

2024.12.16.(월) 증권사리포트

두산

미국 빅테크들의 ASIC 내재화 수혜 가능성

[출처] DS투자증권 김수현 애널리스트

미국 빅테크향 발주 가능성은?

12월부터 북미 N사의 'B'모델향 CCL 양산이 시작된 것으로 추정된다. B모델은 단독 공급으로 이미 상당한 규모의 발주가 이뤄진 것으로 추정된다. 이 뿐만 아니라 자체 AI칩 개발에 박차를 가하고 있는 미국 빅테크로의 확장에 주력하는 것으로 파악된다. 두산의 전자 BG 사업은 빅테크향 제품 중 한 곳과 퀄 테스트를 진행한 것으로 파악되며 통과 시 본격적인 발주는 25년 시작이다. 25년부터 미국 빅테크들의 AI 전략은 수익화(monetizing)다. AI 소프트웨어 기반으로 상대적으로 저렴한 자체 ASIC 내재화하여 25년부터 AI를 수익화한다는 방침이다. 1)Meta, Google, OpenAI가 자체 칩 생산을 Broadcom에 위탁하며, 2) 최근 AI 전략을 구체화한 Amazon은 Marvell이 담당한다. 두산 전자 BG의 거래처는 이들 빅테크 중 한 곳이 유력할 것으로 추정된다.

전자 BG 25년 매출 추정 상향과 전자 BG 사업가치 상향 조정

25년 전자 BG 매출은 1.2조원 (+30.7% YoY), 영업이익 1,780억원 (+59.2%YoY, OPM 14.8%)로 전망한다. 다만 1) N사 'B'모델의 본격적인 양산, 2) 빅테크들의 ASIC 내재화에 따른 추가 발주, 3) N사의 차세대 칩 'R' 모델 조기 출시 가능성 등이 혼재되어 있어 우리의 추정치는 매우 보수적이라고 판단된다. 당초 R의 경우 26년 양산을 목표로 했으나 빅테크들의 ASIC 내재화 위협으로 인해 출시가 앞당겨 질 수 있다. 이 경우에도 R 모델 단독 퀄 진행중인 동사의 수혜가 예상된다.

1)지배구조 개편 불확실성 해소, 2)보유 자사주 일부 소각, 3) 캐파 증설 지배구조 개편 불확실성이 해소된 점은 매우 긍정적이다. 보유 자사주 18% 중 일부가 소각 대상으로 소각 시점은 25년 예상된다. 25년 기준 Full Capa에 들어서는 만큼 캐파 증설도 필요하다. 자금 조달 관련해서 자체 현금 활용 혹은 자사주 일부 활용 등의 가능성을 열어둘 수 있다. 전자 BG 가치 상향 조정하여 목표주가는 기존 300,000원에서 350,000원으로 상향 조정한다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,851	16,996	19,130	18,763	19,770
영업이익	921	1,126	1,436	1,182	1,447
영업이익률(%)	7.2	6.6	7.5	6.3	7.3
세전이익	593	-286	451	696	1,318
지배주주지분순이익	204	-696	-388	-59	34
EPS(원)	11,812	-42,673	-24,026	-5,175	1,532
증감률(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	10.9	-36.0	-22.7	-3.8	2.2
PER(배)	10.0	-1.9	-3.9	-47.0	158.6
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	5.6	4.0	2.7	4.2	3.6

자료: 두산, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



농심

4Q24 Pre : 국내외 모두 가파른 회복세

[출처] 하나증권 심은주 애널리스트

4Q24 Pre: 국내외 모두 라면 성장세

10~11월 국내외 라면은 YoY 물량 성장 흐름을 보이고 있는 것으로 파악된다. 우선, 국내 라면 매출은 YoY 2.4% 증가할 것으로 추정한다. 신제품 신라면 톰바 판매 호조에 기인한다. 국내 수출은 여전히 고성장세가 지속되고 있는 것으로 판단된다. 4분기에도 YoY 30% 수준의 매출 성장 시현이 가능할 것으로 기대된다. 올해 연간 수출액은 YoY 31.1% 증가한 4,200억원으로 추정된다. 내년 수출액은 5천억원을 상회할 것으로 전망한다. 북미 법인도 4분기부터 흐름이 바뀌고 있다. 10월부터 월마트 매대 이동 및 중남미로의 커버리지 확대가 가시화되면서 YoY 두 자리 수 매출 성장이 가능할 것으로 판단한다. 언론보도에 따르면 신라면 톰바도 11월부터 미국 현지 생산 및 거래처 입점이 시작된 것으로 파악된다. 상기 감안한 4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,986억원(YoY 4.9%), 430억원(YoY 10.6%)으로 추정한다. 시장 기대에 충족할 것으로 예상한다.

내년 해외 매출 Level-up 전망

농심의 해외 매출 비중은 올해 40% 2025년 44%로 확대될 것으로 추정한다. ① 국내 수출이 동남아 및 유럽 수요 증가 기인해 견조한 가운데, ② 북미 법인은 4분기~내년 유의미한 성장이 전망되기 때문이다. 하나증권은 월마트 매대 이동 만으로도 YoY 10% 내외의 매출 성장이 가능할 것으로 추정한다. 중남미로의 커버리지 확대 및 신제품 신라면 톰바 등 라인업 확장 효과까지 감안시 내년 매출액은 YoY 17.6% 증가할 것으로 예상한다. ③ 중국 법인도 점진적 회복세가 전망된다. 올해 대리상 교체로 재고조정에 대한 부정적 영향이 불가피했으나, 4분기부터 기저 및 판매 정상화 효과가 가시화될 것으로 예상되기 때문이다. 최근 중국 정부의 적극적인 내수 부양 의지도 긍정적이다.

최근 주가 조정은 매수 기회

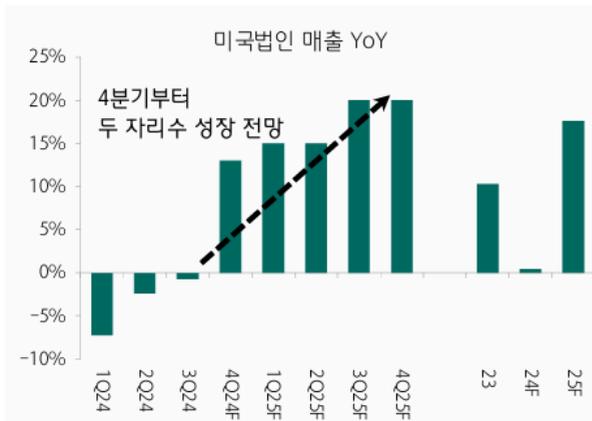
현 주가는 12개월 Fwd PER 11배에 거래 중이다. 4분기부터 해외 법인 탑라인 성장세가 본격화될 것으로 기대한다. 글로벌 확장성은 여전히 높다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

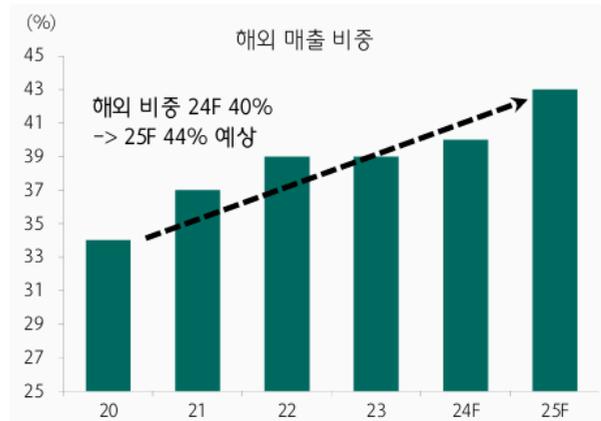
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,129.1	3,410.6	3,482.2	3,746.7
영업이익	112.2	212.1	185.7	220.0
세전이익	158.8	231.1	228.4	272.4
순이익	116.1	171.9	164.0	199.2
EPS	19,091	28,261	26,959	32,742
증감율	16.32	48.03	(4.61)	21.45
PER	18.70	14.40	12.96	10.67
PBR	0.91	0.99	0.80	0.75
EV/EBITDA	7.29	5.41	4.27	3.45
ROE	5.17	7.26	6.57	7.51
BPS	392,090	412,814	435,020	463,008
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000

도표 1. 복미 법인 4Q24~25년 고성장 예상

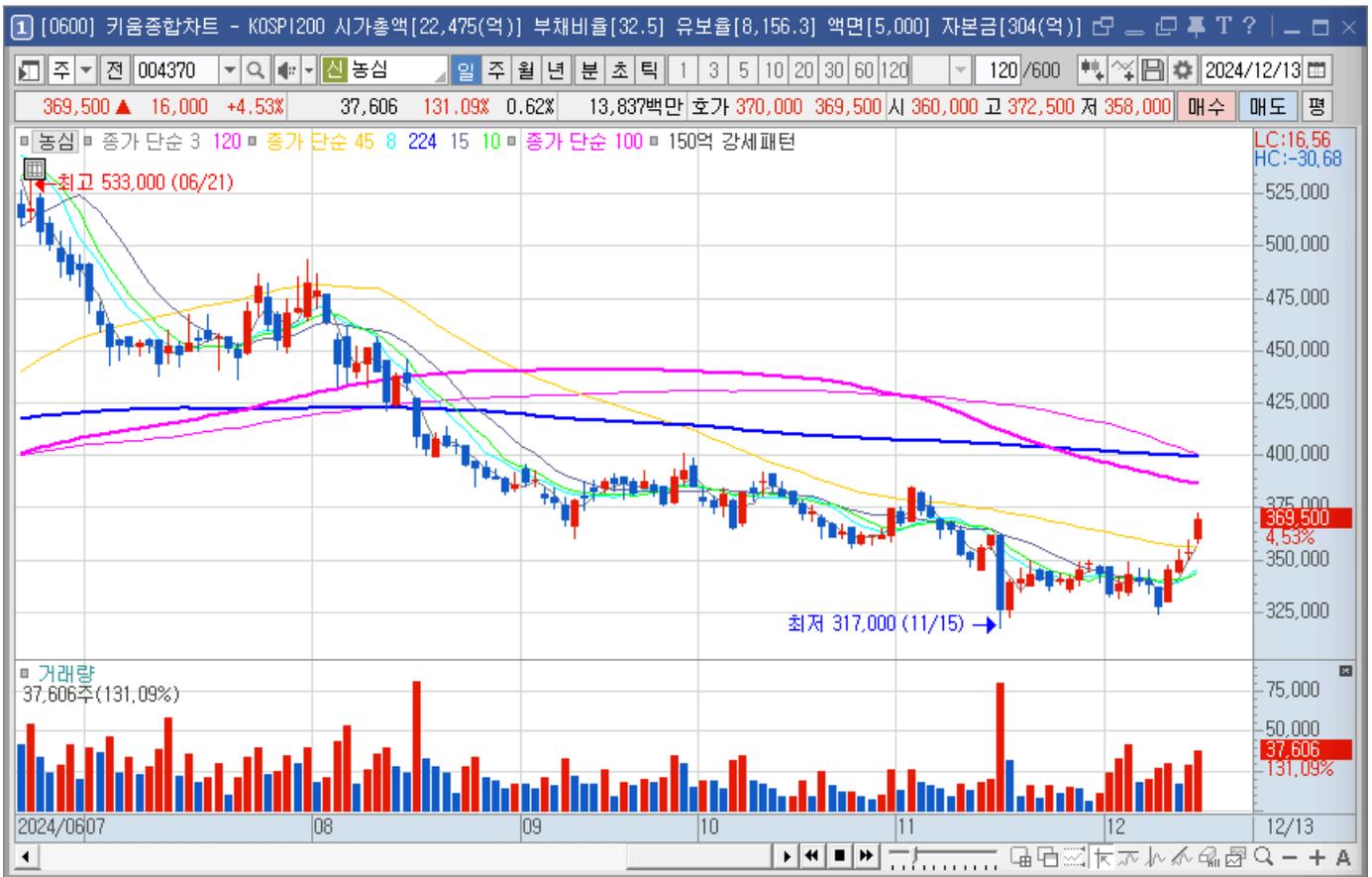


자료: 농심, 하나증권

도표 2. 내년 해외 매출 Level-up 전망



자료: 농심, 하나증권



F&F

바텀 피싱

[출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트

실적과 밸류에이션 모두 저점을 통과 중

투자의견 Buy 및 목표주가 83,000원 유지

10~11월 온화한 날씨와 소비심리 위축 탓에 동사 아웃도어 매출은 15% y-y 내외 감소했으나, 금액 비중이 큰 12월 현재 재차 반등하는 모습. 4분기 중국은 매출액 2,164억원(+6% y-y) 추정하며 회복 추세. F&F는 국내 소비재 중 중국향(본토+면세) 매출 비중이 50%로 높고, 중국 경기 반등 시 의류의 소비 회복 강도가 센 점을 고려하면 모멘텀 역시 유효. 최근 주가(12/12, 52,700원) 상승을 고려해도 2025F PER 5.2배에 불과하여 이익 체력 감안 낙폭과대라는 판단

4Q24 Preview: 컨센서스 부합 전망

4분기 연결기준 매출액 5,723억원(-2% y-y), 영업이익 1,225억원(-15% y-y)으로 컨센서스 부합하나, 연중 내수 마진 축소로 이익 불가피할 전망

국내 매출액 MLB 성인 2,363억원(-7% y-y), 면세 312억원(-30% y-y), MLB 내수 524억원(-21% y-y), MLB Kids 273억원(-15% y-y), Discovery 1,758억원(-10% y-y) 추정. 따뜻한 날씨와 내수 의류 업종 불황에 더해 타이공 대상 물량 조절로 매출 감소세. 2025년은 상저하고의 내수 매출 회복을 예상

해외 매출액 홍콩 187억원(-12% y-y), 중국 2,164억원(+6% y-y) 추정. 중국 채널별 성장률(y-y)은 오프라인 +5%, 온라인 +11% 추정. 10월 중국 의류 소매판매는 +8% y-y 성장하며, MLB 역시 기존점 매출 신장 전망. Discovery는 11월 장춘 1호점을 시작으로 현재 4개점 오픈, 2025년 100개점 출점 계획 유지

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,978	1,922	1,961	2,052
증감률	9.4	-2.9	2.0	4.6
영업이익	552	453	484	525
증감률	5.1	-17.9	6.9	8.6
영업이익률	27.9	23.6	24.7	25.6
(지배지분)순이익	425	359	390	422
EPS	11,096	9,365	10,192	11,029
증감률	-3.8	-15.6	8.8	8.2
PER	8.0	5.6	5.2	4.8
PBR	2.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.2	3.5	2.8	2.1
ROE	38.4	25.0	22.4	20.4
부채비율	52.2	40.5	34.1	29.4
순차입금	-211	-159	-442	-746

단위: 십억원, %, 원, 배



씨티케이
 북미 OTC, 히든 밸류 반영 기대
 [출처] 하나증권 최재호 애널리스트
 뷰티 크리에이션 Turn-key 서비스 제공 기업

씨티케이는 2001년 설립된 기업으로 OEM/ODM 업체를 통해 위탁생산 후 완제 화장품을 글로벌 뷰티 브랜드에 수출하는 플랫폼 기업이다. 2022년 6월부터 뷰티 크리에이션 플랫폼 'CTK CLIP'을 통해 뷰티에 관한 모든 서비스를 Turn-key로 제공 중이다. 뷰티 관련 모든 단계(글로벌 트렌드 리서치, 제품기획, 포물라·패키지 R&D, 제품 개발, 디자인, 검수 및 물류 등)의 서비스를 종합적으로 제공한다. 메인 고객사는 글로벌 화장품 기업(로레알, 유니레버, 에스티로더, 샤넬, 디올 등)이다. 글로벌 브랜드사의 PLC(Product Life Cycle)는 3~5년 이상(국내 6개월~1년)이기 때문에 안정적인 Re-Order 매출이 발생한다. 동사의 Re-Order 매출 비중은 약 70% 이상으로 브랜딩 초기 과정 생략 등으로 신규 제품 대비 수익성 향상에 기여한다. 한편, 글로벌 K-뷰티 시장 확대에 따라 인디브랜드사 성장, CTK CLIP의 위상이 함께 높아질 전망이다. CTK CLIP의 경우 MOQ(Minimum Order Quantity) 1천개 서비스 등 강점을 보유하고 있어 인디브랜드사의 화장품 시장 진입장벽을 낮췄다. 광고 없이 누적 회원사 3만개 이상 달성했으며 지속 성장 중이다.

MoCRA법 시행으로 복미 현지 생산 공장 보유 선케어 기업 주목 받을 것

씨티케이는 지난 12월 2일 279억원을 투자해 미국 서부에 위치한 OTC(Over the Counter, 일반의약품) 공장 지분 100%를 인수했다. 지난 7월 CTK CLIP 홈페이지에 OTC관(도표7참조)을 신설했는데, 기존 고객사들의 OTC 화장품 관련 수요 지속 증가로 자체 생산 공장을 확보한 것으로 파악된다. OTC란 처방전 없이 구입 가능한 안전하고 유효성 있는 일반 의약품으로, 미국에서는 선케어 제품, 여드름 케어 제품, 피부보호제 등을 OTC Drug로 분류하고 있다. 최근 MoCRA(화장품규제 현대화법)로 미국 내 화장품 규제가 강화되고 있는 추세다. MoCRA는 지난 7월 통과됐으며, 지난 11월 미국 화장품 협회는 트럼프 당선 이후 MoCRA를 지속 이행하겠다고 발표한 상황이다. 2023년부터 2024년 8월까지 한국에서 미국으로 수출하는 화장품 중 FDA 수입 거부 가장 많은 화장품은 자외선차단제다. 약 57%로 가장 높은 비중을 차지한다. 따라서 미국 현지 OTC 공장을 보유한 동사의 집중 수혜가 예상된다. 또한, 트럼프 2기 출범 이후 보편적 관세(10%) 부과로 현지 공장 생산에 대한 매력도 역시 부각될 전망이다.

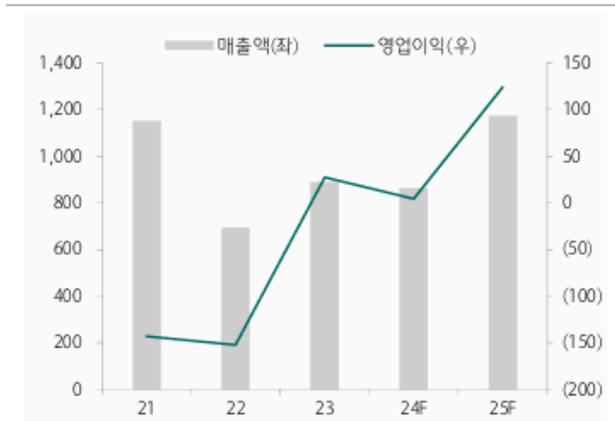
2025년 매출액 1,173억원, 영업이익 124억원 전망

2025년 매출액 1,173억원(+36.0%, YoY), 영업이익 124억원(+2,864.3%, YoY)을 전망한다. 동사는 과거의 실적 부진을 내년부터 기회 요소로 활용할 전략이다. 2018년 외주를 담당하던 국내 ODM사의 FDA 승인 탈락 이슈로 OTC 제품 생산 정체되었고, 2019년 주요 고객사의 높은 의존도(19년 매출 비중 56.0%)로 실적 부진을 겪었다. 이에 동사는 FDA 자체 공장을 통한 OTC 제품 생산, 고객사 다변화를 통해 특정 고객사 의존도를 3Q24 기준 12.6%까지 낮추는데 성공했다. 이를 기반으로 본업의 경우 안정적으로 OPM 10% 초중반을 달성할 수 있을 것으로 판단한다. OTC 제품 생산과 생분해플라스틱 실적은 +α다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

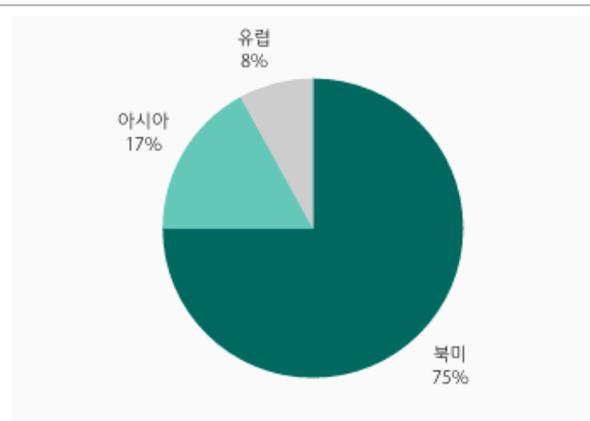
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	124	114	69	89
영업이익	1	(12)	(15)	3
세전이익	(1)	(1)	(19)	6
순이익	(0)	(1)	(18)	7
EPS	(23)	(46)	(913)	359
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(323.6)	(256.5)	(5.9)	16.0
PBR	0.8	1.3	0.6	0.7
EV/EBITDA	19.1	0.0	0.0	7.5
ROE	(0.3)	(0.5)	(11.5)	4.4
BPS	9,269	9,399	8,388	8,657
DPS	200	100	50	100

도표 1. 씨티케이 매출액 및 영업이익 추이



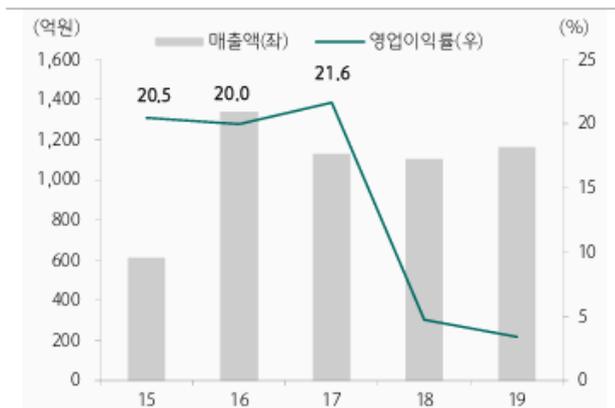
자료: 씨티케이, 하나증권

도표 2. 1H24 기준 국가별 매출 비중



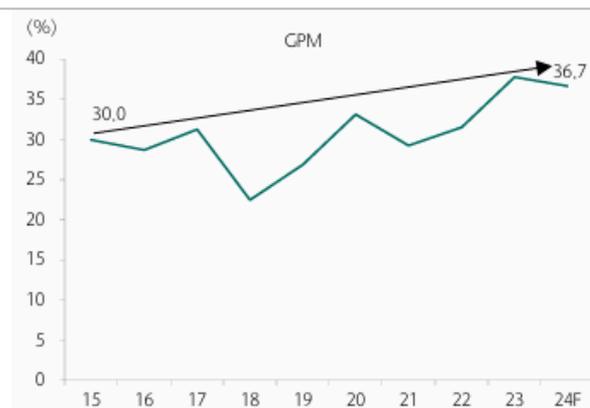
자료: 씨티케이, 하나증권

도표 3. 2015 ~ 2019년 씨티케이 매출액 및 영업이익 추이



자료: 씨티케이, 하나증권

도표 4. 2015년 ~ 2024F 씨티케이 GPM 추이



자료: Quantwise, 하나증권



피코그램

매출 다변화 가능할까

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

올해 수출 호조로 실적 개선

3분기(누적) 매출액과 영업이익이 각각 229억원(+9.1% yoy), 18억원(+79.4% yoy)을 기록했다. 내수 매출은 3.9%(yoy) 줄었지만 정수기 필터 중심의 수출이 20.9%(yoy) 증가하면서 외형이 확대됐다. 수출 비중은 58.2%(+5.7%p yoy)로 늘었다. 특히 미국 주요 고객사인 Watts 필터 재고 감소 등으로 미국향 수출이 39.2%(yoy) 증가했고, 베트남과 태국 등 아시아 수출도 39.9%(yoy) 개선됐다. 또 정수기 부품 원재료 하락 및 매출 성장에 따른 레버리지 효과로 영업마진율이 3.1%p 향상됐다.

4분기도 미국을 비롯 러시아, 멕시코 등으로 수출 호조세가 이어질 전망이다. 중국 업체로 카본블럭 기술 이전에 따른 수익 약 8억원이 발생할 전망이다. 또 내년부터 27년까지 연간 3억원의 로열티 매출이 예상된다.

지난 9월 음식물 처리기(클린어스) 출시

매출 다각화 측면에서 작년 말부터 가습기, 필터샤워기, 선풍기 등 생활가전 분야로 사업영역을 확대하는 가운데, 지난 9월에는 음식물 처리기(클린어스)를 출시했다. 음식물 처리기에 대해 주방 필수 가전제품이라는 인식이 확산되며 보급률이 상승하는 점은 긍정적이다. 다만 시장 참여자가 증가하는 한편, LG 전자와 삼성전자 등 대기업도 시장 진출을 계획하고 있어 경쟁 강도는 더 높아질 전망이다. 올해 관련 매출은 10~15억원으로 예상되며, 후발주자인 만큼 당분간 시장 안착을 위한 마케팅 등 비용 증가는 불가피할 전망이다.

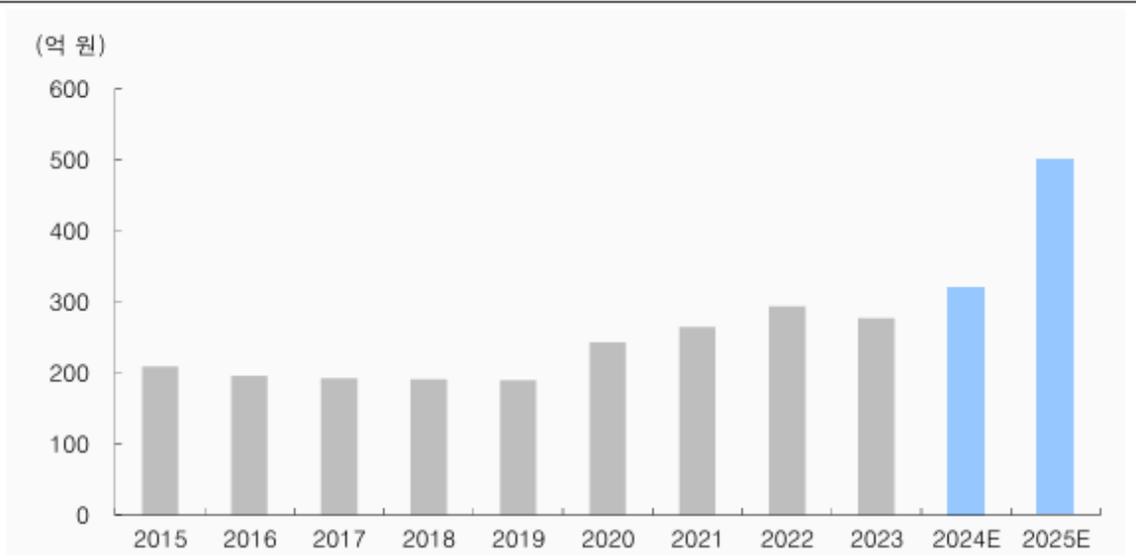
내년 음식물 처리기 판매 확대가 관건

내년에도 수출 기반의 본업 성장 흐름은 이어질 전망이다. 또한 긍정적인 관점에서 내년 음식물 처리기 매출(사측 목표치)이 약 150억원(月 2,500대x50만원x12개월) 발생한다고 가정하면 전사 매출이 500억원으로 올해 대비 56% 증가할 것으로 보인다.

(단위:억원,배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	189	244	263	292	277
영업이익	6	32	33	35	15
세전이익	2	26	28	38	52
당기순이익	2	22	23	32	45
EPS(원)	14	184	177	175	242
증가율(%)	-74.1	1,228.6	-3.9	-0.7	38.0
영업이익률(%)	3.2	13.1	12.5	12.0	5.4
순이익률(%)	1.1	9.0	8.7	11.0	16.2
ROE(%)	1.3	17.8	11.9	10.9	13.3
PER	0.0	0.0	21.1	32.6	22.7
PBR	0.0	0.0	2.4	3.4	2.8
EV/EBITDA	11.5	3.9	16.8	23.0	39.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 5. 피코그램 매출액 추이



자료: 피코그램, IBK투자증권



대원미디어

25년에는 좋아질 일만 남았다

[출처] 신한투자증권 김아람 애널리스트

닌텐도 스위치2 소식이 들려오면 기억해주세요

국내 1위 닌텐도 기기 유통회사. 닌텐도 스위치2 출시 앞두고 저평가 매력 부각될 것으로 기대. 25년 관심 가져볼 만한 중소형주

① 일반적으로 주가수익비율(PER) 10~15배를 받아 온 회사인데, 현재 주가는 신한 추정치 기준 25년/26년 각각 8.5배/6.5배. ② 17년 스위치 출시를 앞뒀던 때에도 주가는 실적 기대감에 저점비 약 2배 상승한 바 있음

25년에는 좋아질 일만 남았다

25년 매출액과 영업이익으로 각각(이하 YoY) 3,325억원(+27%), 158억원(+541%) 전망

[닌텐도] 언론에 따르면 스위치2는 25년 6월경 출시가 유력. 24년은 스위치 노후화에 매출액 감소가 불가피하지만 25년에는 스위치2 출시 효과 클 것. 특히 대기 수요(Q)와 가격 인상(전작대비 30~60% 인상 추정)을 감안하면 매출액 1,400억원 이상도 충분히 가능할 전망

[닌텐도外] 닌텐도 외 사업부 역시 순항하고 있음. 국내외 IP를 유통하는 라이선스 사업부는 유통 캐릭터들(짱구, 도라에몽, 치이카와, 무직타이거 등)의 인기가 높아지며 편의점/백화점 등에서 러브콜 지속. 카드를 유통하는 TCG 사업부는 KBO(야구)/니벨아레나 흥행 성공. 출판 자회사 스토리작은 연 20억원대 적자에서 25년 10억 이하로 적자 폭 축소 예상

Valuation & Risk: 소외주 탈출 기대

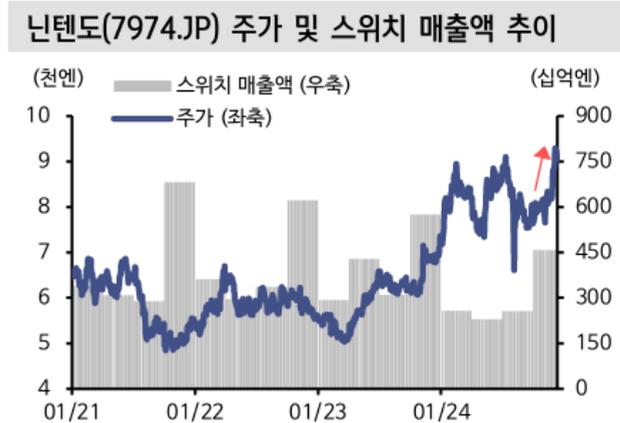
지난 2년간 웹툰/서브컬처 테마 어디에도 속하지 못한 채 소외되어 왔으나 25년 3월께부터 시작될 닌텐도 스위치2 공개/출시 모멘텀이 관심 환기시켜줄 것으로 기대. 밸류에이션은 전혀 부담 없는 수준

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	303.5	14.3	5.6	31.1	6.0	1.8	6.3	0.7
2023	316.1	13.8	6.2	24.4	6.3	1.5	5.2	0.8
2024F	261.5	2.5	(2.9)	(32.3)	(3.0)	1.0	4.8	1.3
2025F	332.5	15.8	11.1	8.5	10.9	0.9	4.2	1.3
2026F	411.4	21.0	14.7	6.5	12.9	0.8	4.0	1.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권



자료: Bloomberg, 신한투자증권



KG이니시스

다사다난했던 한 해의 마무리는 밸류업

[출처] 신한투자증권 박현우 애널리스트

악재보다는 호재에 민감할 시기

대내외 정치 리스크로 주가 변동성이 심한 구간. 밸류업 공시에 힘입어 단기 낙폭 회복. 소비 위축 등 업황 부진은 기반영뒀다고 판단. 부족한 성장 스토리를 주주환원 기대감으로 매우며 밸류에이션 정상화되는 구간 진입

주주환원율 30% 달성 목표

지난 10일 기업가치 제고 계획 공개. FY24~26 기간 동안 별도 순이익 기준 배당성향 25%, 자사주 소각 5% 등을 포함하여 주주환원율 30% 달성 목표. 신사업 관련 내용은 미약하나 내년 초 중에는 구체화될 것으로 기대 지분 매각/취득 관련 추가 공시. 1) F&B 사업을 영위하는 완전자회사 크라운에프앤비를 KG 써닝라이프에 매각. 2) KG써닝라이프의 모회사 이데일리

지분 32.4% 추가 취득. 'KG이니시스→이데일리→KG써닝라이프→크라운에프앤비→KG F&B'로 지배구조 변화. 지배순이익은 20억 내외의 연결 편입 효과 있겠으나 기존 지분법이익 반영분 감안 시 대부분 상쇄 예상

4분기 영업이익은 279억원(-1% YoY) 추정. 거래액 감소(-4%)로 인한 PG 실적 부진을 반영한 결과. 올해 별도 기준 순이익은 342억원(-36% YoY)으로 추정. 크라운에프앤비 관련 장부가액 대비 낮은 매각가로 인해 처분손실 238억원 발생 영향. 그럼에도 주당 배당금은 전년대비 80원 증가한 500원(별도 배당성향 39%)으로 결의. 참고로 배당성향(25%) 및 자사주 소각(1.5%)을 바탕으로 추산한 FY25 TSR(총주주수익률)은 6.5%

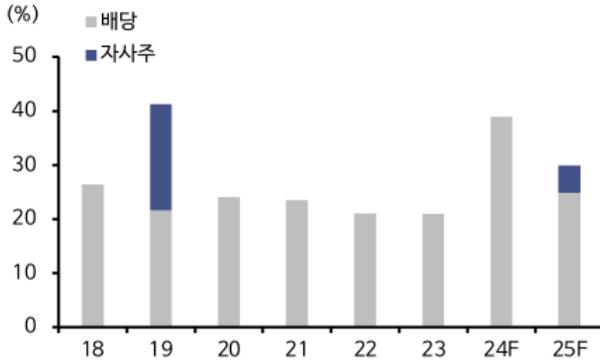
Valuation & Risk: 단단한 방패 = 배당수익률 5.3%

장기간 주가 부진으로 현재 12개월 선행 주가수익비율은 3.4배에 불과. 연말까지 높은 배당수익률(5.3%)이 하방을 지지. 한편 지배구조 개편의 당위성에 의문을 가질 수 있으나 M&A 관련 불확실성이 일단락된 데 초점

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,177.6	106.5	57.3	5.7	15.1	0.8	3.8	3.4
2023	1,344.8	106.3	77.4	4.3	17.7	0.7	4.2	3.5
2024F	1,401.1	79.6	44.7	5.9	9.1	0.5	5.3	5.3
2025F	1,454.9	121.6	76.6	3.4	14.2	0.5	3.3	5.6
2026F	1,540.4	134.2	85.7	3.0	14.2	0.4	2.4	6.0

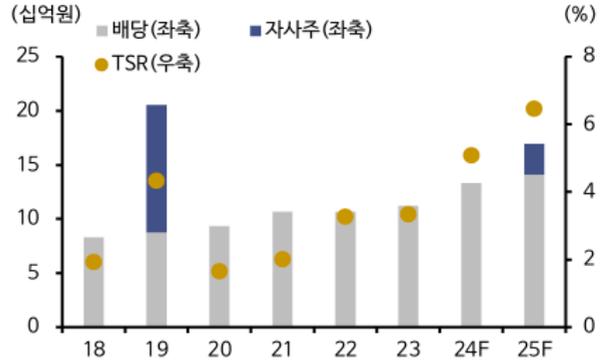
자료: 회사 자료, 신한투자증권

총주주환원율 추이 및 전망



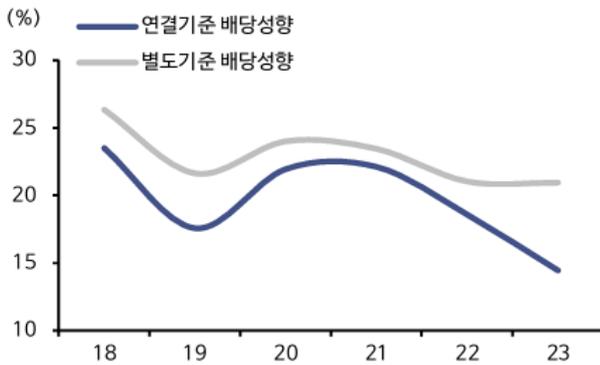
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정
주: 별도 당기순이익 기준

TSR(Total Shareholder Return) 추이 및 전망



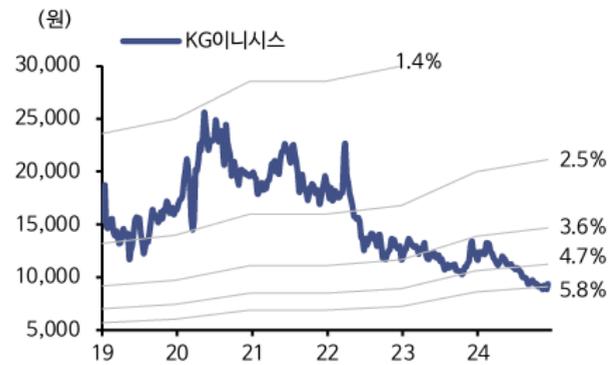
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정
주: 별도 당기순이익 기준

별도 기준 배당성향 = 저 변동성, 고 예측가능성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

KG이니시스 12MF 배당수익률 Band



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

