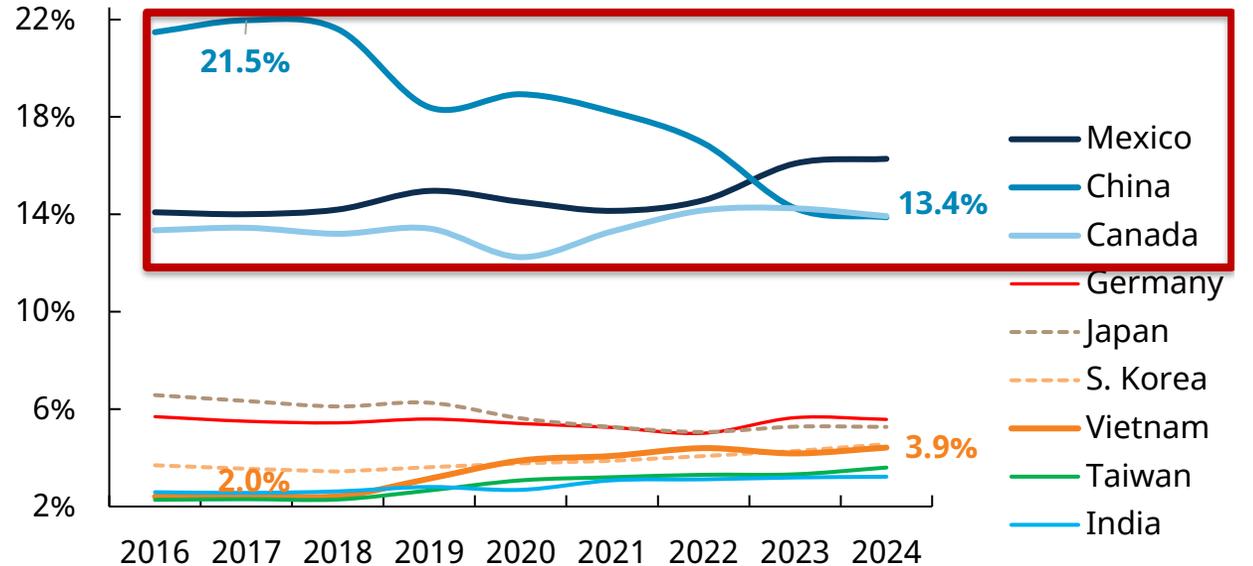
자료: IMF, 미래에셋증권 베트남 리서치

베트남 대미, 대중 수출 증가율



자료: Customs, GSO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

나라별 美 전체 수입품 % 비중 변화 (트럼프 1.0 ~)



자료: 미국 경제분석국, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 6월 말 기준

베트남 정부 인프라 투자 가속화

□ 베트남 정부의 '25년 공공 투자 지출은 지속될 것으로 전망.

○ GDP 대비 국가부채는 낮은 수준(37% Vs. 60% 부채 한도) + 정부 효율화 개혁.

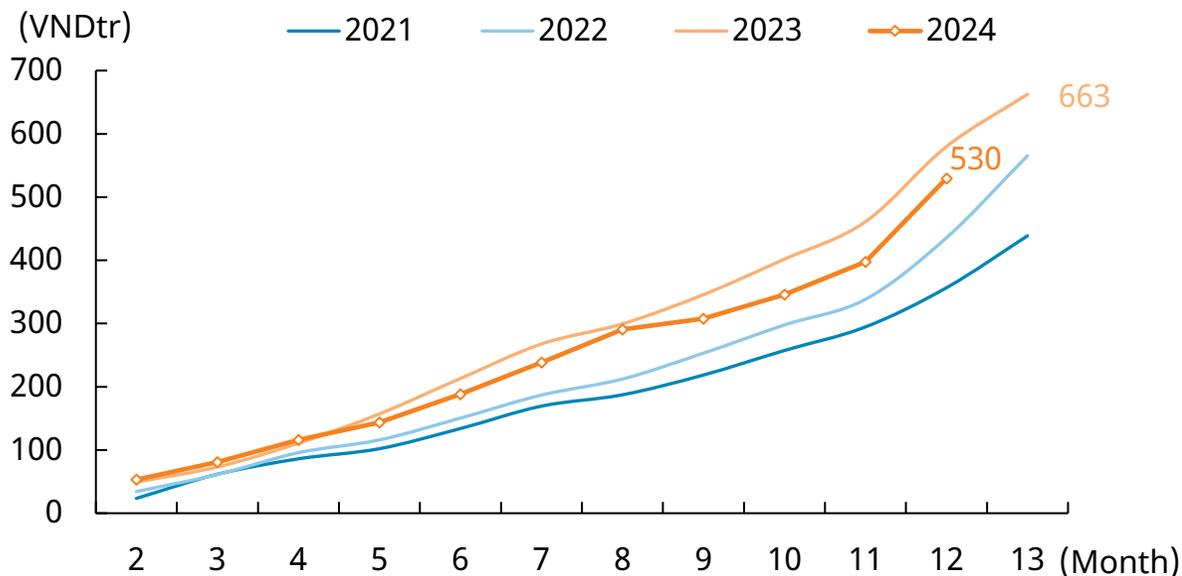
○ 공공 투자법 개정: 재정 지출 신속화.

○ '25년 주요 인프라 투자 계획:

- 공공 도로: \$350억; 공항: \$165억; 항구: \$130억; 철도: \$100억

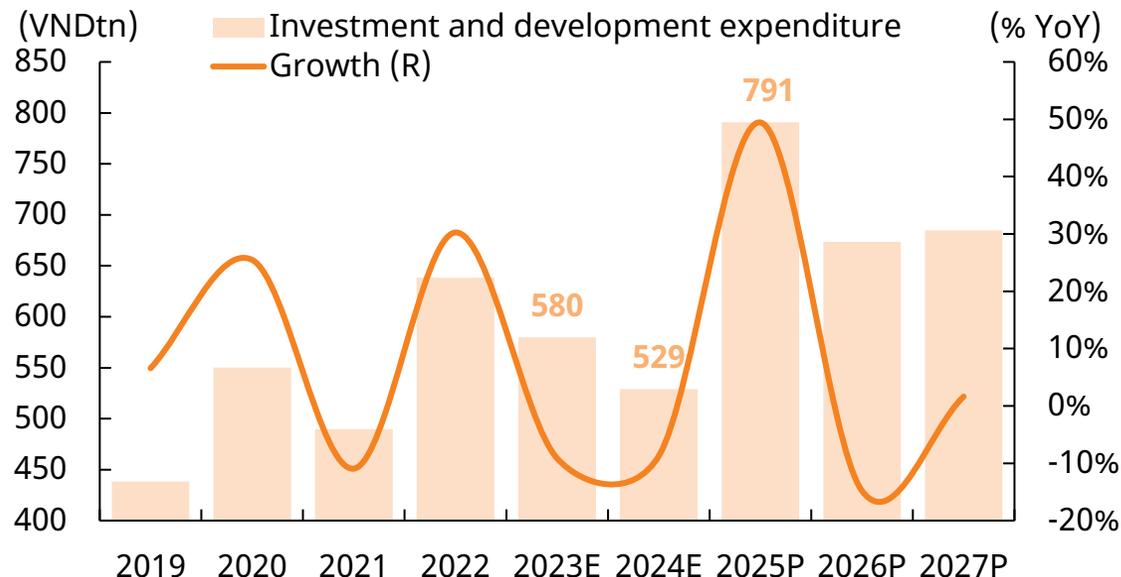
- 인허가 승인된 최대 프로젝트: 베트남 남북 고속철도 (하노이-호치민), '27~'35년 착공 계획 (1541km; \$673억;)

공공 투자 현황 ('24년 12월): 총리의 계획 중 77.6% 달성



자료: MoF, 미래셋증권 베트남 리서치센터

베트남 개발 및 투자 지출 계획



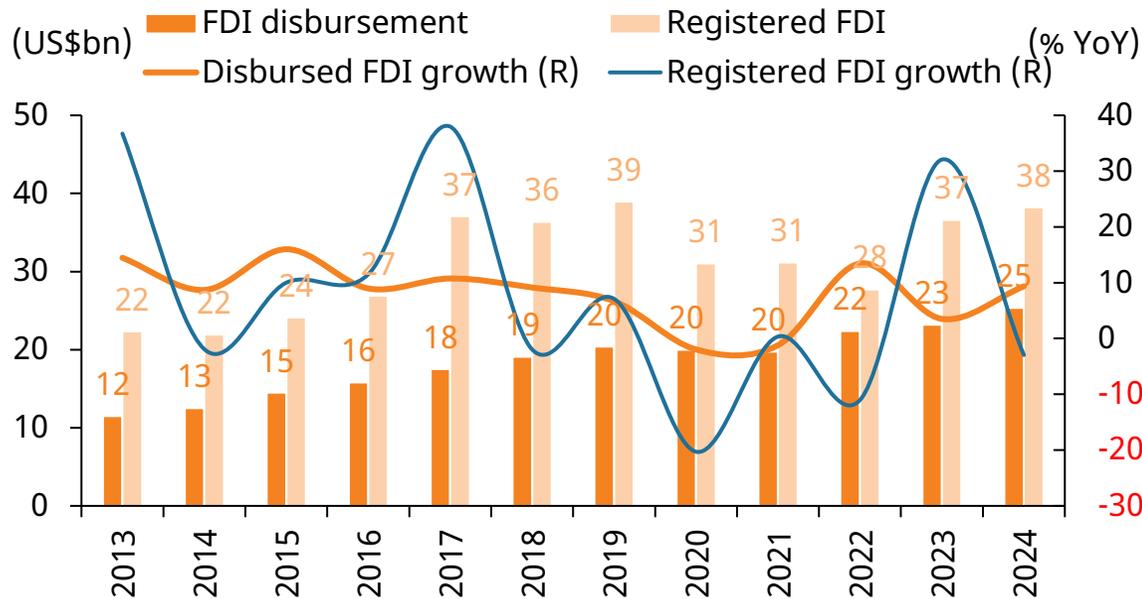
자료: MoF, GSO, 미래셋증권 베트남 리서치센터

베트남 FDI 매력적 투자처

□ 베트남, 차이나 플러스 원 (China Plus One) 전략의 수혜국:

- 트럼프 2기 출범과 함께 보호무역주의 강화로 '차이나 리스크' 확산 우려;
- '넥스트 차이나' 기회 포착, 베트남은 대안국으로서 매력적 투자처로 부상
- 베트남-미국 '포괄적 전략적 파트너십(CSP)'로 관계 격상 ('23년 9월)
 - 9개의 '포괄적 전략적 파트너십(CSP)' 관계(중국, 러시아, 인도, 대한민국, 미국, 일본, 호주, 프랑스, 말레이시아)

FDI 유입 추이



자료: MPI, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

'24년 주요 FDI 프로젝트

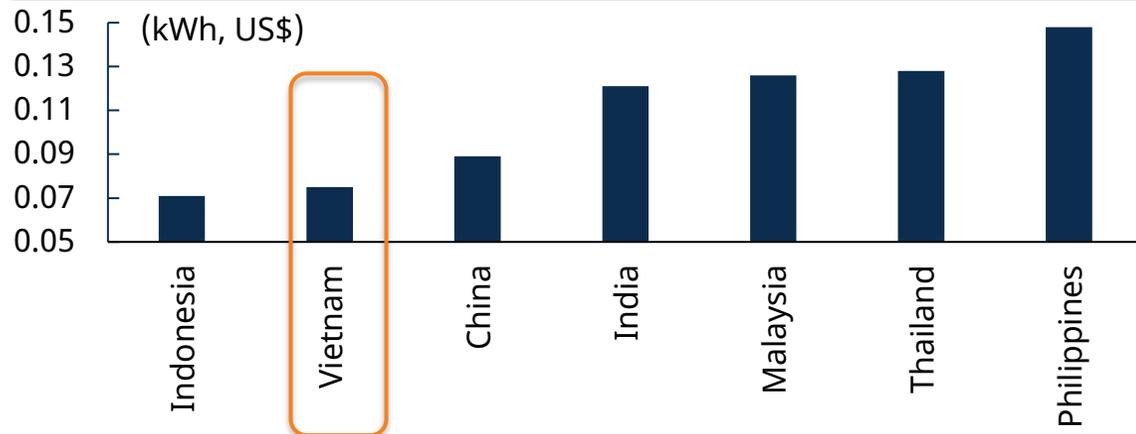
등록된 FDI	국가	등록 자본
캐피탈 랜드	싱가포르	US\$6.61억
트리나 솔라	중국	US\$4.54억
코틴 솔라	홍콩	US\$2.75억
BOE 테크놀로지	중국	US\$2.75억
호성	대한민국	US\$7.30억
탈웨이 그룹	중국	US\$7.00억
Electronic Tripod Vietnam	대만	US\$2.50억
폭스콘 FCPV Factory	대만	US\$3.83억
엠코 테크놀로지	미국	US\$10.7억
폭스콘	대만	US\$5.51억
로체 시스템즈	일본	US\$3.30억
고어텍 테크놀로지 비나	홍콩	US\$2.80억
LG 그룹	대한민국	US\$10억

자료: 미래에셋증권 베트남 리서치센터

베트남 FDI 매력적 투자처

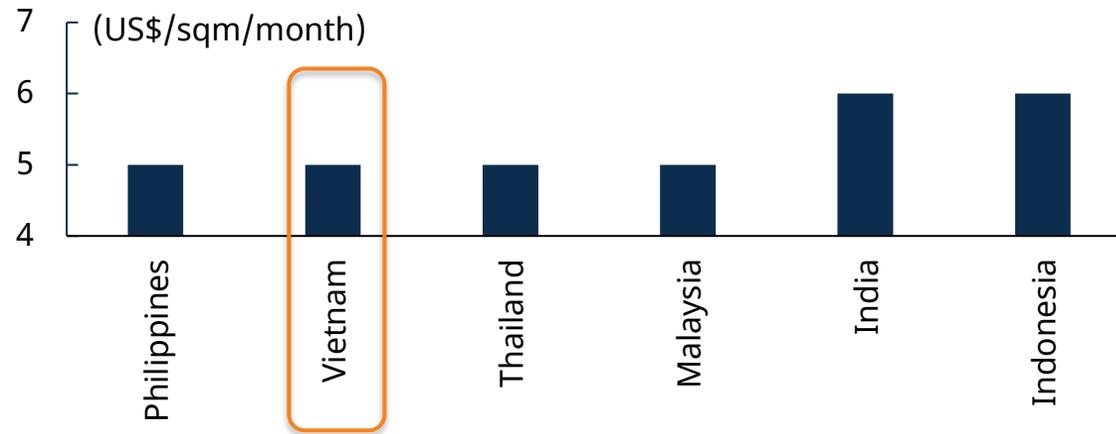
낮은 생산 비용과 젊은 인구 구조로 베트남은 여전히 FDI 경쟁력을 유지하고 있음

낮은 전기료



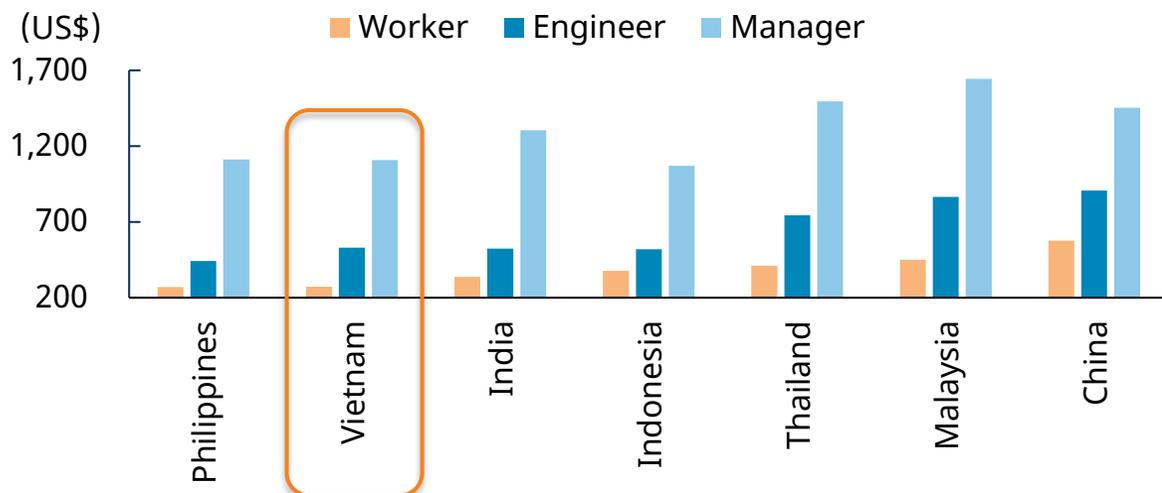
자료: GlobalPetrolPrices, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

저렴한 물류창고 임대료



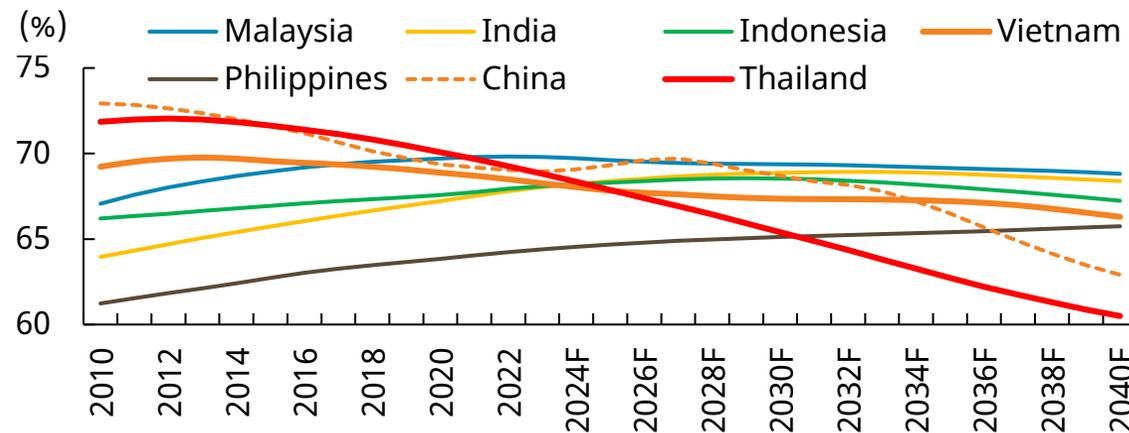
자료: TMX Transform, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

경쟁력 있는 인건비: 제조업 종사자 평균 월급



자료: JETRO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

전체 인구의 경제 활동 참여율



자료: World Bank, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

베트남 FDI 매력적 투자처

2024 리뷰: 주요 투자 계획



반도체 / AI

- 엔비디아, 베트남에 연구 및 데이터센터 설립 계획.
- 알리바바, 베트남 데이터 센터 설립 계획.
- 여러 EU 반도체 회사는 아시아 지역에 파트너십을 맺을 국가를 찾고 있으며, 그중 베트남과 인도가 유력 후보.
- 미국 선도 반도체 회사 (인텔, 암페어컴퓨팅, 마벨, 시러스 로직,, 인피니온, 스카이웍스 등) 베트남에 방문하였음.
- 베트남 고위급 인사들은 베트남-미국 협력 반도체 및 AI 산업 세미나에 참석하며 관심을 표함.



첨단 기술 / 전자기기

- 애플 베트남 투자 확대 계획 발표.
- 스페이스X 베트남에 15억 달러 규모 투자 계획 발표.
- 구글 Google Vietnam 법인 설립 확정.
- 삼성 매년 10억 달러 추가 투자 계획 발표.
- 삼성 디스플레이 18억 달러 규모 스크린 및 전자부품 생산 공장 건설 MOU 체결.
- 여러 전자기기 및 반도체 기업들은 베트남에 투자를 확대할 계획. (인텔, 삼성, 시놉시스, 퀄컴, 인피니온, 엠코)



기타

- 3월 18일~21일, 기술, 에너지, 항공, 방위, 농산물, 식품 관련 50개의 미국 기업이 베트남에 방문한 바 있음.
- 대한민국 기업 — 현대자동차, 롯데, 두산 에너지빌리티, 효성 — 또한 베트남에 지속적인 투자 의사를 밝힘.
- 존슨 그룹 (대만) US\$1억 달러 규모 공장 건설 계획.
- 셴코프 그룹 VSIP (베트남 싱가포르 공단)에 투자 지속 의지 표명.
- 아다니 그룹 (인도) 베트남에 총 20억 달러 대규모 인프라 투자 계획 검토.
- 효성 그룹 베트남 내 40억 달러 추가 투자 예정.
- 사우디 아람코 국영 페트로베트남과 파트너십을 맺으며 베트남 투자 모색.

내수는 민간 소비를 통한 회복 예상

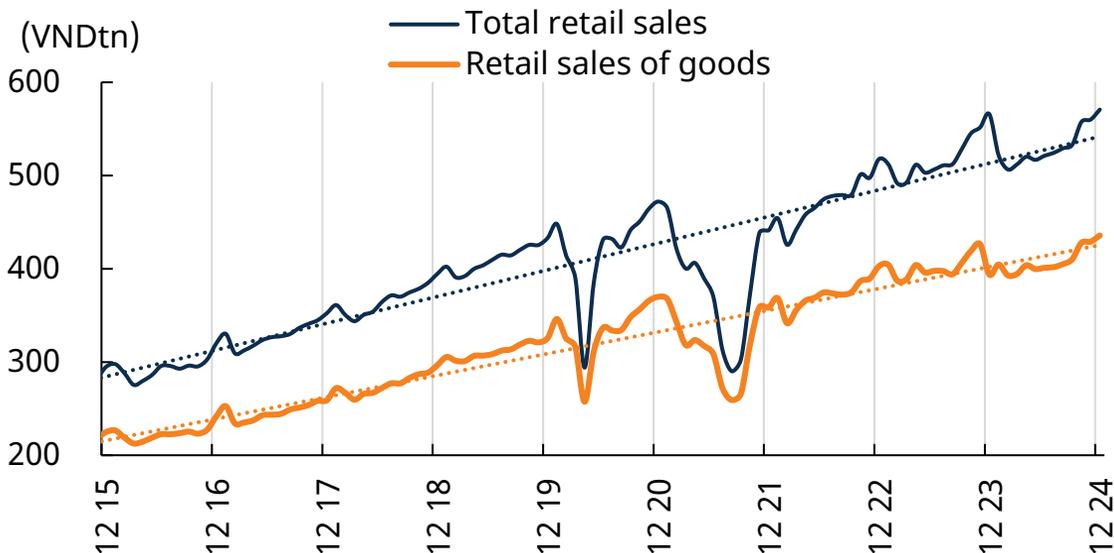
□ 코로나19 팬데믹 이후, 소매 판매 증가율은 점진적 상승. (2024: +9% YoY):

○ 소매 판매 +8.3% YoY 증가. (전체 77% 차지)

- 베트남 부동산 및 건설 경기의 침체.
- 인플레이션 우려는 소비자 심리에 영향을 미쳤을 가능성

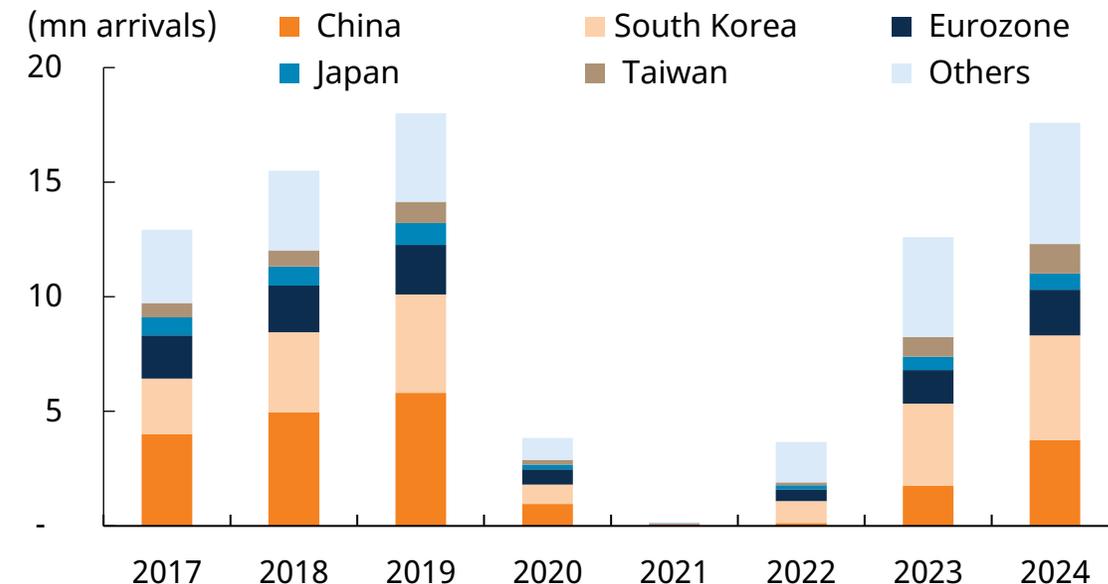
○ 관광 산업의 회복세 ('24년: 1760만 arrivals, +39.5% YoY)

총 소매 판매 및 상품 판매



자료: GSO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

해외 관광객 수 회복 강세



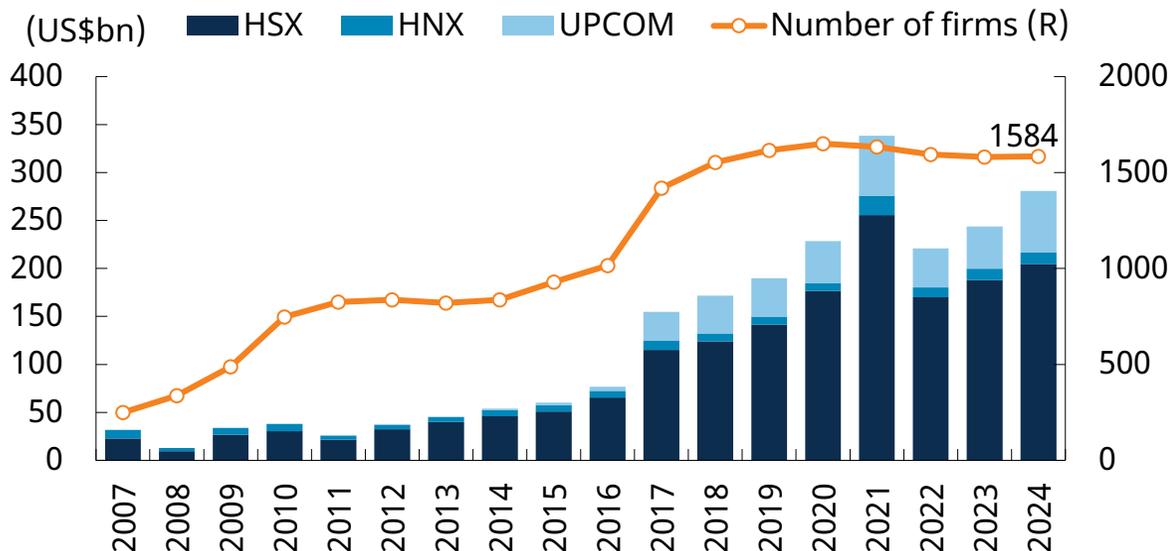
자료: GSO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

베트남 정부의 주식 시장 발전 계획

□ 정부의 주요 목표치:

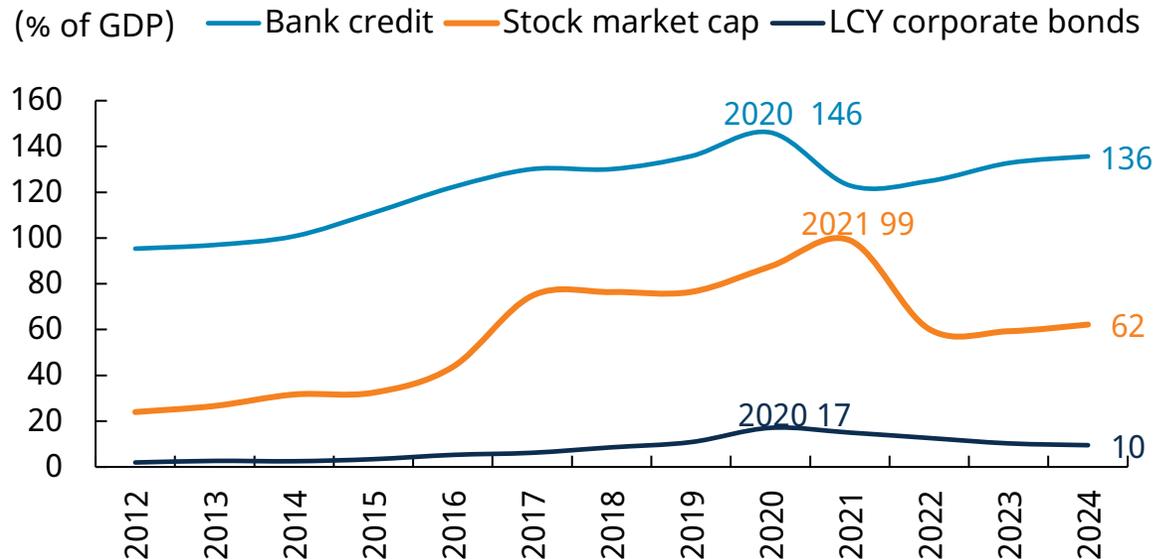
- 전체 주식시장 시가총액 '25년까지 GDP의 100%, '30년까지 120% 목표.
- 회사채 시장 규모는 '25년까지 GDP의 20%, '30년까지 GDP의 25% 목표.
- 주식계좌 개설 수는 '25년까지 900만, '30년까지 1,100만 목표
- '25년까지 신흥 시장 (EM) 편입 목표

베트남 주식시장 시가총액 \$2720억 달러 도달



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

베트남 여전히 은행 대출에 자금 조달 의존



자료: Bloomberg, ADB, SBV, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

정부의 EM 편입을 위한 목표 설정

2024 미충족 기준 검토 및 해결방안

FTSE Russell: 2개 기준 미달

- ✓ 11월: 사전 증거금 (Pre-funding) 예치 규정 제거
실패 거래 비용: 6~9개월 관찰

MSCI: 외국인 지분 제한 (FOL) 및 외국인 투자자 권리

Decree 155/2020/ND-CP 개정:

- 계좌 개설 절차 단축
- IPO와 상장 단계 통합
- 모든 공공 채권/발행자에 대한 신용등급 의무화

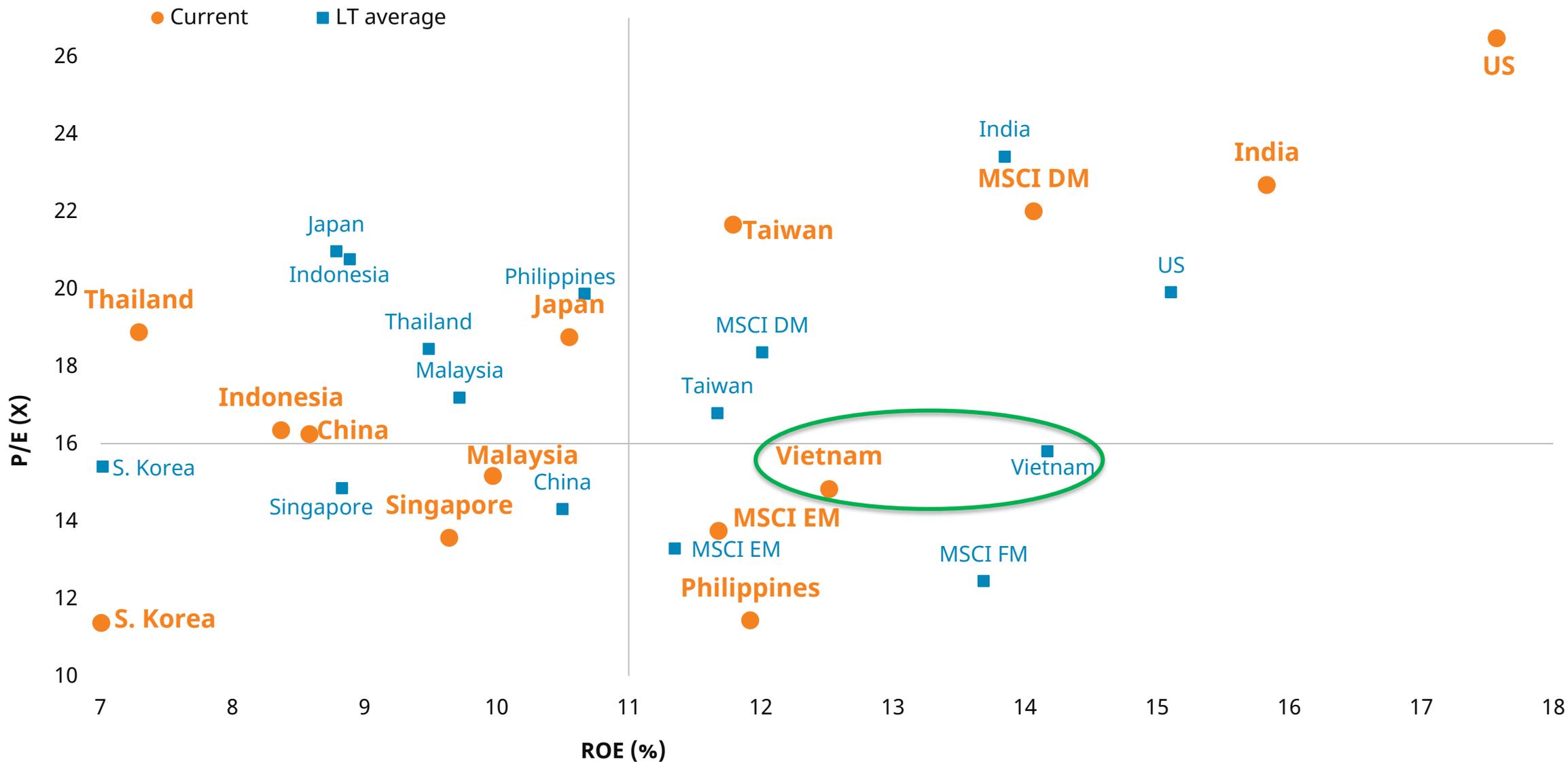
2025 FTSE 2차 신흥시장 편입

예상 시장 비중: 0.3%

- ✘ 패시브 펀드: 최대 \$10억 달러 유입
- ✘ 액티브 펀드: 최소 \$50억 달러 유입

2026 MSCI EM 편입

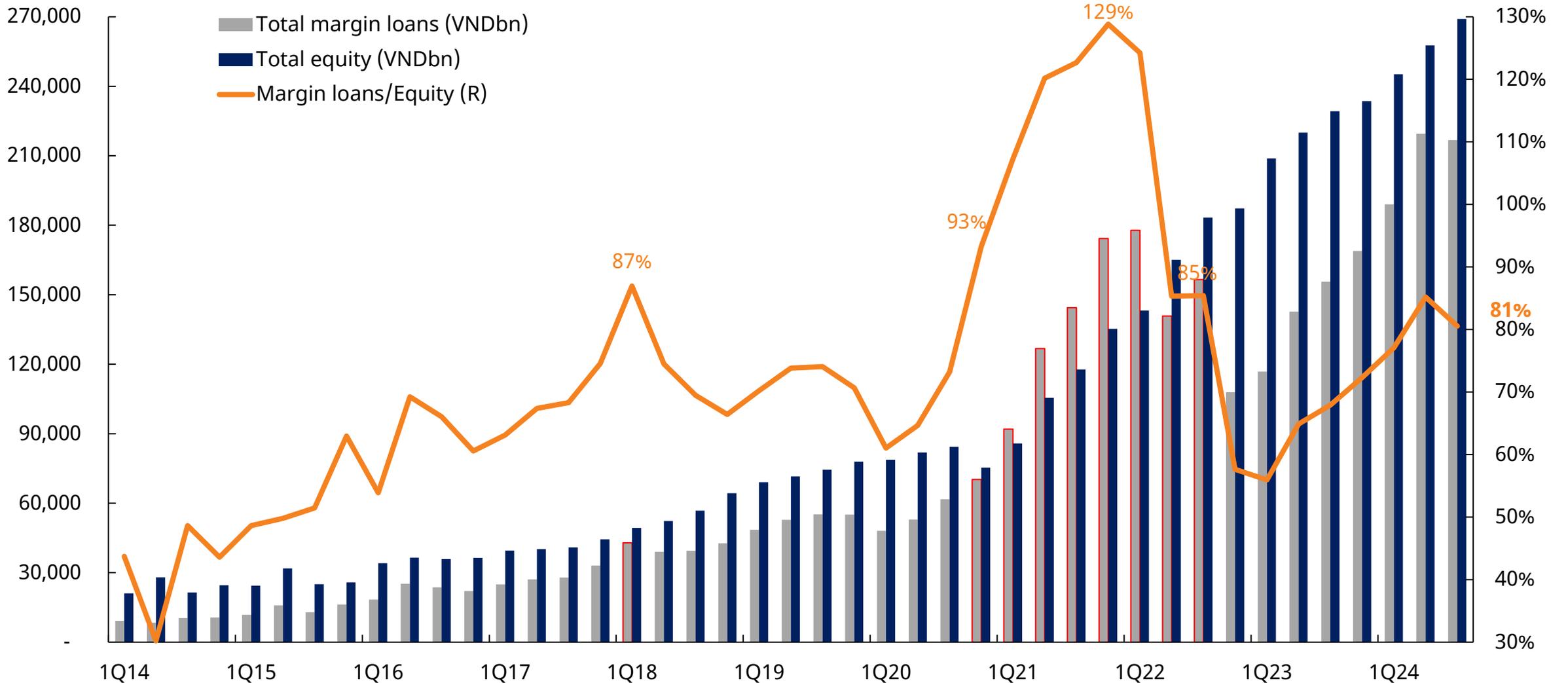
벨류에이션 비교: '25년 FII 유입 증가 가능성



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 12월 31일 기준

IB & Brokerage 증권사, 선제적 자본금 증자 준비

마진 대출의 자금조달을 위해 IB & Brokerage 증권사의 자본금 증가세가 나타남



자료: FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2024년 9월 30일 기준

Part II

산업 전망



CONTENTS

섹터	종목	회사 이름	12M 목표 주가 (VND)	상승여력
은행	VCB	Bank for Foreign Trade of Vietnam	103,200	13%
은행	BID	JSCB for Investment and Development of Vietnam	46,000	23%
은행	TCB	Vietnam Technological And Commercial JSB	28,500	16%
은행	VPB	Vietnam Prosperity JSCB	23,600	23%
은행	MBB	Military Commercial Joint Stock Bank	27,200	8%
은행	ACB	Asia Commercial Joint Stock Bank	27,900	8%
상업용 부동산	VRE	Vincom Retail JSC	24,100	41%
산업 단지	BCM	Investment and Industrial Development Corporation	73,800	4%
산업 단지	IDC	IDICO Corporation - JSC	62,100	11%
철강	HPG	Hoa Phat Group JSC	32,000	20%
철강	NKG	Nam Kim Steel JSC	17,400	20%
건설	HHV	Deo Ca Traffic Infrastructure Investment JSC	13,000	12%
석유 및 가스	GAS	PetroVietnam Gas Joint Stock Corporation	98,300	44%
석유 및 가스	PVS	PetroVietnam Technical Services Corporation	41,600	23%
전력 유틸리티	VSH	Vinh Son - Song Hinh Hydropower JSC	52,900	8%
전력 유틸리티	GEG	Gia Lai Electricity JSC	13,600	14%
전력 유틸리티	NT2	PetroVietnam Power Nhon Trach 2 JSC	24,200	16%
수도 유틸리티	BWE	Binh Duong Water-Environment Corporation JSC	58,300	22%
F&B	VNM	Vietnam Dairy Products JSC	83,100	31%
통신	CTR	Viettel Construction JSC	132,000	6%

자료: 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 2025년 1월 2일 종가 기준

[요약] 산업 전망

은행

- FY24년 베트남 은행업은 혼조된 성과를 보임. 제조업 및 부동산 기업의 대출로 15% 신용 성장 목표를 달성. 소매 대출은 '24년 3분기에 회복되었으며 대출 금리는 '25년 상반기 소폭 상승 예상. 예대율(LDR)이 규제 한계치에 근접하면서 유동성 압박이 증가하여, 이는 금리 인상을 유발할 가능성. 9M24 수익성은 세전이익(PBT)에서 16.4% YoY 성장. 이는 순이자수익(NII)이 주도하였으며, 순이자마진(NIM)은 소폭 감소함. FY25년 은행의 수익성은 NII가 연간 15%-20%의 이익 성장을 이끌 것으로 전망. 은행주 중 특히 TCB, VPB 그리고 국영 상업은행 중 BID, VCB 밸류에이션 매력적 수준.

주거용 부동산

- 베트남 주거용 부동산 시장은 공급 측면에서 긍정적 신호를 보임. 1) 61건의 신규 프로젝트가 승인되어 (+30% YoY), 총 31,673 유닛 추가 (+135% YoY); 2) 52건의 신규 토지 분양 프로젝트 승인 (-30% YoY), 총 8,253 유닛 추가. (+103% YoY); 3) '24년 3분기 재고는 2년 만에 최고치에 도달했으며, 부동산 대출은 '23년 1분기 대비 분기별로 +7.6% 증가함. 대부분의 부동산주는 VN-Index 하회, NVL, CEO, PDR, DIG, HDC, DXG와 같은 기업은 -20~40% 하락 기록. 반면, NLG, KDH, VPI는 긍정적 성과를 보임. 대부분의 부동산 기업의 PER은 40-80배로 높은 수준인 반면, VHM은 예외적으로 9배에 머무르고 있음. PBR은 직전 5년 밸류에이션 밴드 내 적정 수준.

상업용 부동산

- 11M24 상품 및 서비스 소매 판매액은 +8.8% YoY 증가했으나, 코로나 팬데믹 수준에는 미치지 못하였음. '15~'24년 추세선을 상회한 점은 긍정적 요인임. 해외 입국은 1,580만명 (+41% YoY)으로 회복세에 있음. 베트남 소매 환경이 개선됨에 따라 롯데, Aeon과 같은 글로벌 기업의 확장이 가속화됨. 호치민시는 VMM Grand Park D9(45,000m²)을 비롯한 신규 쇼핑몰 건설에 박차를 가하고 있으며, 9M24 기준, 총 GFA를 120만m²으로 확장하였음. 하노이 9M24 소매 공급은 24,581m² 증가했으며, Vincom Megamall Ocean City와 같은 주요 프로젝트가 주목을 받고 있음. 도심권역(CBD) 임대료는 +11.3% YoY 상승했으며, 비도심권역 임대료는 공실률 증가에도 불구하고, +12.8% YoY 증가하였음.

산업 단지

- '24년은 베트남 사상 최대 FDI 집행액을 기록하였음. 실현된 자본은 +8% YoY 증가하여, 약 \$250억 달러에 달할 것으로 예상. FDI 유입은 주로 전자, 반도체, 녹색 기술과 같은 고부가가치 부문이 주를 이루었으며, 이는 "차이나 플러스 원" 전략의 수혜를 받은 것으로 판단. 정부의 새로운 반도체 개발 전략 및 투자 지원 정책은 이러한 모멘텀을 더욱 강화할 것으로 보이며, 향후 FDI는 '25-'27년 동안 연평균 8% 성장할 것으로 전망. 특히, 토지 이용 개정 및 산업단지 확장이 공급 제약을 해결하고 추가 성장을 이끌 것으로 기대.

[요약] 산업 전망

철강

- 11M24 기준, 베트남 철강 생산량은 12.8% YoY 증가하여 '23년 수준을 초과함. 정부의 설비투자(CAPEX) 확대와 부동산 경기 회복으로, '25년 10% YoY 생산량 증가 예상. '24년 12월 기준, 철광석과 코크스 가격이 각각 전년 대비 31%, 18% 하락하여 마진 회복이 이루어졌으며, '25년에도 추가 원자재 비용 하락으로 인한 마진 개선 전망. 중국 HRC에 대한 반덤핑 관세(ADD) 도입은 베트남 국내 생산자에게 유리할 수 있으나, 후방 산업에 압력을 가할 수 있을 것. 가격 및 ADD에 대한 우려로 인해 철강주는 부진하였으나, 생산량 증가를 통해 향후 실적 개선이 이루어질 것으로 전망. 이는 철강주의 밸류에이션 회복 가능성을 시사.

건설

- 베트남 GDP의 건설업 비중은 수년간 안정적 수준. '25년 수십억 달러 규모의 인프라 투자 확대에 따라, 향후 건설업 비중이 소폭 증가할 것으로 예상. 진행 중인 주요 프로젝트: 북-남 및 동-서 고속도로, 에너지 발전소, 해상 항구, 하노이 순환도로 4호, 호치민 순환도로 3호, 롱탄 공항 등.

오일 & 가스

- '25년 트럼프 2기에 따른 셰일 생산 증가 가속화로 인한 유가 하락 전망. 중국의 수요 부진에 따라 유가는 75달러/배럴 (-7.4% YoY) 예상되며, 컨센서스는 70~75달러/배럴에 형성. 베트남 석유·가스 기업의 손익 분기점은 40~60달러/배럴로, 향후 시추/생산 부문의 수익성 유지 가능할 것으로 전망.

전력

- 10M24 기준, 베트남 전력 생산량은 2580억 kWh (+11% YoY) 기록하였으며, 석탄 발전과 수력 발전이 주도하였음. 세부적으로는 석탄 발전: 2월 68% → 10월 40%로 감소, 수력 발전: 2월 11% → 10월 40%로 증가, 8~9월 기간 최고 46% 기록. 신재생 에너지의 비중은 20% 이하에 머물렀음. 특히, 수력 발전은 가뭄, 가스 발전은 투입 비용 압력으로 어려움을 겪었으며, 석탄 발전은 혼조세를 보임. GEG, POW와 같이 다각화된 기업은 안정적 실적을 기록하였으며 '25년 라니냐 현상은 수력 발전에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대, 그러나 신재생 에너지는 규제적 제약을 겪을 것으로 예상.

통신

- 9M24 기준, 베트남 통신업의 총 매출은 265.5조동 기록.(+4.2% YoY) '24년 3분기 매출은 87.7조동 기록.(+5.2% YoY) Viettel은 3분기 47.5조동 매출을 기록하며 (+9.8% YoY) 시장을 주도하였음. 전국 5G서비스 출시에 힘입어 3분기 세전 이익은 약 14.6조동을 기록하였음. (+10.3% YoY) 주요 변화: 통신법 개정으로 시장 경쟁 촉진, 2G 서비스 중단 및 5G 주파수 경매 등이 통신업의 안정적 성장을 지지.

은행 - 점진적 회복세

미지근한 실적

- **'24년 3분기 신용 성장률:** 베트남 중앙은행(SBV)에 따르면 '24년 3분기 말 기준, 신용 성장률은 약 9%(YTD)를 기록하며, +3%p QoQ 증가함. 이는 높은 성장률을 기록했던 지난 5년과 유사한 수준임. 최근 중앙은행 총재는 신용 성장률이 12.5% YTD에 도달했으며, ('24년 12월 7일 기준) '24년 목표치인 15% 달성에 자신감을 표명한 바 있음. 전반적인 대출 금리는 안정세를 유지하였으나, '25년 상반기에 소폭 인상이 예상됨.
- **연말 15% 목표 달성 가능성:** 이전 당사 보고서에서 '24년 연간 신용 성장률 전망치를 SBV 목표치인 15%보다 다소 낮은 14%로 조정한 바 있음. SBV의 자신감은 신용 성장이 자연적 수요에 의한 것이 아닌, 정책적 조치를 통해 목표치를 달성할 가능성 시사. 따라서 합리적 신용 성장률은 13.5~14% 수준으로 판단. '25년 신용 성장률은 보수적인 12.7% 수준일 것으로 예상하여, 베트남 정부 목표치인 16%를 하회할 것으로 전망. 전문가들은 베트남 경제의 과도한 신용 의존 대한 우려를 제기한 바 있음.
- **'24년 3분기 말 기준, 신용 성장은 주로 기업 대출에 의해 주도되었으며, 제조업 및 부동산 개발 대출이 두드러진 증가세를 보임.** '24년 3분기 소매 대출은 소폭 회복세가 나타남. 국영 은행(SOBC) 및 저비용 자금에 접근 가능한 은행들은 소매 고객을 대상으로 경쟁력 있는 대출 금리를 제공하였음. 이는 9M24 소매 은행 시장 점유율 회복에 기여함.

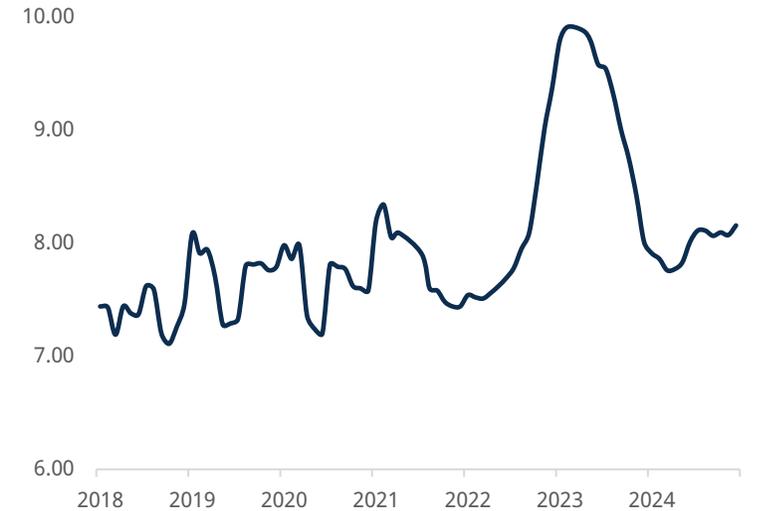
YTD 신용 성장률 ('19~'24년)



커버리지 은행 9M24 신용 성장률



대출 금리 (%)



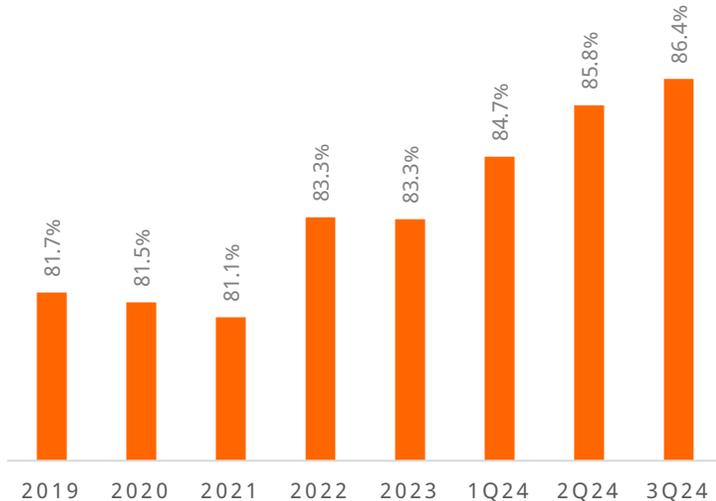
자료: Bloomberg, SBV, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

은행 - 점진적 회복세 (cont'd.)

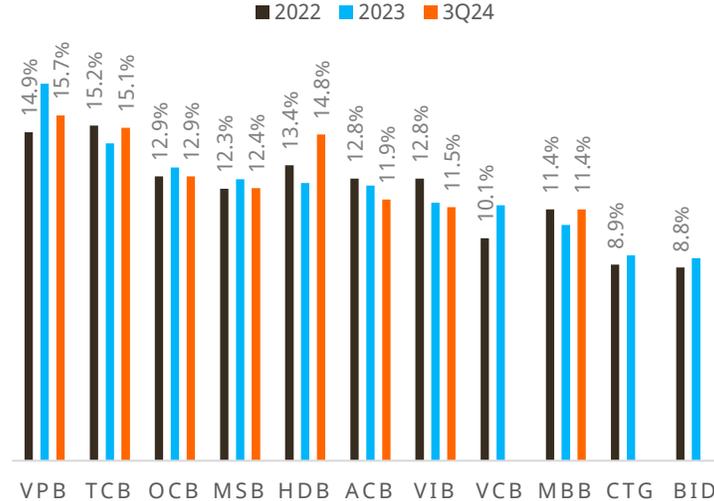
추가 유동성 제약 해소 가능성

- **예대율(LDR)**은 단기적으로 일부 완화될 것으로 보이며, 이는 특히 **국영 은행(SOCB)**에서 두드러질 것으로 전망. '25년부터 국영 은행들의 예대율 계산 방식에서 재무부의 예치금(STD) 제외 비율이 기존 60%에서 80%로 상향 조정됨. (시행령 26/2022) 이 조정으로 인해 국영 은행들은 고객 예금을 더욱 적극적으로 유치하게 될 것. '24년 9월까지도 저조한 예금 증가율로 높은 신용 성장을 기록하고 있는 TCB, VPB, MBB, ACB 와 같은 은행들이 LDR 규제 한도에 근접에 있음. 전통적으로 높은 LDR로 운영되는 국영 은행에게도 유사한 압력이 가해짐. 유동성은 규제 준수 수준을 유지하고 있으나, 관련 지표는 과거 평균에 비해 높은 수준. LDR 압력을 완화하기 위해 금리 인상을 통한 예금 유입 유치 가능성. 낮은 LDR을 기반으로 추가 신용 성장 여력을 가진 은행으로는 VIB와 HDB가 있음. 한편, 단기자금을 기반으로 한 중·장기 대출 비율은 안정적인 수준.
- **자기자본비율(CAR)**은 소폭 하락했으나, 그 폭은 미미한 수준. 상위 민간 은행은 배당금 지급의 부정적 영향에도 불구하고, 안정적 CAR 비율을 유지하였음. 반면, 국영 은행은 LDR 한도에 근접에 있으며, 저금리 및 현금 배당금 지급 등으로 인해 자본 성장에 필요한 유보이익 성장이 제한적인 상황. 이 문제는 기존에도 존재했으나, 여전히 해결되지 않고 지속되는 상황. 국영 은행의 이익 유보 유연성 확대를 위한 여러 제안이 논의 중에 있어, 자본 상태가 개선될 가능성 존재. 이러한 조치가 규제 압력 완화와 함께 이루어질 경우, 민간 은행에 비해 경쟁력과 안정성이 강화될 것으로 기대.

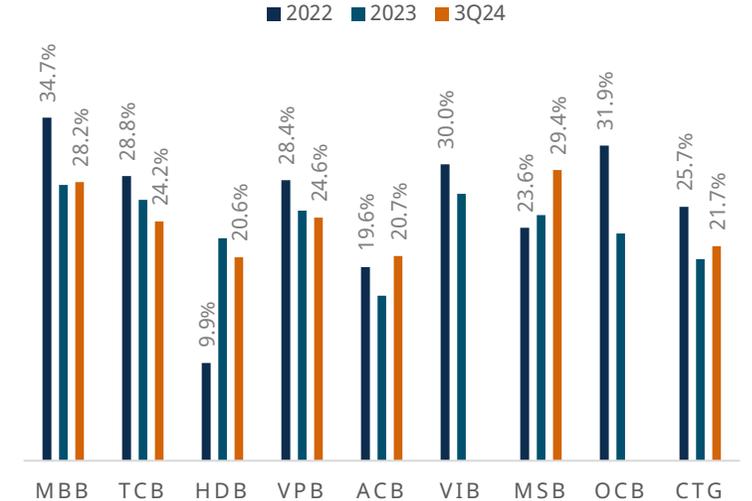
예대율 LDR



자기자본비율 CAR



SFTMLL



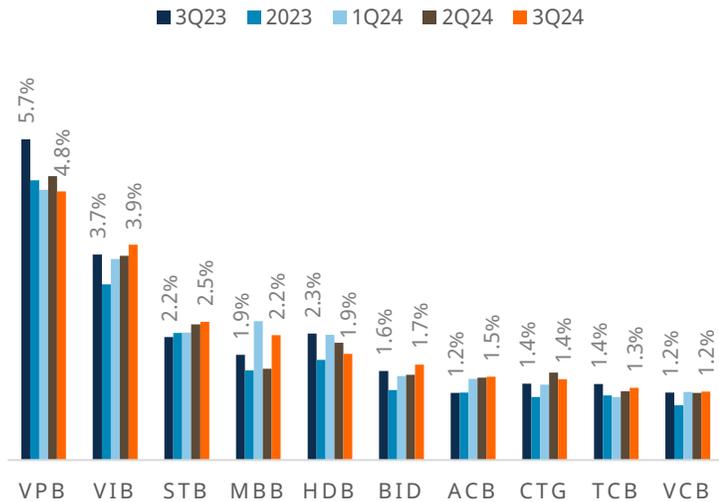
자료: 회사 데이터, SBV, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

은행 - 점진적 회복세 (cont'd.)

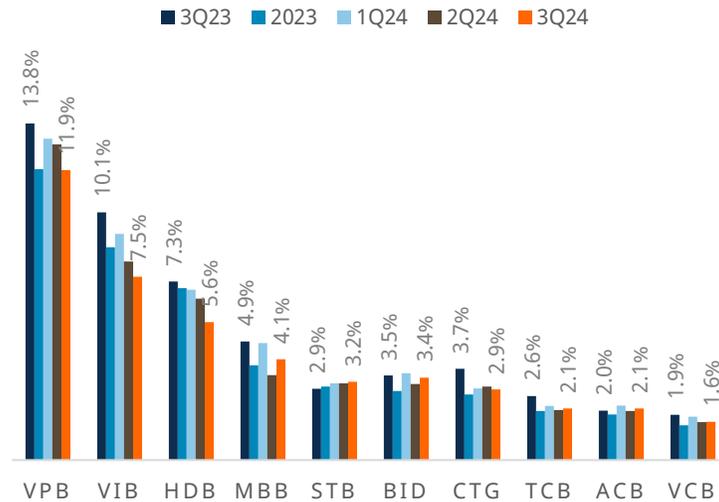
신중한 낙관론

- 자산 건전성은 점진적 개선세 보이나, 은행별 편차가 존재. VCB, TCB, CTG 등 일부 은행은 안정적 자산 건전성을 유지하며 부실채권(NPL) 비율은 경미한 변동에 그쳤으나, BID, MBB, VIB에서 상대적으로 부실채권 비율의 변동성이 두드러짐. 부동산 시장 회복세 둔화가 자산 건전성 회복을 제한하는 주 요인으로 판단. 다만, 점진적 회복 징후가 나타나, 향후 분기에서 보다 뚜렷한 개선 가능성. 이는 추후 은행의 자산 건전성이 개선세가 보일 수 있음을 시사. 특히, 부동산 경기의 회복과 전반적 베트남 경제 안정화가 필수적일 것으로 보임.
- 대손충당금비율(LLR)은 상이한 흐름을 보였으나, 분기 기준으로는 전반적 개선세를 보임. 평균 LLR 비율은 +2.2%p QoQ 상승하여 83% 기록, 이는 최근 고점 대비 낮은 수준이긴 하나, 팬데믹 이전과 유사한 수준. TCB 및 국영 은행 3사의 경우, LLR 비율이 100% 이상을 유지하였음. 특히, CTG는 전분기 대비 가장 큰 개선세를 (+39.2%p QoQ) 기록함. 반면, 기존에 높은 LLR 비율을 유지하던 MBB, ACB 등 일부 은행들은 부실채권 (NPL) 급증으로 인해 LLR 비율이 큰 폭으로 감소함. 실적 둔화로 인해 충당금 적립을 축소하는 방식으로 이익 성장을 유지하였음. 반면, TCB와 CTG 등 높은 9M24 수익을 기록한 은행들은 부실 채권 발생액을 초과하는 충당금을 적립하며 안정성 확보.
- 대부분의 은행들은 낮은 금리 정책을 유지하였으며, 이는 높은 부실채권(NPL)과 낮은 대손충당금(LLR) 부담에 기인한 것으로 판단. 현재 베트남 경제 회복이 지연되는 상황에서, 새로운 부실채권 발생 위험 상존. 특히 기준금리(OMO 및 콜 금리)의 움직임은 예금 및 대출금리 인상 가능성을 시사. 추가적으로 회사채 만기 도래 위험이 존재하며, '22년 구조조정 또는 유예된 다수의 회사채가 '25년 중반 만기 상환 예정. 일부는 이미 대출로 재분류되었으며, 이와 더불어 지속적 경제 불확실성으로 인해 추후 자산 건전성 위험 지속적 예의 주시 필요할 것.

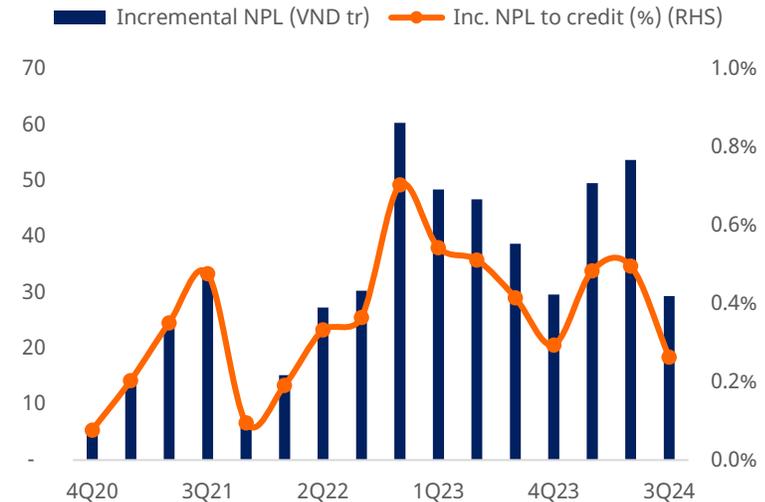
NPL



총 NPL



분기별 NPL 증가율 (상장 은행)



자료: 회사 데이터, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

은행 - 점진적 회복세 (cont'd.)

일시적 실망감

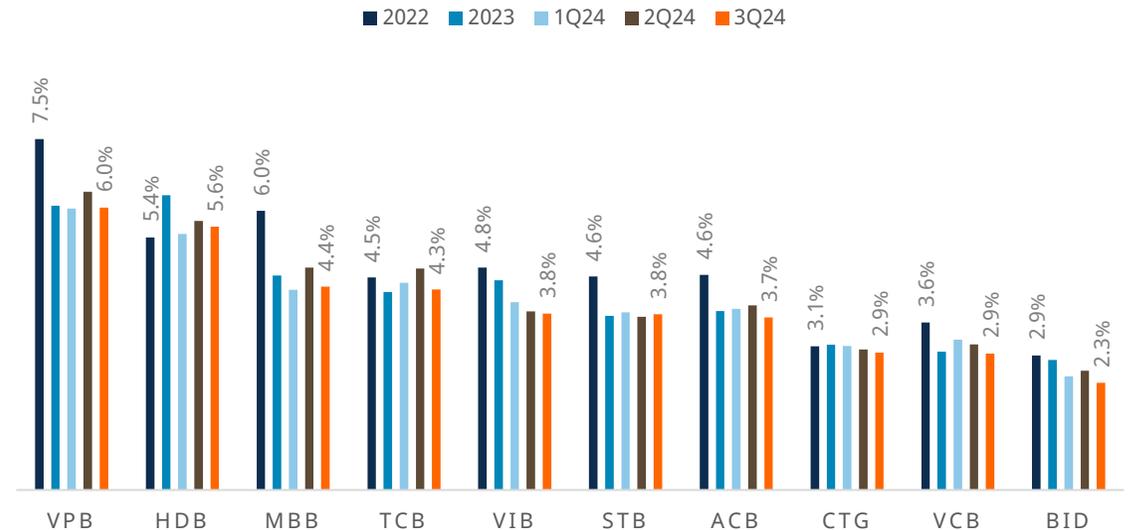
- '24년 3분기 순이자마진(NIM)은 주 요인들이 예상 대비 부진하여 소폭 감소했으나, 단기적으로는 안정화 또는 완만한 회복이 예상됨. NIM은 -8bps QoQ, -13bps YTD 하락하며 3.38%를 기록했으나, '23년 3분기 최저점 대비 +38bps 상승한 수치임. 대출 부문의 균형 잡힌 성장이 지속된다면 추가적인 NIM 압력은 제한적일 것으로 전망. 12개월 누적(TTM) NIM은 개선세를 보이며, 상장 은행의 평균 NIM은 3.47%로 +8bps QoQ, +22bps YTD 증가.
- 대부분 은행들의 NIM은 전반적으로 하락하였으나, STB는 예외적으로 개선되었음. 국영 은행은 상대적으로 적은 하락폭 (-4bps YTD, -9bps QoQ)을 기록했으나, NIM은 여전히 낮은 수준. 반면, 상위권 민간 은행들은 국영 은행과의 경쟁 심화로 인해 평균 -45bps QoQ 및 -20bps YTD 하락. 특히, TCB (-45bps), MBB (-41bps), VPB (-34bps)는 신용 성장을 촉진하기 위해 대출 금리를 인하하여 하락폭이 두드러짐. 다만, 국영 은행의 NIM 감소폭이 상대적으로 적은 것은 단순히 실적 개선이라고 보기 어려울 것으로 판단. 국영 은행은 이미 낮은 NIM 수준을 지니고 있었으며, 저비용 재무국 예금 (STD) 조달에 의존하였기 때문. 재무국 예금에 의존하는 조달 구조는 낮은 금리를 유지할 여력을 제공했으나, 현재 국영 은행들이 큰 수익성 압력을 받고 있는 상황에서 이러한 이점은 곧 소진될 가능성이 높음. 특히, 비정상적으로 높은 대손충당금 버퍼(여력)를 거의 소진한 상태에서 추가적인 수익 개선이 제한되고 있음. 이에 따라, 단기적으로 대출 금리가 더욱 눈에 띄게 상승할 것으로 예상되며, 이는 경쟁 완화와 함께 NIM 개선을 지지하는 요인으로 작용할 전망.
- FY24년 연간 실적 전망은 다소 과대평가된 것으로 판단. 총당금 필요성 심화 및 '23년 4분기의 높은 기저효과로 인해 연내 잔여 기간동안 수익 성장이 둔화될 가능성이 높음. 다수의 은행이 최근 실적 발표에서 자산 건전성에 대한 우려를 간접적으로 표명한 바 있어 '24년 4분기 전망은 제한적임. FY25년에는 순이자수익(NII)에 기반한 신용 확대가 실적 성장의 핵심 동력이 될 것으로 보이며, 제한적인 성장 요인으로 순이익 증가는 15~20% 범위에 머물 것으로 예상. 이는 주요 지표를 얼마나 빠르게 정상화할 수 있는지에 따라 달라질 전망.

PBT 퍼포먼스 (VNDbn)

Tickers	2023	2024P	YoY	9M23	9M24	YoY	Completion
ACB	20,068	22,000	10%	15,024	15,335	2%	70%
BID				19,763	22,047	12%	
CTG	24,194	26,300	9%	16,935	18,719	11%	71%
HDB	13,017	15,852	22%	8,632	12,655	47%	80%
MBB	26,306	28,410	8%	20,019	20,736	4%	73%
STB	9,595	10,600	10%	6,840	8,094	18%	76%
TCB	22,888	27,100	18%	17,115	22,842	33%	84%
VCB	41,244	42,000	2%	29,550	31,533	7%	75%
VIB	10,703	12,045	13%	8,325	6,603	-21%	55%
VPB	10,987	23,165	111%	8,279	13,861	67%	60%

자료: 회사 데이터, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

NIM



은행 - FY25 수익 성장률 전망치 15%-20%

VNDbn	TOI					PPOP					PBT				
	2023	2024F	YoY	2025F	YoY	2023	2024F	YoY	2025F	YoY	2023	2024F	YoY	2025F	YoY
ACB	32,747	34,804	6.3%	40,875	17.4%	21,872	23,179	6.0%	26,977	16.4%	20,068	20,567	2.5%	24,168	17.5%
BID	72,669	76,814	5.7%	90,072	17.3%	47,589	50,083	5.2%	58,997	17.8%	27,294	29,169	6.9%	36,140	23.9%
CTG	70,548	81,912	16.1%	89,614	9.4%	50,105	59,624	19.0%	65,952	10.6%	24,990	28,494	14.0%	34,577	21.3%
HDB	26,414	34,838	31.9%	41,717	19.7%	17,284	22,993	33.0%	26,733	16.3%	13,017	17,668	35.7%	21,539	21.9%
MBB	47,306	54,578	15.4%	60,091	10.1%	32,393	38,331	18.3%	42,089	9.8%	26,306	28,156	7.0%	32,244	14.5%
STB	26,173	31,628	20.8%	37,601	18.9%	13,283	17,216	29.6%	21,554	25.2%	9,595	12,998	35.5%	17,729	36.4%
TCB	40,061	50,709	26.6%	54,986	8.4%	26,809	34,393	28.3%	39,114	13.7%	22,888	27,782	21.4%	34,829	25.4%
VCB	67,723	72,787	7.5%	83,646	14.9%	45,809	49,993	9.1%	59,600	19.2%	41,244	45,145	9.5%	51,716	14.6%
VPB	49,743	61,896	24.4%	70,181	13.4%	35,832	48,151	34.4%	52,846	9.8%	10,987	18,631	69.6%	24,872	33.5%

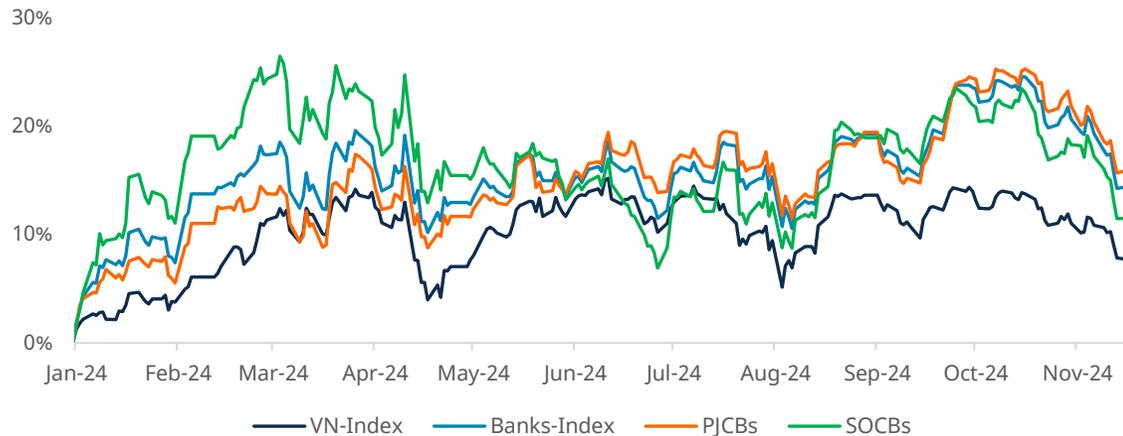
자료: 미래에셋증권 베트남 리서치센터

은행 - 밸류에이션 및 투자 포인트

할인된 가격, 매수 기회 모색

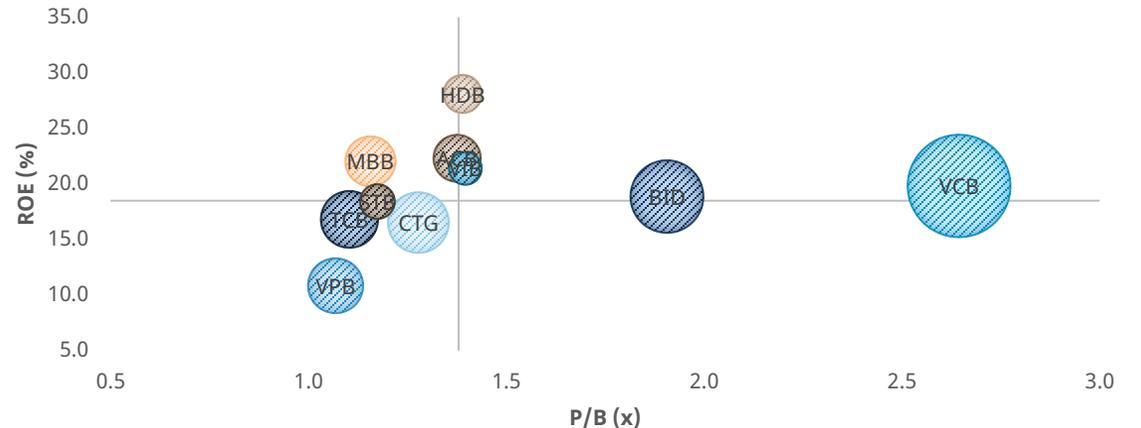
- **은행업 회복에 높은 기대와 그에 따른 시장의 실망:** 다수의 상위권 은행들은 30% 이상의 야심찬 성장 목표를 설정하며 시장 심리를 끌어올렸음. 과거 데이터를 보면 상위권 은행들은 대체로 목표를 달성해 왔으나, '23년에는 달성하지 못하였으며, 일부 은행들 또한 '24년 목표 미달 가능성 존재.
- **투자 테마:** 당사의 이전 보고서에서 언급했듯, '23년 3분기 말부터 4분기 초까지 은행업은 강한 반등을 보이며 주가순자산비율(P/B)이 -1 표준편차에서 5년 평균 수준으로 회복됨. 그러나, 불확실성이 지속되면서 현재 밸류에이션 수준을 돌파할 촉매제가 부재하여 최근 고점 대비 10% 이상의 조정이 이루어짐. 이에 따라 현재 은행주 밸류에이션은 점진적으로 매수하기에 매력적 기회로 판단.
- **외부 변수(대기업의 영향 등)를 제외할 경우, 시장은 결국 펀더멘털에 수렴할 것.** LPB의 경우, 9M24 이익이 2배 이상 증가하였으며, TCB의 YTD 주가 상승은 은행의 이익 성장과 동반되었음. TCB와 VPB와 같이 상대적으로 낮은 밸류에이션을 보유한 은행에 주목하여, 상위권 은행 대부분이 장기 투자에 적합한 수준. 특히, VIB와 VPB는 운용 효율성과 성장 지표가 기대치에 미치지 못했으나, 밸류에이션은 저점 수준에 도달했으며 이는 일시적 약세로 인한 것으로 판단.
- **국영 은행의 밸류에이션은 상대적으로 높은 수준에서 거래되고 있으나, 각각의 은행들은 저마다 고유의 내러티브를 제시함.** CTG의 경우, 트럼프 2기에 따른 “차이나 플러스 원“ 전략으로 인한 FDI 유입 수혜를 받을 것으로 예상. BID는 공공 투자 확대의 수혜를 받을 것으로 예상. VCB의 성장세는 수출입 금융 서비스에서의 지배력 강화에 기인.
- **전반적인 시장의 회복세는 초기 기대에 미치지 못할 가능성이 높을 것으로 전망.** 어떠한 어려움 없이 순탄히 회복하길 기대하는 것은 비현실적. 수익 성장은 초기 예측과 일치하지 않을 수 있으나, ROE는 상승세를 지속하고 있으며 순이자마진(NIM)도 안정적 수준. 부실채권(NPL) 및 대손충당금을 포함한 자산 건전성은 은행의 성과를 좌우하는 핵심 변수로 작용할 전망. 환율은 금리 조정에 따라 달러 지수(DXY)의 투기적 랠리로 인한 환율 압력이 점차 완화될 것으로 예상.

'24년 은행주 퍼포먼스



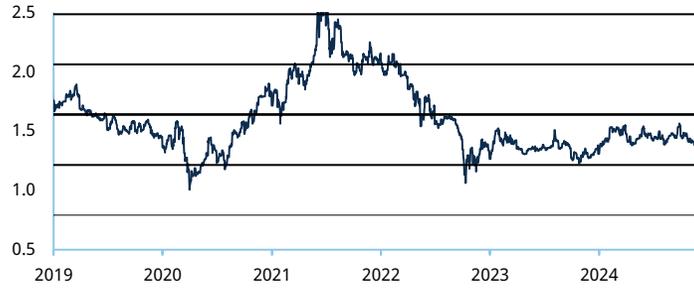
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

현재 시가총액, ROE, TTM P/B (상위 12위 은행 평균 P/B: 1.38)

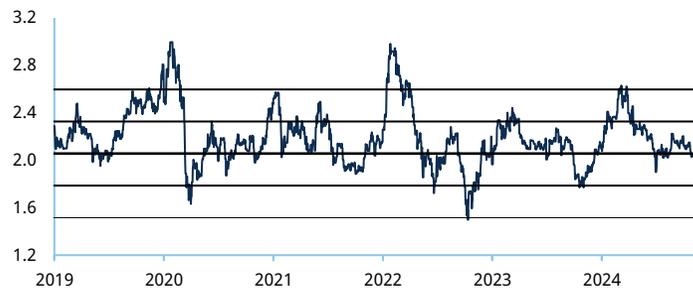


은행 - P/B 밴드 차트

ACB



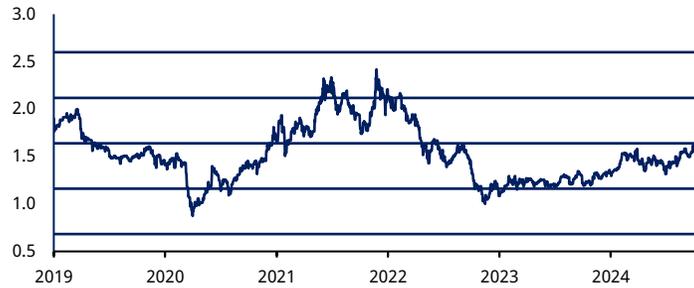
BID



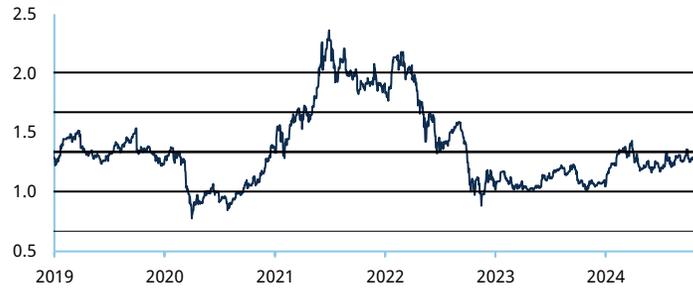
CTG



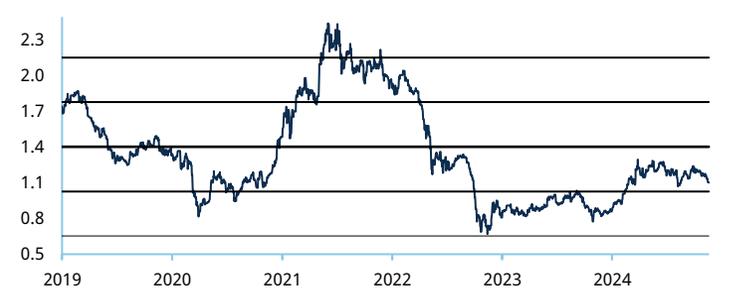
HDB



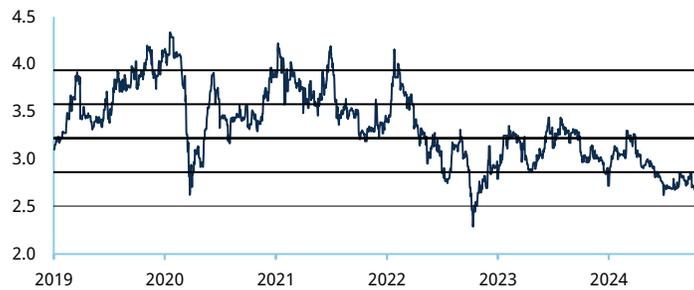
MBB



TCB



VCB



STB



VPB



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

주거용 부동산 - 긍정적 공급 확대 신호

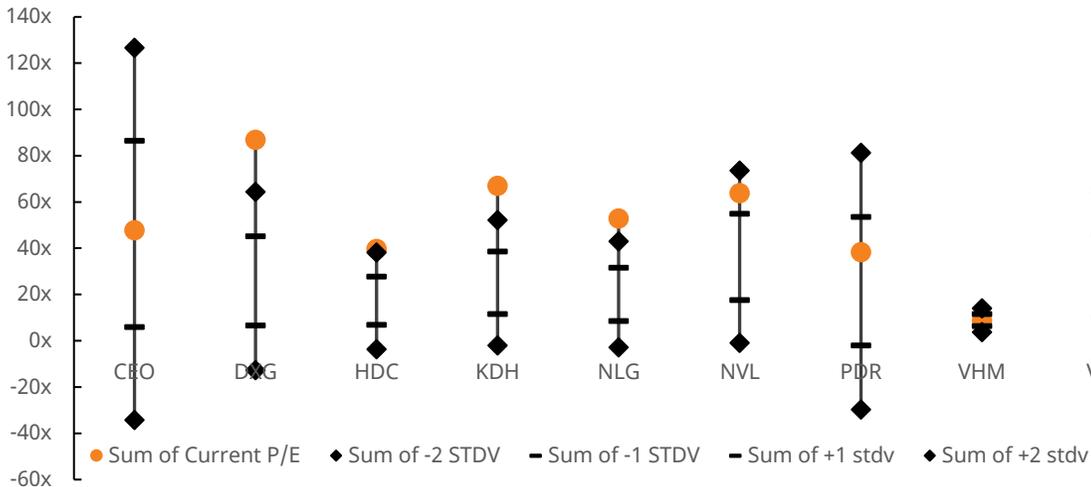
공급의 긍정적 신호

- 9M24 주거 부동산 시장은 공급 측면에서 긍정적 신호를 보임. 1) 주거 부문에서는 61개의 신규 프로젝트가 허가되어 (+30% YoY), 총 31,673 유닛 추가. (+135% YoY); 2) 토지 분양 부문에서는 52개의 신규 프로젝트 허가 (-30% YoY), 총 8,253 유닛 추가. (+103% YoY); 3) '24년 3분기 기준, 재고는 전분기 대비 52% 증가한 25,937 유닛으로 2년 만에 최고치를 기록하며, 직전 분기의 26% 감소세를 뒤집음; 4) '23년 1분기부터 '24년 3분기까지 부동산 대출은 분기당 평균 7.6% 성장함.
- 쿠시먼&웨이크필드에 따르면, 하노이는 '24년 4분기에 8,900 콘도 유닛이 공급될 것으로 예상되며, '24년 하반기부터 FY27년까지 총 70,000 유닛 공급 예상. (FY20~23 대비 +106%) 주요 공급은 빈홈즈 코 로아 (Vinhomes Co Loa), 빈홈즈 오션파크 등 매머드급 주복합단지들이 주도할 것. 단독 주택 부문은 1,030 유닛, FY25~27기간 동안 약 8,600 유닛 공급 예상. (FY20~23 대비 +46%) 호치민은 FY26까지 29,300 콘도 유닛 공급 예상. (FY21-23 대비 -23%) 주로 Thu Duc시 공급이 주도할 것. 단독주택 부문은 4,400 유닛 추가 전망 (FY21-23 대비 +96%). 주택 공급은 여전히 고급 세그먼트에 집중되어 있으며, 저소득 및 중산층 주택 부족 문제 지속.

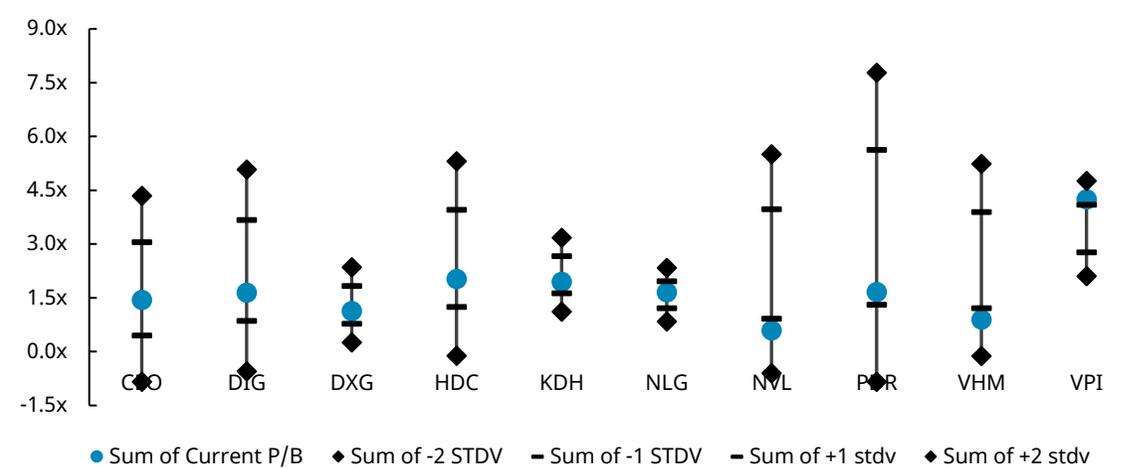
높은 가격 지속

- 하노이 주요 콘도의 분양가는 +3% QoQ, +26% YoY로 점진적 상승, 매매가는 +9~12% QoQ 상승함. ('24년 3분기 기준). 단독 주택 가격은 +19% QoQ, +120% YoY 급등하였으나, 이는 빈홈즈(Vinhomes) 프로젝트 영향에 의한 것. 호치민의 주요 아파트 분양가는 -14% QoQ, -6% YoY 하락함. 매매가는 6~8% QoQ 상승. 단독 주택 가격은 -20% QoQ, -39% YoY 하락하였음. 이는 서부 지역의 저렴한 공급의 영향을 받은 것.
- 다수의 부동산 기업은 FY24 실적 목표 달성이 어려울 것으로 예상되나, DXG는 예외적으로 9M24 기준 매출 목표의 82%, 순이익 목표의 108%를 달성하였음. 고객 선수금은 감소세, 특히 PDR 및 VPI에서 두드러진 반면, KDH, NLG, VHM은 상대적으로 양호한 실적 기록.
- 대부분의 부동산주는 VN-Index를 하회. NVL, CEO, PDR, DIG, HDC, DXG는 FY24 동안 -20~40% 하락하였으며, NLG, KDH, VPI는 상대적으로 양호한 수준. P/E 배수는 대부분 높은 수준이나, (40-80배) VHM은 9배로 상대적으로 낮은 편. P/B 배수는 5년 평균 밴드 내 적정 수준 유지.

P/E 밴드 밸류에이션 +/- 2 표준편차



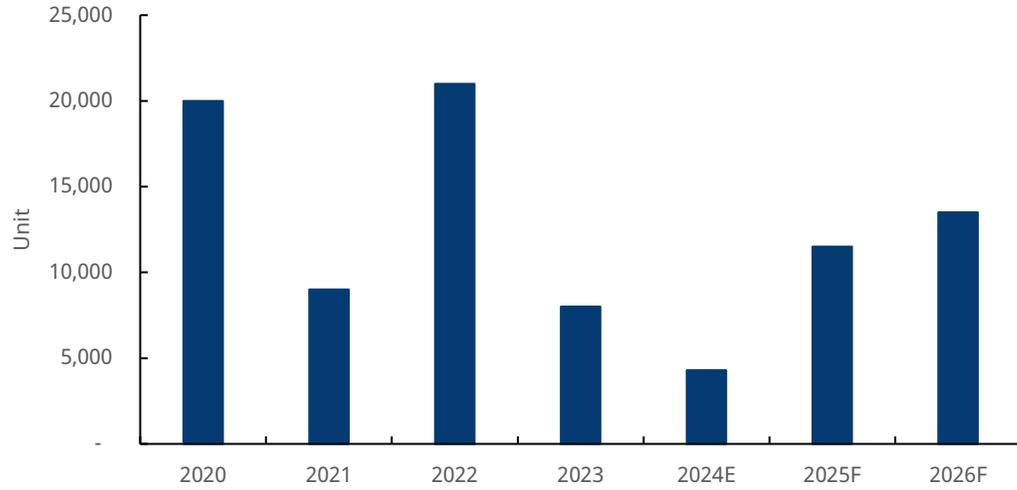
P/B 밴드 밸류에이션 +/- 2 표준편차



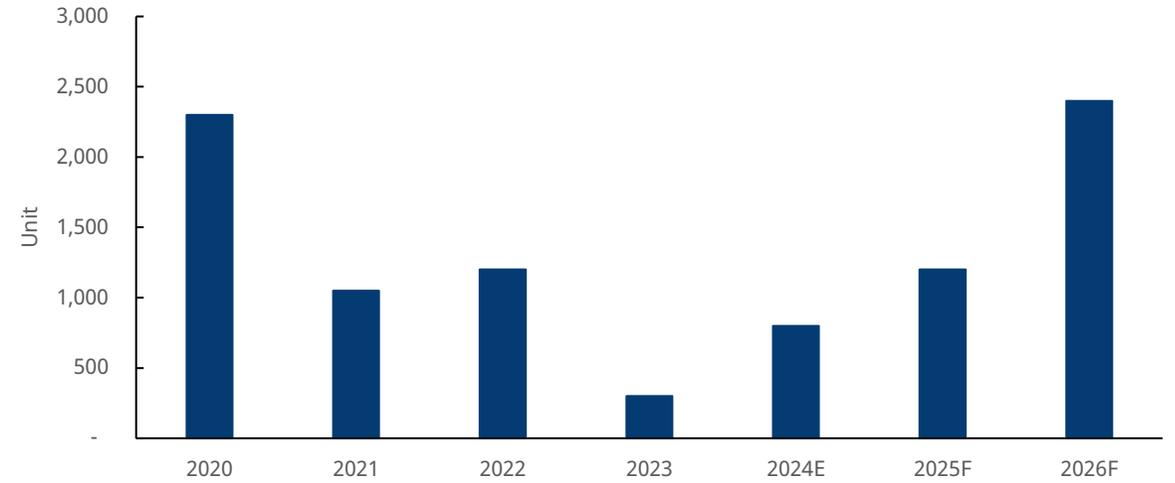
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터 * 5년 기준

주거용 부동산 - 긍정적 공급 확대 신호 (cont'd.)

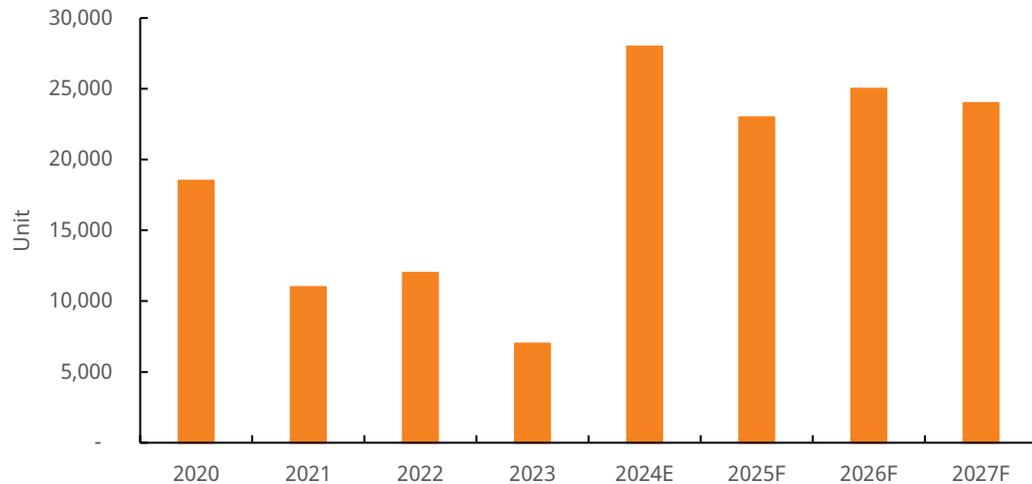
호치민 콘도 공급 예상치



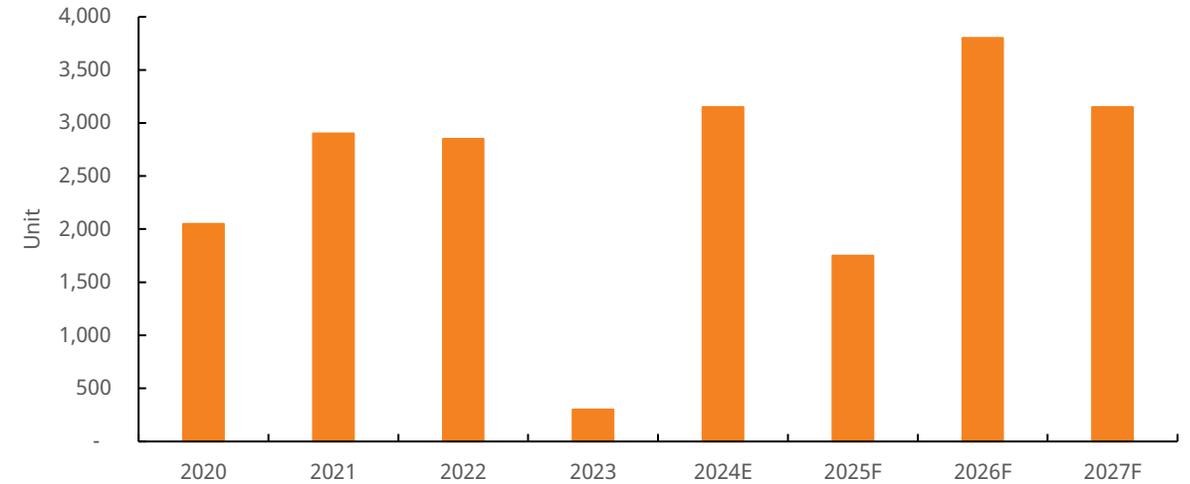
호치민 단독주택 공급 예상치



하노이 콘도 공급 예상치



하노이 단독주택 공급 예상치



자료: 쿠시먼&웨이크필드, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

상업용 부동산 - 회복의 발판

소매 성장 지속



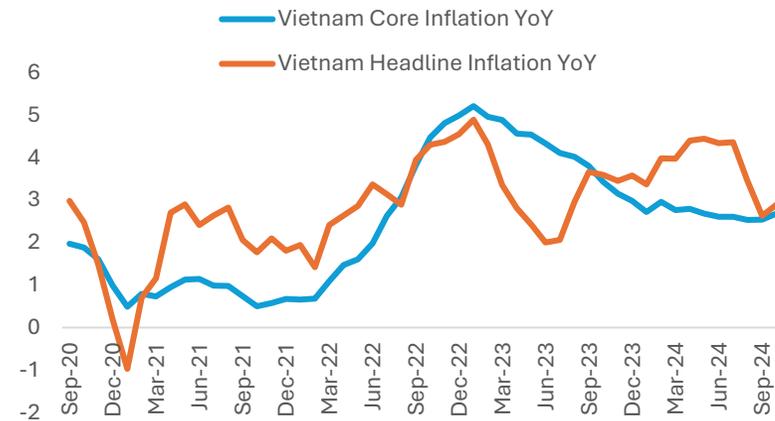
Source: General Statistics Office (GSO)

소매 부동산 시장 퍼포먼스 (호치민)



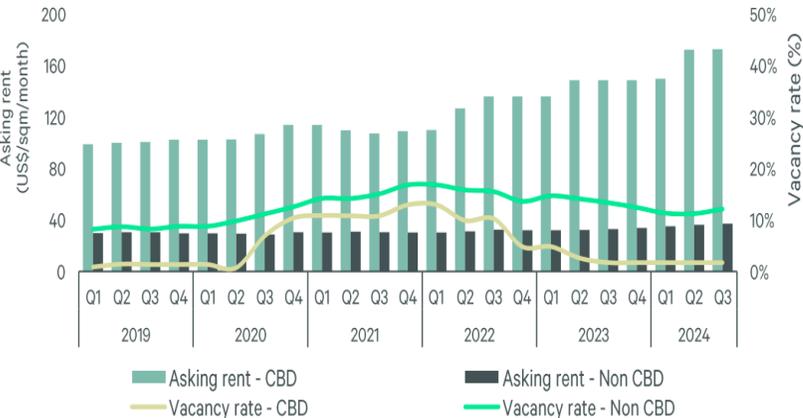
자료: CBRE, 미래에셋증권 베트남 리서치센터
* 3Q24 호치민 리포트

'24년 베트남 명목 및 근원 인플레이션 둔화세



Source: General Statistics Office (GSO)

소매 부동산 시장 퍼포먼스 (하노이)



자료: CBRE, 미래에셋증권 베트남 리서치센터
* 3Q24 하노이 리포트, 세금 및 수수료 제외

소매 시장 현황

- 11M24 상품 및 서비스 소매 판매는 +8.8% YoY 증가함. ('23년 11월: +9.7%, '22년 11월: +20.2%). 성장률은 팬데믹 이전 ('18~'19년: +11.7~11.8%) 대비 낮은 수준이나, '15~'24년 추세선을 상회한 점은 긍정적 요인임. 관광업은 '24년 11월까지 해외 방문객 1,580만 명 (+41% YoY)으로 반등하였음.
- 베트남 소매 시장이 개선되면서 Aeon과 Lotte와 같은 글로벌 기업들이 확장을 가속화하고 있음. Aeon Mall은 현재 7개의 쇼핑몰(462,000m²)을 운영 중이며, 쾨터(Can Tho)에 5.4조동 (\$2.14억 달러), 롱안(Long An)에 1조동 (\$3,930만 달러)를 투자해 성장이 가속화되며 Aeon은 '25년까지 16개의 쇼핑몰 운영을 목표.

호치민:

- 소매 공급: '20년~'22년 기간 동안 쇼핑몰 신축은 없었으나 '24년에는 VMM Grand Park D9(45,000m²), Parc Mall D8(34,000m²), Central Premium Mall D8(30,000m²) 등 이 추가되어 '24년 3분기 기준 GFA는 120만 m²로 증가함. '25~'26년 공급 예정 프로젝트에는 Park Hills Palace Go Vap(8,100m²)과 Marina Central Tower D1(11,000m²) 등이 있음.
- 임대 수요: 9M24 신규 임대 면적은 100,000m²로 3년 만에 최고 수준을 기록. 점유율은 93%에서 94%로 상승(CBRE 기준)하였으며, 도심권 임대료는 274.1 USD/m²로 안정적 유지, 비도심권 임대료는 53.3 USD/m²로 소폭 하락함. (-0.9% QoQ)

하노이:

- 9M24 순임대가능면적(NLA)는 The Linc Park City(10,581m²)와 The Diamond Plaza(14,000m²) 개장으로 총140만 m²로 증가. '25년 비도심 지역의 Tien Bo Plaza(50,000m²)와 도심 지역의 Vinaconex Diamond(12,800m²)가 추가될 예정.
- 임대 수요: 도심 임대료는 +11.3% YoY 상승하여 172.7 USD/m² 기록, 공실률은 1.7%로 낮은 수준 유지. 비도심 지역 공실률은 12.1%로 높게 유지되었으나, 임대료는 +12.8% YoY 상승하여 37 USD/m² ('24년 3분기 기준) 기록.

산업 단지 - 점진적 상승세

FDI 끌어들이는 자석

투자 약정 성장세 약화 및 높은 집행 자본 증가율

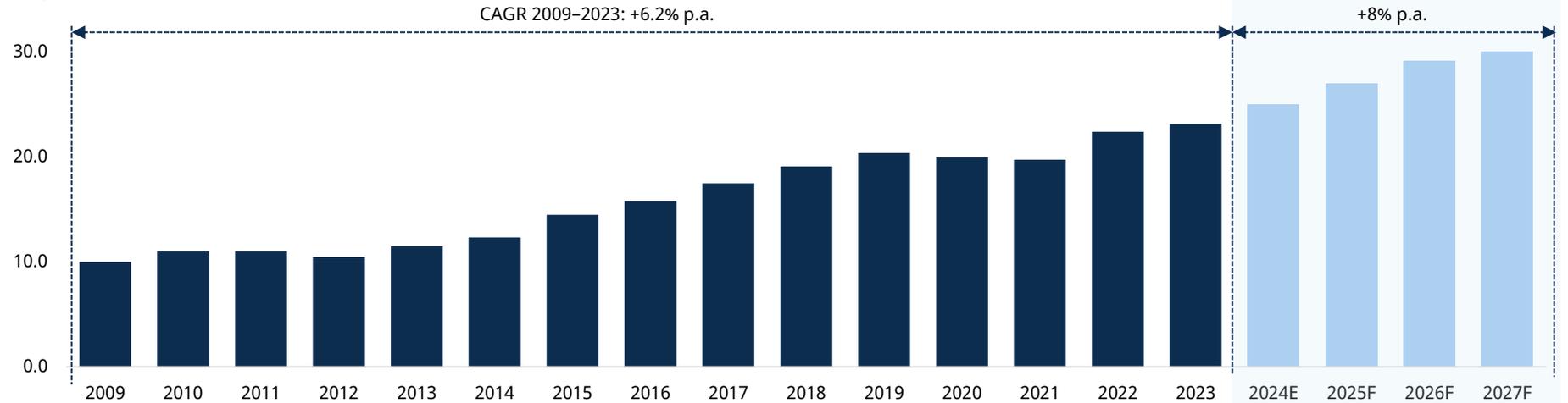
- '24년 3분기 이후, 외국인 투자자들은 트럼프 2기의 정책 불확실성으로 인해 베트남 투자 결정을 지연하는 모습을 보임. 주요 부담 요인으로는 1) 중국산 제품에 대한 최대 60%, 기타 국가에 대한 10% 관세 가능성, 2) 강달러 현상, 3) 연준의 예상보다 느린 금리 인하 속도 등이 있음. '24년 약정 자본 증가율은 +10% YoY로 둔화되었으며, 약 337억 달러를 기록. ('23년: +35.8% YoY) 외국인 투자청(FIA)에 따르면, '24년 10월까지 대규모 프로젝트는 3건(5억~15억 달러)에 불과하여 대부분의 신규 프로젝트는 소규모로 제한됨. 일부 기업은 1억~3억 달러의 자금을 확보하였음.
- 반면, FY24 실현 자본 상승세가 지속되어, +9.4% YoY 증가한 약 254억 달러를 기록함. 이는 베트남 역대 최고치를 기록한 수치이며, 3년 연속 200억 달러 이상의 FDI 집행액을 달성하였음. 글로벌 제조업체의 재배치 및 중국발 투자 유치 강화의 수혜를 받은 것으로 판단.
- FDI 부문은 '24년 베트남 무역에서 주요 비중을 차지함. FDI 기업의 수출액은 +12% YoY 증가해 베트남 총 수출액의 72% 이상을 차지함. 수입 또한 +15.5% YoY 증가하며 높은 성장세 기록하였음.

첨단기술 부문 투자 독려

- FIA에 따르면 '24년 FDI 유입은 전자, 반도체, 녹색 기술과 같은 고부가가치 산업에 집중되었음. '24년 9월, 베트남 정부는 '30년까지 반도체 산업 개발 전략과 '50년까지의 비전을 포함한 결정을 발표하였음. '24년 12월 31일자로 발효된 법령 182/2024/ND-CP를 통해 첨단기술 투자 프로젝트에 보조금을 제공하는 투자지원기금(Investment Support Fund)을 설립하였음. 이러한 정책은 베트남을 글로벌 반도체 공급망의 핵심 국가로 자리매김시키고 반도체 제조 분야의 투자 매력도를 높이는 것을 목표로 함. 주요 국가(미국, 중국, EU, 일본 등)와의 관계 격상 및 우호적인 신규 정책 덕분에 이러한 모멘텀이 지속될 것으로 예상되며, 향후 성장을 견인하는 동력이 될 것으로 판단.

'25년~'27년 FDI는 연간 8% 성장률 전망, 산업 단지 부문 35~40% 비중 예상.

(US\$bn)



자료: FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

산업 단지 - 점진적 상승세 (cont'd.)

남아있는 성장 여지

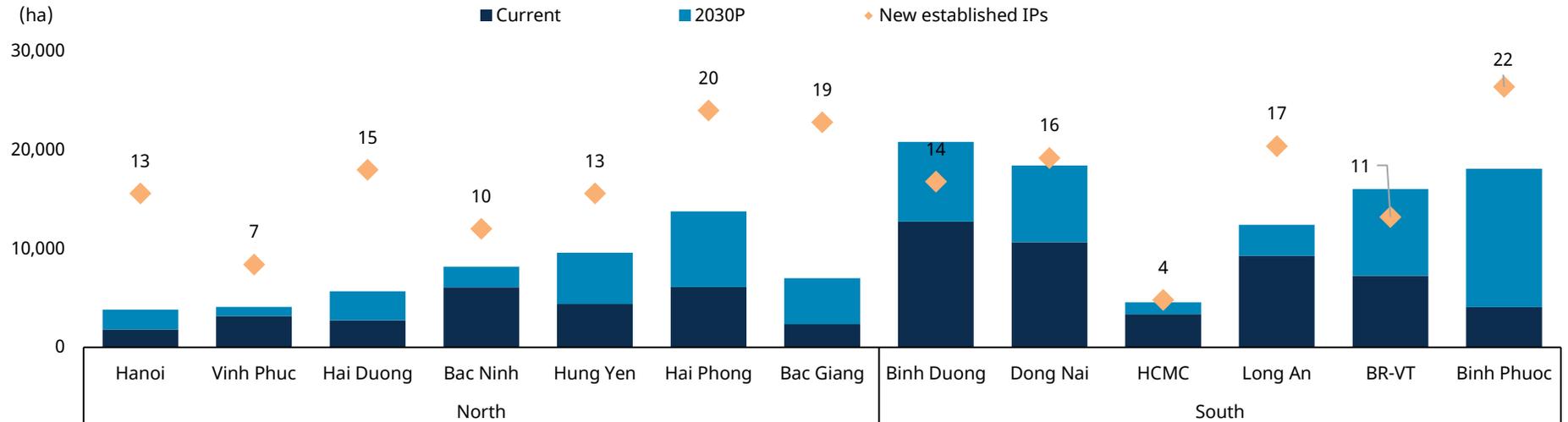
산업 단지 공급 확대를 통한 수요 대응

- MPI에 따르면, '24년 설립된 산업단지는 447개로 +8% YoY 증가하였으며, 총 산업용지 규모는 약 93,000ha로 +4.5% 성장하였음. 특히, 11개의 신규 산업단지가 운영을 시작하여 가동 중인 산업단지는 총 304개(+3.8% YoY), 임대 가능 면적은 63,700ha에 달함. '24년 신규 임대 면적은 전년 대비 약 두 배 증가한 5,250ha를 기록. 누적 순임대 면적은 51,800ha에 도달하며 평균 가동률은 81.3%로 상승 (FY23: 73.8%).
- 공급 부족 해소를 위해 '24년 3월에 도입된 결정문 227/QĐ/TTg는 토지 이용 목표를 개정하고 산업용지 할당량을 완화하였음. 특히 Bac Ninh, Hai Duong, Hung Yen 등 주요 지역에서 토지 공급이 확대됨. 더불어, 주요 경제 지역들은 '30년까지의 전망을 담은 '23년 마스터 플랜을 발표하였음. 이를 통해 인허가 절차 간소화 및 신규 산업단지 설립 촉진 효과 기대. 남부 지역에서는 고무 플랜테이션에서 산업 용지로의 전환을 통해 추가적 토지 공급 기대.
- '24년 신규 산업단지 승인은 가속화되며 27개 산업단지가 투자 승인을 받아, 향후 임대 가능 면적에 6,300ha를 추가. 이러한 확장은 향후 1~2년 내 공급 증가로 이어질 전망.

지속적 임대료 상승

- 북부 지역(Hanoi, Hai Phong, Bac Ninh, Hung Yen, Hai Duong): '24년 3분기 기준 산업용지 평균 임대료는 US\$137/m²로, +4.6% YoY 상승. 신규 공급 부족으로 북부 지역의 산업단지는 계속해서 높은 수율을 기록하며, 3분기 가동률은 83%을 달성함.
- 남부 지역(HCMC, Binh Duong, Dong Nai, Long An): 임대료는 +1% YoY 증가한 US\$189/m² (470만 동) 기록하였으며, 가동률은 92%에 도달함. 제조업체들은 저렴한 임대료가 제공되는 Ba Ria - Vung Tau, Tay Ninh과 같은 2급 산업 용지 지역으로 관심을 돌리고 있음.
- 향후 임대료는 연간 7~9% 상승할 것으로 전망. CBRE에 따르면, '24~'27년까지 북부 및 남부 지역 모두에서 임대료 상승세가 지속될 것으로 보이며, Bac Ninh의 Que Vo 지구와 같은 일부 지역은 '24년 YTD 기준으로 +26%의 급등을 기록한 바 있음.

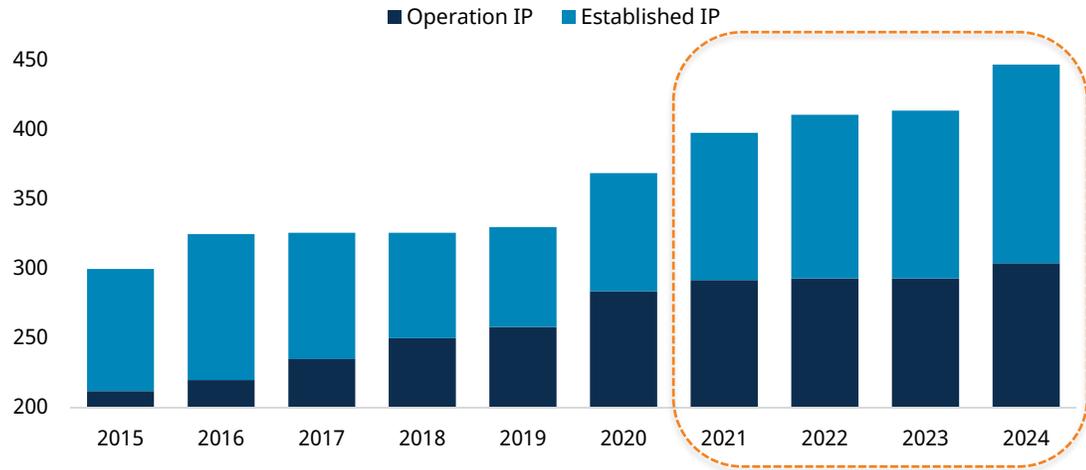
'30년 남부 지역의 공급 부족 해소를 위한 계획



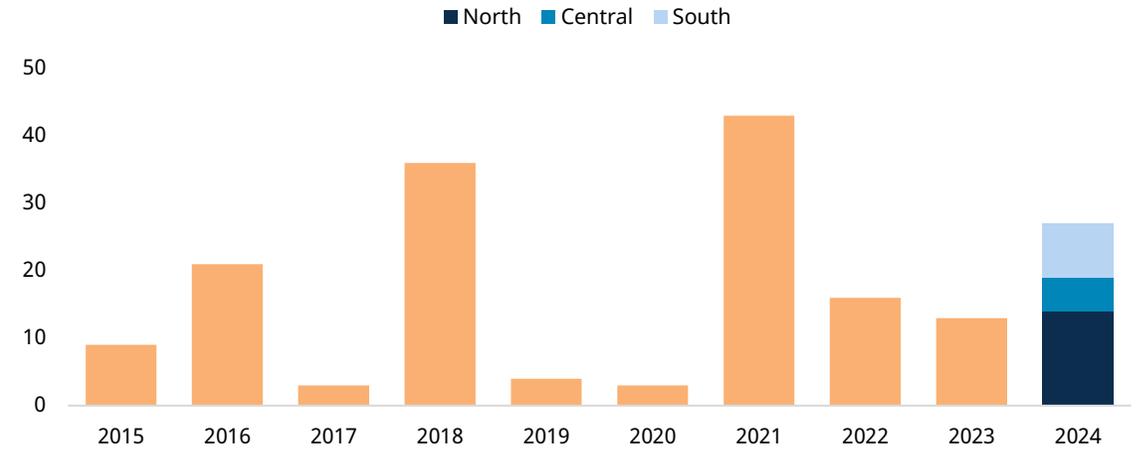
자료: 지방 당국, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

산업 단지 - 점진적 상승세 (cont'd.)

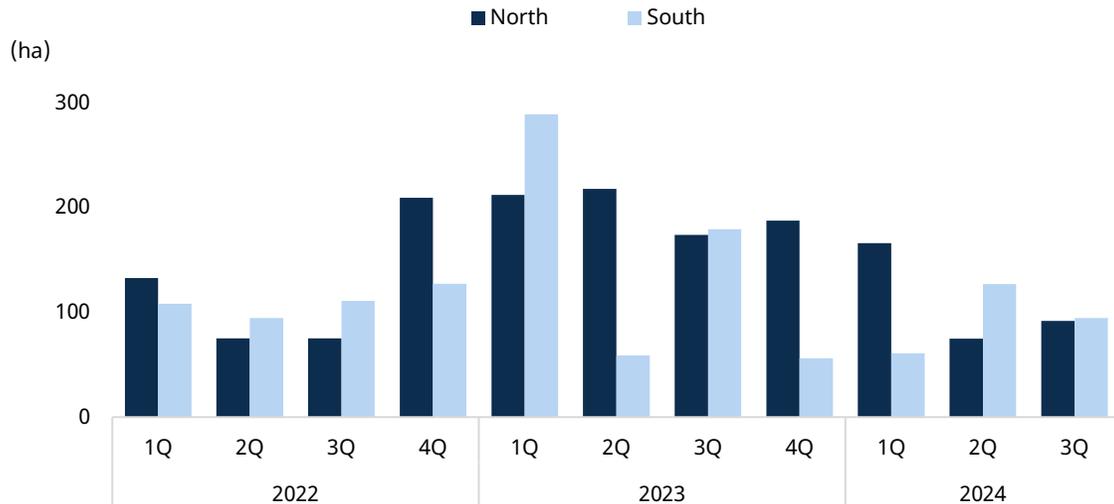
착공 중인 산업단지의 증가는 향후 공급 확대의 신호



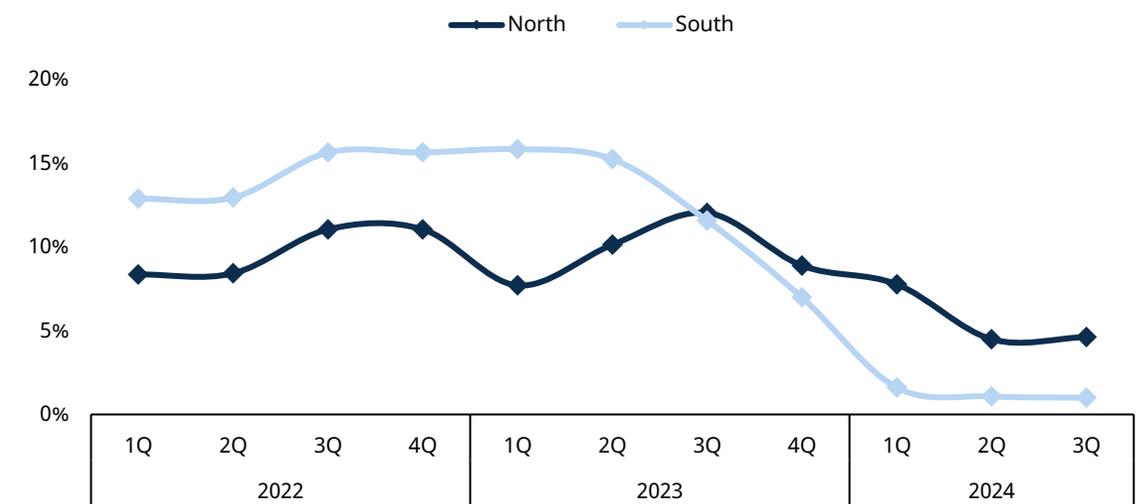
'24년 북부 지역, 27개 중 14개의 산업단지가 승인됨



북부 주요 경제 구역: 첨단 산업 FDI 유입으로 인한 높은 토지 흡수율



임대료 증가세 둔화



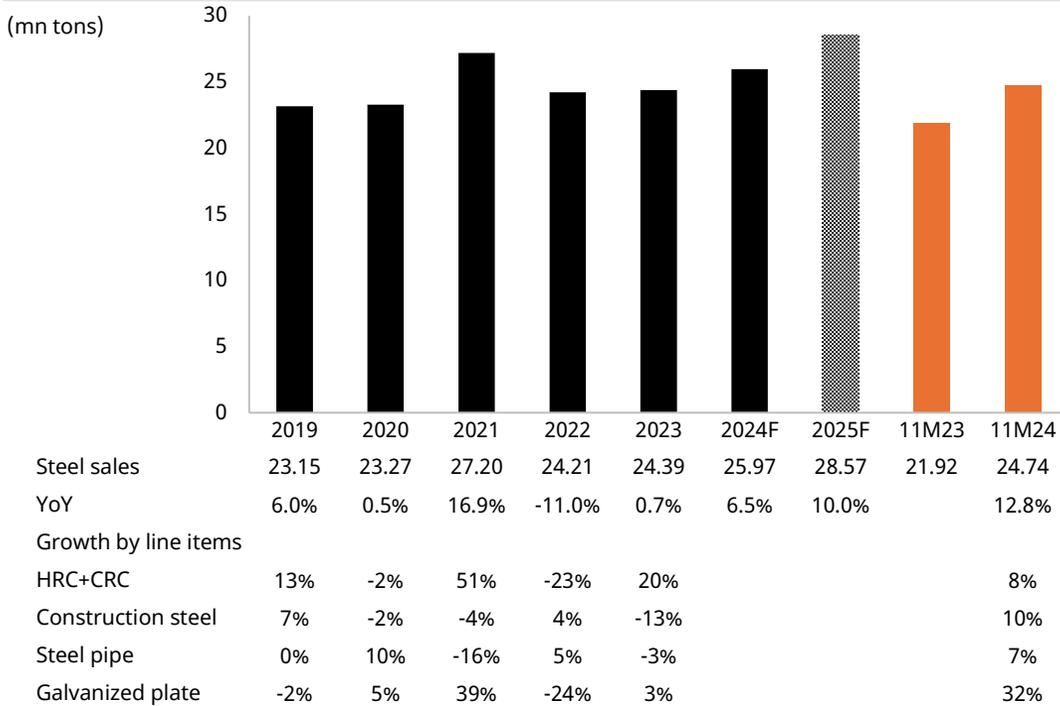
자료: MPI, CBRE, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

철강 - 회복 모멘텀

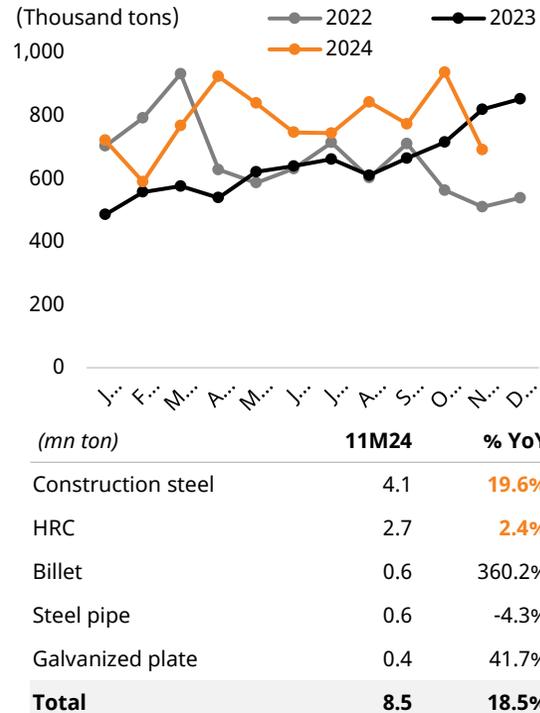
14% 신규 주택 공급
+ 18% 정부 CAPEX
= '25년 10% 거래량 성장

- **철강사의 턴어라운드 모멘텀 상승.** 베트남 철강 산업은 FY22~FY23 기간 동안 2,420만~2,440만 톤에 정체되었던 판매량에서 11M24 +12.8% YoY 성장하며 '23년 수준을 초과하는 뚜렷한 회복세를 보임. 건축용 철강(총 판매의 34%)과 판재류(36%)가 주도하였으며, 11M24 아연 도금강판 판매량은 +32% YoY 증가하였음.
- **커버리지 철강 종목 긍정적 실적 기록.** HPG와 NKG의 11M24 판매량이 시장 기대를 상회하며 철강 산업의 강한 수요를 나타냄. HPG는 베트남 건설 부문 회복과 함께 후방 제품을 통한 성장세 지속을 지속함. NKG: 아연 도금강판 판매가 +28% YoY 증가하며, 수출 중심 전략의 성공을 입증하였음.
- **철강 수요 리스크는 제한적일 것으로 전망.** 중국산 수입 증가와 수출 시장 불확실성에도 불구하고, 현 단계에서 베트남 철강 업체의 수요 악화 가능성은 제한적일 것으로 판단. FY25 판매량은 +10% YoY 증가 전망. 도시 부동산 회복 (CBRE 신규 주택 공급량 예상치: '24년 35,000유닛→'25년 40,000유닛)과 정부 CAPEX(설비 투자) 증가(790조 동, YoY +17.9%)가 주요 동력으로 작용할 것. HPG는 확대된 HRC(열연강판) 생산능력에 기반, FY25 판매량 1,030만 톤(+15% YoY) 전망. NKG는 FY25 판매량 113만 톤(+5% YoY) 예상하나, 반덤핑 조치 가능성이 리스크 요인. 미국 관세 리스크는 지속적인 모니터링 필요. 제품별로 HRC(제조업 부문 수출 용도)는 건설용 철강(판재, 코일, 바, 파이프)보다 높은 수요 리스크를 지닌 것으로 판단.

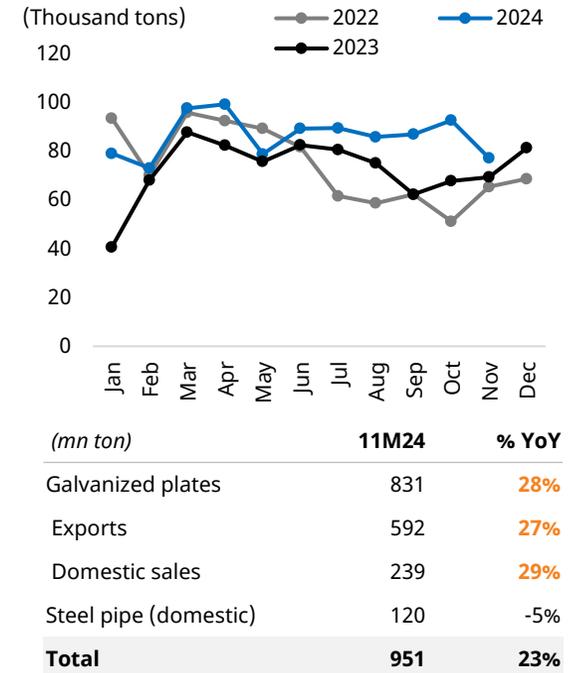
베트남 철강 판매량



Hoa Phat 월간 판매량



Nam Kim 월간 판매량



자료: FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

철강 - 회복 모멘텀 (cont'd.)

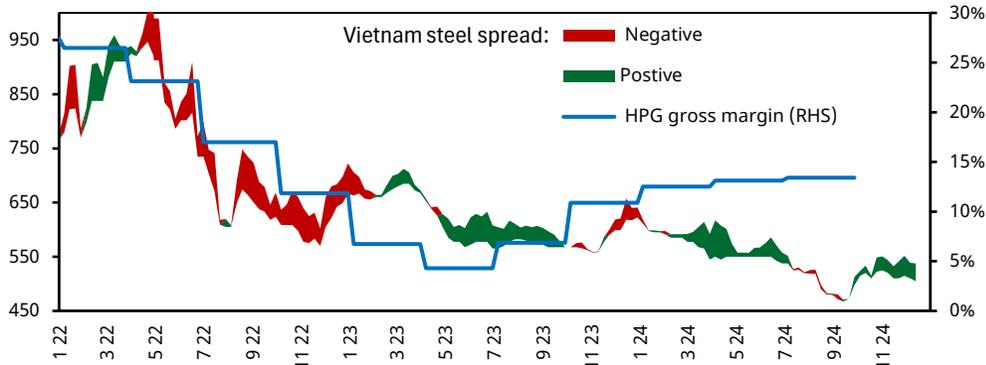
우호적 환경 지속,
HPG 마진 개선 기대

- **원자재 가격 안정세 지속 전망.** 원자재 투입비용 급감으로 후방 생산자의 마진 회복 가능성. '24년 12월 기준 철광석과 원료탄 가격이 각각 -31%, -18% YoY 하락하였음. 건설용 철강 가격은 견조한 흐름을 보이며, 평균 가격은 VND13.5/kg으로 -5% YoY 소폭 하락. HRC(열연코일) 가격은 12월 기준 US\$560/톤(-12% YoY)으로 하락. HPG는 2월 선물 가격을 US\$525/톤으로 조정하였으며 이는 최근 중국의 하락세를 반영함. 베트남 월간 철강 스프레드 지표에 따르면 단기적으로 마진 개선세가 강해질 것으로 전망.
- **3분기 판재류 생산업체 실적 혼조세.** 아연도금 판재 생산업체들은 '23년 2분기부터 생산 정상화 및 HRC 가격 하락에 따른 마진 회복세를 보여왔으나, '24년 연간 성과는 혼조세 기록. HSG는 동종 업계 내 최고 수준의 매출총이익률(10.8% 이상)을 기록했으나, 9월 말 분기에서 비용 증가로 인해 어려움을 겪음. NKG와 GDA를 포함한 중소 생산업체들은 안정적 가격 책정과 우수한 시장 노출로 비교적 나은 마진을 유지함. '25년 1분기까지 HRC 선도 가격 하락세가 이어질 것으로 보이며, 후방 산업은 마진 안정성 유지 위해 효율적 재고 회전을 관리가 필수적일 것.
- **수입 HRC에 대한 반덤핑 관세(ADD)가 베트남 국내 생산업자에 양면적 영향을 미칠 전망.** ADD 부과 시, HPG와 Formosa와 같은 베트남 국내 생산자들의 가격 경쟁력이 강화될 가능성이 있으나, NKG, HSG, GDA와 같은 후방 산업에게는 비용 압박이 가중될 전망. 그러나 중국 수출이 글로벌 시장을 지배하는 가운데, 베트남 생산업체들은 여전히 가격 수용자(Price Taker)로 남을 가능성이 높으며, 이는 주로 중국 내 생산 규율 등 공급 측 요인에 의해 가격이 조정될 것으로 판단.

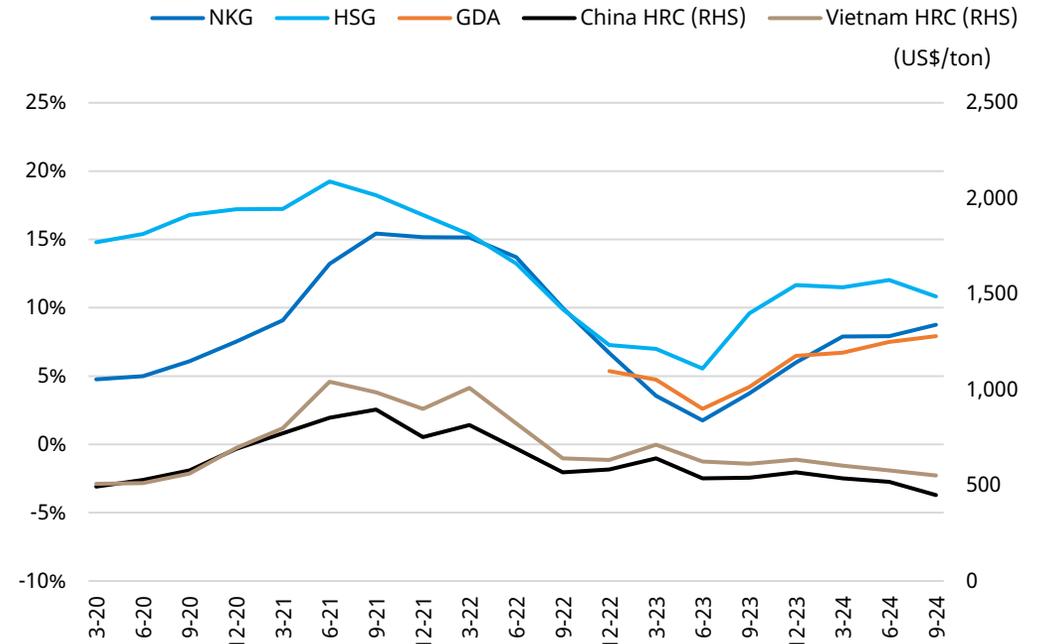
단기 사이클 스프레드 지표

Steel price	2020	2021	2022	2023	2024	Dec-24	%YoY
Vietnam HRC						560	-12%
Construction steel						13,500	-5%
China HRC						445	-15%
China rebar						489	-14%
Raw material							
Iron ore						121	-31%
Coking Coal						133	-18%
Scrap						253	-26%
Spread							
Vietnam spread							17%
China Spread							-39%

Standard deviation from the mid-point: Stronger Weaker



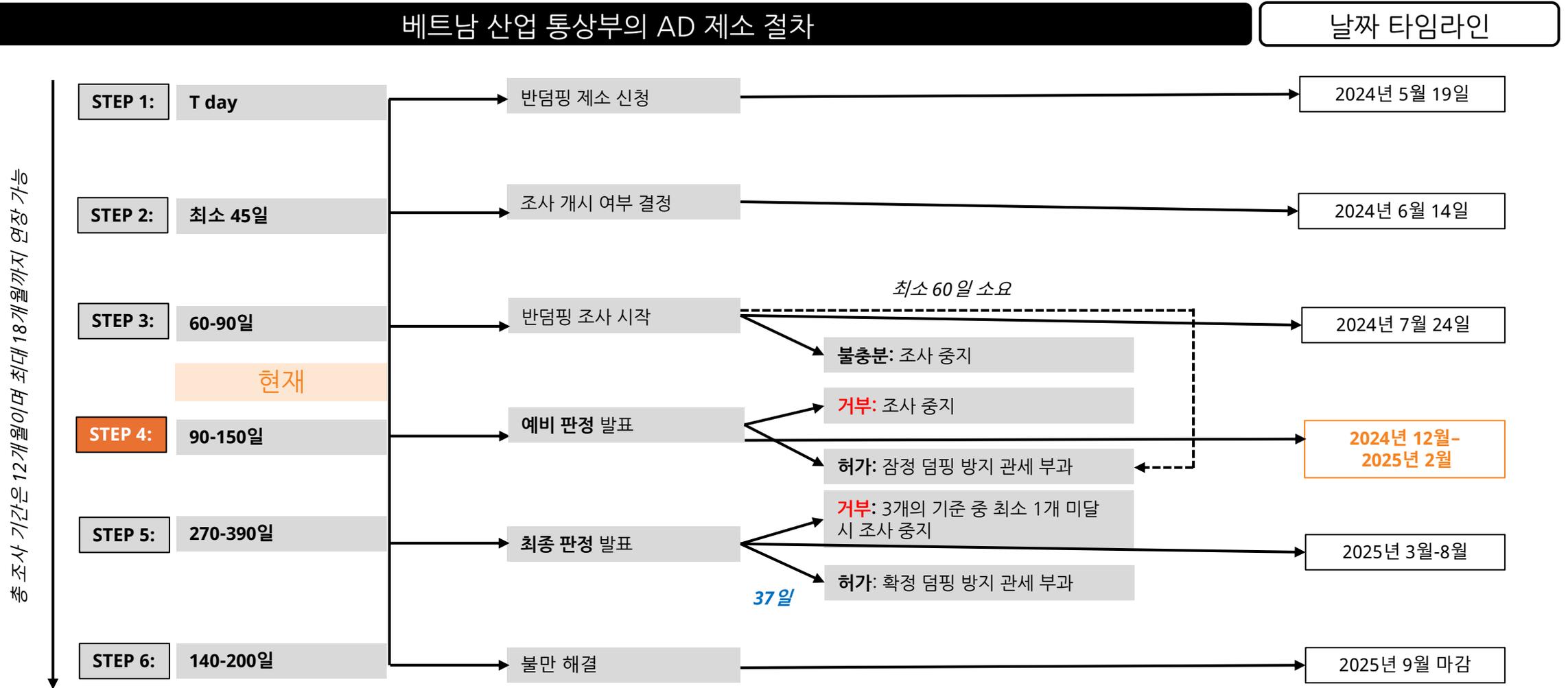
아연 도금 강판 생산업체 마진 및 주요 비용 가격 (HRC)



자료: FiinPro, 회사 데이터, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

철강 - 회복 모멘텀 (cont'd.)

HRC 수입에 대한 반덤핑 관세 (ADD) 조사 타임라인



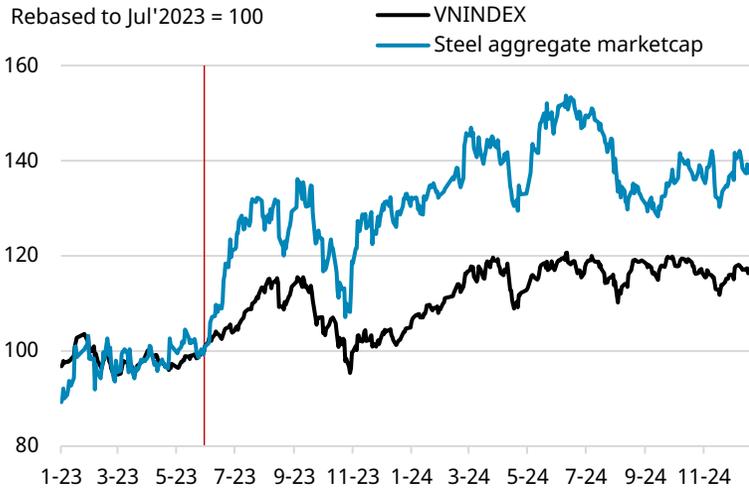
자료: 회사 데이터, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

철강 - 회복 모멘텀 (cont'd.)

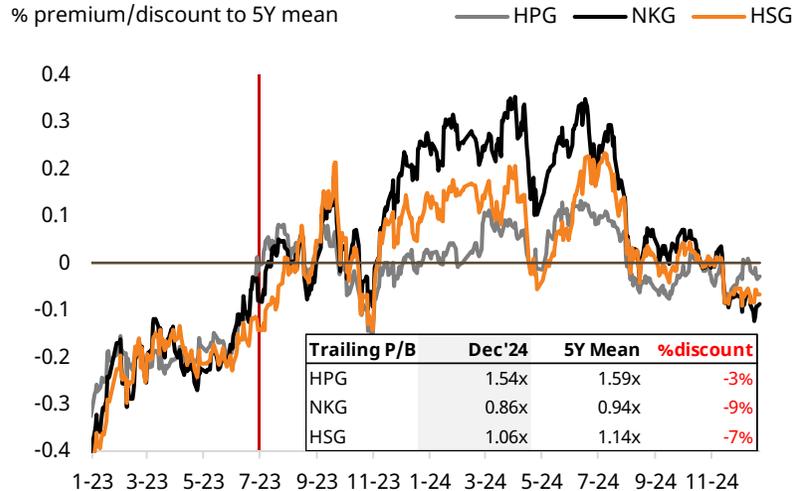
밸류에이션 불확실성 반영

- '24년 철강주 퍼포먼스 분석. 주요 철강주의 시가총액은 +5.7% YTD 증가하였으나, '24년 1분기 상승폭 이후 연내 10% 하락하며 VN-Index(+11.5% YTD)를 하회하였음. 베트남 철강주의 과거 주가 흐름은 미래 이익 전망치와 높은 상관관계를 보여왔으나, '24년에는 이러한 상관성이 약화되었음. 최근 주가 부진의 주요 원인은 거시적 요인(글로벌 가격 하락), 무역 및 수급 변화(보호주의 강화), 그리고 일부 기업별 특징(이익 전망치 하향 조정)에 기인한 것으로 판단.
- 실적 개선 사이클 지속 전망: 철강 업종은 '23년 2분기를 저점으로 수익성이 개선되기 시작하였음. '24년은 판매량 및 마진율의 개선이 이루어졌으며, 이는 실적 상향조정 국면의 일부로 판단. '21년 고점 수준에는 미치지 못하나, 향후 몇 분기 혹은 몇 년간의 개선 여지는 충분할 것. 가격 회복보다는 판매량 증가가 수익 개선의 핵심 요인으로 작용할 것으로 전망.
- 밸류에이션은 불확실성 반영: P/B 기준으로, 주요 3대 철강주들은 과거 5년 평균 밴드 대비 낮은 수준. 이는 가격 및 ADD(반덤핑 관세)의 단기적 우려에서 기인.
- 철강주 위험 요인: '24년 철강업종의 수익률 및 밸류에이션 밴드는 당사의 '현실(Reality)' 단계와 부합함. 강한 순이익 성장세와 보수적 주가 흐름이 함께 나타나, 이는 주가에 시장 기대가 이미 반영된 것으로 판단. 역사적으로 '현실(Reality)' 단계는 '환상(Fantasy)' 단계로 전환되었으나, 이익 성장세가 둔화되는 양상을 보였으며, 주가 상승폭이 밸류에이션 디플레이션을 상쇄하며 강세를 보임.

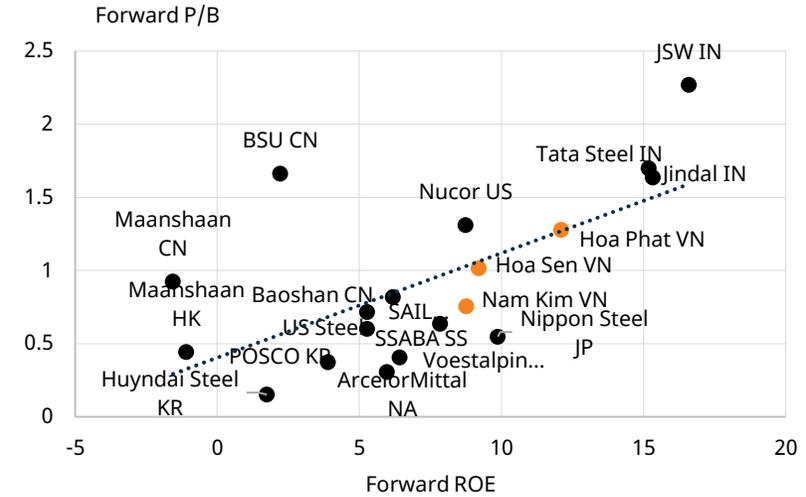
FY24년 초반 상승으로 이후 횡보세 지속



철강주는 5년 평균 P/B 아래서 거래



베트남 철강주는 동종업계 밸류에이션과 비슷한 수준



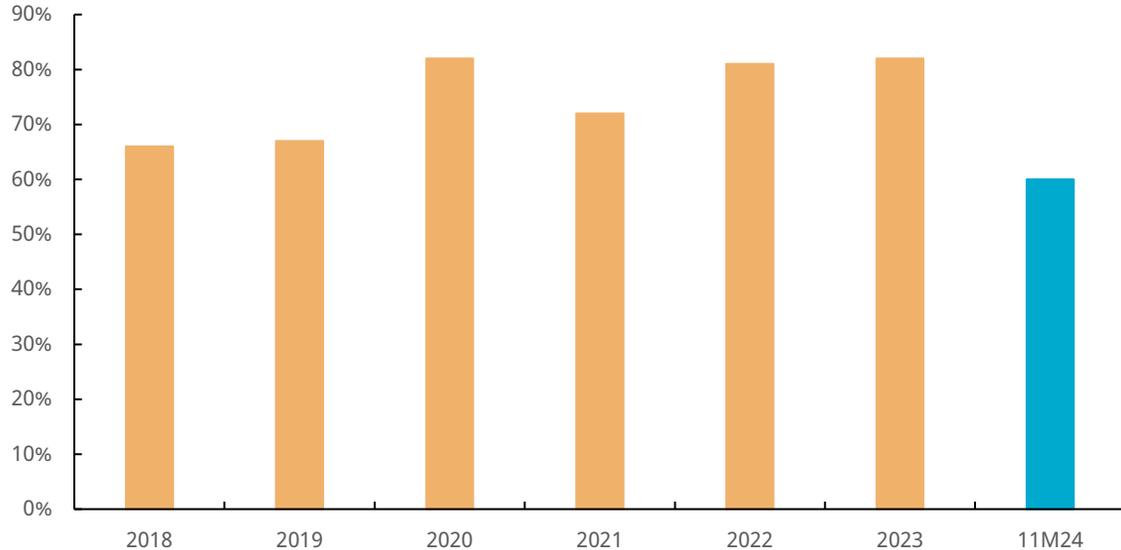
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

건설 - 성장 준비

정부 집행액 증가, 그러나 목표치 미달

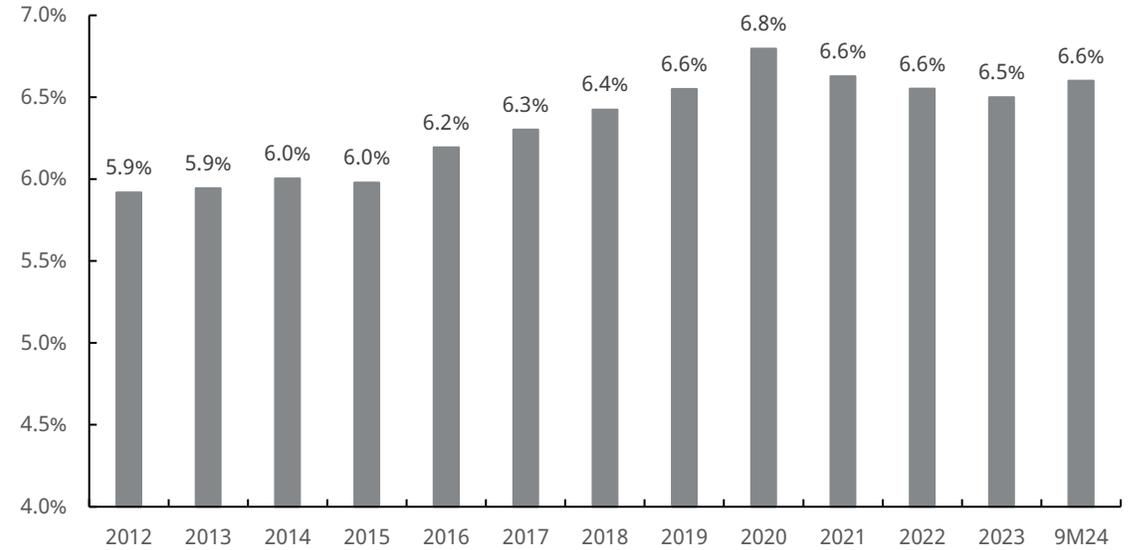
- '24년 11월 기준 건설 공사 집행 실적: '24년 11월 말까지 베트남 정부의 집행액은 약 410,953억 동으로 추정되며, 이는 FY24 목표치의 54.8% 수준. ('23년 11월: 59.4%) 베트남 총리 목표 기준으로 60.4%('23년 11월: 65.1%)에 해당하며, 이 중 베트남 국내 집행액은 404,315억 동으로 연간 목표의 55.4%, 해외 집행액은 6,637억 동으로 연간 목표의 33.2% 기록.
- 주요 국가 프로젝트 집행 현황: 8대 주요 국가 프로젝트 집행액은 '24년 10월 말 기준 52,999억 동으로, 연간 계획의 52.3%를 달성함. 그러나 최근 몇 달간 집행 속도가 둔화된 주요 원인은 다음과 같음:
 - 토지 수용 지연, 원자재 공급 부족, 원자재 예상 가격과 실제 시장 가격 간의 괴리.
- 건설 및 인프라 전망: 건설 부문의 GDP 비중은 최근 몇 년간 변동이 없었으나 베트남 대규모 인프라 투자가 확대됨에 따라 점진적 증가 전망. 현재 진행 중인 주요 프로젝트로는 남북 및 동서 고속도로, 에너지 발전소, 항만, 하노이 4순환도로, 호치민 3순환도로, 룡탄 국제공항 등이 있음. 이러한 수십억 달러 규모 프로젝트들은 인프라 네트워크 강화를 위한 베트남의 적극적 노력을 반영.

공공 투자 지출액 / 목표 (12개월)



자료: MoF, FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

건설/GDP 비중



오일 & 가스 - 유가 하락 전망, 그러나 순익분기점 상회

FY25년 유가는 US\$75/bbl 하락 전망

'24년 석유 생산 증가 둔화

- '24년에는 중국의 예상보다 약한 경제 회복세로 인해 전 세계 석유 소비와 생산 증가가 둔화됨. 국제에너지기구(IEA)에 따르면, '24년 생산량은 하루 1억260만 배럴 (+0.6% YoY), 소비량은 하루 1억300만 배럴(+0.9% YoY)로 집계됨. OPEC은 세계 최대 석유 생산국 지위를 유지하며 3,210만 배럴(-0.3% YoY)을 생산했으나, 2년 연속 생산 감소세를 기록. 미국은 '19년 이후 꾸준히 생산량 증가하였으며, 트럼프 1기 행정부의 파리 기후협정 탈퇴 이후 에너지 독립 정책 강화에 따른 결과로 판단.
- '24년 평균 브렌트유 가격은 81달러/배럴로, 당사 전망치인 80달러/배럴과 부합하였음. '24년 초 홍해 긴장과 OPEC+의 590만 배럴 규모 추가 감산 연장으로 가격이 급등한 바 있음. 하지만 2분기 이후 중국발 수요 부진과 미국의 안정적 공급 기대감이 형성되면서 점진적으로 하락함. OPEC의 글로벌 석유 시장 점유율 감소로 인해 OPEC 가격 영향력이 축소되었음.

'25년 유가 하락 전망

- 공급 측면: '25년에는 미국 석유 생산이 크게 증가할 것으로 예상. 트럼프 1기의 환경 규제 완화, 연방 토지 및 해양 지역 시추 확대, 에너지 수출 강화 등의 “에너지 지배” 정책이 '25년에도 지속되어 석유 생산량 증가를 견인할 것으로 전망. 또한 OPEC 외 생산국의 높은 생산량 지속으로 시장에 과잉 공급 가능성 증가.
- 수요 측면: 중국의 경제 성장 둔화, 인구 감소, 전기차 보급 확대 등으로 전통적 석유 소비가 제한될 전망. 인도는 글로벌 석유 소비 증가에 기여할 것으로 보이나, 중국의 둔화세로 인해 상쇄될 가능성 있음. '25년 유가는 75달러/배럴(-7.4% YoY)로 하락할 것으로 예상되며, 시장 컨센서스는 70~75달러/배럴에 형성. 베트남의 경우, 석유·가스 기업이 활동 중인 지역에서의 순익분기점(40~60달러/배럴)을 기준으로 시추 및 생산 활동의 채산성 유지가 가능할 것으로 예상.

글로벌 석유 생산 및 소비 (백만 b/d)

생산 (mnbpd)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F
U.S.	19.5	18.6	19.0	20.4	22.0	22.7	23.1
OPEC	33.1	29.4	30.4	32.9	32.2	32.1	32.2
Russia	11.5	10.5	10.8	11.0	10.9	10.5	10.5
Global	100.2	93.8	95.7	100.2	102.0	102.6	104.2
소비 (mnbpd)							
U.S.	20.5	18.2	19.9	20.0	20.3	20.3	20.5
China	14.0	14.4	15.5	15.4	16.4	16.5	16.7
India	4.9	4.5	4.7	5.1	5.3	5.5	5.8
Global	100.9	91.7	97.6	100.0	102.1	103.0	104.3
재고 변화	-0.6	2.1	-1.8	0.1	-0.1	-0.4	-0.1

자료: IEA, FiinPro, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

오일 & 가스 - E&P 활성화

베트남 E&P 활동 활성화

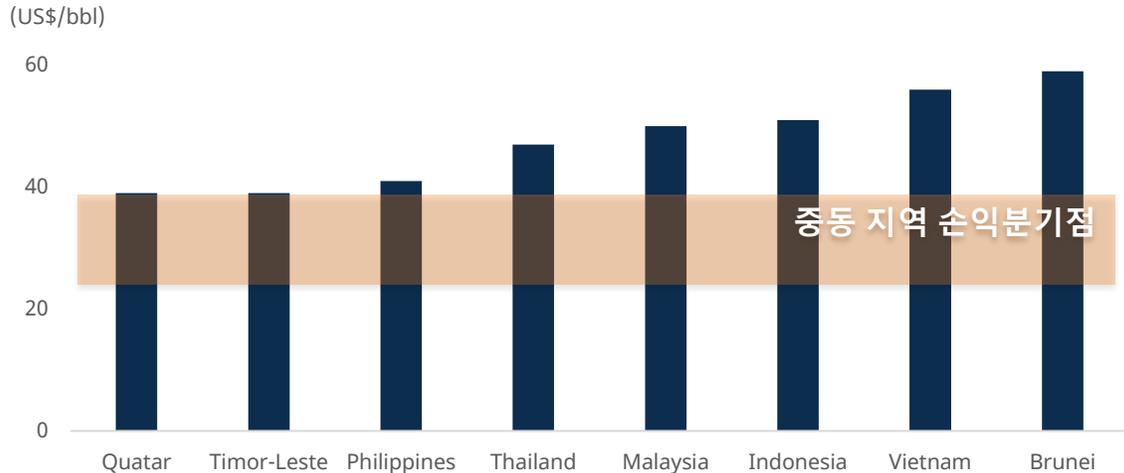
베트남 E&P(탐사 및 생산) 활동 활성화

- 브렌트 유가 상승이 손익분기점을 초과하며, 장기간 침체되었던 전방산업 프로젝트 투자가 재개되는 추세. 베트남 석유 및 가스 생산의 급격한 감소를 보완하기 위해 탐사 및 생산 활동의 확대는 필수적일 것. PVN(베트남석유공사)은 FY24에 E&P 활동을 위한 투자 자본을 11억 달러로 책정하였으며, 이는 전년 대비 두 배 증가한 수준. 프로젝트가 진행됨에 따라 투자 규모가 급격히 확대될 수 있을 것. Block B 프로젝트 단독으로 '24~'27년 기간 동안 약 30억 달러의 석유 및 가스 프로젝트 투자 창출할 예정.
- Lac Da Vang, Block B, Bach Ho 유전 확장 등 다수의 신규 프로젝트에서 상당한 진척이 이루어짐. 이러한 발전은 EPCI(설계·조달·건설·설치) 계약자, 시추업체, 기타 전방 서비스 제공 업체에 긍정적 신호임. 기초 단계에서의 막대한 작업량은 서비스 업체의 안정적 수익을 창출할 것으로 예상. '15년 이후, 경기 하강으로 인해 전방 산업 업체는 해외로 사업을 다각화하였으나, 수익 변동성 증가 및 큰 손실을 겪은 바 있음. 생산 활동의 재개로 인해 새로운 성장 국면 진입 예상.

대규모 에너지 전환

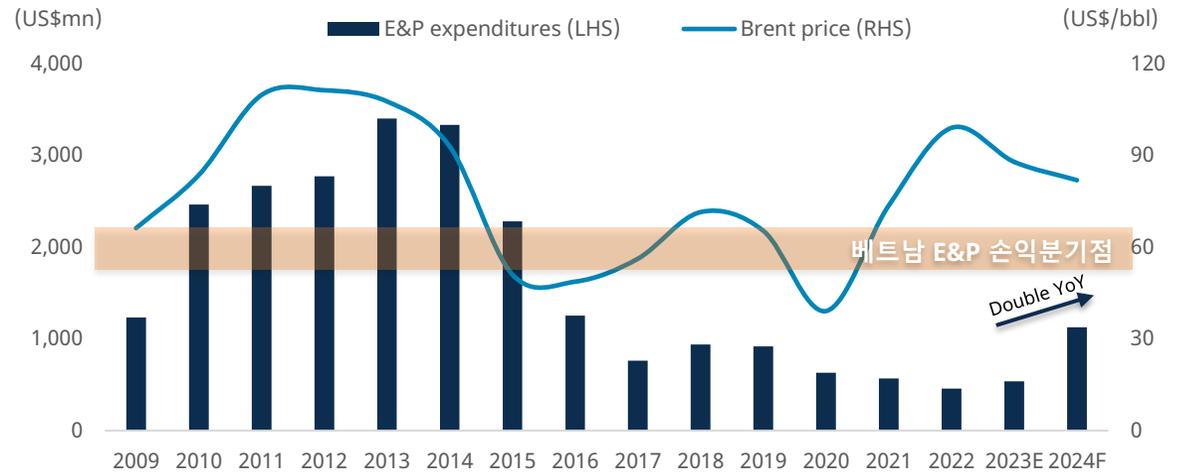
- LNG 기반 전력: 제8차 국가 전력개발 계획에 따르면, LNG 열발전 용량은 '30년까지 22GW에 이를 것으로 예상. (총 전력 용량의 23%, LNG 140억m³ 필요) 베트남은 연간 9%의 전력 소비 증가율에 대응하기 위해, 석탄 발전의 18GW를 LNG 발전 14GW 및 신재생에너지 12~15GW로 전환을 목표로 하고 있음. 향후 LNG 허브, 열발전소와 같은 LNG 에너지 체인 시설이 대규모로 구축 및 촉진될 예정. '25년 수입 LNG는 가스 고갈로 인한 공급 부족을 완화하며, 기존 베트남 가스 발전소의 단기적 수요를 지원할 것. 현재 LNG 산업 내 주요 기업은 PV GAS와 Hai Linh Ltd로, 두 기업이 총 200만 톤 규모의 LNG 처리 용량을 균등하게 보유 중에 있음.
- 특히, 대규모 에너지 전환 목표의 경로가 명확히 제시됨에 따라, 다수의 EPCI 하위 계약을 통해 전방 건설업체에 막대한 작업량을 제공함. 이는 결과적으로 유통 사업에게도 긍정적일 것으로 전망.

베트남 석유생산 기업의 손익분기점 유가



자료: HIS Markit, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

E&P 활동 지출 확대는 긍정적 전망 요인



자료: PVN, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

오일 & 가스 - E&P 활성화 (cont'd.)

블록 B-O Mon GTP(Gas-To-Power) 밸류체인 프로젝트 '27년 8월 첫 가스 공급 목표

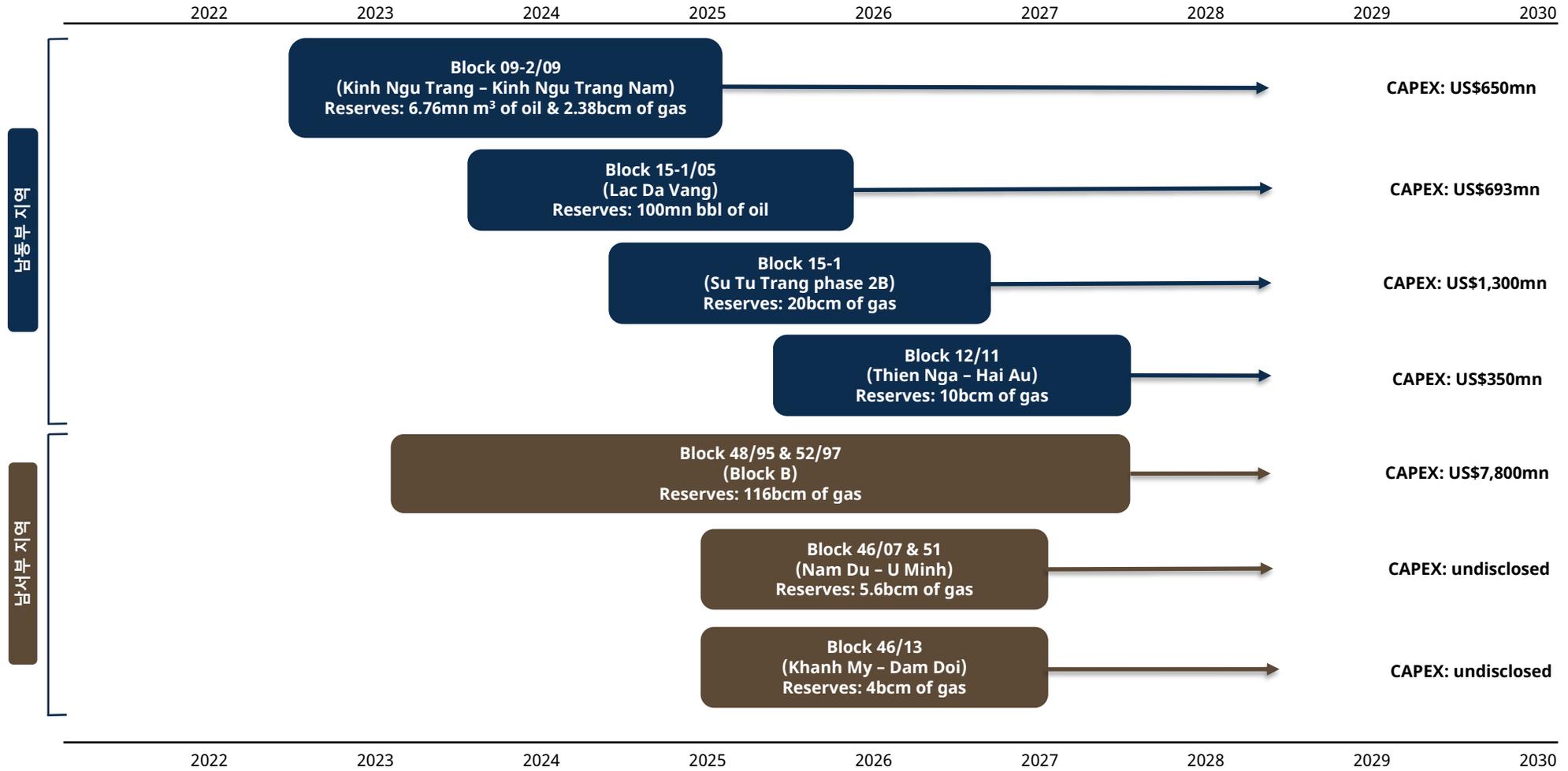
연도/주요 작업 진척도	Pre-first gas					Post-first gas					상태	CAPEX 예상치 (US\$m)	수혜 기업	
	...	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	...	2049				2050
업스트림 투자 업체: PVN (42.896%), PVEP (26.788%), MOECO (22.575%), PTTEP (7.741%), 운영 업체: Phu Quoc POC (PVN 계열사)											6,600*			
중앙 생산 플랫폼 (CPP), 생활관 플랫폼, 플레어 타워			EPCI#I									PVS에 의해 12.82% 진행됨	1,100	PVS
4 허브 플랫폼 / 유정 플랫폼 (WHPs) 4 유정 유입라인			EPCI#II				EPCI of 43 WHPs					PVS에 의해 24.39% 진행됨	500/4,700	
기타 (FSO, CAR, Drilling plan, ...)											경매 준비 완료	N/A	PVS - PVD	
미드스트림 투자 업체: PVN (28.699%); GAS (51%); MOECO (15.118%), PTTEP (5.183%), 운영 업체: South West POC (PVN 계열사)											1,200*			
육상 파이프라인		EPC 102km 파이프라인										공사 중	340	
해상 파이프라인		PC 329km 파이프라인										'24년 3분기 업체 선정 계획 승인	560	PVS - PVB - GAS
파이프라인 제조 및 코팅												'24년 PVB에 대한 계약 수주	130	
다운스트림											5,000*			
O Mon I 발전소(660MW)												가동 중, 그러나 일시적으로 DO-fired 작업 대체 중	750	
O Mon II 발전소 (1,050MW)			EPC: US\$845mn									현재 EPC 입찰 절차는 '25년 2월 마감 예정	1,300	
O Mon III 발전소 (1,050MW)						EPC: US\$845mn						PVN 이관 후 타당성 조사 진행 중	1,300	
O Mon IV 발전소 (1,050MW)					EPC: US\$845mn								1,300	
Ca Mau I & II 발전소 (750/750MW)												가동 중, 가스 공급원 PM3-CAA		POW

자료: PVN, PVGAS, SWPOC, PQPOC, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

* 2017년 가격 기준, PVGAS의 경우, US\$9.63/MMBTU 유정가격과 US\$1.53/MMBTU 관세 부과는 2017년 승인 기반 예상치. 연간 2% 상승

오일 & 가스 - E&P 활성화 (cont'd.)

'23년-'30년 확정 매장량 세부사항 (기존 유전 확장 제외)



자료: GAS, PVN, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

전력 유틸리티 - 수력발전, 라니냐 수혜

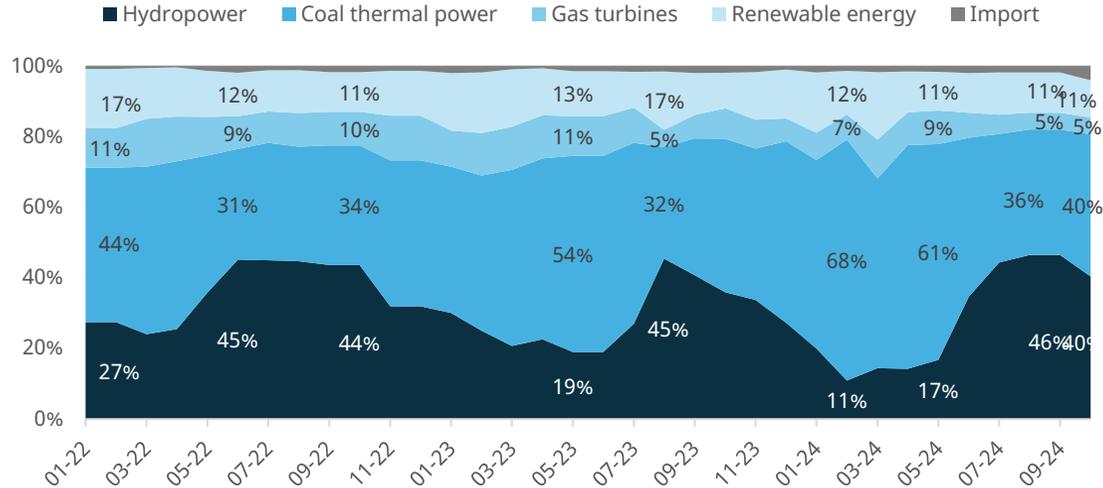
10M24 퍼포먼스

- '24년 10월까지 베트남 전력 생산량은 2580억 kWh(+11% YoY) 기록하였으며, 석탄과 수력이 여전히 주요 에너지원임. 석탄 발전은 2월 전력 생산량의 68%를 차지했으나, 10월에는 40%로 감소함. 수력 발전은 같은 기간 11%에서 40%로 상승, 8~9월은 46% 최고치 기록. 신재생 에너지 중 태양광 및 풍력은 총생산의 20%미만 기여, 3월에는 19% 최고치. 가스발전은 연내 -19% 감소하며 7% 점유율에 그침.
- 전력 기업들의 9M24 실적은 혼조세를 보임. 수력 발전은 '24년 상반기 가뭄으로 실적이 부진한 반면, 가스열 발전은 높은 투입비용으로 수익성 악화됨. 석탄 발전의 매출 개선은 있었으나, 수익 성장률은 기업별로 상이하였음. 다각화된 사업 구조를 가진 GEG와 POW는 특정 에너지 의존도를 낮춰 안정적 실적을 유지하였음.
- 주가는 변동성이 확대되며 '24년 2분기는 규제 개선 기대감으로 강세를 보였으나, 3분기는 부진한 실적 발표로 하락하였음. 12월 VSH와 POW는 YTD 상승세를 유지함. 특히 NT2와 GEG는 각각 -14%, -4%을 기록하며, 손실폭이 축소되었음.

산업 전망

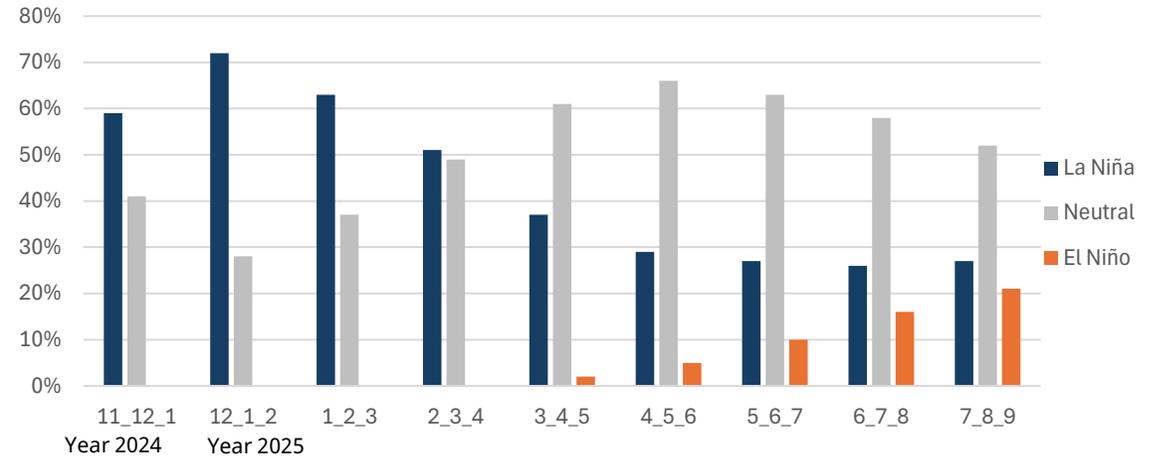
- '25년 상반기는 라니냐로 인한 강수량 증가가 수력 발전에 긍정적 영향을 미칠 전망. 그러나 과도한 강수는 석탄 발전에 부정적 요인으로 작용할 가능성. 신재생 에너지는 성장 잠재력이 있으나, 규제적 제약으로 확장세가 제한될 것으로 전망. 주요 동향:
 - LNG 프로젝트: POW와 EVN은 Nhon Trach 3&4 발전소의 전력 구매 계약 (PPA) 체결. 각각 '24년 말과 '25년 중반 가동 예정
 - 정책 업데이트: 신재생에너지 발전사업자로부터 직접 전력 구매 가능하게 하는 신규 메커니즘 도입 및 '24년 10월 4.8% 전기 요금 인상.
- 베트남의 수입 석탄 및 LNG 의존도 증가세를 보이며, 11M24 석탄 수입량은 25% 증가(5,800만 톤), 가격은 -14% YoY 하락하였음. 베트남 천연가스 생산 감소로 안정적 LNG 공급 필요성 대두. 이 외에도 8차 전력계획에 따르면, '30년까지 자국의 천연가스 및 LNG 활용을 통한 총 23개 가스 발전 프로젝트가 계획 중에 있음.

에너지원 별 전력생산 비중 %

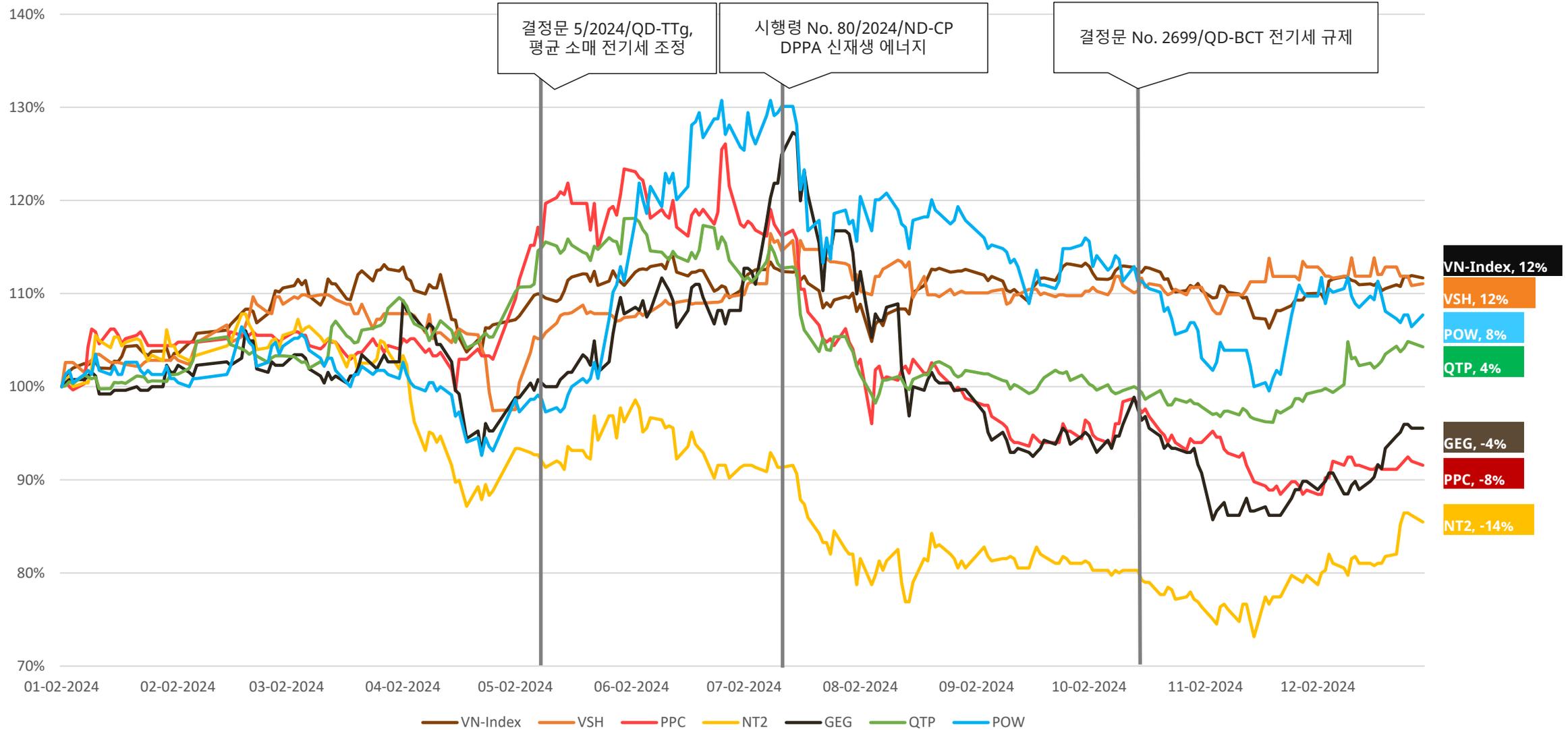


자료: EVN, IRI, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

ENSO 전망 확률치



전력 유틸리티 - 수력발전 주가 전력업계 Outperform



자료: 미래에셋증권 베트남 리서치센터

통신 - 디지털 경제를 향해

5G 확대

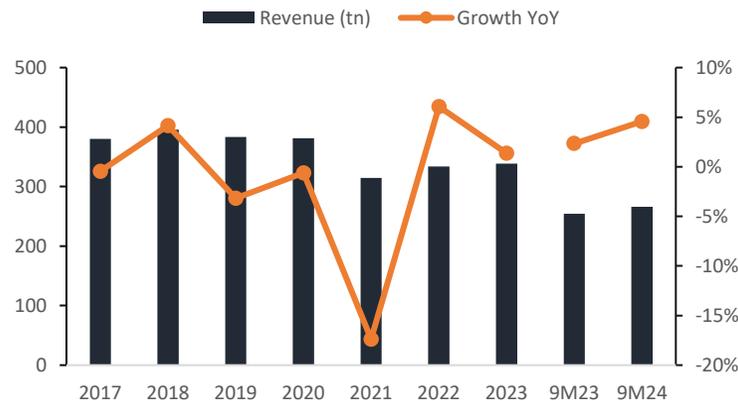
통신업 실적: 베트남 통계청에 따르면, '24년 3분기 통신업 매출은 8.77조 동으로, +5.2% YoY 성장. '24년 9월 누적 통신업 매출은 26.59조 동 기록. (+4.2% YoY) 주요 통신사 동향:

- Viettel: 경쟁사 대비 압도적인 성장이 이어지며, '24년 3분기 추정 매출은 47,500억 동(+9.8% YoY), 세전 이익은 14,600억 동(+10.3% YoY) 기록. '24년 10월 15일, Viettel은 최초로 5G 상용화를 선언하였으며, 전국 63개 도시로 서비스 확장을 목표 중에 있음.
- VNPT: '24년 3분기 연결 매출액은 15조 동(+12% YoY), 세전 이익은 1,200억 동(+13% YoY) 달성. 9M24 연결 매출은 42,897억 동(+8% YoY), 세전 이익은 4,476억 동(+35% YoY) 기록. '24년 12월 20일, 공식적으로 5G 서비스 제공을 발표함.
- MobiFone: 3대 통신사 중 상대적으로 뒤처지는 모습을 보이며, '24년 3분기 매출은 6,072억 동(-6% YoY), 세전 이익은 63억 동(+202% YoY) 기록. FY24 예상 매출은 24,747억 동(-3% YoY), 세전 이익은 1,980억 동(+21% YoY) 기록.

'24년 하반기의 주요 규제 및 산업 이슈.

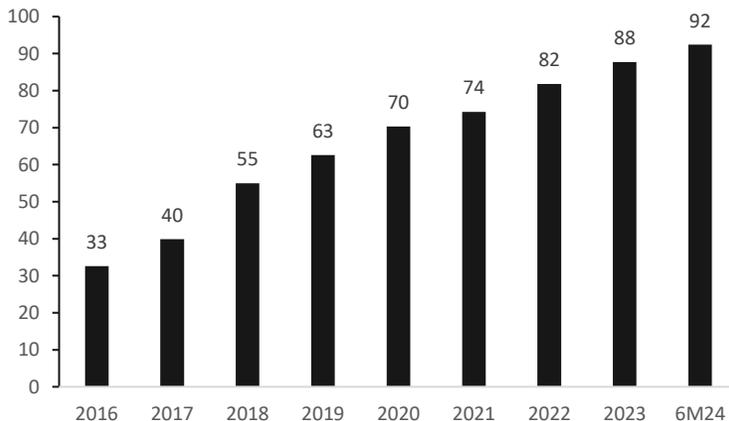
- 통신법 24/2023/QH15 ('24년 7월 1일 발효)에 따른 데이터 센터(IDC) 서비스, 클라우드 컴퓨팅, 인터넷 기반 OTT 통신 서비스 관리 규정은 '25년 1월 1일부터 시행되었음. 새로 개정된 법적 체계는 공정한 경쟁 환경 조성할 것. 이에 따라 데이터 센터 및 클라우드 컴퓨팅 등 신규 사업 진출 기회를 창출하며 사용자의 수요를 충족할 것으로 기대.
- 시행령 10/2024/TT-BTTTT: '24년 10월 15일부로 2G 가입자 대상 서비스 공식 종료.
- 5G 주파수 경매:
 - '24년 3월, Viettel이 B1 주파수 대역(2,500~2,600 MHz) 7,533억 동에 확보, VNPT는 C2 대역(3,700~3,800 MHz)를 2,581억 동에 낙찰.
 - '24년 7월, MobiFone은 C3 대역(3,800~3,900 MHz) 낙찰. (거래금액 미공개)
 - 낙찰받은 기업은 면허 발급 후 12개월 내 5G 서비스 배포 및 2년 내 최소 3,000개의 5G 기지국 구축 의무를 지님. 5G 서비스 도입 및 확장을 통해 안정적인 성장세가 지속될 것. 특히, Viettel, VNPT, MobiFone의 5G 전략은 통신 산업의 경쟁력 강화를 주도할 것으로 전망.

통신업 총 매출액 (VNDtn)



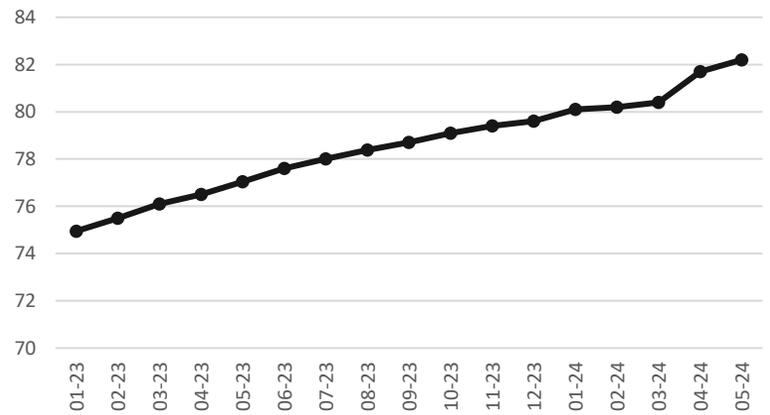
자료: GSO, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

연간 활성 모바일 데이터 구독자 (mn)



자료: MIC, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

광섬유 케이블 사용량: 보급률 %



자료: MIC, 미래에셋증권 베트남 리서치센터

Stock Ratings		Industry Ratings	
Buy	: Relative performance of 20% or greater	Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility	Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Hold	: Relative performance of -10% and 10%	Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening
Sell	: Relative performance of -10%		

Ratings and Target Price History (Share price (→), Target price (→), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC, we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report. The intended recipients of this report

are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof. This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336