

스피어 (347700)

유년기의 끝

2026년 9월 15일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (9월 14일)	19,900 원

[핵심성장]

허성규 선임연구원

✉ sqheo@shinhan.com

이병화 연구위원

✉ bh.lee@shinhan.com

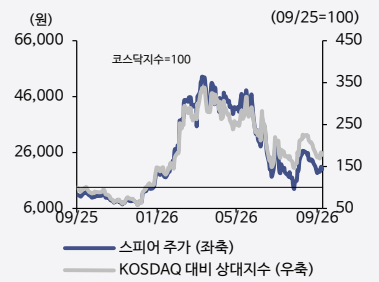
Revision

실적추정치	-
Valuation	-

시가총액	1,033.6십억원
발행주식수(유동비율)	51.6백만주(68.4%)
52주 최고가/최저가	53,100원/7,320원
일평균 거래액 (60일)	26,778백만원
외국인 지분율	9.0%
주요주주 (%)	
최광수 외 3인	28.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(20.9)	(47.9)	87.2	5.0
상대	(17.3)	(36.7)	90.4	21.0

주가



신한생각 우주항공 특수합금 SCM 모델 개척

스페이스X와 10년+3년 초장기 공급 계약(연간 최소 1.1억 달러 예상) 체결. 25년 이후 2억 달러 이상 수주를 확보하며 빠른 수주 확대 확인

스피어의 니켈 제련소 수익원은 1) 지분법이익, 2) Off-take 유통이익

인도네시아 모로왈리 산업단지 내 니켈 제련소 전략적 지분 투자. 투자법인 SNC와 유통법인 TSM으로 구분되며 모두 지분 100% 보유. 당사가 자기자본을 투입한 SNC는 제련소 지주사 EII 지분 10%를 240백만달러에 취득(210백만달러 11.75% 금리로 차입). TSM은 제련소로부터 니켈을 매입해 밀벤더에 공급. TSM의 매입 물량은 지분 할당분인 10% 권리에 추가 옵션 10%로 최대 20%까지 구매 가능. 수익 모델은 2가지로 SNC의 지분 법이익(니켈판매가-제련원가=이익*지분율 10%), TSM의 Off-take 이익(밀벤더 판매가-매입가)으로 구성. TSM 매입가에 따라 수익은 크게 변동

5월 커미셔닝을 거쳐 7월 MHP(니켈코발트 중간재), 8월 니켈 캐소드 생산 완료. 4Q26부터 매출 발생하며 가동 안정화 시 연간 약 7억달러 EBITDA 예상. SNC의 지분 이익은 700~1,000억원 기대. TSM의 Off-take 매출액은 약 2천억원 내외로 추정. 매출과 손익에 각각 기여 예상

Valuation & Risk: 26년 본격 매출 성장, 28년까지 가속화 예상

2Q26 영업이익률 2.2% 수준으로 초기 셋업 비용, 해외 전문인력 충원 비용 증가로 인해 목표 마진율 15% 대비 미달. 해외 자금조달에 따른 이자 비용은 연간 330억원 내외 전망. 26년부터 제련소와 스페이스X향 장기 공급 계약으로 매출액 본격 상승. 27년 LTA 및 제련소 수익 기여로 연간 약 4~5천억원 내외 매출액 달성 가능. 28년까지 매출 성장 가속화 예상

12월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	-	2.8	1.7	85.4	95.6
영업이익 (십억원)	-	(5.6)	(9.1)	15.2	9.1
순이익 (십억원)	-	(3.3)	(11.3)	8.6	0.2
ROE (%)	-	(35.0)	(121.5)	68.4	0.4
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
PER (배)	-	-	-	8.0	3,173.6
PBR (배)	-	4.6	4.0	5.4	10.8
EV/EBITDA (배)	-	(9.1)	(3.2)	5.1	69.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스타십 개발 현황 및 전망

12차 비행: 스타십 최종장 돌입

12차 발사부터 스타십 개발의 최종장(Endgame)에 들어섰다고 봐야한다. 이전과 달리 가장 거대한 버전의 스타십 V3, 신규 랩터 V3 엔진, 신규 스타베이스 패드 2를 처음으로 비행에 투입했다. 탑재체로는 20개의 스타링크 V3 모사체를 싣고 운용 검증에 나섰다. 그 결과 스타십은 지구 재진입 성공 이후 인도양에 착수했으나, 슈퍼 헤비는 부스트백번(Boostback burn)부터 문제가 발생했다. 엔진 점화 문제로 단분리 이후 회전 이상으로 목표 대비 90도 가량 차이가 발생했다. 의도했던 귀환 궤적을 이탈한 것이다.

14차 비행: 스타십 최초의 상업 비행

13차 발사는 모사체가 아닌 실제 스타링크 V3 위성 20기를 최초로 배치했다. 다만, 발사체가 궤도(Orbital) 비행을 하지 않았기 때문에 위성 역시 궤도를 유지하지 못하고 발사체와 함께 대기권으로 재진입한 뒤 대기 중에서 소멸됐다. 12차 발사는 스타십 V3로 위성을 배출할 수 있는지 검증했다면, 13차는 실제 위성이 우주 환경에서 정상적으로 작동하는지를 테스트하는 발사였다. 또한 12차와 달리 슈퍼헤비의 성능 개선으로 부스트백번이 성공했으나, 랜딩번에서 일부 엔진 점화 불능으로 목표 보다 훨씬 빠른 속도로 수면에 충돌한 뒤 파괴됐다.

상단 스타십: Deorbit burn, Landing burn 진행

14차 발사는 한국 시간으로 9월 18일 오후 9시 15분 이후로 예정되어있다. 14차는 최초의 궤도 비행으로 최소 수평속도 7.8km/s 이상이 필요하다. 13차 비행까지는 탄도비행으로 중력으로 인해 다시 지구로 자연스럽게 재하강했다면, 14차 비행부터는 복귀를 위해 Deorbit 점화를 시행해야 한다. 궤도 비행을 하는 이유는 스타링크 V3 위성을 13차 비행처럼 검증 후 태워서 없애는 것이 아니라 상업적 목적에서 실제 운용 궤도에 배치하기 위해서다. 즉, 14차 비행은 실제 배출이 발생하는 비행으로 스타십이 본격적으로 수익에 기여할 수 있다는 뜻이다.

하단 슈퍼헤비: Boostback burn, Landing burn 진행

스타십 12차 발사 - 스타십 해상 착수 후 폭발



자료: 스페이스X, 신한투자증권

스타십 13차 발사 - 폭발하지 않은 스타십



자료: 스페이스X, 신한투자증권

궤도 컴퓨팅의 경제성 계산

궤도 컴퓨팅의 현실성

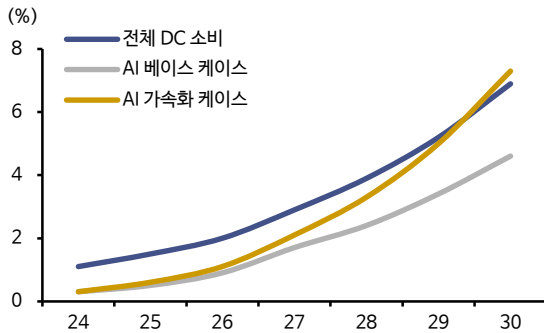
- 1) 칩 가동 전력의 부족
- 2) 미국을 초과하는 중국의 전력 생산량
- 3) 태양에너지의 활용도는 0.002% 수준

궤도 컴퓨팅의 방향성 자체는 명확하며 향후 지상 데이터센터의 전력용량을 우주의 데이터센터가 넘어설 것이다. 세 가지 맥락이 이를 뒷받침한다. 첫째로 GPU 및 ASIC 등 AI 관련 칩들의 공급이 늘어나도 칩을 가동할 절대적인 전력 자체가 부족하다. 업계 추정으로 2027년에 생산되는 AI용 컴퓨팅 중 약 15GW가 2027년 안에 전원을 켤 수 없을 것이라고 알려졌다.

둘째로 미국은 중국 대비 전력 생산량이 뒤처지고 있기 때문에 이러한 구도를 전환시킬 목적으로 궤도 컴퓨팅을 시도할 것이다. 2025년 중국 국가통계국, 미국 EIA 기준 평균 전력은 중국 1,207GW, 미국 516GW으로 중국이 미국 보다 약 2.34배 더 많은 전기를 생산한다. 발전설비 역시 중국이 약 3.9TW로 미국의 1.3TW 수준을 크게 상회하고 있다.

셋째로 머스크는 장기 에너지 공급원 가운데 태양광의 물리적 및 산업적 확장성이 가장 크다고 판단하고 있다. DOE 기준 지구에 도달하는 태양복사 에너지의 총량 173,000TW 대비 IEA 기준 전세계 전력소비량 3.2TW는 전체의 0.002%만 활용하는 수준이다. 이중 대기과 구름 영향으로 지표에 실제 흡수되는 태양에너지는 유입량의 절반으로 충분히 활용하기 위해서는 대기권 밖으로 나가야한다.

데이터센터 글로벌 전력 소비 비중 추이



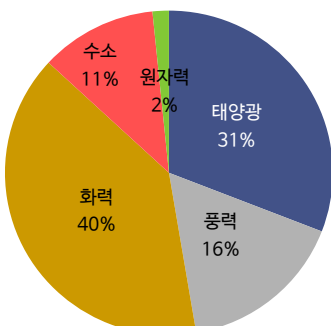
자료: SemiAnalysis, 신한투자증권

2025년 중국과 미국의 전력 공급 및 수요

(TWh, GW, %)	중국	미국	중국/미국
발전량	10,575	4,522	2.34
전력 소비량	10,368	4,200	2.47
발전설비 용량	3,891	1,281	3.0
전력소비 YoY	+5.0	+2.0	-

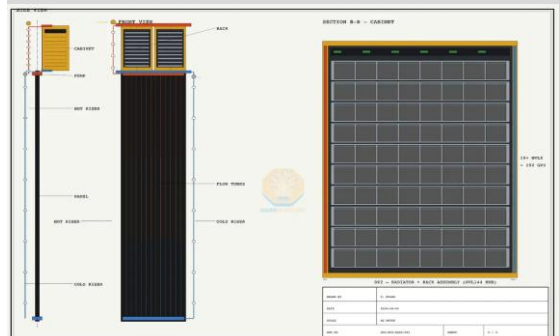
자료: 중국 국가통계국, 미국 EIA, 신한투자증권

2025년 중국 발전설비 분포



자료: 중국 국가통계국, 신한투자증권

궤도 컴퓨팅 GPU 랙 방열 구조



자료: SemiAnalysis, 신한투자증권

냉각과 태양광 보다 스타십 재사용이 핵심

1) 현재 AI1 스펙 기준:
1GW 배포를 위해 연간
190회, 1.8일에 한번씩 발사

2) 중장기 목표치:
1GW 배포를 위해 50회면
달성. 시간당 1회 발사 시
2.1일만에 구축 가능

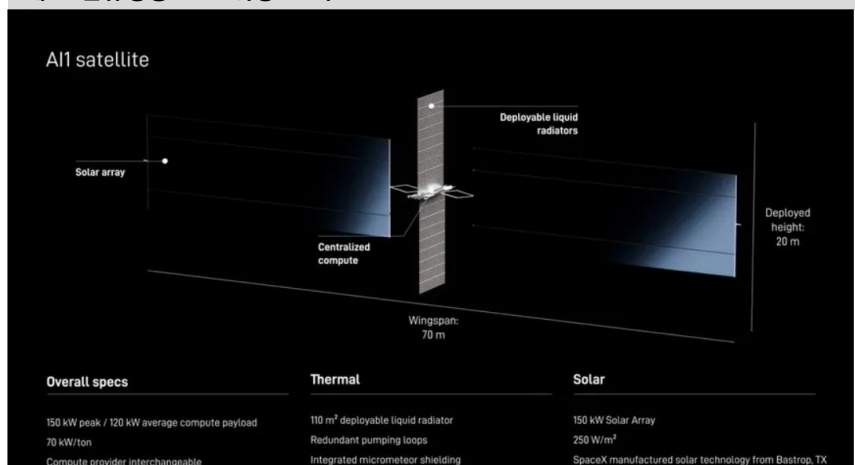
궤도 컴퓨팅의 확산을 위한 기술적 병목으로 1) 냉각 방식(방열판), 2) 태양광 패널 배치, 3) 유지보수가 언급된다. 이외에 레이저 통신, 방사능 차폐 등이 거론된다. 유지보수, 방열판 및 태양광 패널 배치 순으로 난이도가 높다고 파악한다. 양산을 위한 가장 중요한 병목은 스타십 재사용성과 탑재 중량에 달려있다. 기술적으로 AI 위성의 냉각이나 전력 문제는 단기간 내 해결될 가능성이 높아 보인다. 스타링크 위성에서도 비슷한 문제들을 다뤘으며, V3와 AI1 위성의 플랫폼이 유사하기 때문이다. 오히려 우주 로보틱스 양산 전까지 유지보수는 어려울 것이다.

궤도 컴퓨팅의 초기 배치 효율은 스타십 V3 기준 약 5MW/회 수준으로 추정된다. 스페이스X의 CFO Bret Johnsen은 IPO 당시 1세대 AI 위성과 Starship V3 조합에서 1GW당 약 200회, 발사당 약 5MW가 필요하다고 직접 언급했다. 따라서 CFO의 발언을 기준으로 1년 동안 1GW를 신규 배치하려면 연간 약 200회, 평균 약 44시간(1.8일)에 한번씩 스타십을 발사해야 한다.

이후 스페이스X 홈페이지에 공개된 최신 AI1 사양은 최대 250kW / 평균 175kW, 75kW/t로 상향됐다. 75kW/t 최대치 기준으로 해석하면 AI1 한 기의 질량은 약 3.33t(250/75)이며, 스타십 V3의 저궤도 탑재중량 100t을 전부 AI1에 사용할 경우 이론적으로 약 30기 탑재가 가능하다. 30기의 평균 연산전력은 약 5.25MW이므로, 1GW 배치에는 약 190회 발사가 필요하다. 1년 내 1GW 배치를 목표로 한다면 약 46시간에 한번 발사해야 하는 수준이다. 이는 CFO가 제시한 5MW/회, 200회/GW와 거의 일치한다. 실무적으로 10회 내외 편차가 존재할 수 있다.

장기적으로 스페이스X가 제시한 100kW/t 이상의 컴퓨팅 밀도와 스타십의 200t급 탑재능력이 동시에 구현될 경우 발사당 약 20MW, 즉 1GW당 약 50회까지 발사 횟수를 줄일 수 있다. 1GW를 1년에 걸쳐 배치한다면 50회/년, 즉 약 7.3일에 한번 발사면 충분하지만, 스페이스X의 장기 목표인 시간당 1회 발사가 실제 구현된다면 1GW를 궤도에 올리는 데는 약 50시간, 즉 2.1일이면 된다.

궤도 컴퓨팅용 AI1 위성 스펙



자료: 스페이스X, 신한투자증권

스피어 현재 및 장기 비즈니스모델

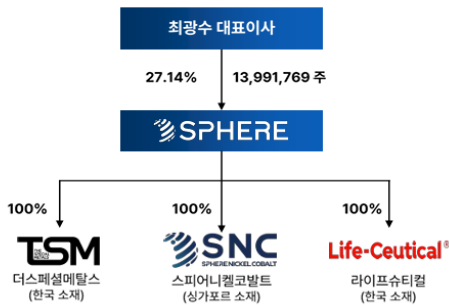
Current 글로벌 Mill Vendor 네트워크 기반 특수합금 소재 공급 기반의 End-to-End SCM



Future 원재료 확보에서 특수합금 공정까지 Full Vertical Integration

자료: 회사 자료, 신한투자증권

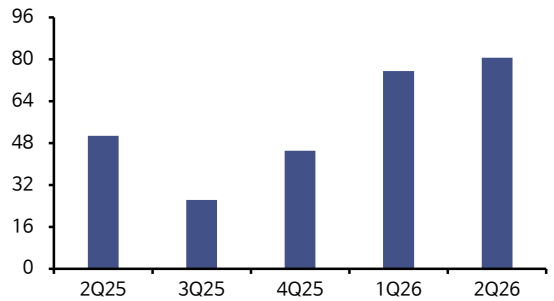
2Q26 기준 스피어 지배구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

분기별 수주 공시금액

(십억원)



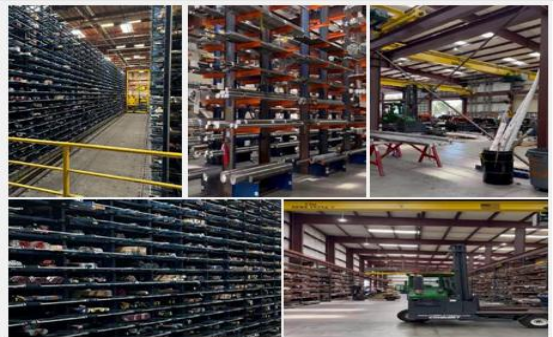
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ENC 제련소 밸류체인 수직계열화 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

타사 글로벌 Distribution 센터 예시



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
자산총계	-	26.1	19.0	38.1	95.4
유동자산	-	16.9	10.0	26.1	77.4
현금및현금성자산	-	7.6	5.3	1.5	4.2
매출채권	-	0.6	1.4	20.0	21.8
재고자산	-	0.0	0.9	1.5	10.5
비유동자산	-	9.1	9.1	11.9	17.9
유형자산	-	0.4	5.0	0.0	0.1
무형자산	-	0.1	0.1	0.0	0.0
투자자산	-	6.5	2.1	11.8	5.2
기타금융투자자산	-	0.1	0.0	0.0	0.0
부채총계	-	16.6	10.1	21.9	31.7
유동부채	-	14.5	8.5	21.1	31.6
단기차입금	-	0.1	0.1	0.0	1.0
매입채무	-	0.0	0.0	11.9	11.6
유동성장기부채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	-	2.1	1.6	0.8	0.2
사채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	-	1.2	0.5	0.1	0.1
기타금융투자부채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-	9.6	9.0	16.2	63.6
자본금	-	5.1	7.8	8.2	23.3
자본잉여금	-	37.7	45.7	0.7	104.3
기타자본	-	0.2	0.2	(8.1)	(75.7)
기타포괄이익누계액	-	0.0	0.0	3.6	(0.0)
이익잉여금	-	(33.4)	(44.7)	11.7	11.7
지배주주지분	-	9.6	9.0	16.2	63.6
비지배주주지분	-	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	-	14.4	7.5	2.0	15.9
*순차입금(순현금)	-	(1.6)	1.2	(2.5)	(17.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동으로인한현금흐름	-	(5.1)	(10.3)	4.3	(14.7)
당기순이익	-	(3.3)	(11.3)	8.6	0.2
유형자산상각비	-	1.1	1.3	0.0	0.5
무형자산상각비	-	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	-	0.0	0.0	(0.8)	0.2
자산처분손실(이익)	-	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	-	0.0	0.0	1.8	1.0
운전비용변동	-	(0.3)	(2.4)	(10.5)	(16.9)
(법인세납부)	-	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(4.2)
기타	-	(2.6)	2.2	5.5	4.5
투자활동으로인한현금흐름	-	(10.9)	6.7	(9.1)	3.2
유형자산증가(CAPEX)	-	(0.2)	(0.3)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소	-	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	-	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
투자자산감소(증가)	-	(11.0)	11.4	(6.7)	(3.9)
기타	-	0.3	(4.4)	(2.4)	7.1
FCF	-	-	(10.7)	11.8	(17.6)
재무활동으로인한현금흐름	-	(0.5)	1.3	2.0	14.0
차입금증가(감소)	-	(0.1)	(8.1)	2.0	14.3
자기주식처분(취득)	-	0.0	0.0	0.0	0.1
배당금	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-	(0.4)	9.4	0.0	(0.4)
기타현금흐름	-	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금증가	-	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	-	0.0	(0.0)	0.3	0.1
현금증가(감소)	-	(16.6)	(2.2)	(2.4)	2.7
기초현금	-	24.1	7.6	3.9	1.5
기말현금	-	-	7.6	5.3	4.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

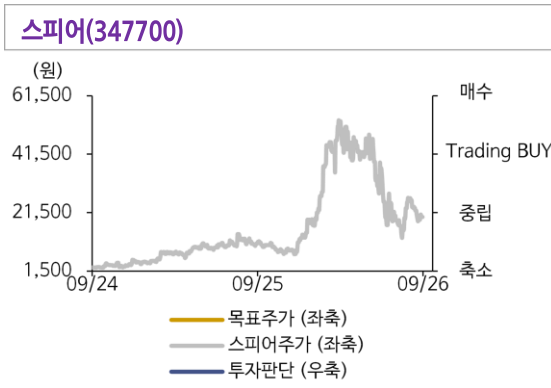
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	-	2.8	1.7	85.4	95.6
증감률 (%)	-	-	(41.4)	5,072.9	12.0
매출원가	-	0.3	0.1	56.5	78.8
매출총이익	-	2.5	1.6	28.9	16.8
매출총이익률 (%)	-	89.8	94.2	33.8	17.6
판매관리비	-	8.1	10.6	13.7	7.8
영업이익	-	(5.6)	(9.1)	15.2	9.1
증감률 (%)	-	-	적지	흑전	(40.4)
영업이익률 (%)	-	(199.0)	(549.5)	17.8	9.5
영업외손익	-	2.3	(2.1)	(4.3)	(4.2)
금융손익	-	2.3	(2.1)	(2.6)	(2.6)
기타영업외손익	-	0.0	0.0	(0.1)	(0.6)
종속 및 관계기업관련손익	-	0.0	0.0	(1.7)	(1.0)
세전계속사업이익	-	(3.3)	(11.2)	10.9	4.9
법인세비용	-	0.0	0.0	2.3	0.5
계속사업이익	-	(3.3)	(11.2)	8.6	4.4
중단사업이익	-	0.0	(0.1)	0.0	(4.3)
당기순이익	-	(3.3)	(11.3)	8.6	0.2
증감률 (%)	-	-	적지	흑전	(98.0)
순이익률 (%)	-	(118.8)	(682.1)	10.1	0.2
(지배주주)당기순이익	-	(3.3)	(11.3)	8.6	0.2
(비지배주주)당기순이익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-	(3.2)	(11.3)	12.4	0.2
(지배주주)총포괄이익	-	(3.2)	(11.3)	12.4	0.2
(비지배주주)총포괄이익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-	(4.5)	(7.7)	15.2	9.6
증감률 (%)	-	-	적지	흑전	(36.9)
EBITDA 이익률 (%)	-	(158.4)	(467.0)	17.8	10.0

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (당기순이익, 원)	-	(285)	(941)	491	5
EPS (지배순이익, 원)	-	(285)	(941)	491	5
BPS (자본총계, 원)	-	810	573	735	1,364
BPS (지배지분, 원)	-	810	573	735	1,364
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	(13.0)	(2.4)	8.0	3,173.6
PER (지배순이익, 배)	-	(13.0)	(2.4)	8.0	3,173.6
PBR (자본총계, 배)	-	4.6	4.0	5.4	10.8
PBR (지배지분, 배)	-	4.6	4.0	5.4	10.8
EV/EBITDA (배)	-	(9.1)	(3.2)	5.1	69.6
배당성향 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성	-	-	-	-	-
EBITDA 이익률 (%)	-	(158.4)	(467.0)	17.8	10.0
영업이익률 (%)	-	(199.0)	(549.5)	17.8	9.5
순이익률 (%)	-	(118.8)	(682.1)	10.1	0.2
ROA (%)	-	(12.8)	(49.9)	30.1	0.3
ROE (지배순이익, %)	-	(35.0)	(121.5)	68.4	0.4
ROIC (%)	-	-	(241.4)	257.0	26.7
안정성	-	-	-	-	-
부채비율 (%)	-	173.0	112.1	135.2	49.9
순차입금비율 (%)	-	(16.2)	13.9	(15.3)	(26.7)
현금비율 (%)	-	52.2	63.2	7.2	13.2
이자보상배율 (배)	-	(4.5)	(5.4)	96.3	2.4
활동성	-	-	-	-	-
순운전자본회전율 (회)	-	(7.7)	1.7	35.8	6.1
재고자산회수기간 (일)	-	2.8	99.8	5.0	22.8
매출채권회수기간 (일)	-	78.2	216.2	45.6	79.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 차이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 허성규, 이병화)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 09월 11일 기준)

매수 (매수)	94.40%	Trading BUY (중립)	2.24%	중립 (중립)	3.36%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------