

KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 디지털자산리서치팀

| 디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com

[#STO] 26. 음악 비금전신탁수익증권 밸류에이션 방법론

• 국내 음악 조각투자의 수익구조와 투자 시 고려 요소

- 음악 산업의 지속적인 성장이 기대되는 가운데, 국내는 음악 조각투자 플랫폼 뮤직카우 존재. 해당 플랫폼에서 투자 시 투자자들은 저작권료와 매매손익에 따른 수익 기대 가능.
- 음악 조각투자 참여 시에는 투자하고자 하는 곡을 분석하고, 거래가 대비 높은 수익률을 기대할 수 있는 음악 비금전신탁수익증권을 찾는 것이 핵심

• 음악 비금전신탁수익증권의 밸류에이션: 뮤직카우 peer 그룹 이용

- 음악은 저작권료에 따른 현금흐름이 발생되며, 이를 활용한 가치평가 체계가 구축되고 있음. 뮤직카우는 현금흐름데이터를 통한 peer 그룹 선정 기준과 저작권료수익비율 지표를 마련
- 투자 대상 곡과 peer그룹의 현재가 대비 저작권료수익비율을 비교하여 투자 가치 판단. 또한, 미래 저작권료를 추정해 내부수익률을 계산하여 투자 적정성을 평가하는 방법도 고려 가능

• Peer 그룹 선정 기준 제시: 장르, 아티스트 유형, 발매시기

- 음악은 장르, 아티스트 등 다양한 특징을 가지고 있음. 이에 현금흐름데이터 외 정성적 요소인 장르, 아티스트, 발매시기를 peer 그룹 선정 기준으로 제시

* 국제음반산업협회(IFPI)

- 세계 음반 업계의 이익을 대표하는 단체. 전 세계 70여개 국가의 8000여개 음반사를 회원사로 두고 있음

* 저작권보호기간

- 국내 저작권 보호기간은 일반저작물 경우 저작자 사후 70년
- 법인 이름으로 공표된 저작물 혹은 저작인접권 공표 후 70년

국내 음악 조각투자의 수익구조와 투자 시 고려 요소

지난 3월 국제음반산업협회(IFPI)가 발간한 '글로벌 음악 보고서'에 따르면 2023년 전 세계 음악 시장 수익은 286억 달러를 기록하며 전년 대비 10.2% 상승하였다. 특히 스트리밍 구독 서비스에서 11.2%라는 성장률을 기록하며 음악 시장 수익 증가를 견인한 것으로 나타났다. 이와 관련하여 협회는 음악 산업은 9년 연속 성장을 기록하였으며, 이는 한동안 유지될 것이라고 보고 있다. 이처럼 산업의 높은 성장성을 감안한다면, 음악도 분산 투자 시 고려할 수 있는 자산으로서 주목해볼 필요가 있다.

통상적으로 음악 투자 시에는 방송, 스트리밍, 공연 등에서 음악 사용 시 이용자들이 지급하는 저작권료 수익에 대한 기대가 가능하다. 여기서 저작권료는 일반적으로 발매된 해에 가장 많은 수익이 발생되며, 어느 정도 대중성을 확보한 음악의 경우 점차 줄어드는 양상을 보인다. 그리고 발매 후 2~3년이 지난 이후부터는 차츰 안정되어 저작권 보호기간인 저작자 사후(혹은 공표일 이후) 70년의 기간 동안 꾸준히 현금을 창출한다는 특징이 있다. 따라서 안정적인 수익을 원할 경우 음악 투자에 대해 긍정적으로 검토해 볼 수 있다.

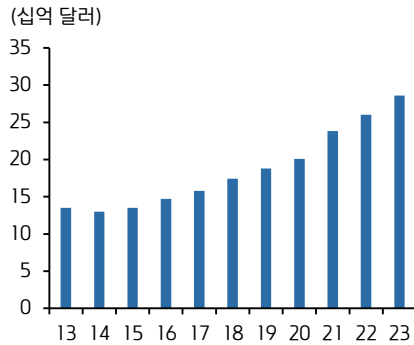
Compliance Notice

- 당사는 9월 10일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 혁신금융서비스에 따른 혁신 성장기간 (2026.09.06) 동안 뮤직카우 내에 상장된 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 7월 18일 기준 뮤직카우와 업무협약을 맺은 사실이 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

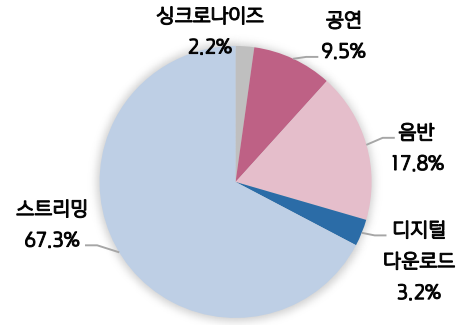
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

글로벌 음반산업 수익



자료: IFPI, 키움증권 리서치센터

2023년 이용 형태 별 글로벌 음악 산업 수익 비중



자료: IFPI, 키움증권 리서치센터

국내에는 개인들의 음악 투자 접근이 상대적으로 용이하다. 이는 음악 조각투자 상품을 발행 및 유통하는 플랫폼이 존재하기 때문이다. 대표적인 음악 조각투자 플랫폼으로는 뮤직카우가 있으며, 2022년 9월 혁신금융서비스 지정을 받아 플랫폼 내에서 음악 기반 비금전신탁수익증권의 발행 및 유통이 가능하다. 이들은 지난해 12월부터 음악 비금전신탁수익증권을 본격적으로 발행하기 시작하여, 지금까지 27개의 음악을 비금전신탁수익증권으로 발행하였다.

뮤직카우 플랫폼 구조를 간단하게 살펴보면, 우선 투자자들은 '옥션'이나 '마켓'을 통해 원하는 음악 비금전신탁수익증권을 구매해 투자에 참여한다. 이후 투자자들은 저작권료와 매매손익 2가지의 수익을 기대해볼 수 있다. 여기서 저작권료는 한국음악저작권협회와 같은 징수 기관으로부터 지급 받는 저작권 이용료로, 보유하고 있는 지분만큼 매월 지급 받는다. 이러한 형태는 전통적인 주식시장의 배당금과 유사한 개념으로 이해할 수 있다. 다음으로 매매손익은 보유한 비금전신탁수익증권의 가격 변동에 따라 기대되는 이익 또는 손실을 말한다. 이러한 손익은 투자자들이 보유하고 있는 비금전신탁수익증권을 플랫폼 내 '마켓'에서 제3자에게 판매함으로써 발생하게 된다. 매매손익도 주식 시장에서 투자자들이 기업 주식을 판매하여 손익을 발생하는 것과 유사한 구조이다.

뮤직카우 '옥션' 화면 예시



자료: 뮤직카우

뮤직카우 '마켓' 화면 예시



자료: 뮤직카우

음악 기반 비금전신탁수익증권 발행 현황

가수 및 곡 명	모집 금액	공모 일정	발행주식 수	공모 참여율
NCT Dream - ANL	5천 227만원	24.01.05 ~ 01.11	2,872주	111%
#안녕 - 너의 번호를 누르고	6천 697만원	24.02.23 ~ 02.29	3,332주	157%
레이나, 산이 - 한여름밤의 꿈	1억 3387만원	24.03.13 ~ 03.19	3,750주	112%
god - 관찰	8천 204만원	24.03.15 ~ 03.21	2,564주	51%
쏟애플 - 한낮	3천 500만원	24.03.20 ~ 03.26	2,500주	113%
god - 니가필요해	6천 142만원	24.03.22 ~ 03.28	4,236주	85%
김하은 - 꽃	2천 400만원	24.03.25 ~ 03.29	3,000주	100%
산이 - ME YOU	4천 166만원	24.03.27 ~ 04.02	3,333주	107%
크레용팝 - 어이(Uh-ee)	4천 534만원	24.04.03 ~ 04.09	2,061주	82%
멜로망스 - 걸작품	2천 425만원	24.04.12 ~ 04.18	2,500주	145%
뉴이스트 - 여보세요	3천 998만원	24.04.25 ~ 05.02	3,998주	69%
이소정 - 나와 나는 이제 남이니까	3천 13만원	24.05.13 ~ 05.20	2,511주	67%
이선희 - 그 중에 그대를 만나	2억 763만원	24.05.24 ~ 05.30	3,146주	94%
정준일 - 첫눈	8천 59만원	24.05.30 ~ 06.05	2,121주	99%
AOA - 단발머리	4천 635만원	24.06.04 ~ 06.11	1,078주	24%
이찬원 - 시절인연	2억 3408만원	24.06.13 ~ 06.19	1,672주	56%
장덕철 - 있어줘요	2천 685만원	24.06.20 ~ 06.26	1,074주	26%
박지윤 - 미스터리	3천 163만원	24.06.27 ~ 07.03	703주	14%
정효빈 - 몇 번의 이별	1천 993만원	24.07.03 ~ 07.09	1,993주	96%
AOA - ELVIS	5천 625만원	24.07.17 ~ 07.23	2,500주	161%
장덕철 - 그날처럼	1억 2189만원	24.07.24 ~ 07.30	6,251주	102%
god - 왜	2천 925만원	24.07.29 ~ 08.02	2,500주	101%
정준일 - 바람	7천 800만원	24.08.01 ~ 08.07	4,000주	104%
god-모르죠	3천 5178만원	24.08.05 ~ 08.09	3,059주	61%
장덕철-그대만이	2천 708만원	24.08.12 ~ 08.19	4,167주	161%
영탁-쏟애플때	6천만원	24.08.22 ~ 08.28	5,000주	129%
이찬원-딱! 풀	4천 168만원	24.08.29 ~ 09.04	2,382주	56%

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주: 2023년 12월 ~ 2024년 9월 4일 기준

뮤직카우 투자자 수익 구조

	저작권료	매매손익
배당(지급) 시점	- 매월 (전월 분배된 저작권료가 다음달 10 영업일 배당)	- 판매 시
특징	- 다양한 매체들로부터 저작권료 징수기관/ 유통회사가 징수한 저작권료를 매월 배당	- 구매한 음악 수익증권을 마켓에서 판매 시 구매가와 판매가의 차액만큼 이익 혹은 손실 발생 가능(거래 시 수수료 발생)
투자매력	- 하루만 보유해도 다음달 저작권료 배당 - 매월 10영업일 저작권료 지급 - 제2의 월급(매월 현금화 가능)	- 희소성 → 가격 상승 요인 - 공연/컴백 등 아티스트 활동에 따른 상승 - 리메이크/역주행 등을 통한 잠재적인 상승여력
리스크요인	- 과거 저작권료 대비 미래 저작권료가 하락할 수 있음 - 아티스트의 평판에 따라 개별 곡의 저작권료가 하락할 수 있음 - 옥션에서 높은 가격에 낙찰 받을수록 저작권료 수익이 낮아짐	- 구매한 음악 수익증권의 가격하락으로 손실 발생 가능 - 개별 곡의 저작권료 하락에 의한 가격 하락 발생 가능

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

현재 음악 저작권료 징수 기관은 저작권료 배분 시 5개월 전 수익을 계산하여 지급하는 것이 일반적이다. 그리고 뮤직카우는 지급 받은 저작권료를 수익 발생 시점이 아닌 배분 당시 비금전신탁수익증권을 보유하고 있는 투자자에게 배분한다. 따라서 음악 비금전신탁수익증권 투자 결정 시에는 5개월 전 음악 이용 현황을 파악하거나 추후 5개월 뒤에 발생할 저작권료에 대한 기대 수익을 추정해야 한다.

예시로, 만일 투자하고자 하는 음악이 3개월 이후 리메이크 계획이 있는 경우 수익증권 가격 상승을 기대해볼 수 있다. 반대로, 3개월 전에 리메이크 앨범이 발매된 음악이라면 추후 지급 받을 저작권료 수익에 대한 기대로 투자를 결정할 수 있다. 이 외에도 과거에 발매된 음악이 방송이나 유튜브 등에서 자주 등장한다면 스트리밍 증가에 따른 저작권료와 비금전신탁수익증권 가격 상승 예상이 가능하다.

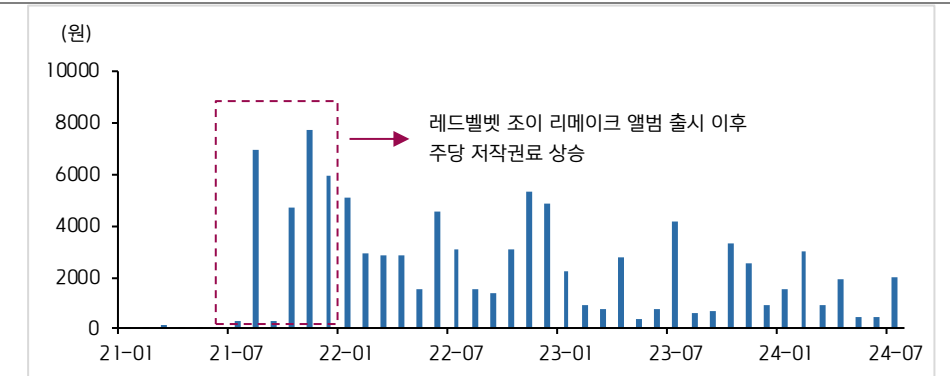
결국 주식과 동일하게 투자하고자 하는 음악의 이용 현황을 분석하고, 기대되는 수익 대비 현재 거래가가 낮은 비금전신탁수익증권을 찾는 것이 투자 결정 시 핵심 요소이다. 다만, 전통적인 주식은 역사가 길고 다수의 투자자가 참여하고 있어 다양한 정보와 지표들이 제공되고 있는 반면, 음악 비금전신탁수익증권은 새로운 시장이라는 점에서 정보와 지표들이 부재하다. 이에 뮤직카우는 음악 특성을 고려하여 현금흐름데이터를 이용한 peer 그룹을 선정하고, '저작권료수익비율'이라는 비교 지표를 고안하였다.

'박혜경-안녕' 리메이크에 따라 비금전신탁수익증권 가격 상승 예시



자료: 뮤직카우

'박혜경-안녕' 과거 비금전신탁수익증권 주당 저작권료 발생 현황



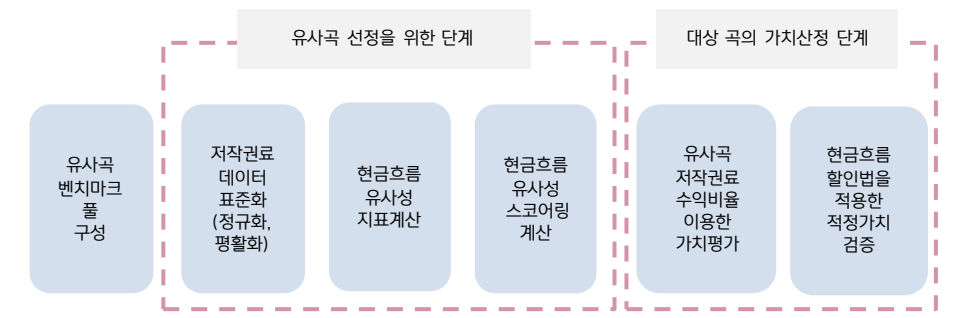
자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

음악 비금전신탁수익증권의 밸류에이션: 뮤직카우 peer그룹 이용

음악은 권리를 양도하여 발생하는 수익 외에는 저작권료가 주요한 수익 발생 수단이다. 따라서 음악에 대한 평가 시 저작권료를 기반으로 한 지표 이용이 필수적이다. 이러한 배경에서 음악 조각투자 플랫폼인 뮤직카우는 음악 밸류에이션 시 이용할 수 있는 ‘저작권료수익비율’이라는 지표를 도입하였다. 해당 지표는 주식 시장의 주가수익비율 (PER, Price-Earning Ratio)에서 착안한 개념으로, 특정 곡에서 발생한 과거 저작권료와 플랫폼 내 시장 가치를 활용하여 산출된다. 산출 방법은 해당 곡의 종가를 주당 연간 저작권료로 나누는 방식이다.

그러나 이러한 저작권료수익비율을 활용하여 밸류에이션을 수행하기 위해서는 대상 음악과 비교 가능한 집단(peer 그룹)을 선정하는 단계가 필요하다. 음악의 peer 그룹 선정에 대해 정해진 규칙은 없지만 뮤직카우의 사례를 참고하면, 과거 저작권료에 대한 현금흐름 데이터를 기준으로 삼고 있음을 확인할 수 있다. 음악 비금전신탁수익증권 발행 시 평가 방법을 살펴보면, 대상 곡과 동일한 저작권 유형을 가진 곡들을 대상으로 이들의 현금흐름 데이터를 3개월, 6개월, 12개월 단위로 평활화하여 비교가 용이하도록 한다. 이후, 가장 유사한 peer 그룹을 선정하기 위해 유사성 스코어를 계산하는 과정을 거친다. 유사성 스코어는 경과 월수, 수정듀레이션, 곡 발매 후 현금흐름이 발생하기까지의 기간 등을 고려하여 산출되며, 대상 곡과 가장 차이가 적은 곡들을 peer 그룹으로 선정한다.

뮤직카우 음악 비금전신탁수익증권 밸류에이션 과정



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

뮤직카우가 혁신금융서비스 지정된 이후 발행된 음악 비금전신탁수익증권의 증권신고서에는 대상 곡의 peer 그룹으로 선정된 곡들이 모두 기재되어 있다. 따라서 투자 시 대상 음악과 뮤직카우가 제시한 peer 그룹과 비교하여 투자 적정성을 판단해볼 수 있다. 이에 다음에서는 플랫폼 내에서 실제로 거래되고 있는 사례를 이용하여 peer 그룹 대비 대상 곡의 현재가에 대한 밸류에이션 2가지 방법을 살펴보고자 한다.

1. 투자 시점에서의 peer 그룹과 대상 곡 간의 저작권료수익비율 비교

뮤직카우 플랫폼에서는 각 곡의 종가와 최근 1년간 발생한 저작권료를 기준으로 주당 연간저작권료 데이터를 제공하고 있다. 따라서 투자 시점에서의 대상 곡과 peer 그룹의 저작권료수익비율 산출하고 비교하는 것이 가능하다. 비교 방법은 먼저 5곡의 peer 그룹과 투자하려는 대상 곡의 저작권료수익비율을 각각 계산한다. 그 후, 대상 곡의 저작권료수익비율이 peer 그룹보다 높다면 그 곡의 현재가는 저작권료 대비 고평가된 것으로, 낮다면 저평가된 것으로 해석해 볼 수 있다. 또한, peer그룹의 저작권료수익비율의 평균을 대상 곡에 적용하여 비금전신탁수익증권의 가격 상승 여부에 대한 판단도 가능할 것으로 생각된다. 이를 지난 7월에 비금전신탁수익증권으로 발행되어 플랫폼 내에서 거래되고 있는 'god-왜'에 적용해보면 다음과 같다.

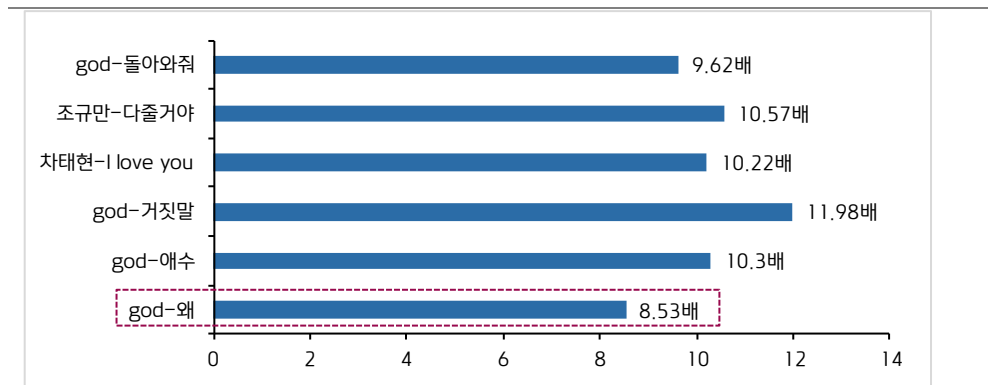
'god-왜'와 해당 곡의 peer 그룹 5곡에 대한 관련 데이터

가수 및 곡 명	종가(현재가) (A)	주당 연간저작권료(B)	시장가치(C) (종가X발행주 수)	최근 1년 저작권료(D)
'god-돌아와줘	21,100원	2,194원	21,100,000원	2,194,000원
조규만-다줄거야	32,900원	3,114원	72,380,000원	6,850,800원
차태현-I love you	35,200원	3,444원	75,680,000원	7,404,600원
god-거짓말	39,900원	3,331원	87,780,000원	7,328,200원
god-애수	31,100원	3,020원	65,310,000원	6,342,000원
god-왜	17,200원	2,017원	43,000,000원	5,042,500원

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주: 각 데이터는 2024년 9월 4일 기준

'god-왜'와 해당 곡의 peer 그룹 5곡의 저작권료수익비율(A/B)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주1) 데이터는 2024년 9월 4일 기준

주2) 저작권료수익비율은 PER과 유사한 개념으로 "종가/주당 연간저작권료"로 산출

위의 표에서 확인할 수 있듯이 'god-왜'의 저작권료수익비율은 8.53배로 5곡의 peer 그룹 중 가장 낮게 형성되어 있다는 점을 확인할 수 있다. 이는 대상 곡이 유사한 곡에 비해 저평가되어 있으며, peer 그룹의 저작권료수익비율 평균을 적용할 경우 21,239원까지 상승할 가능성이 존재한다고 볼 수 있다. 그러나, 해당 방법은 지난 1년 저작권료를 기반으로 한 저작권료수익비율만을 이용한 밸류이션으로 문화적 이벤트, 미래 저작권료 발생 흐름 등이 고려되지 않았다는 점에서 주의가 필요하다.

2. 미래에 발생할 저작권료 추정을 통한 내부수익률 비교

음악 조각투자는 저작권료로 발생한 수익을 투자자에게 지급하고 있다는 것에 주목해보면, 기대되는 미래 저작권료를 추정하고 이를 비교하여 투자 적정성을 판단하는 방법을 고려해볼 수 있다. 이때 내부수익률(IRR) 활용에 대한 고민이 가능하다. 내부수익률은 투자에서 발생하는 현금 흐름의 현재가치가 초기 투자 비용과 같아지는 할인율로 투자 수익성 판단 시 이용된다.

이 개념을 음악 비금전신탁수익증권 밸류에이션에 적용하면, 초기 투자 비용은 플랫폼 내 음악의 시장 가치(즉, 주당 현재가에 발행한 주 수를 곱한 값)를 대입할 수 있다. 그리고 투자에서 발생하는 수익은 저작권료로, 현금흐름할인법을 통해 추정된 저작권 보호기간 동안 발생 가능한 미래 저작권료로 가정해볼 수 있다.

본 보고서에서는 플랫폼 내 음악 시장 가치는 9월 4일 증가에 발행 주 수를 곱한 것으로 산출하였다. 이어 미래 저작권료 추정 단계에서 2024년은 2020년부터 2023년까지 발생한 연간 저작권료의 평균으로 가정하였다. 이후, 2025년부터 2029년까지의 저작권료는 전년도 저작권료에 할인율 8%와 12% 각각 적용하여 매년 줄어드는 것으로 추정하였다. 이때 할인율 8%와 12%는 ‘힙노시스 송 캐피탈’ 등 대표적인 음악 투자 기업에서 적용하는 8~10%에서 착안하였다. 다만, 국내 음악 투자는 초기 시장으로 유동성이 부족하므로 상대적으로 높은 할인율을 적용할 필요가 있다고 판단되어 12% 할인율도 추가 적용하였다.

* 저작권접권

- 음악 등의 저작물을 직접 창작한 자는 아니지만, 저작물의 해설자 혹은 전달자에게 부여되는 저작권법상 권리
- 음악의 경우 가수, 연주자, 음반제작자 등이 이에 해당

한편, ‘god-왜’의 경우 저작권접권으로 해당 권리의 보호기간은 공표 후 70년으로 계산된다. 따라서 각 음악에 따라 공표일이 다르므로, 보호기간이 곡 별로 상이하다. 이에 미래수익률 산정 시 기간은 2020년을 기점으로 40년으로 통일하였으며, 일정 기간 이후 저작권료가 거의 동일하게 발생한다는 특징을 감안하여 2029년 이후부터 30년 동안 동일한 저작권료가 발생할 것으로 가정하였다.

음악 비금전신탁수익증권의 내부수익률 산출식

$$\sum_{t=2020}^n \frac{C_t}{(1 + IRR)^t} - C_0 = 0$$

n: 저작권료 발생 기간

t: 저작권료 발생 시점(※본 보고서에서는 2020년도 저작권료에서부터 시작하였으므로 2020)

Ct: t시점의 저작권료

C0: 음악 시장 가치(9월 4일 기준 플랫폼 거래 증가 x 발행주 수)

이렇게 플랫폼 내의 음악 시장 가치와 일정 기간 동안 발생할 저작권료를 통해 기대되는 수익률을 계산한다. 그리고 이를 플랫폼 내에서 거래되고 있는 peer 그룹과 비교하여 현재 거래되고 있는 대상 곡의 시장 가치(증가에 발행주 수를 곱한 값)가 적정한지 여부를 파악할 수 있다. 이에 대해 앞서 제시하였던 예시인 'god-왜'에 다시 한번 적용해보고자 한다.

'god-왜' 할인율을 적용한 향후 기대되는 저작권료와 연간수익률

연도	2024년 ~ 2025년 할인율 8% 적용	2024년 ~ 2025년 할인율 12% 적용
2020년	3,435,000	3,435,000
2021년	2,710,000	2,710,000
2022년	2,617,500	2,617,500
2023년	4,560,000	4,560,000
2024년	3,330,625	3,330,625
2025년	3,064,175	2,930,950
2026년	2,819,041	2,579,236
2027년	2,593,518	2,269,728
2028년	2,386,036	1,997,360
2029년 ~ 2059년	65,854,602	52,730,313
기대수익률	10%	8%

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

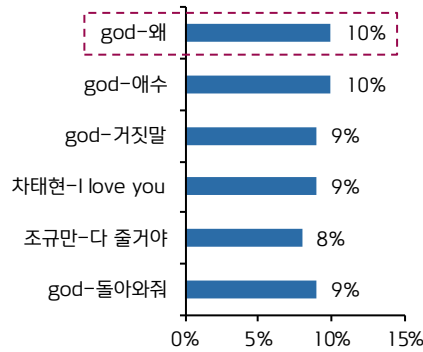
주1) 데이터는 2024년 9월 4일 기준

주2) 2024년도는 2020년~ 2023년의 연간 저작권료 평균으로 산출

주3) 2025년부터는 전년도 저작권료에 할인율 적용

주4) 2029년 이후부터는 동일한 저작권료가 발생할 것으로 가정

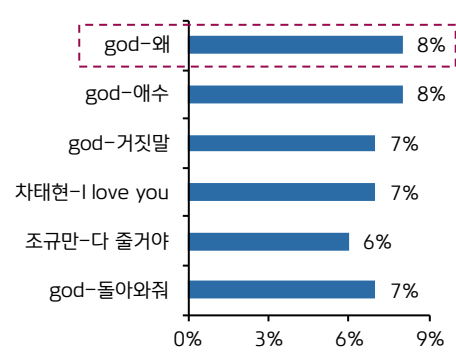
'god-왜' peer 그룹 내부수익률(8%적용)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주1) 데이터는 2024년 9월 4일 기준

'god-왜' peer 그룹 내부수익률(12%적용)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주1) 데이터는 2024년 9월 4일 기준

2024년 9월 4일 증가 대비 미래에 발생할 저작권료를 기준으로 'god-왜'에서 기대되는 수익률은 8%~10%로 계산된다. 'god-왜'의 수익률은 peer 그룹 대비 더 나은 수익률을 보여준다는 점은 투자 판단 시 긍정적으로 볼 수 있다. 또한, 시장 금리보다 높은 수익률을 기록하고 있다는 점 역시 투자 매력도 측면에서 높은 평가를 줄 수 있는 요인이다. 이처럼 현재 음악의 시장 가치 대비 기대되는 저작권료 수익률 산출 방법은 peer 그룹 대비 현재가의 적정성 및 투자 매력에 대한 판단 기준으로 이용할 수 있을 것으로 보인다.

지금까지 음악 비금전신탁수익증권에 대한 투자 적정성 판단 시 고려해볼 수 있는 2가지 방법을 제시하였다. 다만, 위의 peer 그룹은 대상 곡이 비금전신탁수익증권으로 발행되기 전, 뮤직카우 플랫폼이 제시한 것으로 과거 저작권료만을 기준으로 선정되어 적합성에 대한 의문이 있다. 따라서 다음에서는 현금흐름데이터 외 음악 수익에 영향을 미치는 정성적 변수들을 기준으로 peer 그룹을 제시하고 앞서 언급한 2가지 비금전신탁수익증권 밸류에이션 방법을 적용해보고자 한다.

Peer 그룹 선정 기준 제시: 장르, 아티스트 유형, 발매 시기

지난 2020년 문화체육관광부와 한국콘텐츠진흥원은 음악 가치평가 모형 연구 용역을 진행한 바 있다. 당시 두 기관은 연구 용역을 위한 제안요청서에서 음악 수익에 영향을 미치는 주요 변수로 음악의 장르, 아티스트(가수)의 유형, 발매 시기를 제시하였다. 당시 제안 요청서에서는 평가 시점에서의 분류되는 음악 장르 및 시장 트렌드 등에 대한 시장 정보를 조사하고, 이를 기반으로 음악 수익을 측정하는 연구를 수행한 것을 확인할 수 있다. 이를 근거로 하여 현금흐름데이터 외에 peer 그룹 선정 조건으로 음악의 장르, 아티스트 유형, 발매 시기를 고려하였다.

우선 음악 장르는 리듬과 템포, 악기와 사운드, 가사와 주제 등 음악을 구성하는 필수 요소들을 기반으로 분류된다. 음악 장르는 이용자 수와 밀접한 관계가 있어, 음악 수익에 영향을 주는 요인 중 하나이다. 이러한 이유에서 한국콘텐츠진흥원에서 매년 발간하는 '음악산업백서'도 음악 장르를 기준으로 이용자 실태 조사를 수행하고 있다. 이에 현재 뮤직카우도 플랫폼 내에서 거래되고 있는 음악을 장르별로 구분하고 있으며, 장르에 따른 검색 기능도 제공한다. 이들이 분류한 장르는 발라드, OST, R&B, 인디음악, 댄스, 랩/힙합, 애니메이션, 록/메탈, 트로트, 포크/블루스, 일렉트로니카로 11개이다.

다음으로 아티스트 유형은 팬덤과 연결되어 있다는 점에서 수익과 밀접한 연관성을 가지고 있다. 일례로, 높은 인지도를 가지고 있는 가수의 경우에는 음악이 꾸준히 플레이 될 가능성이 높다. 더욱이 많은 수의 팬덤을 보유하고 있는 아이돌 역시 타 가수의 음악 대비 유튜브 등에서 많은 스트리밍 수를 기록한다는 점에서 아티스트도 음악 수익에 직접적인 영향을 주는 요인 중 하나이다.

마지막으로 발매 시기는 저작권료가 일정 시간 도래 이후 유사한 현금 흐름이 발생한다는 점에서 해당 곡과 peer 그룹 간 수익 흐름을 유사한 조건으로 맞춰줄 수 있다. 또한 급격하게 변화하는 음악 트렌드도 일정 부분 반영할 수 있어 비교 대상 음악 선정 시 고려되어야 할 요소로 판단된다.

음악 가치평가 모형 연구에서 제시한 Peer 그룹 선정 시 고려되어야 하는 요소와 이유 및 비금전신탁수익증권에 적용 기준

요소	고려 이유와 기준
음악 장르	(이유) 발라드, 댄스 곡 등 친숙한 장르일수록 많이 이용된다는 점에서 저작권 수익에 직접적인 영향을 주는 요인 중 하나 (기준) 뮤직카우에서 분류하고 있는 11가지 장르 이용
아티스트 유형	(이유) 가수가 높은 인지도와 팬덤을 보유하고 있는 경우 타 음악 대비 많은 저작권료 수익 기대 가능 (기준) 남자/여자, 그룹/솔로, 아이돌/비아이돌로 분류
발매시기	(이유) 음악은 발매 직후 가장 높은 수익을 보이고, 일정 기간 이후 꾸준한 수익 기대 가능. 따라서 음악 발매 시기가 동일할 경우 음악 수익 흐름이 유사할 가능성이 높음. 더욱이, 음악 트렌드를 반영해볼 수 있음 (기준) 대상 곡의 발매시점을 기준으로 앞으로 1년 뒤로 1년 적용

자료: 문화체육관광부, 한국콘텐츠진흥원, 키움증권 리서치센터

앞서 살펴본 'god-왜'에 실제로 적용해보면, 해당 곡의 장르는 발라드로 분류된다. 그리고 아티스트는 남자 아이돌로 활동 하였으며, 발매시기는 2000년 11월 3일이다. 이와 동일한 조건으로 뮤직카우에서 거래되고 있는 곡들을 리스트해보면 총 6곡이 선별된다. 단, 여기서 발매 시기는 대상 곡의 발매 시점인 2000년에서 앞 뒤로 1년씩 적용하여 1999년부터 2001년까지의 음악으로 선정하였다. 선별 된 peer 그룹과 대상 곡을 앞서 제시한 2가지의 음악 비금전신탁수익증권 밸류에이션 방법으로 비교해보면 다음과 같다.

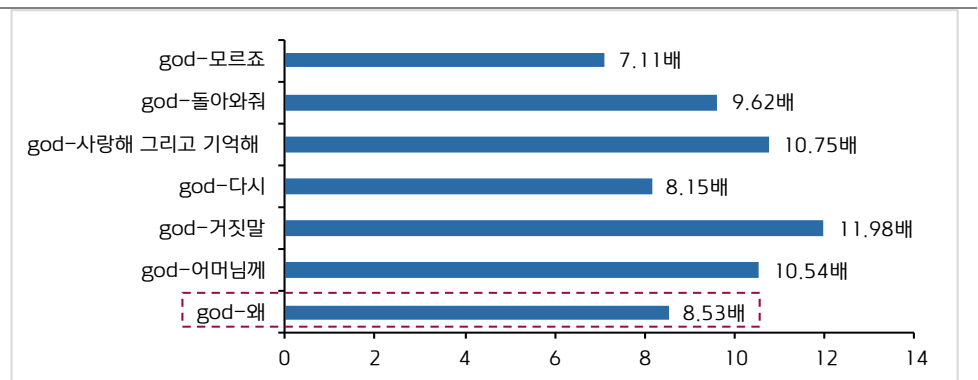
장르, 아티스트의 유형, 발매시기를 고려한 'god-왜'의 peer 그룹 리스트

가수 및 곡 명	중가(현재가) (A)	주당 연간저작권료(B)	시장가치(C) (중가X발행주 수)	최근 1년 저작권료(D)
god-모르조	12,400원	1,745원	37,931,600원	5,337,955원
god-돌아와줘	21,100원	2,194원	21,100,000원	2,194,000원
god-사랑해 그리고 기억해	51,000원	4,744원	132,600,000원	12,334,400원
god-다시	38,800원	4,763원	58,200,000원	7,144,500원
god-거짓말	39,900원	3,331원	87,780,000원	7,328,200원
god-어머님께	39,000원	3,701원	132,600,000원	12,583,400원

자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

주: 각 데이터는 2024년 9월 4일 기준

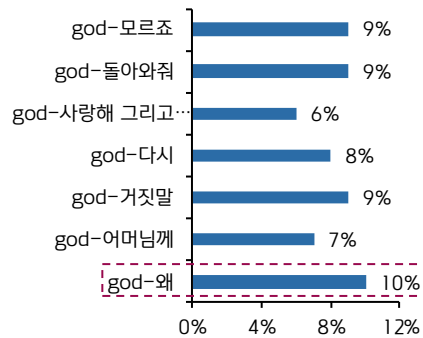
'god-왜' 및 장르, 아티스트 유형, 발매시기가 고려된 peer 그룹의 저작권료수익비율(A/B)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터

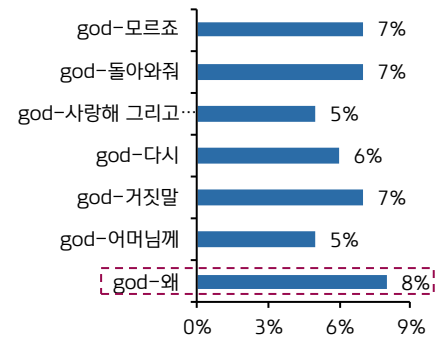
주: 데이터는 2024년 9월 4일 기준이며, 저작권료수익비율은 중가/주당 연간저작권료

'god-왜' vs 장르, 아티스트 유형, 발매시기를 고려한 peer 그룹의 내부수익률 (8%적용)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터
주: 데이터는 2024년 9월 4일 기준

'god-왜' vs 장르, 아티스트 유형, 발매시기를 고려한 peer 그룹의 내부수익률 (12%적용)



자료: 뮤직카우, 키움증권 리서치센터
주: 데이터는 2024년 9월 4일 기준

위의 차트는 장르, 아티스트, 발매시기를 기준으로 선정한 peer 그룹과 대상 곡의 저작권료수익비율과 내부수익률을 보여주고 있다. 우선 저작권료수익비율 측면에서 'god-왜'가 peer 그룹 대비 낮은 축에 속함을 확인할 수 있다. 따라서 해당 peer 그룹의 저작권료수익비율의 평균인 9.69배를 'god-왜'에 적용할 경우 해당 곡의 비금전신탁수익증권은 19,544원까지 상승할 여력이 있다고 판단해볼 수 있다.

다음으로 내부수익률도 8%와 10%를 기록하며 peer 그룹 대비 높은 수치를 보이고 있음을 확인할 수 있다. 따라서 이를 통해서 'god-왜'가 정성적 기준에서 유사한 곡 대비 투자 매력도 측면에서 높을 것으로 예상해볼 수 있다.

이와 같은 결과에서 주목해야 할 부분은 장르, 아티스트, 발매시기와 같은 정성적 기준으로 선별한 peer 그룹과 대상 곡 간 저작권료수익비율 및 내부수익률 간 차이가 적어 비교 용이하다는 점이다. 따라서 음악의 비금전신탁수익증권 밸류에이션 산정 시에는 단순히 저작권료에 따른 현금흐름 외에도 음악 특징을 고려한 정성적 기준으로 peer 그룹을 선정하고 비교해보는 과정이 필요하다는 것을 알 수 있다.

이렇게 지금까지 음악 비금전신탁수익증권 밸류에이션 방법과 peer 그룹 선정 기준을 제시하였다. 다만, 음악과 같은 무형 자산은 개성을 표현한 저작물로, 다양한 특성을 가지고 있다. 이로 인하여 투자자 관점에 따라 통일된 밸류에이션 기준을 마련하기 어려울 수 있으며, 이는 객관적인 밸류에이션의 걸림돌로 작용할 수 있다. 따라서 밸류에이션 체계화 확립에 대한 논의가 이루어질 필요가 있다.

밸류에이션 체계화는 관련 시장이 초기 형성 과정이라는 점을 고려하였을 때, 발행 사례와 데이터 축적이 중요하다고 생각된다. 이에 현재 뮤직카우는 매달 3개~5개의 음악 비금전신탁수익증권을 발행하면서 그 기반을 마련하고 있다. 따라서 토큰증권 관련 법제화 전 뮤직카우를 중심으로 한 발행 사례와 데이터가 충분히 축적된다면 밸류에이션 기준이 체계화 될 수 있을 것으로 보인다. 그리고 더 나아가 토큰증권 법제화로 조각투자 등 신종증권 시장이 확대된다면, 전통적인 주식처럼 표준화된 밸류에이션 체계가 자리잡을 것으로 전망한다. 그러므로 현재는 음악 비금전신탁수익증권 발행 사례를 통해 밸류에이션에 대한 방법을 논의하고 관련 데이터를 축적하는 것에 대한 관심이 필요하다.