

SpaceX S-1 분석



우주/인터넷/게임 정의훈

02)368-6170_ uihoon0607@eugenefn.com

RA 고수영

02)368-6162_ suek66@eugenefn.com



TABLE OF CONTENTS

01	상장 개요 및 일정	05
02	지배구조 분석	11
03	재무실적 분석	17
04	사업부문① Space(발사)	23
05	사업부문② Connectivity(Starlink)	31
06	사업부문③ AI (xAI / Grok)	39
07	리스크 요인	45
08	실적 추정 및 Valuation	49

K e y C h a r t s

SpaceX 실적 추이 및 전망

(억달러)	2025A	2026E	2027E
매출액	187	328	472
(%yoy)	33.2%	75.9%	43.6%
Space	41	45	51
Connectivity	114	159	218
AI	32	124	202
영업비용	213	294	343
영업이익	-26	35	129
(%yoy)	적자전환	흑자전환	350.7%
OPM(%)	-13.9%	10.6%	27.3%
Space	-7	-4	9
Connectivity	44	56	79
AI	-64	-17	42
당기순이익	-49	-21	64
조정 EBITDA	66	184	313
Space	7	10	25
Connectivity	72	93	128
AI	-12	81	161

SpaceX 기업가치 산정: SOTP Valuation

(억달러, 배)		매출		적용 PSR	부문가치	
		2026E	2027E		2026년 적용	2027년 적용
Space		45	51	73.4	3,274	3,743
Connectivity		159	218	74.6	11,891	16,300
AI	X	14	15	6.5	92	94
	Grok	23	38	29.8	676	1,132
	AI Compute	88	150	10.5	919	1,575
	AI 합계	124	202	-	1,687	2,801
합계		328	472		1조 6,852억 ~ 2조 2,844억달러	

01

상장 개요 및 일정

S-1 등록신고서 공개: 사상 최대 규모의 IPO 윤곽

다가온 SpaceX 상장

사상 최대 규모의 IPO, 6월 12일 거래 개시

- SpaceX는 2026년 5월 20일, 미국 SEC에 Form S-1 등록신고서를 정식 공개하며 IPO 절차에 본격 착수. 공개된 S-1은 본문만 277페이지에 이후 첨부된 별도 재무제표 분량을 포함하면 300페이지가 넘는 분량. 앞서 4월 1일 비공개(DRS) 초안 제출 이후 약 7주 만의 공개 전환이며, Nasdaq과 Nasdaq Texas에 동시 상장하는 듀얼 리스팅 구조를 채택함
- 발행 회사명은 Space Exploration Technologies Corp.이며 티커는 SPCX, 액면가 \$0.001의 Class A 보통주를 공모함. 로드쇼는 2026년 6월 초, 공모가 확정은 6월 11일 전후, 거래 개시는 6월 12일경으로 예정되어 있음
- 텍사스 등기 회사로서 Nasdaq Texas 동시 상장을 통해 텍사스주의 창업자 친화적 법제(차등의결권 구조에 우호적이며, Sunset 조항 의무화 부재)를 활용할 수 있는 환경을 확보. 실제로 S-1상 Class A(1주 1의결권)와 Class B(1주 10의결권)의 이중 구조를 채택했으며, 머스크는 Class B 과반 보유를 통해 이사회 과반 선임권을 영구적으로 행사할 수 있도록 설계됨

SpaceX 상장 개요

발행회사	Space Exploration Technologies Corp.	리테일 배정	최대 30%	<ul style="list-style-type: none"> 2026. 4. 1 DRS 비공개 제출 SEC에 confidential S-1 초안 제출 2026. 5. 20 S-1 공개 EDGAR 등록 (277쪽 정식 등록신고서) 2026. 6. 4 로드쇼 개시 기관투자자 대상 마케팅 시작 2026. 6. 11 공모가 확정 Final pricing 2026. 6. 12 거래 개시 Nasdaq 'SPCX' 티커 거래 시작
상장 거래소	Nasdaq / Nasdaq Texas	주관사	Goldman Sachs(Lead), BoA, JPM, Morgan Stanley, Citi 외 총 23개사	
티커	SPCX	S-1 제출일	2026년 5월 20일	
증권	Class A 보통주 (액면가 0.001달러)	로드쇼	2026년 6월 4일 ~	
목표 기업가치	약 1.75조달러 (약 2,430조원)	공모가 확정	2026년 6월 11일 (예정)	
목표 조달금액	최대 750억달러	상장거래 개시	2026년 6월 12일 (예정)	

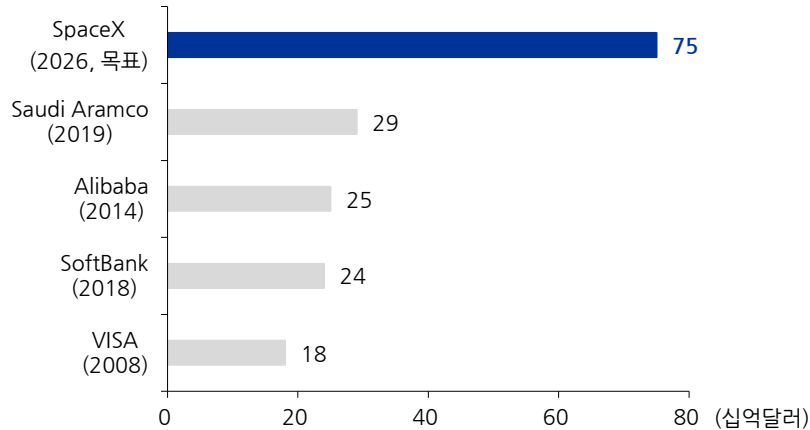
자료: SEC, 유진투자증권

역사상 최대 규모의 IPO, 무엇이 다른가

조달금액 750억달러, 기존 최대 IPO인 아람코의 2.5배

- SpaceX는 이번 상장을 통해 약 750억달러 자금 조달을 목표로 하고 있으며, 이는 기존 IPO 최대 자금조달인 2019년 Saudi Aramco의 294억달러를 2배 이상 상회하는 수준. 성사 시 세계 IPO 사상 단일 최대 규모가 되며, 미국 IPO 시장 기준으로는 Alibaba의 기존 기록(250억달러)을 3배 상회
- 전망되는 상장 시 시가총액은 약 1조 7,500억달러로, 2019년 사우디 아람코(상장 당일 약 1.9조달러, 직후 2조달러 돌파) 이후 IPO 시점 시가총액이 1조달러를 넘는 두 번째 사례가 될 전망. 1.75조달러 실현 시 SpaceX는 2026년 5월 28일 기준 Meta(약 1.61조달러) 및 Tesla(약 1.65조달러)와 어깨를 나란히 하며 글로벌 시가총액 상위 10위권에 곧바로 진입

역대 IPO 공모 금액 순위



자료: 유진투자증권

글로벌 시가총액 Top 10

1	NVIDIA	미국	5조 1,449억달러
2	Alphabet	미국	4조 6,876억달러
3	Apple	미국	4조 5,656억달러
4	Microsoft	미국	3조 655억달러
5	Amazon	미국	2조 9,243억달러
6	Broadcom	미국	1조 9,974억달러
7	TSMC	대만	1조 8,992억달러
8	Saudi Aramco	사우디	1조 7,994억달러
9	SpaceX (목표)	미국	1조 7,500억달러
10	Tesla	미국	1조 6,539억달러

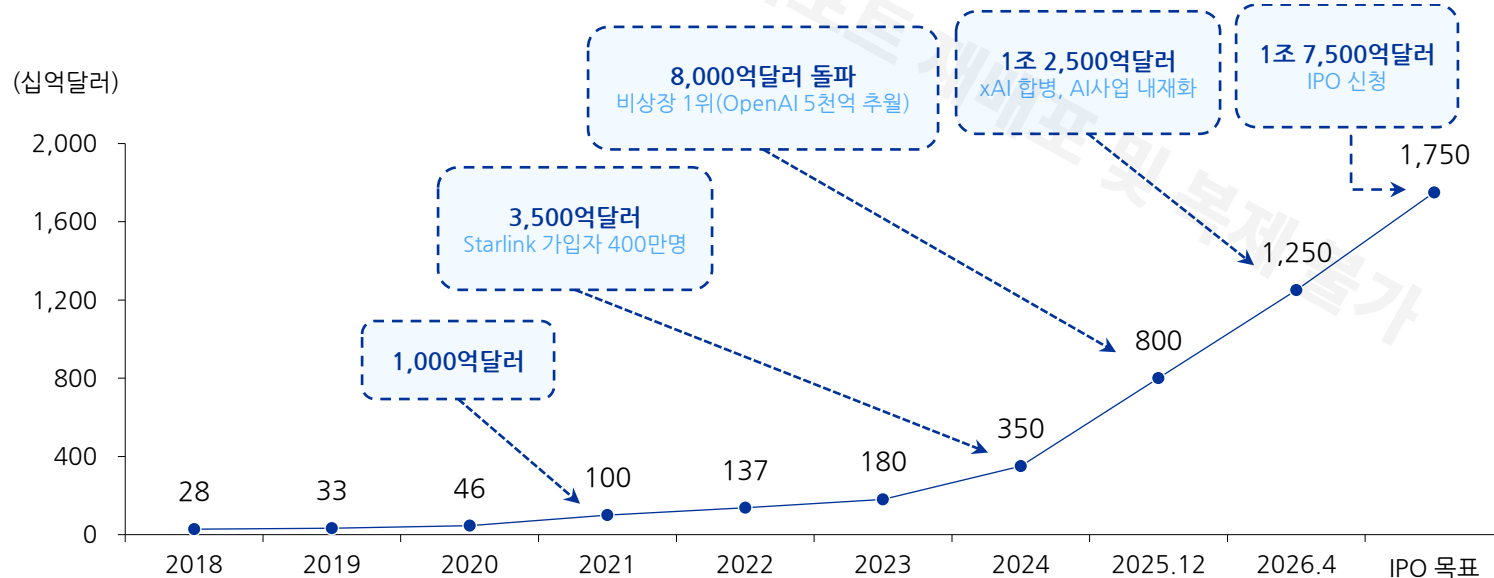
주: 2026. 5. 29 기준
자료: Bloomberg, 유진투자증권

수직 상승한 SpaceX의 기업가치

5년 만에 17배, IPO 직전 1년 만에 2배 상승

- SpaceX의 비상장 기업가치는 2018년 약 280억달러 수준에서 2025년 12월 약 8,000억달러까지 7년간 약 28배 상승함. 특히 2025년 12월의 8,000억달러는, 5개월 전인 2025년 7월 4,000억달러에서 정확히 2배 된 수치. 이 기간 동안 Starlink 가입자 증가(2026년 3월 기준 약 1,030만 명), 미국 정부 계약 확대(2025년 NSSL 12건 중 11건 수주), Falcon 9 부스터 최대 34회 재사용 입증 등이 valuation 상승의 핵심 동인으로 작용함
- 2026년 2월 xAI 합병(SpaceX 1조달러, xAI 2500억달러)으로 합산 1조 2,500억달러로 평가 받았으며, 이후 약 3.5개월 만에 IPO 목표가 1조 7,500억달러로 추가 상승. 약 17개월간 약 5배 상승하는 가파른 곡선으로 비상장 시장과 공모 시장 간 가격 괴리 우려도 존재함. 2025년 매출 186억달러 기준 약 90~95배의 PSR 멀티플은 일반적 테크 기업 평균을 크게 상회하는 수준

SpaceX 기업가치 및 핵심 마일스톤



자료: 유진투자증권

조달자금 사용처 상세 분석

AI인프라 , Starship , Starlink V3 구축, 기타

- S-1의 Use of Proceeds 섹션에서 자금 사용 항목을 1) AI 컴퓨팅 인프라 확장, 2) 발사 인프라 및 발사체 개선(Starship 포함), 3) 군집 위성 규모·용량 확장(Starlink V3 등 포함), 4) 일반 기업 목적 순으로 나열함. 실제 2026년 1분기 CapEx 기준으로 AI 부문이 \$7.7B(전체의 약 74%)로 압도적 1위를 차지하고 있어, 사실상 자금 흐름의 우선순위는 AI 인프라에 집중되어 있다고 평가됨

SpaceX 공모자금 사용처

AI 컴퓨팅 인프라, GPU 클러스터	<ul style="list-style-type: none"> ▪ COLOSSUS / COLOSSUS II 데이터센터(멤피스) ▪ Nvidia H200-B200 GPU 추가 도입 ▪ Anthropic 등 외부 컴퓨팅 매출(12.5억달러/월) 응대 + Grok-4.5 학습용 자체 컴퓨팅 확보
Starship 개발·생산	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Raptor 엔진 양산(연 ~1,000기 목표) ▪ Starbase 텍사스 시설 확장 ▪ Florida LC-39A 발사대 증설 ▪ Gigabay 통합시설(V3 상용화 + HLS 달 착륙선 개발에 핵심)
Starlink V3 위성	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 차세대 V3 위성 양산: 기존 V2 mini 대비 10배 용량 ▪ Direct-to-Cell 전용 위성(Starlink Mobile) 배치 ▪ 한국·인도 등 신규 시장 진입을 위한 지상국·게이트웨이 구축
운영자금 및 일반 기업 목적	<ul style="list-style-type: none"> ▪ R&D, 인건비, 마케팅, 법적 총당금(5억3천만달러+) 등 운전자본 ▪ M&A·전략적 지분투자 옵션 보유 ▪ xAI 통합 후 인력·시스템 통합 비용 등 포함
부채 상환	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 장기차입금 2,910억달러 중 일부 조기상환 + '26.3월 체결한 Goldman Sachs Bridge Loan 상환 ▪ 이자 부담 완화 및 신용등급 유지 목적

자료: SpaceX, SEC, 유진투자증권

02

지배구조 분석

차등의결권·머스크 1인 체제

이중 의결권 구조(Dual-Class Share Structure)

Class A·B 2종 구조로 상장

- SpaceX는 비상장 기간 중 Class A·B·C 3종 보통주 구조를 운영해왔으나, IPO 직전 Class C가 Class A로 통합 재분류(Class C Reclassification)되어 상장 후에는 Class A·B 2종 구조만 존재. Class A는 주당 1표 의결권으로 공모를 통해 일반 투자자에게 매각되며, Class B는 주당 10표의 의결권 구조로 머스크 등 창업자·내부자에게 부여됨
- Class B는 양도 시 자동으로 Class A로 1:1 전환되어 의결권 집중도가 시간이 지나도 자연 해소되지 않는 구조. 따라서 머스크가 Class B를 외부에 매각하지 않는 한 높은 의결권 구조는 유지되며 Sunset 조항도 없음
- 배당·청산 등 경제적 권리는 Class A·B 동일하나, 회사는 S-1에 '예측 가능한 미래 동안 현금배당 지급 계획 없음(as we do not anticipate paying dividends in the foreseeable future)'을 명시해 일반 주주는 사실상 주가 상승에 의한 자본 차익만 기대 가능

SpaceX 의결권 구조

	Class A (일반 공모주)	Class B (창업자·내부자)
의결권	주당 1표	주당 10표
대상	공모를 통한 일반 투자자	머스크 등 창업자 및 기존 내부자
이사회 영향력	이사회 소수 의석에만 영향	이사회 과반 단독 지명 권한
배당·청산 권리	동일	동일
전환 권리	없음	양도 시 자동 Class A 전환
머스크 지분율	12.3%	93.6%

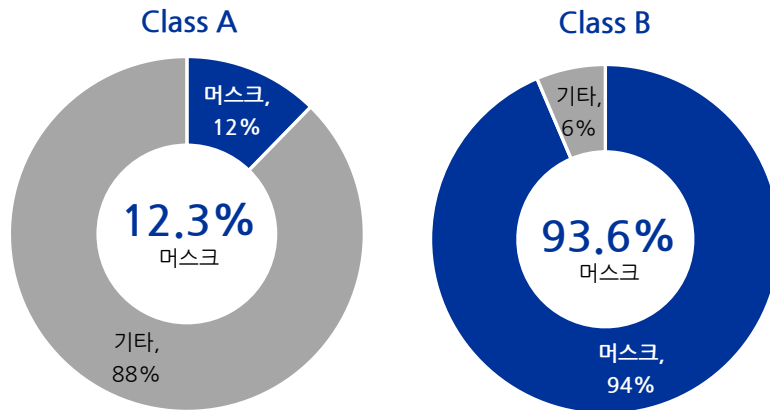
주: Class C는 S-1 미공시, 일반론에 기반하여 추정함
자료: SEC, 유진투자증권

머스크의 지분율 41%, 의결권 85%

Class A 12.3% + Class B 93.6% = 의결권 85.1%

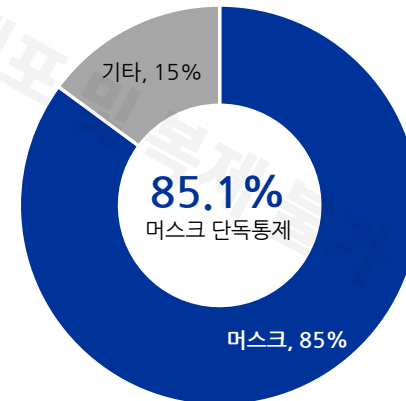
- S-1에 따르면 머스크는 IPO 전인 현재 Class A의 12.3%, Class B의 93.6%를 보유하여 합산 의결권 85.1%를 보유함. IPO 이후 신규 Class A 공모로 비율은 다소 희석되나 여전히 50% 이상의 의결권을 유지할 전망이다. 이사회 과반 단독 지명권(Class B 과반 보유자 권한), Class B 단독 의결사항(CEO/CTO/Chairman 임명·해임 등) 등을 통해 IPO 이후에도 사실상 1인 통제 구조가 영구적으로 유지되는 구조
- 상장 이후 주요 지수 편입도 무난할 전망이다. 지난 2026년 5월 Nasdaq 100은 'Fast Entry' 규정 도입으로 IPO 후 15거래일 만에 편입 가능하며(SpaceX의 Nasdaq 상장 선택 배경 중 하나), S&P 500도 메가캡 IPO에 한해 6개월 대기 폐지 및 수익성 요건 면제 등 편입 장벽 완화를 검토 중. 차등의결권 구조 자체는 양대 지수 편입의 결정적 장벽이 아닐 것

상장 전 SpaceX 지분 구조 (머스크 보유 비율)



주: 머스크 보유 주식 수 Class A 849,494,440주, Class B 5,569,053,075주
자료: SEC, 유진투자증권

상장 전 SpaceX 의결권 구조 (머스크 보유 비율)



자료: SEC, 유진투자증권

이사회 구성

총 9인 이사회, 사내이사 3인 (머스크·Shotwell·Johnsen) + 사외이사 6인 (VC 4인·PE 1인·Tech 1인)

Elon Musk

사내이사

Chairman / CEO / CTO

창립자 (2002) / 의결권 85.1% 단독 통제 / 전략·자본배분 단독 결정

Gwynne Shotwell

사내이사

President & COO / Director

2002년 합류 / 실질적 운영 총괄

Bret Johnsen

사내이사

CFO / Director

2011년 합류 / 前 Broadcom·Mindspeed CFO / IPO 실질 책임자

Antonio Gracias

사외이사 (PE)

CEO, Valor Equity Partners

머스크의 오랜 측근 / Tesla 이사 역임 / SpaceX 보통주 7.3% 보유 2대 주주

Steve Jurvetson

사외이사 (VC)

Co-founder, Future Ventures

前 DFJ 파트너 / SpaceX 초기 투자자 / Tesla·Planet Labs 등 이사 역임

Luke Nosek

사외이사 (VC)

Managing Partner, Gigafund

PayPal 공동창업자 / 前 Founders Fund / SpaceX에 대규모 투자

Ira Ehrenpreis

사외이사 (VC)

Founder, DBL Partners

Tesla 이사 겸직 / Clean Tech·우주 분야 전문 VC / 2025년 합류

Randy Glein

사외이사 (VC)

Co-founder, DFJ Growth

SpaceX·Tesla 등 머스크 회사 초기 투자 / 2025년 합류

Donald Harrison

사외이사 (Tech)

President, Global Partnerships, Google

Google M&A·파트너십 총괄

머스크 성과 보상 패키지

화성 100만 명 & 시총 7.5조달러 조건부 옵션

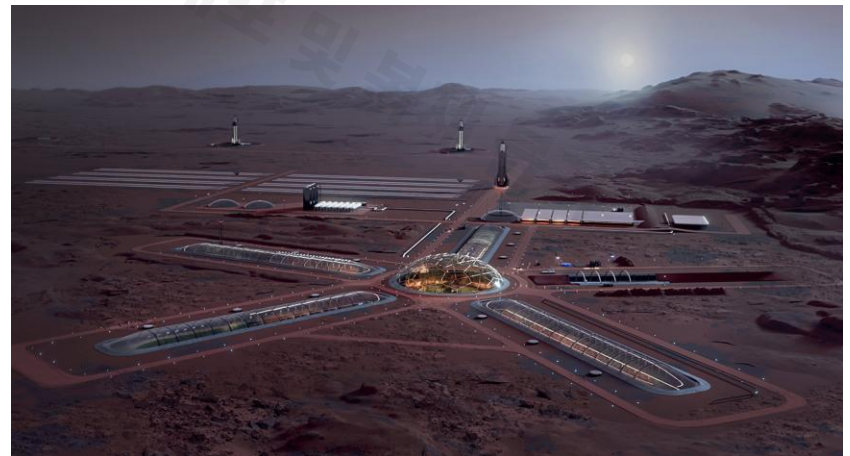
- 2026년 1월, SpaceX 이사회가 Class B 보통주 10억 주(15개 Tranche × 6,667만 주)를 머스크에게 조건부로 부여(성과연동 Restricted Stock이며 마일스톤 달성 시에만 실제 베스팅) 승인. 이는 시총 1.7조달러 기준 명목 가치 약 1,300억달러, 최상위 마일스톤(시총 7.5조달러) 달성 시 가치 약 6,000억달러로 사상 최대 규모 단일 보상안임
- 각 트랜치는 시가총액 마일스톤과 화성 정착 마일스톤 두 조건이 모두 충족되어야 베스팅(both ~ must be met)되며 명시적 시간 기한은 없음. 시총 마일스톤은 5천억달러씩 단계적 상승해 최상위 트랜치 15는 7.5조달러 도달이 조건이며, 화성 마일스톤은 100만 명 이상의 영구 거주지 건설이 조건(permanent human colony on Mars with at least one million inhabitants)
- 화성 100만 명 영구 거주지라는 사실상 달성 극히 어려운 조건으로 인해 상징적 보상안으로 평가되며, 본격 가치 실현 여부는 사실상 향후 머스크의 화성 프로젝트 진척에 종속됨

머스크 성과 보상 패키지: 시가총액 마일스톤

Restricted Shares Subject to Tranche	Market Cap. Milestone
66,666,665주	0.5조달러
66,666,665주	1.0조달러
66,666,665주	1.5조달러
66,666,665주	2.0조달러
66,666,665주	2.5조달러
66,666,665주	3.0조달러
66,666,665주	3.5조달러
66,666,665주	4.0조달러
66,666,665주	4.5조달러
66,666,665주	5.0조달러
66,666,670주	5.5조달러
66,666,670주	6.0조달러
66,666,670주	6.5조달러
66,666,670주	7.0조달러
66,666,670주	7.5조달러

자료: SEC, 유진투자증권

화성 식민지 상상도



자료: SpaceX, 유진투자증권

03

재무실적 분석

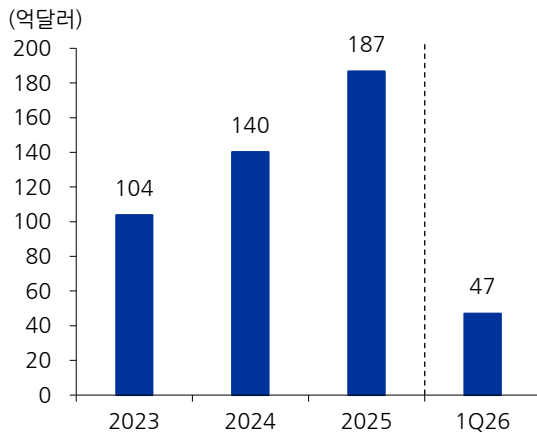
S-1으로 처음 공개된 재무제표

연결 손익 개요

매출은 3년 만에 1.8배 성장, 영업적자는 지속

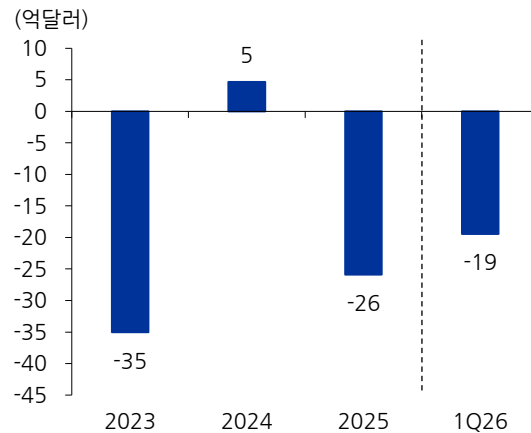
- 2025년 연결 매출은 186.7억달러로 전년 대비 +33.2% 성장했으며, 3년 만에 매출이 1.8배(103.9억 → 186.7억달러)로 확대된 가파른 성장세. Starlink 가입자 확대(2024년 440만 → 2025년 890만)와 Falcon 9 발사 횟수 증가(2025년 기준 165회)가 매출 성장의 양대 축이며, 2026년 1분기에도 분기 매출 46.9억달러로 성장 모멘텀 지속
- 다만 영업손익은 2023년 영업적자 -35.1억달러, 2024년 +4.7억달러 흑자전환(순이익 기준 +7.9억달러), 2025년 다시 -25.9억달러로 적자전환 기록. 2026년 1분기도 영업적자만 19.4억달러로 1분기 만에 전년 영업적자의 75% 수준에 도달함. xAI 합병(2026.2월) 이후 AI 부문 적자 흡수(2025년 -63.6억)와 Starship 개발비 확대(2025년 30억)가 손실 폭 확대의 주된 요인
- 2025년 기준 조정 EBITDA는 65.8억달러(EBITDA 마진 35.2%)로 영업이익과 괴리가 큰데, 이는 비용에 상당부분 반영되고 있는 감가상각비(Starlink 위성 자산)와 주식보상비용이 제외됐기 때문

SpaceX 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

SpaceX 영업이익 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

연결실적 추이

(억달러)	2023	2024	2025	1Q26
매출	104	140	187	47
영업이익	-35	5	-26	-19
순이익	-46	8	-49	-43
조정 EBITDA	38	54	66	11

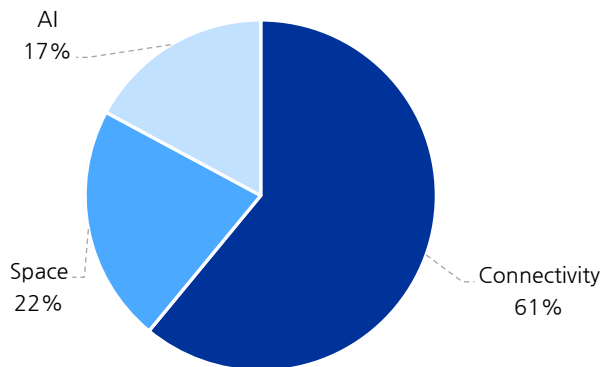
자료: SpaceX, 유진투자증권

사업부문별 실적

Starlink가 매출의 61%, AI 비중 빠른 확대

- Connectivity 부문(Starlink 중심):** 2025년 매출 113.9억달러로 전사 매출의 61% 차지. 전년대비 +49.8% 성장에 영업이익 +44.2억달러로 OPM 38.8% 기록, 영업이익은 전년 대비 +120.4% 급증. Starship 개발과 AI 인프라에 들어가는 막대한 CapEx의 상당부분을 충당함. 글로벌 가입자 수 증가 추세가 이어지고 있어 향후 연결 실적 성장의 상당 부분을 견인할 전망
- Space 부문(Falcon 발사·NASA·DoD):** 2025년 매출 40.9억달러로 비중은 22%. 전년대비 성장률은 +8% 수준에 그쳐 Connectivity 대비 성장률은 둔화됨. Falcon 9의 Starlink 자체 발사 비중이 늘면서 외부 매출 성장이 정체된 영향. 영업손실은 -6.6억달러로 Starship R&D 비용 30억달러 반영됨. 다만 조정 EBITDA는 +6.5억달러로 흑자
- AI 부문(xAI/Grok/X):** 2025년 매출 32.0억달러(비중 17%)지만 영업손실 -63.6억달러로 전사 영업적자의 핵심 원인. 2025년 AI CapEx만 127.3억달러로 전사 CapEx 207억달러의 61% 차지. 2026년 1분기 AI 매출은 8.2억달러(비중 17%대 유지)인 반면 영업적자는 24.7억달러로 손실 폭이 매출의 3배. Anthropic과의 데이터센터 임대 계약(월 12.5억달러, 3년 총 450억달러)이 2026년 5~6월 할인 요금으로 시작해 7월부터 정상 단가로 매출이 본격 반영되는 시점이 적자 폭 축소의 핵심 변수

사업부문별 매출 비중 (2025년 연간 기준)



자료: SpaceX, 유진투자증권

사업부문별 실적 (2025년 연간 기준)

부문(억달러)	매출액	영업이익	조정 EBITDA
Connectivity (Starlink)	114	44	72
Space (Launch·NASA·DoD)	41	-7	7
AI (xAI·Grok)	32	-64	-12
합계	187	-26	66

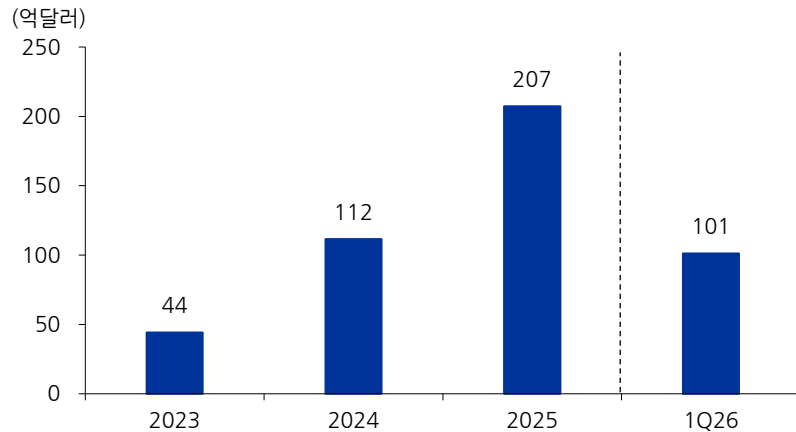
자료: SpaceX, 유진투자증권

CapEx는 폭증

AI 인프라로 쏠리는 투자, 26년 1분기 CapEx가 2025년 전체의 80%

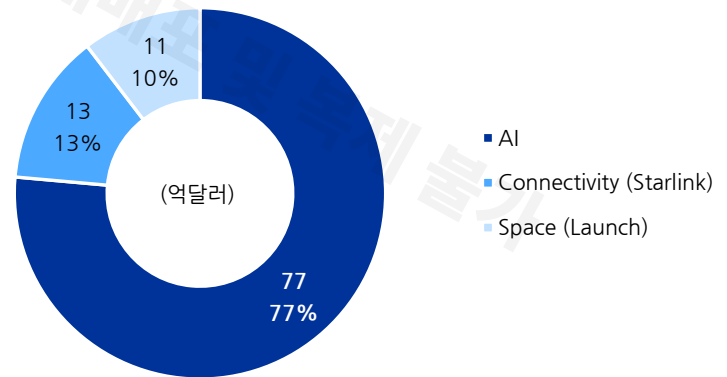
- CapEx 207억달러(2025년) → 101억달러(1Q26), 1분기 만에 직전 연간 CapEx의 49% 집행. 부문별로는 Space 38억달러(비중 18%, Starship 제조설비·Starbase), Connectivity 42억달러(비중 20%, Starlink 위성·지상국), AI 127억달러(비중 61%) 차지. 2026년 1분기는 AI CapEx만 77억달러로 비중이 76%까지 확대되며 투자의 중심이 명확히 AI로 이동
- AI CapEx 급증의 이유는 xAI 합병으로 흡수된 COLOSSUS(Memphis)와 COLOSSUS II(Memphis·Southaven) 데이터센터의 GPU 클러스터 동시 확장(약 55만 개 GB200/GB300 규모) 때문. AI 부문 CapEx 강도(CapEx/매출)는 2025년 약 4배에서 2026년 1분기 약 9배로 급등하며, IPO 자금조달 1순위 사용처가 되는 직접적 이유

연간 CapEx 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

1Q26 CapEx 구성



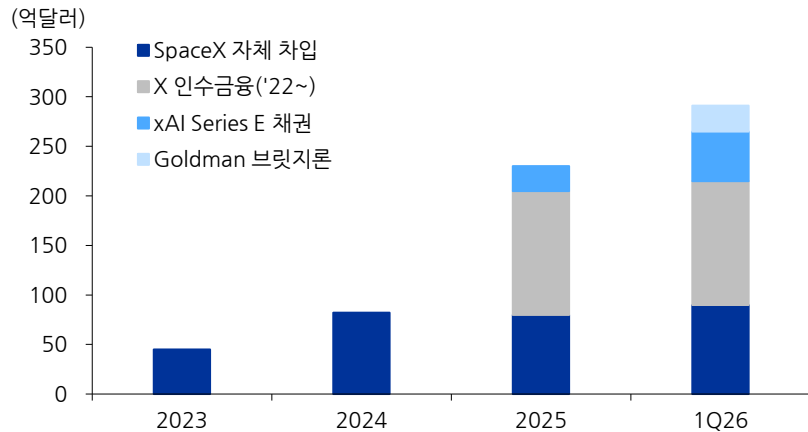
자료: SpaceX, 유진투자증권

재무상태

차입금 291억달러 중 약 175억은 xAI 합병으로 흡수

- 2026년 3월 말 기준 총 차입금은 약 291억달러로 1년여 만에 급증함. 부채 급증의 결정적 원인은 2026년 2월 xAI 합병으로 SpaceX 재무제표에 흡수된 약 175억달러 규모의 X·xAI 인수금융 부채. 이 중 X 인수금융 약 125억달러(2022년 Twitter 인수 자금), xAI 차입금 약 50억달러(2025년 신규 발행)로 구성
- 2026년 3월 골드만삭스 주관 Bridge Loan 200억달러로 통합 차환하며, 연간 이자비용을 약 9억달러로 축소. Bridge Loan 만기(2027년 9월) 6개월 내 IPO 자금 일부 상환 의무가 있어, IPO 자금 일부가 차환·상환에 투입될 가능성 높음
- 현금성 자산은 2025년 말 247억달러에서 2026년 1분기 말 159억달러로 단 1분기 만에 88억달러 감소. 영업현금흐름은 +10억달러로 흑자 유지했으나, 투자활동 현금흐름 167억달러(주로 AI CapEx 77억)가 이를 압도. Net Debt \$132억 / 2025년 조정 EBITDA \$66억 기준 Net Debt/EBITDA 약 2.0배로 표면상 건전 수준이나, 1분기 만에 현금이 36% 감소하는 소진 속도가 IPO 자금조달의 시급성을 결정짓는 핵심 변수

장기차입금 구성 및 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

1Q26 현금 변동 내역

	(억달러)
기초(2025.12)	247
영업활동 현금흐름	+10
투자활동 현금흐름(CapEx 등)	-167
재무활동 현금흐름	+71
기타·환차	-2
순감소	-88
기말(2026.3)	159

자료: SpaceX, 유진투자증권

04

사업부문① Space(발사)

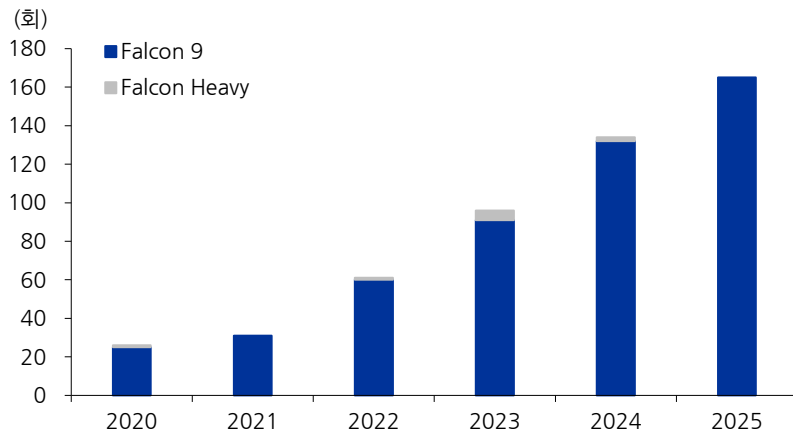
2025년 글로벌 발사의 82%

Space 사업부문 개요

2025년 165회의 발사 기록, 82%의 상용 발사 점유율

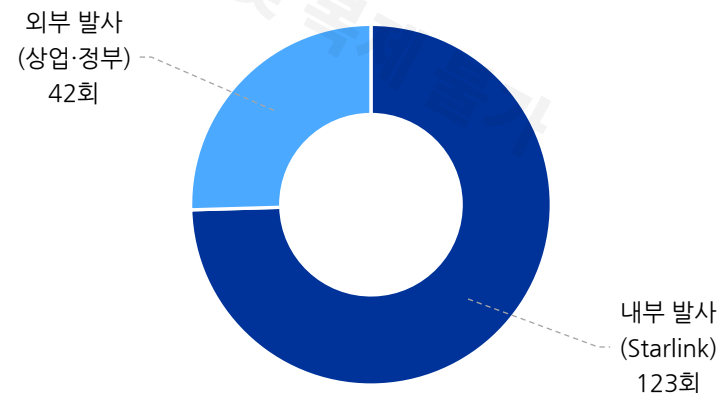
- Space 부문은 발사체(Falcon 9·Falcon Heavy·Starship)와 유인·화물 우주선(Dragon)을 포괄하는 SpaceX의 우주 발사 사업으로, 상업·정부 고객 대상 발사 서비스가 핵심 매출원. 주요 고객은 NASA(Crew/Cargo Dragon, Artemis HLS), 미 우주군·국방부·NRO(NSSL 등 안보 미션), 글로벌 통신위성 사업자(SES, EUMETSAT 등) 및 Smallsat Rideshare 프로그램 고객으로 구성. 누적 궤도 발사 약 650회, 누적 임무 성공률은 99% 이상
- 2025년 발사 횟수 165회로 2020년 26회 대비 6.3배 증가. 전 세계 궤도 발사 324회 중 SpaceX가 165회(약 51%)를 단독 수행해 단순 발사 횟수의 절반 수준의 점유율이지만, 궤도 투입 질량 기준으로는 글로벌 80% 이상을 매년 차지. Falcon Heavy는 발사 빈도가 사실상 phase-out 단계. Starship은 2023년 2회 → 2024년 4회 → 2025년 5회로 점진적 확대 중이나 여전히 시험 비행 단계로, 현재는 Falcon 9 단일 의존 구조에서 Starship 양산 전환기의 중간 지점
- Space 부문 매출은 2025년 40.9억달러로 +8%yoy 성장에 그쳐 Connectivity(+49.8%yoy) 대비 부진. 이는 발사의 약 75%(약 123회)가 Starlink 위성 자체 발사로 외부 매출에 잡히지 않으며, 외부 상업·정부 발사는 약 42회에 그치기 때문. 향후 Starship 상업 운영 본격화와 NASA Artemis(HLS 계약)·국방부 NSSL 신규 계약 수주가 매출 성장의 변수

SpaceX 연간 발사 횟수 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

2025년 연간 발사 유형별 비중



자료: SpaceX, 유진투자증권

현재 주력 로켓, Falcon 9

단일 부스터 최대 34회 재사용

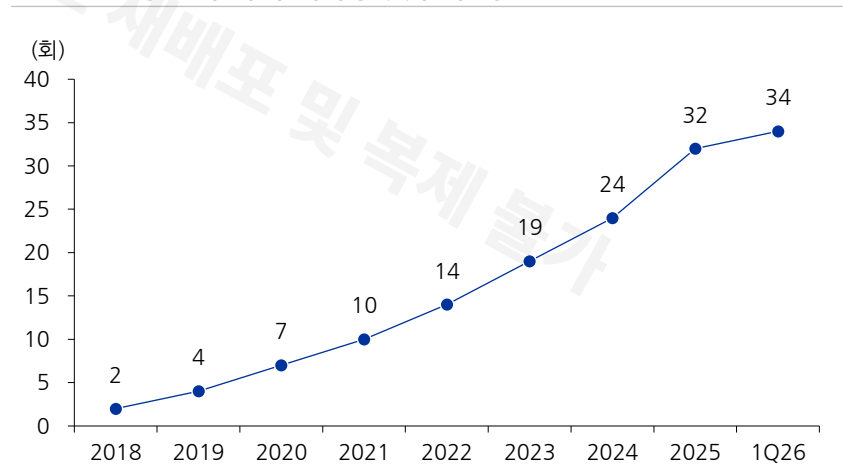
- Falcon 9는 높이 70m, LEO 페이로드 22.8톤(재사용 기준 약 17.5톤), GEO 페이로드 8.3톤의 중대형 발사체로 1단에 Merlin 1D 엔진 9기를 탑재. LOX/RP-1(케로신 등유) 추진제를 활용하며, SpaceX의 2025년 165회 발사 모두 Falcon 9으로 수행됨(Falcon Heavy는 2025년 발사 없음). Block 5 버전 기준 누적 성공률 99.8%(576회 중 575회 성공)로 압도적인 신뢰성을 기록하고 있으며, 외부 고객 발사 단가는 약 7,400만 달러(2026년 기준)인 반면 자체 원가는 약 1,500만 달러 수준(추정)
- 부스터 재사용 횟수의 기하급수적 증가가 핵심 경쟁력의 원천. 2018년 Block 5 도입 후 점진적으로 재사용 한도를 늘려왔으며, 2026년 3월 말 기준 부스터 B1067이 최대 34회 재사용에 성공. SpaceX는 부스터별 최대 40회 재사용을 공식 목표로 설정. 1기 제작 비용을 30~40회 발사에 걸쳐 분할 상각 하면서 발사 단위당 한계비용이 크게 하락하는 구조

Falcon 9 구조

	Payload	높이	70m
	Second Stage	페이로드(LEO)	22.8톤
		페이로드(GEO)	8.3톤
	First Stage	1단 엔진	Merlin 1D × 9기
		연료	LOX / RP-1
		발사 비용	6,700만달러
		자체 원가	1,500만달러(추정)
	Engines	성공률	99.8%(Block 5기준)
		최대 재사용	34회(B1067)

자료: SpaceX, 유진투자증권

Falcon 9 부스터 최대 재사용 횟수 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

차세대 주력 로켓, Starship

인류 역사상 최대 재사용 발사체

- Starship V3는 전체 높이 121m, LEO 페이로드 100톤(재사용 기준)의 인류 역사상 최대 재사용 발사체로 기존 Falcon 9의 17.5톤(재사용 기준) 대비 약 5.7배. S-1에서는 '차세대 모델은 페이로드를 두 배(200톤)로 설계 중'임을 명시
- 1단 Super Heavy에 신형 Raptor 3 엔진 33기(엔진당 추력 280톤, Raptor 2 대비 약 22% 증가, 누적 Raptor 1 대비 약 51% 증가, 총 추력 약 9,240톤)를 탑재하며 추진제로는 액체메탄(CH4)/액체산소(LOX) 사용. Falcon 9의 등유 기반 케로신 연료와 달리 화성 현지 대기(CO2)·물(H2O)로 현지 생산이 가능한 연료를 채택
- 1단·2단 모두 완전 재사용을 목표로 하며, S-1에서는 'Falcon 9 대비 발사 비용 99% 이상 절감' 목표를 명시(장기 기준 발사 단가 kg당 1,000달러 미만)

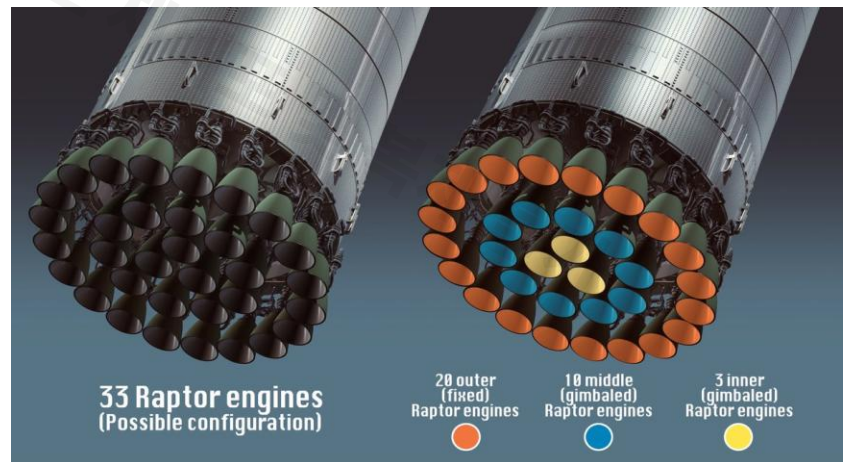
Starship V3 구조



높이	121m
페이로드(LEO)	100~150톤(재사용)
페이로드(GEO)	21~27톤
1단 엔진	Raptor 3 × 33기
연료	메탄(CH4) / LOX
발사 비용(목표)	< 1,000만달러 (장기)
재사용성	1단·2단 완전 재사용
테스트 비행	총 11회('26.5월 기준)
상용화 시점	2026년 하반기(S-1 기재)

자료: TeslaOracle, 유진투자증권

33개의 랩터엔진이 탑재된 1단 슈퍼헤비



자료: tonybela, 유진투자증권

차세대 주력 로켓, Starship

Starship이 SpaceX 밸류에이션의 핵심인 이유

- 2023년 4월 IFT-1 첫 비행 이후 2026년 5월 22일 IFT-12까지 총 12회 시험비행 완료(IFT-12는 V3 첫 비행, Ship 임무 완수·부스터 회수 실패). S-1은 2026년 하반기 페이로드 운반 본격 개시를 공식 명시. 다만 신뢰성 확보·NASA HLS 인증·FAA 발사 허가 등 단계별 과제가 남아 일정 지연 시 회사의 성장 전략 전반에 중대한 영향
- Starship 성공 없이는 ①차세대 Starlink V3 위성 배치, ②궤도 AI Compute 인프라(우주 데이터센터), ③NASA Artemis IV(2028년 유인 달 착륙) HLS 계약, ④화성 이주 장기 시나리오 모두 불가능. S-1 리스크 분석에 Starship 개발 지연·재사용 능력이 핵심 리스크 중 하나로 명시
- SpaceX 밸류에이션의 상당 부분이 Starship 상업 운영 성공을 전제로 형성된 것으로 평가되며, Starship 성공 여부가 IPO 이후 주가 흐름의 큰 변수

Starlink 위성 버전별 스펙 비교

	V1 / V1.5	V2 mini (현재 주력)	V3 (2H26~)	변화폭 (V1 → V3)
발사 시작	2019~2021	'23.2월~	2H26 예정	-
1기당 무게	260~306kg	575~740kg	1,900~2,000kg	약 7~8배 ↑
다운링크/위성	~20Gbps	~80Gbps	1,000Gbps (1Tbps)	약 50배 ↑
발사체	Falcon 9	Falcon 9	Starship 전용	체급 자체 변경
회당 적재 수	60기	21~24기	60기	-
회당 용량 추가	약 1.2Tbps	약 2~3Tbps	60Tbps	약 50배 ↑

주1: 위 분류는 SpaceX S-1의 'Glossary of Terms'를 직접 인용함(broadband 위성 한정)

주2: Mobile 위성 라인업은 V1 Mobile(현재 약 650기 운영) → V2 Mobile(2027~, Starship 배치 예정)로 진화

자료: SpaceX, 유진투자증권

Starship Flight 12

S-1 신고 직후 첫 시험비행, 부분 성공으로 V3 검증

- 2026년 5월 22일 V3 신형 첫 비행 부분 성공: Super Heavy Booster 19 + Ship 39 조합으로 Starbase 신규 Pad 2에서 발사. 5월 21일 1차 시도는 카운트다운 마지막 단계에서 추진제 라인·발사대 센서·화염 억제 시스템 이슈로 지연됐으나, 다음 날 두 번째 시도에서 정상 발사에 성공함. 1단·2단 분리, 핫스테이징, 22개 Starlink 모형 위성(더미 20기 + 카메라 탑재 검사용 프로브 2기) 배치, 2단 Starship 인도양 splashdown까지 핵심 미션 목표를 달성
- 부분 성공으로 평가받는 이유는 두 가지 부분 실패가 있었기 때문. 첫째, Super Heavy 부스터의 boostback burn 점화가 정상적으로 이뤄지지 않아(전체 33개 엔진 중 중앙 boostback 사용 엔진 중심) 걸프만 해상 착륙 지점 도달 실패해 통제 불능 상태로 바다에 추락. 둘째는 2단 Starship의 Raptor Vacuum 엔진 3기 중 1기가 비행 중 조기 정지(잔여 2기가 보상해 정상 궤적 달성). 다만 엔진 1기가 정지됐음에도 불구하고 22개 위성 모의 배치 시연을 완수한 것은 의미가 큼(단, 본 비행은 suborbital 궤적이며 실제 궤도 투입은 아님)

Starship 12차 시험비행(5/22)



자료: SpaceX, 유진투자증권

V3 하드웨어 (vs. V2)

- 신형 Raptor 3 엔진(추력 280톤, R1 대비 +5%)
- Super Heavy 높이 71m → 72.3m
- 추진제 용량 확대
- Grid Fin 4기 → 3기 : 더 크고 강건한 설계
- Ship 공통 돔 위치 변경: 메탄탱크 용량 증가

Starship 12차 시험비행 정리

- S-1 신고 2일 후 비행: 투자자가 본 첫 V3 검증
- 엔진 1기 정전 상태에서도 미션 완수, 견조성 입증
- 부스터 회수 실패: 재사용 신뢰성 추가 검증 필요
- 13~14차 시험비행에서 부스터 캐치 및 궤도비행 시도 예정

정부(NASA·DoD) 프로젝트

누적 연방정부 계약 규모 220억+ 달러

- 2025년 기준 연방정부 매출 비중 약 20% (NASA·국방부·GSA·정보기관 포함), 누적 정부 계약 규모 220억+ 달러, Fed-Spend 2026년 3월 기준 잔여 계약 118억달러·활성 계약 52건
- NASA 계약이 핵심 축으로 NASA 계약만 누적 130~150억달러 수준. 1) Commercial Crew(CCtCap) 49억달러로 Crew Dragon을 통한 ISS 우주비행사 수송(총 14개 미션), 2) CRS(Commercial Resupply) Cargo Dragon을 통한 ISS 화물 보급, 3) HLS(Human Landing System) 약 40억달러로 Artemis IV 달 착륙용 Starship 변형 개발, 4) ISS Deorbit Vehicle 약 8.4억달러로 2030년 ISS 궤도이탈용 특수 비행체 개발
- NASA를 넘어 국방·정보 영역으로 확장. 1) NSSL Phase 3 Lane 2(미 우주군 발사 계약) 59.2억달러로 총 54회 미션 중 28회(52%)를 단독 수주(ULA 19회·35% / Blue Origin 7회·13%), 2) Starshield는 NRO(국가정찰국)의 군집 정찰위성 계약(2021년 체결 약 18억달러, Starlink 군용 버전), 3) Golden Dome은 트럼프 행정부 미사일 방어 위성 시스템(2025년 1월 EO 서명·5월 공식 발표)으로 AMTI 추적위성 약 20억달러 4) 2026년 5월 Space Data Network 백본 22.9억달러 수주 등. SpaceX는 NASA·Space Force·NRO·SDA(우주개발청) 등 미 연방정부 우주 분야 거의 모든 핵심 영역에서 필수 공급자 지위 확보

SpaceX 주요 정부계약 프로그램 내역

계약 / 프로그램	고객	내용	규모
Commercial Crew (CCtCap)	NASA	Crew Dragon으로 ISS 우주비행사 수송, 2030년까지 14회 미션	49억달러
HLS (Human Landing System)	NASA	Artemis 달 착륙용 Starship 변형 개발(III + IV)	40억달러+
CRS (Commercial Resupply)	NASA	Cargo Dragon으로 ISS 보급, 약 2억5,000만~2억8,800만달러/미션	35억달러+
ISS Deorbit Vehicle	NASA	2030년 ISS 궤도이탈·재진입용 특수 비행체 개발	8억달러
NSSL Phase 3 Lane 2	U.S. Space Force	FY25~29 국방 위성 발사 28회 예정(총 54회 중 52%)	59억달러
Starshield	NRO	정찰위성 컨스텔레이션(Starlink 군용 버전)	18억달러+
Golden Dome	DoD	미사일 방어 위성 시스템(트럼프 행정부 '25.4 발표)	~20억달러
SDN (Space Data Network) Backbone	U.S. Space Force	군 데이터 전송용 LEO 위성 네트워크 아키텍처, 2027년말까지 프로토타입	23억달러

자료: SpaceX, 유진투자증권

Space부문 주요 로켓

SpaceX의 Falcon 9



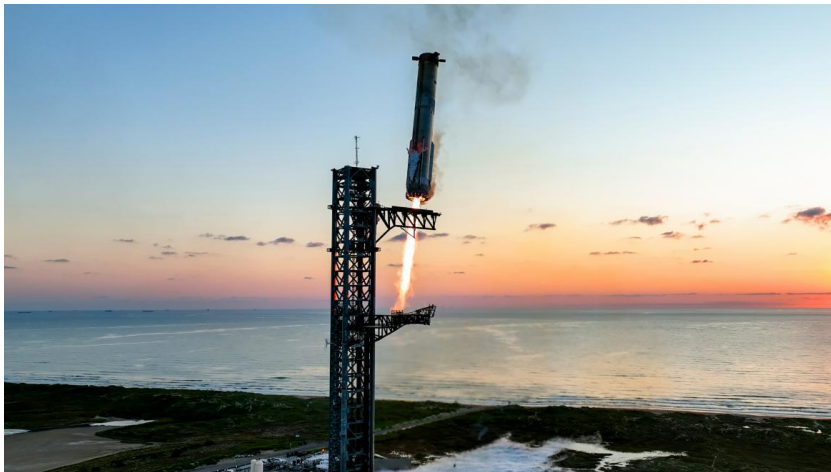
자료: SpaceX S-1, 유진투자증권

SpaceX의 Falcon Heavy



자료: SpaceX S-1, 유진투자증권

SpaceX의 1단 Super Heavy



자료: SpaceX S-1, 유진투자증권

SpaceX의 2단 Starship



자료: SpaceX S-1, 유진투자증권

05

사업부문②

Connectivity(Starlink)

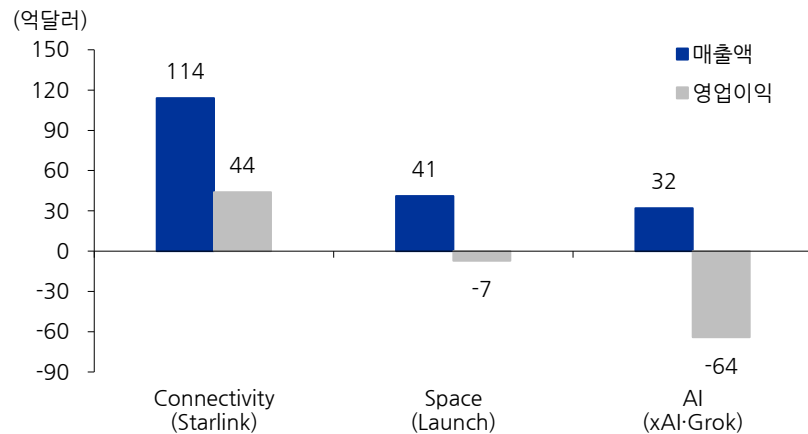
1000만 가입자, 매출 비중 61%, 부문 OPM 38.6%

Connectivity(Starlink) 사업 개요

Starlink 부문이 전사 실적 견인

- Connectivity 부문은 SpaceX의 글로벌 저궤도(LEO) 위성 광대역 네트워크 Starlink를 중심으로, 소비자·기업·정부 고객에게 고속·저지연 인터넷을 제공하는 사업. 매출은 가정용(Residential) 구독, 기업용(해상·항공·이동형), 정부·군용(Starshield), 신규 Direct-to-Cell(휴대폰 직접 연결, 단말기 하드웨어 판매로 구성되며, 지상 인터넷이 닿지 않는 지역을 타겟 시장으로 함
- 2026년 3월 말 기준 가입자 1,030만 명, 운용 위성 약 9,600기, 160개국 이상 서비스로 글로벌 저궤도 위성 통신 시장 사실상 독점. 저궤도 약 550km 운용으로 지연 시간 25~50ms 달성, Ku/Ka/V 밴드 + 광학 위성간통신(ISL)으로 백홀 안정성 확보
- 2025년 매출액 113.9억달러로 전사 매출의 61% 차지하며, 영업이익은 44.2억달러로 OPM 38.8%의 높은 마진을 기록. 부문 조정 EBITDA는 71.7억달러(마진 62.9%)로 Starship과 AI 인프라에 들어가는 막대한 CapEx를 사실상 단독으로 떠받치는 구조
- SpaceX는 1) 위성 제작(Redmond 공장 대량 양산), 2) 자체 위성 발사(2025년 기준 Falcon 9 발사 중 약 74% 차지), 3) 자체 지상장비 제작(phased array 단말기 & 자체 게이트웨이) 등 전 영역을 내재화. 외부 공급사 마진을 제거하고 대량 생산 학습효과로 단위 비용을 최소화

2025년 연간 사업부문별 매출, 영업이익



자료: SpaceX, 유진투자증권

수직 통합 구조인 Starlink 위성망

영역	항목	Starlink
위성 제작	1기당 제작 비용	약 50~120만달러 (V1.5~V3)
	양산 속도	주당 50기+ (Redmond 공장)
위성 발사	발사당 비용	1,500만달러 (Falcon 9 자체 발사 추정 비용)
	발사 대기 기간	즉시 (자체 캐파, 주 3~4회)
지상장비	사용자 단말기 (소비자)	\$349~599 (자체 phased array)
	지상 게이트웨이	300+ 사이트 (자체 구축·운영)

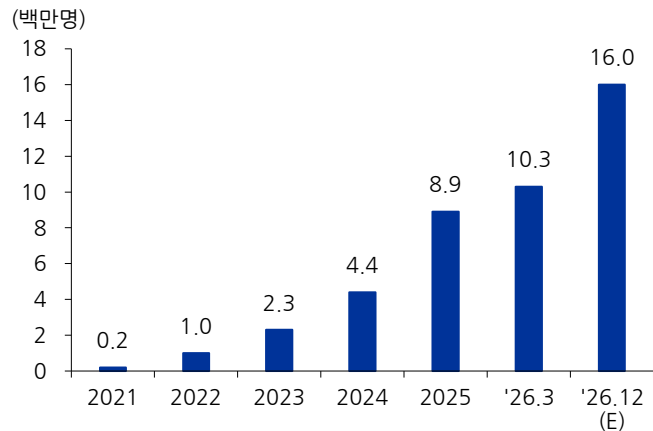
자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 서비스 현황

Starlink 가입자 ↑, ARPU ↓

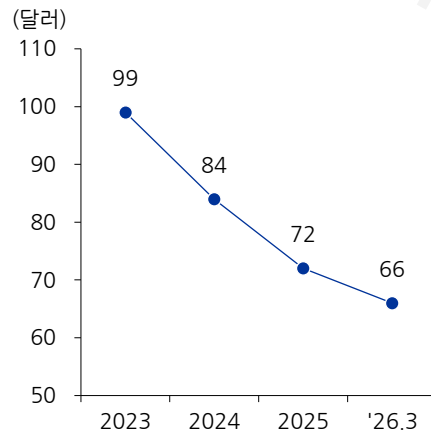
- 가입자는 2023년 말 230만, 2024년 말 440만, 2025년 말 890만, 2026년 3월 말 1,030만 명으로 약 4.5배 폭증(2023년 말~2026년 3월). 이는 1) 신규 서비스 국가 증가(2026년 3월, 164개국)로 기존 광대역 인프라가 없는 시장 흡수, 2) 현지 구매력 기반 차등 가격 전략으로 국가별 가격을 조정해 신흥국 진입장벽 제거 및 하드웨어 가격 인하·무료 키트 프로모션 병행, 3) 위성 인프라 성숙으로 서비스 품질 개선(V2 mini 위성 + 광학 ISL 도입)
- 다만 ARPU(월 가입자당 매출)는 2023년 \$99, 2024년 \$91, 2025년 \$81, 2026년 3월 \$66로 33% 하락. 이는 글로벌 저가 시장 확장(인도·아프리카·동남아)에 따른 시장 믹스 변화에 기인. 그럼에도 가입자 증가 속도(2025년 +102%yoy)가 ARPU 하락 속도를 압도하며 부문 매출 +49.8% 성장 견인
- ARPU 안정화의 핵심 변수는 1) 고마진 라인 본격화(Aviation·Maritime은 Residential 대비 수배 높은 ARPU), 2) 신규 진출국 시장 침투 가속(인도 2026년 초 일부 승인), 3) D2C 통신사 파트너십 확대(T-Mobile 등)

Starlink 가입자 수 추이



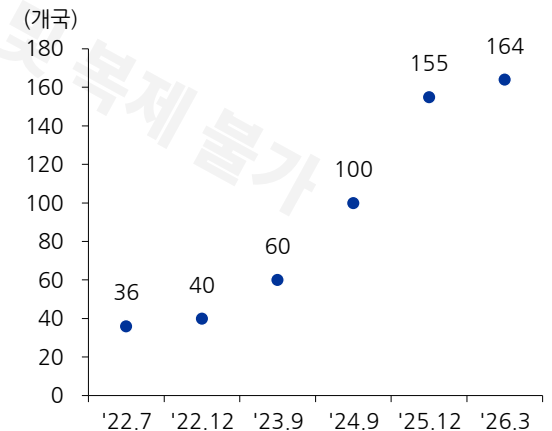
자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 가입자당 월평균 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 진출 국가 수



자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 위성의 진화

V0.9에서 V3까지

- Starlink 위성은 2018년 2월 시험위성 2기를 시작으로 7년간 약 1만 2,000기가 발사됐으며, 크게 5개의 버전으로 분류됨. ①위성당 대역폭 증대, ②광학 위성간통신(ISL) 도입, ③Direct-to-Cell(D2C) 기능 탑재, ④발사 효율 극대화이며, 발사체도 Falcon 9에서 Starship으로 전환 중
- 1) v0.9~v1.0 (2019~2021년): 초기 양산형. v0.9(227kg) 60기 첫 배치 후, v1.0(260kg)으로 본격 상업화. Ku/Ka 밴드 위상배열 탑재했으나 ISL 없이 지상국 의존했으며 Falcon 9당 60기 탑재돼 발사
- 2) v1.5 (2021~2023년): 약 306kg으로 증량, 후기 버전부터 광학 ISL(위성간 레이저 통신) 탑재해 지상국 없는 해양·극지 커버리지 확보
- 3) V2 Mini (2023~현재): 약 740kg(초기)~575kg(경량화), 위성당 용량 약 4배 증대됨(약 60~80Gbps). D2C(휴대폰 직접 연결) 전용 위성 추가 발사 시작(2024년~). Falcon 9당 24~29기 탑재돼 발사
- 4) V3 (2026년~): Starship 전용 대형 위성. 약 2,000kg으로 V2 Mini 대비 3배 이상, 위성당 다운링크 1Tbps(업링크 200Gbps)로 V2 Mini(약 80Gbps) 대비 10배 이상. Starship 1회 발사당 60기 탑재될 전망. 2026년 5월, Starship V3 첫 비행에서 더미 위성과 V3 부품 검증용 관측위성으로 실궤도 테스트 진행에 성공함

Starlink 위성 버전별 스펙 비교

	V0.9	V1.0	V1.5	V2 mini	V3
발사 시작	2019.5	2019.11	2021.9	2023.2	2026.5
1기당 무게	227kg	260kg	306kg	575~740kg	약 2,000kg
위성당 다운링크	시험용	약 18Gbps	-	약 60~80Gbps	1,000Gbps (1Tbps)
광학 ISL(레이저)	X	X	O (후기부터)	O	O
D2C	X	X	X	O	O
주파수밴드	Ku/Ka	Ku/Ka	Ku/Ka	Ku/Ka/E	Ku/Ka/E
발사체 / 회당 기수	Falcon 9 / 60기	Falcon 9 / 60기	Falcon 9 / 50기	Falcon 9 / 24~29기	Starship / 60기
누적 발사	60기	1,665기	2,987기	약 7,200기	38기

자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 서비스

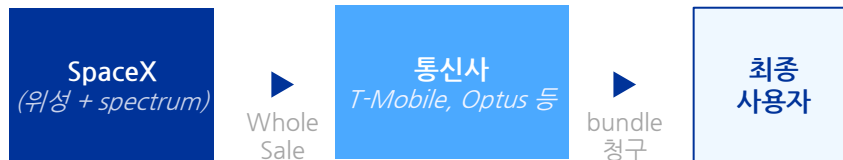
Residential		Roam		Mobility		Maritime	
가정용 광대역		이동형 (RV·캠핑)		차량, 트럭 등 이동체		선박, 요트 등 해상용	
월 24~120달러		월 50~165달러		월 250~5,000달러		월 250~10,000달러	
속도	50~250Mbps	속도	50~220Mbps	속도	100~220Mbps	속도	40~220Mbps
고객	가정 (Broadband 가입자 절대다수)	고객	캠퍼, 여행자 등	고객	물류트럭, 긴급차량, 언론 중계차 등	고객	Royal Caribbean(전 함대), Maersk(330척 이상), Hapag-Lloyd, MOL 등
차별점	지역별 차등가격, 무약정, 자가설치	차별점	이동 중 사용 가능, 글로벌 로밍 (Standby Mode, 월 5달러)	차별점	차량 이동 중 안정적 연결, 진동·전원 최적화	차별점	다중 안테나(4~6기), 해양 환경 최적화
Aviation		Fixed Site		Starlink Mobile (D2C, Direct-to-Cell)			
항공기 내 Wi-Fi		기업용, 고정 지역		스마트폰과 직접 연결			
월 2,000~25,000달러 (기체당)		월 140~500달러		통신사 Wholesale (T-Mobile 월 10달러 등)			
속도	최대 250Mbps	속도	220Mbps+	속도	(현재) 메시지·앱데이터만 지원 → ('26~) 음성·5G		
고객	United(300대 이상 완료, 연말까지 800대 이상 예정), Hawaiian, Air NZ, JSX, Qatar 등	고객	원격 사업장, 재난 복구, 임시현장 등	고객	T-Mobile, Optus, Telstra, Rogers, KDDI 등 11개 통신사		
차별점	기존 항공 Wi-Fi 대비 50배 빠른 속도, 설치에 8시간 소요(vs. 기존 10일)	차별점	혼잡 시 우선순위 보장, 기업용	차별점	단말기 불필요, 일반 스마트폰으로 접속		

D2C(Direct to Cell), Starlink 모바일

단말기 없이 일반 스마트폰 직접 위성 연결, 통신사 wholesale 모델

- Starlink 모바일(D2C)은 기존 스마트폰을 그대로 위성에 연결하는 통신 서비스. LTE 표준 호환 일반 스마트폰을 별도 단말기 없이 Starlink 위성에 직접 연결함. 지상 기지국이 없는 음영지역에서도 SMS·통화·데이터 통신이 가능해지며, 위성이 사실상 LTE 기지국 역할 수행
- 기존 Broadband가 전용 안테나(표준 키트 약 349~599달러)를 통한 광대역 인터넷이라면, D2C는 휴대폰 직접 연결로 진입 장벽 자체를 제거. 현재는 음영지역 보완(문자·통화 위주)이 중심이나, SpaceX는 자사의 D2C서비스를 'Starlink Mobile' 공식 브랜딩(26년 3월)하고, EchoStar 주파수 인수 등으로 장기적으로 독립 모바일 네트워크 확장을 모색(단, 주파수 경매·국가별 규제가 장벽)
- 수익 구조는 통신사 wholesale 기반 B2B2C로, SpaceX가 가입자에 직접 청구하지 않고 T-Mobile(미국)·Optus·Telstra(호주)·Rogers(캐나다)·KDDI(일본)·One NZ·Salt(스위스)·Entel(칠레·페루) 등 통신사가 자체 가입자에 번들로 청구하는 구조. 통신사는 음영지역 커버리지로 가입자 베이스를 강화하고, SpaceX는 통신사의 기존 가입자 풀을 활용해 글로벌 매출 확보

Starlink 모바일 수익 인식 구조: Wholesale 모델



- 통신사 Wholesale 모델
- 통신사가 가입자에 번들 청구
- S-1에 명시된 ARPU로 가정
- TAM 7,400억달러

SpaceX는 통신사로부터 도매 매출 수령
 T-Mobile T-Satellite 월 10달러 옵션 등
 고소득 \$18 / 저소득 \$2 → 가중평균 \$8
 Broadband TAM 8,700억달러와 비슷한 규모

	Broadband (기존)	모바일 (신규)
사용 단말	전용 안테나 (349달러~)	일반 스마트폰 (LTE)
주파수	Ku/Ka/V 밴드 (위성통신 전용 고대역)	AWS-4+H-block LTE 호환 모바일 대역
속도 (현재)	50~250 Mbps	메시지·앱데이터
수익 인식	가입자 직접 청구	통신사 wholesale (B2B2C)
ARPU (S-1 기준)	월 66달러(가중평균)	월 8달러(가중평균)
TAM (S-1 기준)	8,700억달러	7,400억달러
사용자 풀	1,030만명(청구 가입자)	740만명(MAU)

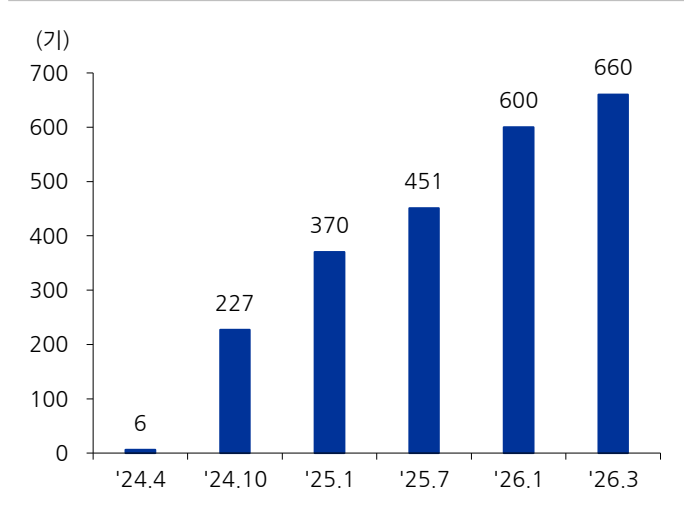
자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 모바일 글로벌 서비스 현황

Starlink 모바일 MAU 740만명, 약 30개국 서비스

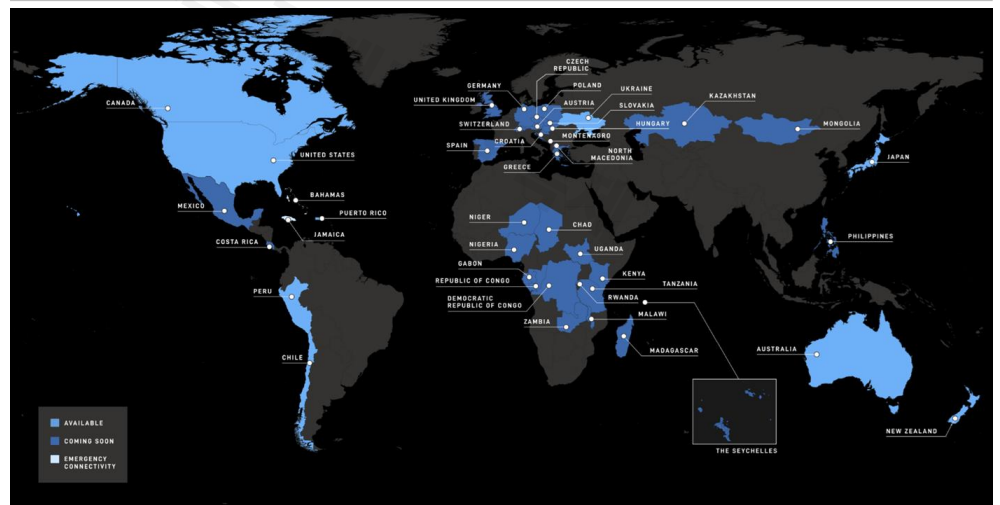
- 2026년 3월 기준 월간 활성 사용자(MAU) 740만 명, 약 30개국에서 서비스 제공
- 글로벌 통신 파트너사: T-Mobile(미국), Optus·Telstra(호주), Rogers(캐나다), One NZ(뉴질랜드), KDDI(일본), Globe(필리핀), Salt(스위스), Entel(칠레·페루), Kyivstar(우크라이나)·Beeline(카자흐스탄, Veon 산하), VMO2(영국), Airtel Africa(14개국, 174M+ 가입자), MasOrange(스페인) 등. Deutsche Telekom은 2028년 유럽 출시 예정
- D2C 전용 위성은 2024년 첫 6기 발사 후 2026년 3월 약 660기까지 누적 발사. 현재 V2 mini 기반 D2C 위성은 메시지·앱데이터 위주이나, V3 위성(Starship 발사)이 본격 양산되면 위성당 용량이 대폭 확대(다운링크 기준 약 10배)되어 2027년이 D2C 사업 본격화의 변곡점이 될 전망

Starlink D2C 전용 위성 배치 추이(누적)



자료: Starlink, 유진투자증권

Starlink 모바일 커버리지 지역 ('26.5)



자료: Starlink, 유진투자증권

Connectivity 시장 기회와 경쟁 현황

TAM 1.6조, 침투율 1% 미만

- 1) 타겟 시장 1.6조달러: S-1에 따르면 Connectivity 부문이 겨냥하는 TAM은 1.6조달러로, Starlink Broadband 8,700억달러와 Starlink Mobile 7,400억달러로 구성(중국·러시아 제외 기준). Broadband는 지상 광대역이 닿지 않는 가정·기업·정부·해양·항공 시장을, Mobile은 전 세계 휴대폰 음영 지역(지구 표면의 약 90%)을 대상으로 함. 현재 실제 매출(2025년 Connectivity 114억달러)은 이 TAM의 1% 미만으로, 침투 초기 단계로 추정함
- 2) 경쟁 현황
 - Amazon Leo(구 Kuiper): 가장 위협적인 추격자. AWS·Prime 유통망과 막대한 자본을 앞세워 2025년 4월 본격 배치 시작, 약 300기+로 3위 규모. FCC 마감(2026.7까지 절반 배치) 압박 속 양산·발사 속도가 관건. 약 80회+ 로켓 발사 계약(상업 발사 역사상 최대 규모)
 - OneWeb(Eutelsat): 약 650기의 위성 배치함. B2C 대신 기업·정부·항공·해양 B2B에 특화해 Starlink와 직접 경쟁 회피. EU의 IRIS² 컨소시엄도 주도
 - 중국 Guowang/Qianfan: 정부 주도로 13,000~15,000기 목표, 합산 약 350기+ 배치. 다만 미국·유럽·일본 등은 보안 우려로 진입 차단됨
 - AST SpaceMobile: 위성 수는 적지만 D2C 전문으로 Starlink Mobile의 직접 경쟁. AT&T·Verizon과 제휴해 Starlink-T-Mobile 진영과 대립 구도

주요 위성 사업자 현황

사업자	위성 수	비고
Starlink	9,600	LEO 사실상 독점, 가입자 1위
Amazon Kuiper	~80	2026년 본격 배치 시작, 3,236기 목표
OneWeb (Eutelsat)	634	B2B 중심(가정용 미진입)
Telesat Lightspeed	~20	기업·정부 전용, 198기 목표
AST SpaceMobile	~8	D2C 전문: Starlink 직접 경쟁
Iridium	75	L밴드, 음성·IoT 특화
GW (중국)	~50	Guowang 13,000기 목표 (중국 정부 주도)

자료: 각 사, 유진투자증권

06

사업부문③ AI (xAI / Grok)

xAI와의 합병, 우주 인프라와 AI의 결합

xAI 합병 개요

우주 인프라와 AI의 통합

- AI 부문은 2026년 2월 SpaceX가 일론 머스크의 AI 기업 xAI를 완전자회사로 편입하면서 신설된 사업부문. xAI는 이미 2025년 3월 X(구 Twitter)를 인수한 상태였기에, 편입 결과 'SpaceX → xAI → X'의 3단 지배구조가 형성됨. 이 부문은 ①프런티어 AI 모델 Grok, ②소셜 플랫폼 X, ③기가와트급 AI 데이터센터(COLOSSUS·COLOSSUS II)를 핵심 자산으로 함
- Grok과 X 플랫폼은 지난 12개월간 활성 계정 약 13억 개, 월 활성 사용자(MAU) 약 5.5억 명, 일일 게시물 약 3.5억 건을 기록함(2026년 3월 말 기준). Grok AI 기능을 사용한 MAU는 약 1억 1,700만 명으로 전체 MAU의 약 21%가 Grok을 활용함. X 플랫폼이 Grok의 유통 채널로 작동하면서, 신규 가입자 모집 비용 없이 AI 사용자를 확장하는 구조
- 위성 인프라(Starlink), AI 모델(Grok), 컴퓨팅 인프라(COLOSSUS)를 하나로 묶어, 장기적으로 '궤도 AI 컴퓨팅(orbital AI compute)' 추진을 목표로 하며, SpaceX는 이를 인류 최대 TAM의 핵심 축으로 제시함

SpaceX-xAI 합병 개요

발표시점	2026년 2월
xAI 평가가치	합병 당시 5,000억달러(cf. SpaceX 1조2,500억달러)
Grok 가입자	월 활성 사용자 약 4,000만명 (xAI 발표 기준)
합병 목적	위성 - AI 데이터 - 컴퓨팅의 “수직 통합”
구조	Triangular Merger(xAI는 SpaceX의 완전자회사)
편입 자산	Grok(chatbot), X(舊 Twitter), COLOSSUS 데이터센터, GPU 클러스터
X 가입자	월 활성 사용자 약 5억명

자료: 유진투자증권

xAI 사업부문별 주요 비즈니스

X 정보·소셜 플랫폼	구독 수익	X Premium, X Premium+
	광고 수익	Digital Advertising(TAM 6,000억달러)
Grok 프런티어 AI 모델	개인 구독	SuperGrok(Lite, Standard, Heavy)
	기업 구독	Grok Business / Enterprise
	정부용	xAI Gov(Starshield 연계)
AI Compute 컴퓨팅 인프라	데이터센터	COLOSSUS, COLOSSUS II
	우주 데이터센터	(2028년 배치 목표)
	칩 생산	Terafab(Tesla, Intel 공동 칩 제조)

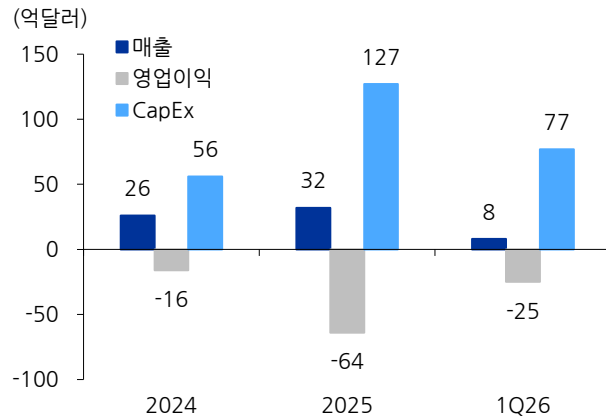
자료: SpaceX, 유진투자증권

AI 부문 재무

가속화되는 AI CapEx 투자

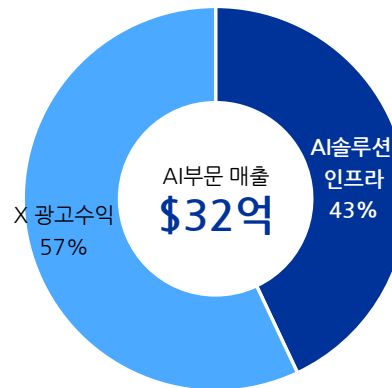
- 2025년 AI 부문 총 매출은 32억달러. 매출의 대부분은 X 플랫폼 광고에서 나오며, 전년 대비 매출 증가는 주로 AI 솔루션·인프라 부문이 견인함. 2026년 5월부터는 Anthropic 데이터센터 임대 수익이 매달 12.5억달러 반영되며 매출 성장에 기여할 전망
- 하지만 2025년 영업적자 -63.6억달러로 매출의 약 2배 수준이며, 2024년 영업적자(-15.6억) 대비 4배 확대. 이는 COLOSSUS II 가동, GPU 감가상각 증가가 주된 원인이며, 1Q26 영업적자는 -24.7억달러로 연환산 약 99억달러 수준까지 가속
- AI 부문 영업적자는 더 커질 전망이다, AI CapEx 투자가 가속화되고 있기 때문. 2025년 AI CapEx는 127억달러로 매출의 약 4배 수준이며, 전사 CapEx 207억달러 중 61%가 AI 부문에 집중됐고 1Q26에는 76%까지 확대

AI부문 매출, 영업이익, CapEx 추이



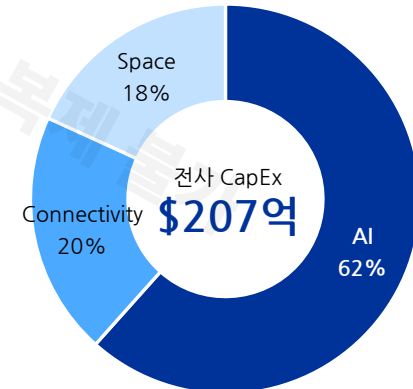
자료: SpaceX, 유진투자증권

2025년 AI부문 매출 구성



자료: SpaceX, 유진투자증권

2025년 CapEx 사업부문별 비중



자료: SpaceX, 유진투자증권

AI 인프라 전략

Colossus, 궤도 데이터센터, Terafab

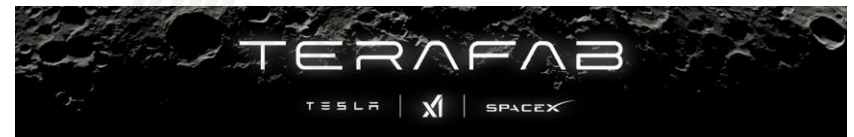
- 1GW 규모 데이터센터: xAI는 COLOSSUS(약 130MW, H100 약 10만 개)·COLOSSUS II(약 430MW, GB200·GB300 각 11만 개) 합산 약 1GW 컴퓨팅 capacity를 보유
- 우주 데이터센터: SpaceX는 S-1에서 Starship의 대형 페이로드 능력을 활용해 GPU 서버를 궤도에 배치하는 Orbital AI Compute 비전을 명시. 지구의 전력·냉각·토지 제약을 우주로 우회하는 발상이며, 2028년부터 궤도 AI 컴퓨팅 위성 배치를 시작할 계획이라 명시(최초의 구체적 일정)
- Terafab 칩 자체생산: Tesla·xAI·Intel과 공동 추진하는 Terafab은 연 1테라와트 컴퓨팅 하드웨어 생산이 목표(출력의 약 80%를 우주용으로 계획). 자체 칩 제조 → 자체 데이터센터 → 자체 발사·궤도 배치로 GPU 공급망 의존도를 낮추는 수직통합 구상. 단, S-1은 Terafab이 '매우 초기 단계로 재무 조건·IP·구속력 있는 약정이 확정되지 않았다'고 명시

COLOSSUS 데이터센터



자료: SpaceX, 유진투자증권

Terafab 사업 개요



constellations—with potentially millions of satellites—for orbital data centers. We believe these AI compute satellites in Sun-synchronous orbit will be able to handle energy-intensive AI workloads, such as inference demand, at far greater scale and efficiency than terrestrial alternatives, with Starlink providing low-latency, global connectivity linking these orbital AI systems to people around the world and delivering real-time intelligence. We expect to begin deploying our orbital AI compute satellites as early as 2028.

잠재적으로 수백만 기의 위성으로 구성될 수 있는, 궤도 데이터 센터를 위한 위성 군집. 우리는 태양동기궤도에 배치된 이 AI 연산 위성들이 추론 수요와 같은 에너지 집약적인 AI 워크로드를 지상 기반의 대안보다 훨씬 더 큰 규모와 효율로 처리할 수 있을 것이라 믿습니다. Starlink는 저지연·글로벌 연결성을 제공하여 이 궤도 AI 시스템들을 전 세계 사람들과 연결하고, 실시간 인텔리전스를 전달하게 됩니다. 우리는 이르면 2028년부터 궤도 AI 연산 위성의 배치를 시작할 것으로 예상합니다.

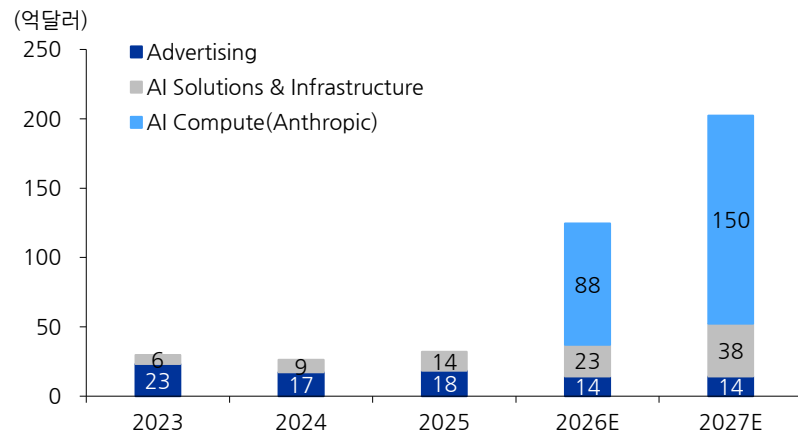
자료: SpaceX, 유진투자증권

Anthropic 컴퓨팅 계약

월 12.5억달러, 3년 450억달러

- 2026년 5월, xAI는 Anthropic과 대규모 AI 컴퓨팅 공급 계약을 체결함. 2029년 5월까지 매달 12.5억달러의 금액을 지급하며, 누적 매출 약 450억달러 이상이 발생하는 구조. 양측은 90일 사전 통보로 해지 가능하며, 첫 두 달(2026년 5~6월)은 ramp-up 할인 단가를 적용하며, 7월부터 정상 단가로 전환됨. 대상 인프라는 Memphis 소재 Colossus 1(300MW, NVIDIA GPU 약 22만 개)
- 계약 체결 배경은 1) xAI의 유휴 자산 수익화, 2) Anthropic의 컴퓨팅 확보 수요로 xAI는 주력 모델 훈련을 Colossus 2로 이전하면서 Colossus 1의 가동률이 크게 떨어진 상태였고, 이를 외부 매출로 전환한 것. Anthropic은 자체 칩이 없어 Google TPU 계약에 더해 NVIDIA 컴퓨팅 풀을 확보함. AI 모델의 직접 경쟁 관계(Grok vs Claude)임에도 컴퓨팅 영역에서는 협력하는 이례적 구조
- 수익 반영은 2026년 하반기부터 본격화. 2026년 한 해 Anthropic 매출만 약 88억달러로, AI 부문 전체 매출의 약 70%를 차지하는 핵심 동력이 됨. 특히 이미 구축된 Colossus 1을 활용하는 구조라 신규 비용 추가가 제한적이어서 매출 증분 대부분이 영업이익으로 전환되는 레버리지 효과 발생. 단, Colossus 2 신규 GPU 도입에 따른 감가상각 가속은 별도 부담 요인이며, 90일 해지 조항으로 단일 계약 의존이라는 리스크 존재

AI 부문별 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

글로벌 AI 컴퓨팅 계약 규모 비교

기업	계약	계약시점	규모
Anthropic	Google Cloud	'25.10, '26.4	다년 계약, 수백억달러
	Microsoft Azure	'25.11	다년 계약, 300억달러
	CoreWeave	'26.4	다년 계약, 수십억달러
	AWS	'26.4	10년간 1,000억달러 이상
	xAI	'26.5	3년간 약 450억달러
OpenAI	CoreWeave	'25.3, '25.5, '25.9	5년간 119억 +40억 +65억 (누적 224억달러)
	Google Cloud	'25.6	기간 규모 미공개
	Oracle	'25.7	5년간 3,000억달러 (*Stargate)
	Microsoft Azure	'25.10	다년간 2,500억달러
	AWS	'25.11, '26.2	7년간 380억달러 → 8년간 1,380억달러

자료: 유진투자증권

전략적 결합

SpaceX와 AI 인프라 간 시너지

데이터 ↔ 모델	발사 ↔ 컴퓨팅 인프라	통신 ↔ AI 서비스
<ul style="list-style-type: none"> X 플랫폼의 사용자 생성 텍스트를 Grok 학습 데이터로 직접 활용 Starlink 네트워크에서 발생하는 패킷 데이터의 트래픽 패턴을 분석 데이터 보호규제 및 라이선스 분쟁 (X·Grok 데이터 사용) 	<ul style="list-style-type: none"> Starship으로 GPU 클러스터 자체를 궤도에 배치 가능(중장기 비전) 위성 자체에 AI 추론 칩 탑재(Edge AI) 데이터센터 전력·냉각의 본질적 제약을 우주로 회피 	<ul style="list-style-type: none"> Starlink 가입자에게 Grok AI 서비스 번들 제공 X 플랫폼을 Grok의 주요 분배 채널로 활용 D2C 위성통신과 결합한 AI 음성비서 서비스 등

인프라	위치	가동 기간	컴퓨팅 파워	특징
COLOSSUS	Memphis, Tennessee	122일	약 200K+ GPU	기존 공장 셀 재활용: 산업 벤치마크*의 1/6 시간
COLOSSUS II	Memphis+Southaven, MS	91일	약 500K+ GPU	Grok 5 학습 중 합산 1.0 GW로, 세계 최대 코히어런트 클러스터
Terafab	미정	-	연 1TW 칩 생산 목표	자체 AI 칩 제조(수직통합 최종 단계)

주: *산업 벤치마크 = 100MW greenfield 데이터센터 가동 약 2년 기준
 자료: SpaceX, 유진투자증권

07

리스크 요인

S-1 "Risk Factors" 핵심 3대 요인

리스크 ① Starship 개발·상용화 지연

2026년 하반기 상용화 예정인 Starship?

- S-1에 따르면 SpaceX의 향후 사업적 성장 전략에 있어 Starship은 매우 중요한 역할을 담당할 전망("Our ability to execute our growth strategy is highly dependent on Starship"). Starship의 개발 및 상용화가 지연될 시, Starlink 서비스 고도화, 우주 시데이터센터 구축, 달/화성 미션 등 사업 전반의 성과가 지연될 수 있음
- Starship은 2023년 4월 첫 시험 발사 이후 최근까지 총 12회 비행 테스트 완료했으며, 상용화를 위해 하반기 추가적인 테스트 발사가 예정됨. 당초 2025년 상용화 목표가 2026년 하반기로 지연되었으며, S-1은 현재 페이로드 배치 시점을 2026년 하반기로 명시(추가 지연 가능성 상존)
- 이외 FAA 라이선스 갱신 분쟁, 텍사스 Starbase 환경영향평가(EA) 분쟁, 인근 지역 안전 우려 등 규제·환경 리스크가 기술 리스크로 인한 지연 가능성

Starship 개발 지연에 따른 리스크

Summary of Risk Factors

An investment in our Class A common stock involves risks and uncertainties. The following is a summary of the principal factors that make an investment in our Class A common stock speculative or risky, all of which are more fully described below in the section titled "Risk Factors." This summary should be read in conjunction with the "Risk Factors" section and should not be relied upon as an exhaustive summary.

- Any failure or delay in the development of Starship at scale or in achieving the required launch cadence, reusability and capabilities thereafter would delay or limit our ability to execute our growth strategy, including the deployment of next-generation satellites, global satellite-to-mobile connectivity, and orbital AI compute, which could materially adversely affect our business, financial condition, results of operations, and future prospects.

Starship(Starship)의 대규모 개발, 또는 요구되는 발사 주기·재사용성·기술 역량 달성에 있어 실패나 지연이 발생할 경우, 차세대 위성 배치, 글로벌 위성-모바일 연결, 궤도 AI 컴퓨팅을 포함한 당사의 성장 전략 실행 능력이 지연되거나 제한될 수 있으며, 이는 당사의 사업, 재무 상태, 영업 실적 및 미래 전망에 중대하고 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다.

리스크 ② AI 부문 적자 확대 및 규제

AI, 성장의 동력? 혹은 부담

- AI 부문의 2024년 영업적자 15.6억달러 → 2025년 63.6억달러로 4배 확대, 2025년 전사 CapEx 207억달러 중 61%가 AI 부문에 집중됐고 1Q26에는 76%까지 확대
- GPU 공급을 NVIDIA에 크게 의존(Colossus H100 약 10만 + Colossus II GB200·GB300 각 11만). 데이터센터 전력용 가스터빈 무허가 운영을 둘러싼 환경 리스크도 존재. Tesla·Intel과 공동 추진하는 Terafab 칩 제조는 S-1이 "매우 초기 단계, 구속력 있는 약정 미확정"으로 명시
- S-1은 약 5.3억달러 총당금을 반영함. Grok의 Spicy Mode에서 비동의 성적 이미지(미성년자 포함) 생성 관련으로, AI 콘텐츠 리스크. 이 외 FTC 청소년 안전성 조사, 아일랜드 DPC의 GDPR 조사, AI 훈련데이터 저작권 소송 등이 S-1에 명시됨

AI 칩 자체생산(Terafab) 관련 계획

• We are building chip manufacturing capabilities to scale our access to AI compute hardware. We announced a collaboration with Tesla in March 2026 to build the Terafab initiative with a long-term goal of producing one terawatt of compute hardware each year. In connection with such collaboration, we have agreed with Tesla on a general framework for the future development of Terafab. Intel joined the project in April 2026 and is expected to contribute its expertise in designing, fabricating, and packaging ultra-high performance chips to help Terafab scale. Any specific projects undertaken pursuant to this framework will be subject to separate negotiations and agreements (including any development timelines, milestones and capital expenditures) and have not yet been determined. With this internal manufacturing capability, we plan to alleviate potential future chip shortages at SpaceX, especially as we develop orbital AI at scale, and design chips that are optimized for the space environment.

당사는 AI 컴퓨팅 하드웨어에 대한 접근성을 확대하기 위해 칩 제조 역량을 구축하고 있습니다. 당사는 2026년 3월 테슬라와의 협력을 발표하며 연간 1TW 규모의 컴퓨팅 하드웨어 생산을 장기 목표로 하는 Terafab 이니셔티브를 출범시켰습니다. 이 협력의 일환으로 테슬라와 Terafab의 향후 개발에 관한 일반적인 프레임워크에 합의하였습니다. 인텔은 2026년 4월 해당 프로젝트에 합류하였으며, 초고성능 칩의 설계·제조·패키징 분야의 전문성을 제공하여 테라팸의 확장을 지원할 것으로 기대됩니다. 본 프레임워크에 따라 추진되는 구체적인 프로젝트들은 별도의 협상 및 합의(개발 일정, 마일스톤, 자본 지출 포함)의 대상이 되며, 아직 확정된 바 없습니다. 이러한 내부 제조 역량을 통해 당사는 향후 SpaceX의 잠재적 칩 부족 문제를 완화하고, 특히 궤도 AI를 대규모로 개발해 나가는 과정에서 우주 환경에 최적화된 칩을 설계할 계획입니다.

자료: SpaceX, SEC, 유진투자증권

xAI COLOSSUS 데이터 센터 온실가스 배출 영상



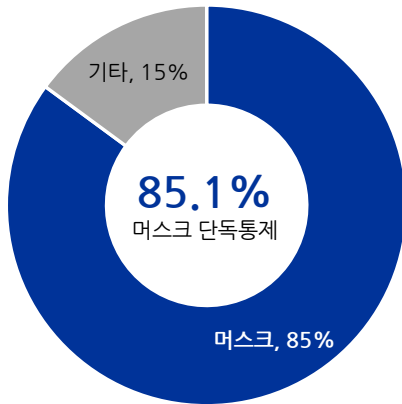
자료: Oilfield Witness, 유진투자증권

리스크 ③ 머스크에 대한 높은 의존도

85% 의결권과 분산된 집중도

- **높은 머스크 의존성 및 지배구조:** 높은 머스크 의결권(약 85%)으로 IPO 이후에도 Controlled Company 지위 유지함. 이로 인해 Nasdaq corporate governance rule의 다수 예외(이사회 과반 독립이사 요건, 보상위원회·지명위원회 전원 독립이사 요건 면제 등)를 활용할 수 있어, S-1은 Class A 주주가 "모든 지배구조 요건을 적용받는 기업의 주주와 동일한 보호를 받지 못한다"고 명시
- **머스크의 분산된 경영 집중도:** S-1은 머스크가 SpaceX에 '전적인 시간과 주의를 쏟지 않는다(does not devote his full time and attention)'고 직접 명시함. 그는 Tesla의 CEO를 겸하며 Neuralink·The Boring Company 등 다수 벤처에 관여하고, 여기에 SpaceX 산하로 편입된 xAI·X까지 더해 경영 범위가 광범위함. 또한 X 플랫폼 콘텐츠와 머스크 관련 논란이 SpaceX 평판·사업으로 전이될 수 있기 때문에 S-1은 이를 별도 리스크로 명시

상장 후 SpaceX 의결권 구조



자료: SEC, 유진투자증권

머스크가 경영에 참여 중인 기업 목록

기업명	기업 개요	머스크 역할
SpaceX	발사체·우주선 제조 및 위성 인터넷 운영	창업자, 회장, CEO, CTO
Tesla	전기차 제조업체 (배터리·태양광·로봇·자율주행 등)	공동창업자, CEO
xAI	AI 스타트업(Grok)	창업자, CEO
X	소셜미디어 플랫폼(舊 트위터)	회장, CTO
Neuralink	뇌-컴퓨터 인터페이스(BCI) 개발	공동창업자
The Boring Company	터널 굴착 및 지하 교통 인프라 (Loop 시스템) 건설	창업자, 단독 소유주

자료: 유진투자증권

08

실적 추정 및 Valuation

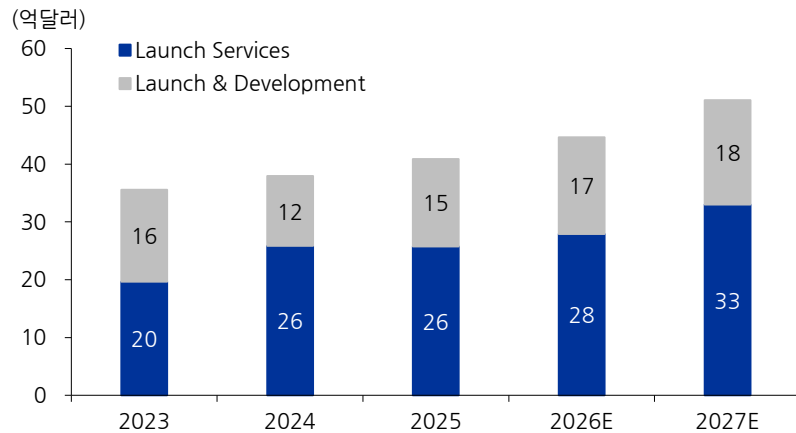
목표 기업가치 1.75조달러, 정당한가?

Space부문 매출 전망

2026년 Space부문 매출 45억달러(+9%yoy)

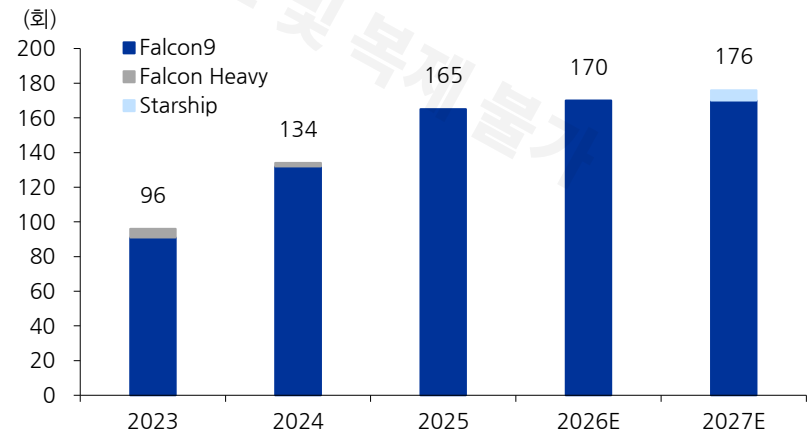
- Space 부문 매출은 로켓 발사에 직접적으로 연동된 Launch Services와 프로젝트 개발 마일스톤에 연동된 Launch & Development로 구성됨. 2025년 매출은 40.9억달러(Launch Services 25.8억달러 + Launch & Development 15.1억달러)으로 전년 대비 +7.6% 성장에 그쳤는데, 이는 Starlink 내부 발사가 Space 매출로 인식되지 않고 Connectivity 부문 내부 매출로 인식됨. 즉 Space 매출은 전체 발사의 약 1/4인 외부(상업·정부) 발사분만 반영
- Launch Services: 외부 발사당 매출 단가는 2023년 5,950만 달러, 2024년 5,740만 달러, 2025년 5,990만 달러(3년 평균 약 5,900만 달러). 2026년 외부 발사를 47회(전체 170회, Starlink 123회)로 추정하면, 단가 6,000만 달러 적용 시 Launch Services 매출은 약 27.9억달러로 추정
- Launch & Development: 2023년 15.9억달러, 2024년 12.1억달러, 2025년 15.1억달러로 주요 개발 프로젝트 진행률에 따른 등락이 있음. 2026년은 HLS가 2028년 유인 달 착륙 일정 개발 본격화 구간으로 이를 반영하면 2026년 Launch & Development 매출은 약 16.7억달러로 추정
- 따라서 올해 Space부문 추정 매출액은 약 44.6억달러로 전년 대비 9.2% 성장을 전망함. Space 부문의 매출 가속화는 Starship 상업 운영(2026년 하반기 페이로드 배치 목표)이 본격화되는 내년도부터 외부 대형 발사·달/화성 미션 매출이 추가될 전망

Space 부문 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

SpaceX 발사 횟수 추이



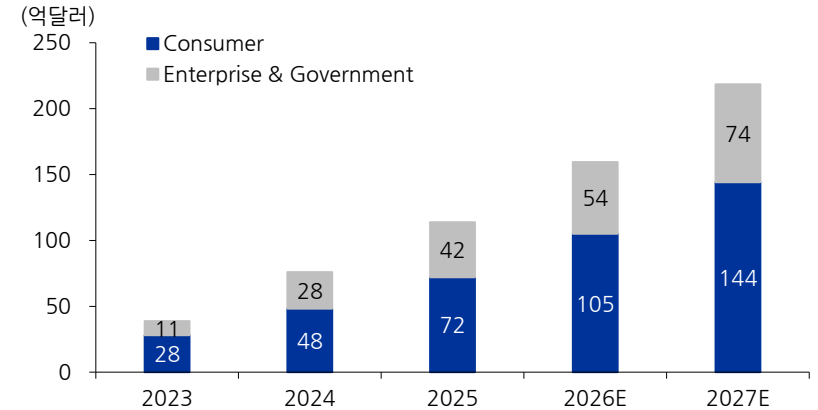
자료: SpaceX, 유진투자증권

Connectivity 부문 매출 전망

2026년 Connectivity 부문 매출 159억달러(+40%yoy)

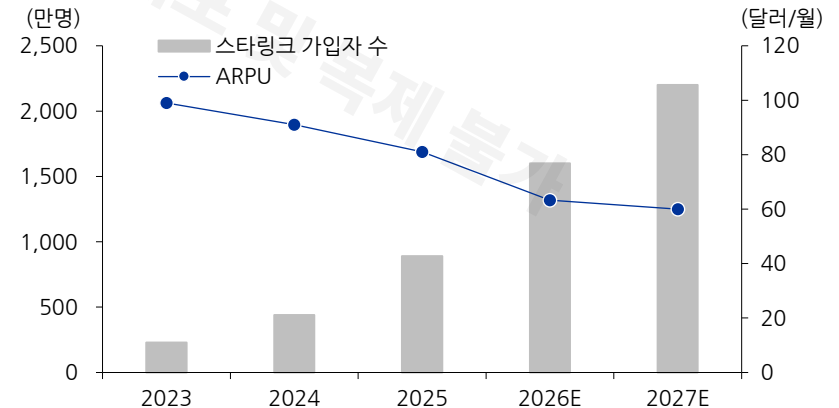
- Connectivity 매출은 Starlink의 B2C 서비스 매출인 Consumer 부문과 B2B/B2G 서비스 매출인 Enterprise & Government 부문으로 구성됨
- 2026년 1분기 B2C 서비스 매출을 '분기 평균 가입자 × 월 ARPU × 3'으로 추정하면 20.4억달러로 실제 Consumer 매출(21.5억달러)과 1.05배만큼의 괴리가 발생하는데, 이를 분기별로 가입자 및 ARPU를 적용해 연간으로 합산하면 올해 Consumer 매출액은 105억달러로 추정됨. 참고로 연말 기준 추정 가입자 숫자는 1,600만명으로 전년 대비 80% 증가한 수치
- Enterprise & Government 부문은 2025년 41.8억달러(+51%yoy)에 이어 2026년에도 54.3억달러(+30%yoy)로 고성장이 전망되는데, 이는 기존 Enterprise / Aviation / Maritime 외에도 Starshield 등 B2G 매출도 본격화될 것으로 전망되기 때문
- 따라서 올해 Connectivity 부문 매출액은 약 159억달러로 추정됨. 이는 전년도 매출 114억달러 대비 약 +40% 성장으로, 2025년 성장률(+49.8%)보다는 둔화하나 여전히 고성장세를 유지할 전망. 둔화의 배경은 가입자 증가율 둔화(2025년 +102%yoy → 2026년 약 +80%yoy)와 ARPU 추가 하락(2025년 81달러 → 2026년 60달러)에 기인함
- 매출 성장의 핵심 변수는 ARPU 하락을 가입자 증가가 얼마나 상쇄하느냐에 달림. ① 고마진 라인(Aviation·Maritime, Residential 대비 수배 ARPU) 본격화, ② 인도 등 신규 진출국 침투, ③ D2C 통신사 파트너십 확대가 진행되면 ARPU 하락이 둔화되며 성장률 추정치(+40%yoy) 상회도 가능함

Connectivity 부문 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

Starlink 가입자 수 및 ARPU 추이



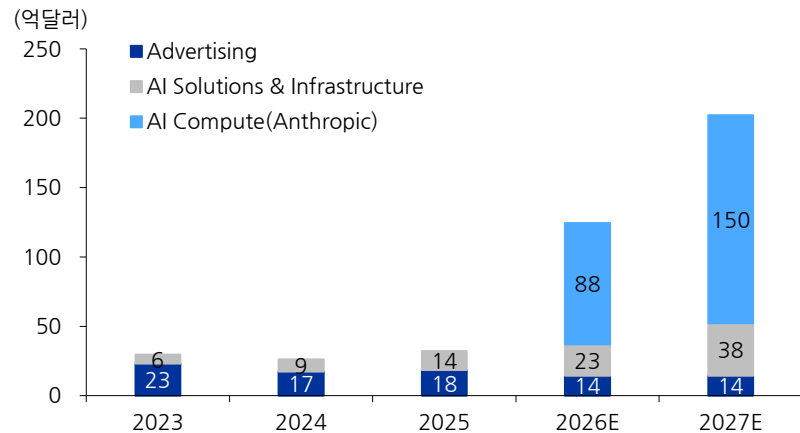
자료: SpaceX, 유진투자증권

AI 부문 매출 전망

2026년 AI 부문 매출 124억달러(+289%yoy)

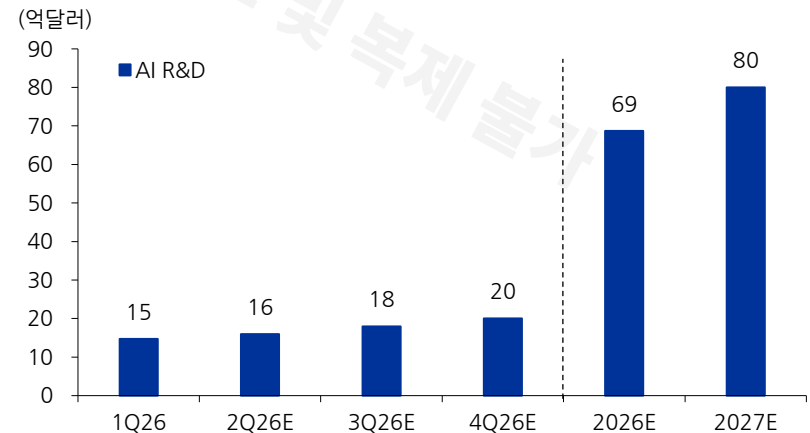
- AI 부문 2026년 매출은 기존 사업(광고·구독·데이터)에 신규 Anthropic 컴퓨팅 계약이 더해지며 전년 대비 4배 가까이 급증할 전망. 기존 사업은 1Q26 실적(광고 3.4억달러 + AI 솔루션·인프라 4.8억달러 = 8.2억달러)을 베이스로 추정함. 광고는 정체~소폭 하락 추세를 반영해 2026년 약 14.3억달러 (2025년 18.4억달러 대비 감소), AI 솔루션·인프라 기존분(X·Grok 구독·데이터 라이선싱)은 고성장을 반영해 약 22.7억달러로 추정
- 결정적 변수는 Anthropic 컴퓨팅 서비스 계약. 월 12.5억달러(연 150억달러 규모) 계약이 2026년 5월 시작되며, 5~6월 할인 요금 후 7월부터 정상 단가가 적용될 예정. 5~6월 할인분 + 7~12월 정상분을 합산하면 2026년 Anthropic 매출은 약 88억달러로 추정됨
- 세 항목을 합산하면 2026년 AI 부문 매출 추정치는 124.5억달러로, 전년(32억달러) 대비 약 3.9배 급증이 예상됨. 즉 2026년은 AI 부문이 Anthropic 컴퓨팅 계약을 통해 대규모 AI 인프라 매출 회사로 외형이 폭발적으로 커지는 변곡점이 될 것. Anthropic 매출이 이미 구축된 Colossus 1을 활용하는 구조라 신규 비용 추가가 제한적이어서 매출 증분 대부분이 영업이익으로 전환되는 강력한 레버리지가 발생되지만, Colossus 2 등 신규 GPU 도입에 따른 감가상각 가속은 별도 부담 요인으로 작용할 것

AI 부문 매출 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

AI 부문 R&D 비용 추이



자료: SpaceX, 유진투자증권

실적 전망

SpaceX의 2026년, 2027년 실적 추정

- 2026년 매출액 328억달러(+75.9%yoy), 영업이익 35억달러(흑자전환yoy, OPM 10.6%) 추정
- 2027년 매출액 472억달러(+43.6%yoy), 영업이익 129억달러(+351%yoy, OPM 27.3%) 추정

SpaceX 실적 추이 및 전망

(억달러)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	104	140	187	328	472
(%yoy)	-	34.9%	33.2%	75.9%	43.6%
Space	36	38	41	45	51
Connectivity	39	76	114	159	218
AI	30	26	32	124	202
영업비용	139	135	219	294	343
영업이익	-35	5	-26	35	129
(%yoy)	-	흑자전환	적자전환	흑자전환	350.7%
OPM(%)	-33.7%	3.3%	-13.9%	10.6%	27.3%
Space	0	0	-7	-4	9
Connectivity	5	20	44	56	79
AI	-40	-16	-64	-17	42
당기순이익	-46	08	-49	-21	64
조정 EBITDA	38	54	66	184	313
Space	10	12	7	10	25
Connectivity	16	38	72	93	128
AI	12	3	-12	81	161

자료: 유진투자증권

SOTP 분석, 부문별 합산 가치 산정

SpaceX 기업가치 산정: SOTP Valuation

(억달러, 배)		매출		적용 PSR	부문가치		비고
		2026E	2027E		2026년 적용	2027년 적용	
Space		45	51	73.4	3,274	3,743	Rocket Lab의 27년 PSR적용
Connectivity		159	218	74.6	11,891	16,300	AST Spacemobile의 27년 PSR 적용
AI	X	14	15	6.5	92	94	Meta, Reddit의 27년 평균 PSR 적용
	Grok	23	38	29.8	676	1,132	OpenAI, Anthropic의 26년 평균 PSR 적용
	AI Compute	88	150	10.5	919	1,575	Nebius의 26~27 PSR 평균 적용
	AI 합계	124	202	-	1,687	2,801	-
합계		328	472		16,852	22,844	1조 6,852억 달러 ~ 2조 2,844억 달러

자료: 유진투자증권

Peer Valuation

(2025. 5. 29. 기준)		Rocket Lab	AST Spacemobile	Nebius	OpenAI	Anthropic	Meta	Reddit
(억달러, 배)		RKLB.US	ASTS.US	NBIS.US	(비상장)	(비상장)	META.US	RDDT.US
매출액	2026E	9	2	35	300	310	2,531	32
	2027E	13	7	120	-	-	3,018	43
영업이익	2026E	-1	-5	-11	-	-	905	12
	2027E	0	-1	-2	-	-	1,049	17
순이익	2026E	-2	-6	-7	-	-	844	10
	2027E	0	-2	-11	-	-	897	14
PSR	2026E	101.3	304.8	16.2	28.4	31.1	6.4	10.0
	2027E	73.4	74.6	4.8	-	-	5.3	7.6
PER	2026E	-	-	-	-	-	18.0	28.7
	2027E	-	-	-	-	-	16.5	21.9
EV/EBITDA	2026E	-	-	39.1	-	-	13.0	22.3
	2027E	668.7	225.8	9.0	-	-	10.6	16.1

자료: Bloomberg, 각 사, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가