

# 미국은 지금

## SpaceX(SPCX) S-1 리뷰 Part 1: 왜 상장하는가?

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀  
US Equity 박기현 kihyun.park@kiwoom.com



### Issue Brief

#### Executive Summary: 역사상 최대 IPO, 그러나 그 본질은 우주가 아닌 AI 다

2026년 5월 20일 공개된 SpaceX의 Form S-1 증권신고서는 지난 24년간 사모시장(Private Market)에 머물러온 인류 최대의 우주/AI 통합 인프라 자산이 전격적으로 공모시장(Public Market)에 편입됨을 알리는 신호탄이다. 공모가 밴드 기준 목표 시가총액 1.75조 달러(공모 규모 750억 달러 이상, 6월 12일 상장)는 사상 최고 기록을 경신하는 메가 딜로, 상장 즉시 글로벌 시가총액 Top 5~6 위권으로 직행하는 규모이다. 다만 xAI 통합 효과를 반영하여 소급 재작성된 2025년 연결 매출액(187억 달러) 대비 Trailing P/S 멀티플이 약 94배에 달한다는 점은 상당한 부담 요인이다. 이는 엔비디아(21배)의 4.5배, 마이크로소프트(10배)의 9.6배를 상회하는 전대미문의 수준이다.

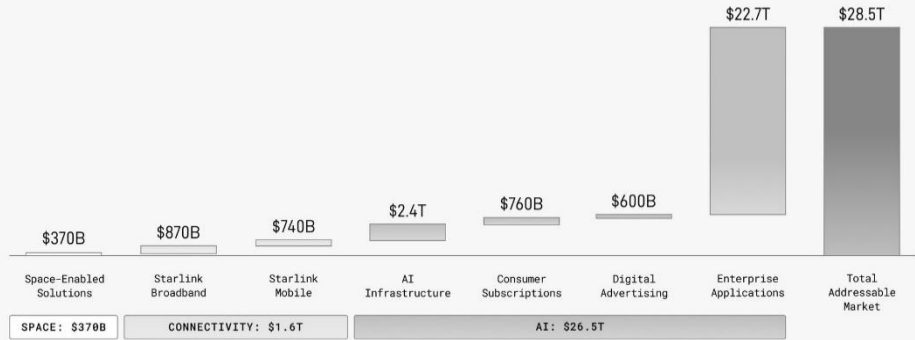
금번 IPO에 있어 중요한 점 중 하나는 왜 머스크가 지난 24년간 유지해온 SpaceX의 비상장 지위를 포기하고 IPO를 단행했는지 여부이다. 여기에는 SpaceX가 겪고 있는 자본의 한계가 강제(Push) 요인으로 작용했으며, 시장 조건이 타이밍을 견인(Pull)하는 요인으로 작용했다고 판단한다. Push 측면에서 SpaceX의 2026년 1분기 CapEx는 101억 달러로 동기간 영업활동현금흐름(CFO)의 10배에 달한다. 즉 외부 자본조달 없이는 성장할 수 없는 구조를 보유하고 있다. 또한 xAI 편입으로 인해 가지게 된 부채 부담 역시 상장을 압박한 요소이다. Pull 측면에서는 AI 인프라에 대한 시장의 우호적 밸류에이션과 Anthropic 향 450억 달러 규모의 장기 공급 계약 체결, 임박한 Starship V3 상업 운전 등이 SpaceX 경영진에게 있어 현재가 가장 적절한 상장 시점이라고 판단하게 했을 것으로 추측된다.

통상적으로 SpaceX는 우주 발사체 혹은 위성 통신 기업으로 인식되어 왔으나, 금번 제출된 증권신고서(S-1)를 면밀히 검토하면 1.75조 달러라는 고밸류에이션을 지탱하는 핵심 드라이버는 xAI 통합 법인 및 AI 하드웨어 인프라에 대한 시장의 강력한 기대감이다. 실제로 동사가 제시한 28.5조 달러 규모의 전체 유효시장(TAM)은 2025년 글로벌 GDP의 약 4분의 1에 달하는 천문학적 스케일이며, 이 중 AI 부문이 전체의 93.0%(26.5조 달러)를 독식하는 구조를 취하고 있다.

동사는 과거 우주 발사체 시장의 비용 파괴(Phase 1)와 저궤도 위성 통신망의 지배적 플레이어 안착(Phase 2)을 통해, 각각의 피어(Peer) 그룹인 우주항공·방산 및 전통 통신 업종을 압도하는 멀티플 프리미엄을 정당화해 온 트랙 레코드가 있다. 금번 IPO를 통해 SpaceX는 수직계열화된 AI 인프라 유틸리티(Phase 3)로의 완전한 패러다임 시프트를 공식 선언하고 있다. 동사 진화 모델의 실현 가능성을 지지하는 핵심 근거는 독점적인 발사·위성 제조 역량, 지상 전력 그리드 병목을 완벽히 우회하는 자체 전력 공급망(Behind-the-meter), 그리고 Terafab 반도체 자체 생산 계획 등 글로벌 하이퍼스케일러(Hyperscaler)들이 구조적으로 모방 불가능한 물리적 스택의 독점적 해자에 있다.

우리는 Part 1 보고서를 통해 SpaceX의 투자 개요 및 내러티브를 중점적으로 다루며, 후속 발간될 Part 2 리포트를 통해 사업부별 세부 재무제표 분석 및 자본시장 파급효과를 순차적으로 다룰 예정이다.

SpaceX의 사업부문별 추정 전체 유효시장(TAM)



자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

### 1. News Flow: 역사상 최대 규모의 메가 IPO 공식화

2026년 5월 20일, Space Exploration Technologies Corp.(이하 "SpaceX")가 미국 증권거래위원회(SEC)에 Form S-1 증권신고서를 정식 제출하며 글로벌 자본시장이 오랜 기간 대기해 온 메가딜의 막을 올렸다. 이번 상장 신청은 단순한 기업공개 절차를 넘어, 2002년 설립 이후 24년간 사모 시장(Private Market) 내에서만 소화되던 인류 최대의 우주·AI 통합 인프라 자산이 전격적으로 공모 시장(Public Market)으로 편입되는 역사적 분수령이다.

공모 일정은 사상 최대 규모라는 스케일 대비 매우 압축적인 타임라인으로 설계되었다. 오는 6월 4일 로드쇼(Roadshow) 개시와 함께 기관투자자 대상 딜 마케팅 및 IR이 본격화될 예정이며, 통상 7~10영업일간 진행되는 수요예측(Bookbuilding)을 거쳐 6월 11일 최종 공모가가 확정된다. 거래 개시일은 공모가 산정 익일인 6월 12일로 예고되었으며, 전통의 Nasdaq Stock Market 과 신설 Nasdaq Texas Exchange 에 동시 상장될 예정이다.

동사의 Class A 보통주에 부여될 상장 티커는 "SPCX"로 확정되었다. 총 공모 규모는 최소 750억 달러 이상으로 추정되는데, 이는 종전 역대 최대 IPO 였던 2019년 사우디 아람코의 256억 달러를 3배 가까이 상회하는 수치다. 단일 딜의 조달 규모가 미국 IPO 시장의 연간 전체 평균 조달액(약 400억~500억 달러)을 가볍게 압도하는 스케일로, 글로벌 자본시장 역사상 전무후무한 기록을 경신할 것이 확실시된다.

이처럼 파격적인 자본 조달 규모는 동사의 가파른 자본 지출 수준(분기 Capex 101억 달러, 연환산 400억 달러 이상)을 감안할 때, 기존 사모시장의 유동성 수용 한계를 명백히 초과한 결과다. 결과적으로 이번 IPO는 경영진의 전략적 선택이라기보다 투자 사이클 유지를 위해 강제된 재무적 필연에 가깝다.

공모가 밴드 기준 목표 시가총액은 1조 7,500억 달러로 책정되었다. 이는 상장과 동시에 애플, 엔비디아, 마이크로소프트의 뒤를 이어 글로벌 빅테크 밸류에이션 Top 5~6위권 진입권을 확보하는 규모다. 해당 호가는 2025년 6월 사적 시장에서 진행된 구주 tender offer(Tender Offer) 당시 인정받았던 약 4,000억 달러의 기업가치 대비 불과 1년 만에 4.4배 이상 점프한 수치다. 이는 최근 단행된 xAI 통합 법인의 내재 가치(약 1,130억 달러)와 Anthropic 향 대형 클라우드 공급 계약(연간 150억 달러 규모의 파이프라인)의 재무적 기여도가 전면 반영된 밸류에이션이다.

다만 2025년 연간 연결 매출액인 187억 달러 대비 Trailing P/S 멀티플이 무려 94배에 달하고, 여전히 연결 기준 영업적자 상태라는 점을 감안해야 한다. 본 밸류에이션은 현행 펀더멘탈보다는 동사가 제시한 28.5조 달러 규모의 전체 유효시장(TAM) 옵션 프리미엄에 선반영한 가격이라 판단한다.

지금 조달에는 월스트리트의 탑티어 투자은행(IB)들이 총동원되었다. 골드만삭스가 대표 주관사로서 전체 딜을 총괄하며, 모건스탠리, BofA 증권, 시티그룹, J.P.모건이 공동 주관사로 참여한다. 골드만삭스는 대표 주관 업무 외에도 지난 2026년 3월 체결된 200억 달러 규모의 SpaceX 브릿지론 행정 간사 역할을 겸임하고 있다. 증권신고서(S-1) 내에 상장 후 6개월 이내에 해당 브릿지론을 최우선 상환해야 한다는 의무 조항이 명시되어 있는 만큼, 공모자금의 상당 부분이 단기 부채 상환 및 대차대조표 클린업(Clean-up)에 먼저 투입될 것임을 시사한다.

상장 이후의 지배구조는 철저하게 창업자 중심의 이원적 차등의결권 구조(Dual-Class Share Structure)로 귀결된다. 공모 자본시장에 풀리는 Class A 보통주는 1주당 1표의 통상적인 의결권(One Vote per Share)을 부여받지만, 일론 머스크를 비롯한 내부 경영진이 소유한 Class B 보통주는 1주당 10표의 의결권을 행사한다.

일반적인 주주총회 안건은 단일 클래스 합산(Single Class Basis)으로 부의되나, Class B 주주들은 별도의 클래스 투표를 통해 이사회 구성원의 과반을 초과하는 51%의 이사 선출권(Class B Directors)을 독점한다. 또한 Class B 주식은 허용된 특수관계인 간의 이전을 제외하고 외부 양도 시 즉시 Class A로 자동 전환(Automatic Conversion)되는 장치를 두어, 장기적으로 잔존 Class B 주주들의 상대적 의결 지배력이 더욱 공고해지도록 설계되었다.

결과적으로 SpaceX는 상장 직후 법적으로 '통제기업(Controlled Company)' 지위를 획득하게 되며, 이에 따라 나스닥이 요구하는 엄격한 기업지배구조 요건(독립이사 과반 구성 의무, 독립적 보상위원회 설치 의무 등)의 상당 부분에서 면제 혜택을 누리며 경영진의 전권 행사를 제도화할 전망이다.

## 2. Why Public Now? — 사모시장을 통한 자본조달의 한계 도달

SpaceX가 24년간 유지해온 비상장 지위를 포기하고 IPO를 단행하는 결정은, 표면적으로는 머스크가 오랜 기간 견지해온 "공개시장 회피" 철학과 정면으로 배치된다. Musk는 그간 분기 실적에 종속되는 단기 압박, 행동주의 주주의 간섭, 그리고 Tesla 상장 경험에서 학습한 SEC와의 마찰을 이유로 SpaceX의 비상장 유지를 일관되게 옹호해왔다.

따라서 이번 IPO 결정은 자발적 선택이 아닌, **자본 소진 속도가 사모 시장의 자금 조달 CAPA 한계를 명백히 초과한 임계점에서의 불가피한 선택**으로 해석되어야 한다. 즉, "왜 지금 상장하는가"라는 질문은 "왜 더 이상 비상장 상태를 유지할 수 없는가"라는 질문으로 재정의되어야 본질에 접근할 수 있다.

**1) 자본 수요 측면 — 통제 불가능한 Capex 폭증 곡선**

자본 수요 측면에서 동사의 현금 흐름 구조는 이미 위기 신호를 보내고 있다. 2026년 1분기 기준 SpaceX의 총 Capex는 101억 달러로, 전년 동기 대비 +144% 증가했다. 이는 단일 분기 기준으로 글로벌 빅테크(Meta, Microsoft, Google)의 분기 Capex와 견줄 수 있는 수준이며, 연환산 시 400억 달러 이상의 자본 수요가 발생함을 의미한다.

특히 AI 부문 단독 Capex가 77억 달러(전체 Capex의 76%)로 전년 동기 대비 +201% 폭증했으며, 이는 xAI 통합(2026.2) 이후 COLOSSUS·COLOSSUS II 데이터센터 확장, GPU 조달(GB200·GB300), 그리고 behind-the-meter 천연가스 발전소 구축에 따른 자본 집종의 결과다. Connectivity 부문 Capex도 13.3억 달러(+64%), Space 부문 Capex 역시 10.5억 달러(+39%)로, 3개 부문 전체가 동시 가속화되고 있는 점이 구조적 부담을 가중시킨다

가장 우려스러운 지표는 Capex 대비 영업현금흐름(CFO) 커버리지가 10.4%에 불과하다는 점이다. 이는 자체 현금 창출력으로는 분기 자본지출의 10분의 1 수준만 방어 가능하며, 분기당 약 90억 달러의 결손을 외부 조달(부채 또는 자본)에 전적으로 의존해야 함을 의미하며, 통상적인 빅테크들이 Capex 대비 CFO 커버리지 80~150%를 유지하는 것과 극명히 대조되는 외생적 성장 단계(Externally-Funded Growth Phase)로의 진입을 시사한다. 2026년 1분기 투자활동 현금유출이 167억 달러에 달해 CFO의 16배 수준이라는 사실은, 이 자본조달 압박이 일시적 현상이 아닌 구조화된 적자 현금흐름 체질임을 뒷받침한다.

SpaceX 현금흐름표 요약

(단위: 백만 달러)	FY1Q26 분기 (Unaudited)	FY1Q25 분기 (Unaudited)	FY25 연간	FY24 연간	FY23 연간
영업활동현금흐름	1,047	727	6,785	5,776	4,520
투자활동현금흐름	-16,724	-4,170	-19,575	-10,796	-4,867
재무활동현금흐름	7,125	354	26,350	11,830	422
현금 및 현금성 자산의 순증감 (계산치)	-8,552	-3,089	13,560	6,810	75

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

SpaceX 자본지출(Capital Expenditure) 요약

(단위: 백만 달러)	FY1Q26 분기 (Unaudited)	FY1Q25 분기 (Unaudited)	FY25 연간	FY24 연간	FY23 연간
Space (발사체)	1,052	759	3,832	2,032	1,497
Connectivity (Starlink 위성통신)	1,332	814	4,178	3,498	2,455
AI (xAI)	7,723	2,567	12,727	5,633	463
총 자본지출 (Total)	10,107	4,140	20,737	11,163	4,415

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

## 2) 자본 공급 측면 -사모시장의 임계점 도달

자본 공급 측면에서도 사모시장의 유동성 흡수 한계가 명백히 노출되었다. 가장 결정적인 신호는 지난 2026년 3월 체결된 **200억 달러 규모의 SpaceX Bridge Loan**이다. 골드만삭스를 행정 간사로 하는 동 신디케이트 대출은 만기 2027년 9월 2일(연장 옵션 적용 시 최종 만기 2028년 3월) 구조이나, 결정적으로 "IPO 수익금 수령 후 6개월 내 상환 의무"가 명시(S-1 Liquidity 섹션)되어 있다. 즉, 브릿지론 자체가 상장을 전제로 설계된 시한성 구조이며, IPO 지연 시 리파이낸싱 부담이 즉각적으로 가시화된다. 본 대출은 xAI 통합 과정에서 유입된 고금리 다발성 부채들을 상장 직전 일원화하는 정리 작업의 일환으로 진행되었다.

여기에 동사의 누적 차입금 원금은 2026년 3월 31일 기준 291억 달러로 분기 CFO 대비 약 28배 수준에 달해 부채 부담이 펀더멘탈 한계치에 도달했다. 동사 크레딧 라인의 재무 커버넌트(Consolidated Leverage Ratio 3.75배 이내 유지)를 감안할 때 추가 부채 조달 여력은 극히 제한적이다. 유효 조달 금리(Effective interest rate)가 4.58%로 책정된 점 역시 이미 투자등급 채권 대비 상당한 크레딧 프리미엄이 가산되고 있음을 시사한다.

가장 본질적 한계는 **통합법인의 연간 자본수요가 400~500억 달러 수준으로 추정**된다는 점이다. SpaceX는 그간 2~3년 단위 텐더오퍼를 통해 평균 50~100억 달러 규모의 Secondary 자본을 사모시장에서 조달해왔으며, 2024년 12월 텐더오퍼 당시 밸류에이션 3,500억 달러, 2025년 6월 약 4,000억 달러를 기록했다. 그러나 xAI 통합 이후 통합법인의 자본수요는 사모시장의 흡수 CAPA를 **약 4~5배 초과**하는 수준에 도달했으며, Fidelity, Tiger Global, Sequoia, Saudi PIF, a16z 등 기존 Late-stage 투자자들의 펀드 사이즈로도 감당이 불가능한 규모가 되었다. 즉, 사모시장에서 추가 자본 조달이 이론적으로는 가능하더라도, **단기간 내 750억 달러 이상을 흡수할 수 있는 사모 자본 풀은 존재하지 않는다**는 것이 객관적 현실이다.

SpaceX 대차대조표(Balance Sheet) 요약

항목 (단위: 백만 달러)	FY1Q26 분기 (Unaudited)	FY25 연간	FY24 연간
현금 및 현금성자산 (Cash and cash equivalents)	15,852	24,747	11,385
<b>유동자산 총계 (Total current assets)</b>	<b>29,732</b>	<b>30,952</b>	<b>16,108</b>
유형자산 (순액) (Property, plant, and equipment, net)	53,879	42,602	21,147
<b>자산 총계 (Total assets)</b>	<b>102,094</b>	<b>92,079</b>	<b>57,062</b>
단기 차입금 및 금융리스 부채 (Debt and finance leases, current)	1,538	928	372
<b>유동부채 총계 (Total current liabilities)</b>	<b>24,436</b>	<b>21,400</b>	<b>11,791</b>
<b>부채 총계 (Total liabilities)</b>	<b>60,512</b>	<b>50,754</b>	<b>31,258</b>
상환전환우선주 (Redeemable convertible preferred stock)	7,049	38,752	20,941
<b>자본 총계 (Total shareholders' equity)</b>	<b>34,533</b>	<b>2,573</b>	<b>4,863</b>

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

### 3) 전략적 타이밍 선택 — 내러티브 정점에서의 노출

다만 "강제된 IPO"라는 표현이 모든 것을 설명하지는 않는다. 동사는 단순히 자본조달 압박에 의해 떠밀린 것이 아니라, **밸류에이션 극대화**에 유리한 **정확한 타이밍**을 선별한 것으로 평가된다.

첫째, AI 인프라 내러티브가 **정점에 근접한 시점**이라는 점이 핵심이다. NVIDIA 의 시가총액이 4 조 달러를 돌파하고, CoreWeave·Nebius 등 AI 인프라 신생주가 IPO 후 폭등을 경험한 직후의 진입은 SpaceX 에게 있어 밸류에이션 프리미엄을 극대화할 수 있는 시기에 해당한다.

둘째, Anthropic 과의 450억 달러 Cloud Services Agreement 체결(2026년 5월)이 IPO 신고(5월 20일) 단 수 주 전에 이루어진 점은 결코 우연이 아니다. 과거 연간 64억 달러 규모의 적자 블랙홀로 인식되던 AI 부문이 본 계약을 통해 자본지출에 대한 역산 ROI 산출이 가능해졌으며, 글로벌 탑티어 고객사(Hyperscaler)의 검증 효과를 확보함으로써 시총 정당성을 확보할 수 있게 되었다.

셋째, 2H26 예정된 Starship V3 의 페이로드 진입은 차세대 스타링크 배치 및 우주 데이터센터 시범 발사의 핵심 트리거이다. 상장 시점을 이 이후로 연기할 경우 이벤트 성공 시의 업사이드가 이미 선반영되어 멀티플 매력도가 감소하는 반면, 실증 단계에서 발생할 수 있는 기술적 지연 및 변동성 리스크를 IPO 가격에 전가하지 않고 '기대 수명'이 가장 길 때 시장에 노출하여 가치를 보호하려는 전략으로 판단된다.

### 4) Bottom Line — 필연과 전략의 교차점

종합하면, 이번 IPO 는 단순히 "자본조달 필요성" 또는 "내러티브 활용 전략" 중 하나로 환원될 수 없는, **두 요인이 교차하는 정밀하게 계산된 결정**이다. 한편으로는 사모시장의 흡수 한계와 부채 부담의 임계점이 IPO 를 **강제하는 push factor** 로 작용했으며, 다른 한편으로는 AI 내러티브 정점·Anthropic 계약·Starship 실증 직전이라는 시장 조건이 IPO 시점을 **유인하는 pull factor** 로 동시에 작용했다.

이러한 push-pull 메커니즘의 정렬이 정확히 2026년 5-6월에 이루어진 것은 우연이 아니며, 머스크와 경영진이 수개월에 걸쳐 정밀하게 시퀀싱한 결과로 평가된다. **결론적으로, "Why Public Now"에 대한 정답은 "지금 가장 비싸게 팔 수 있는 시점이자, 더 이상 비상장 상태로 버틸 수 없는 첫 번째 시점이기 때문"이다.** 두 시점이 일치한다는 것 자체가 동사 자본 사이클의 구조적 긴장을 단적으로 보여준다.

### 3. 밸류에이션 & 유효시장(TAM)

#### 1) 밸류에이션 - 왜 이렇게 비싼가?

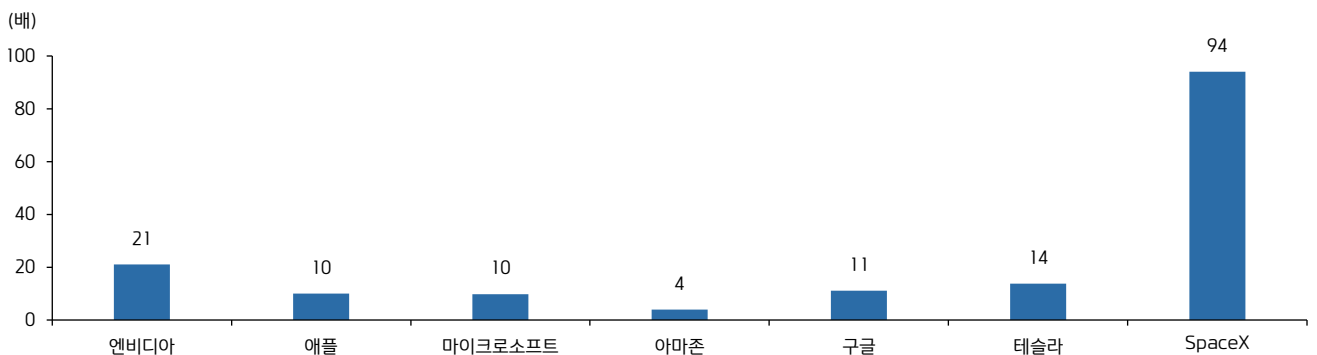
SpaceX가 제시한 목표 시가총액 1조 7,500억 달러는 단순한 가치평가(Valuation) 수치를 넘어선다. 이는 자본시장을 향해 동사를 '현재 매출 창출 기업'이 아닌 '미래 인프라 옵션의 집합체'로 프라이싱(Pricing)해 달라고 요구하는 명시적 시그널이다. 이를 정량적으로 검증하면 2025년 연간 연결 매출액(187억 달러) 대비 약 94배의 P/S(주가매출비율) 멀티플에 해당한다.

FY25 Trailing P/S 94배는 글로벌 자본시장 역사상 메가캡(시총 1조 달러 이상) 기업이 IPO 시점에 부여받은 배수 중 단연 압도적인 최고치다. 통상적인 신규 상장 기업에 적용되는 정상 매출 배수 범위(SaaS 8~15배, 빅테크 5~15배, 전통 산업재 1~3배)와 비교할 때, 동사의 희망 호가는 어떠한 전통적 밸류에이션 프레임워크로도 정당화하기 어려운 전대미문의 영역이다.

글로벌 빅테크 피어(Peer) 그룹과의 비교는 이러한 멀티플 괴리를 더욱 극명하게 드러낸다. AI 반도체 시장의 압도적 독점 사업자인 엔비디아(NVDA, P/S ~21배)는 60%를 상회하는 영업이익률을 시현하며 GAAP 기준 완벽한 흑자 구조 속에서 해당 멀티플을 인정받고 있다. 마이크로소프트(MSFT, P/S ~10배) 역시 클라우드(Azure)와 소프트웨어 기반의 다각화된 현금 창출력을 바탕으로 40%대의 고마진을 유지 중이다. 알파벳(GOOG, P/S ~11배) 또한 디지털 광고 시장의 지배력을 통해 안정적인 캐시플로우를 확보하고 있다.

이들 피어 그룹은 입증된 수익성과 펀더멘털을 보유하고 있음에도 SpaceX 대비 현저히 낮은 멀티플에 거래되고 있다. 반면 SpaceX는 분기 영업적자 19.4억 달러, 연환산 손실실이 대규모로 누적되는 적자 자산임에도 엔비디아의 약 4.5배, 마이크로소프트의 약 9.6배, 알파벳의 약 8.5배에 달하는 멀티플 정당화를 요구하는 상황이다.

주요 빅테크 및 SpaceX의 FY25 기준 Trailing P/S 멀티플 비교



자료: Bloomberg, SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

결론적으로 이러한 극단적 프리미엄을 정당화하기 위해서는 기존 밸류에이션 프레임워크 자체의 패러다임 전환이 요구된다. 즉, 동사의 공모 희망가는 현재의 재무적 펀더멘탈에 수렴하는 가격이 아니라, 동사가 제시한 28.5 조 달러 규모의 초거대 유효시장(TAM)에 대한 점진적 침투 옵션의 현재가치(PV)로 해석해야 타당하다. 이는 본질적으로 전통적 자산 평가보다 초장기 콜옵션(Long-Dated Call Option)의 프리미엄 산정 방식에 가까우며, 블랙-숄즈(Black-Scholes) 모델 관점에서의 '변동성 프리미엄'과 유사한 성격을 띤다.

시장이 SpaceX 에 1.75 조 달러의 가치를 부여한다는 것은 2030~2040 년 장기 시계에서 동사가 AI 인프라, 궤도 컴퓨팅, 우주 경제 생태계의 지배적 독점 사업자로 안착할 확률을 매우 높게(Prob ) 30~40%) 프라이싱하고 있음을 의미한다. 즉, 단기적인 숫자의 검증보다 내러티브와 머스크의 비전에 대한 신뢰도가 가치 산정의 핵심 결정인자로 작용하고 있다. 결과적으로 **동사의 목표 가치는 '현재 가치'라기보다는 '초장기 미래 가치의 할인 현가 + 머스크 실행력 프리미엄 + 내러티브 프리미엄'의 합성 가격으로 이해해야 한다.**

## 2) 유효시장(TAM) - 28.5 조 달러의 실체

증권신고서(S-1)를 통해 SpaceX가 제시한 전체 유효시장(TAM) 규모는 총 28.5조 달러에 달한다. 이는 글로벌 자본시장 역사상 개별 기업이 공식 서류에 명시한 TAM 중 단연 최대 규모다. 매크로 지표와 비교할 때 2025년 **글로벌 GDP(약 105조 달러)의 27%에 육박하며, 미국 GDP(약 28조 달러) 전체와 맞먹고 중국 GDP(약 19조 달러)를 크게 상회하는 수준**이다. 동사는 이러한 천문학적 유효시장 스케일을 밸류에이션 정당화의 핵심 논거로 활용하고 있으나, 리서치 관점에서는 가장 비판적인 검토가 요구되는 영역이다.

동사가 제시한 TAM 구조에서 가장 두드러진 특징은 AI 부문이 전체의 93.0%를 점유하는 극단적 편중성이다. 이는 SpaceX 가 외형상 '우주·통신·AI'의 삼각 축을 지향하고 있음에도 불구하고, 실제 밸류에이션의 본질은 AI 인프라 및 소프트웨어 기업으로서의 프라이싱에 집중되어 있음을 방증한다. 전통적 본업인 Space 부문은 1.3%, Connectivity 부문은 5.6%에 불과하여 두 사업부의 합산 비중은 전체 TAM 의 7.0% 수준에 그친다.

즉, 동사의 가치평가 프레임워크 내에서 로켓과 위성은 AI 라는 핵심 비즈니스를 영위하기 위한 인프라 하부구조로 재정의되고 있다. 이는 동사가 금번 IPO 를 통해 시장에 전달하고자 하는 궁극적인 메시지인 '우주항공 기업에서 수직계열화된 AI 인프라 유틸리티로의 체질 전환'과 정확히 일치하는 대목이다.

**(AI)** 세부적으로 AI 부문 내에서 기업용 애플리케이션(Enterprise Applications) 매출 잠재력이 22.7 조 달러로 전체 TAM 의 79.6%를 독식하는 구조는 정밀한 검증이 요구된다. 해당 수치는 DCO(Digital Cooperation Organization)의 2026 보고서가 정의한 '글로벌 디지털 경제 전체 규모'를 그대로 인용한 것이다.

이는 AI 뿐만 아니라 블록체인, 클라우드, 디지털 디바이스, IoT, 사이버보안, 로보틱스 등을 모두 포괄하는 광의의 개념이다. SpaceX 는 향후 생성형 AI 가 디지털 경제 전반을 재편·대체할 것이라는 공격적인 전제 하에 이를 자사 TAM 에 귀속시켰으나, 리서치 관점에서는 다소 과도한 가정이 개입된 비약으로 판단된다.

반면 AI 인프라(AI Infrastructure, 2.4 조 달러) 부문은 RAND Corporation 의 데이터센터 전력 수요 전망치(2030 년 235GW)를 기반으로 산출되어 상대적으로 가시성이 높다. 소비자 구독(Consumer Subscriptions, 7,600 억 달러)의 경우 글로벌 10 세 이상 인구(약 55 억 명)에 월 가중평균 ARPU 12 달러를 단순 대입하여 산출되었으나, 현재 SuperGrok 의 글로벌 유료 가입자 수가 약 190 만 명 수준에 불과하다는 점을 감안할 때 장기 침투율 가정의 현실성에 대한 트랙 레코드 검증이 선행되어야 한다.

**(Connectivity)** Connectivity 부문의 TAM(1.6 조 달러)은 상대적으로 정교한 산출 근거를 구축하고 있다. Starlink Broadband(8,700 억 달러)는 글로벌 18 억 가구에 지역별 가중평균 월 ARPU 31 달러를 적용한 수치다. 이는 현재 가입자 기반 데이터(1,030 만 가구/18 억 가구)를 감안할 때 장기 공급 CAPA 의 이론적 상한선에 가깝다.

Starlink Mobile(7,400 억 달러)은 글로벌 80 억 대의 모바일 디바이스에 가중평균 월 ARPU 8 달러를 기준선으로 산출되었으며, 에코스타(EchoStar) 주파수 자산 인수 완료(2027.11 예정) 이후 본격적인 침투가 가속화될 영역이다. 다만 해당 추정 모델에서 고소득 국가와 저소득 국가 간 실제 ARPU 격차가 최대 15~20 배에 달함에도 단순 가중평균 단가를 일괄 대입한 산식은 시장 침투율의 비선형적(Non-linear) 전개 특성을 반영하지 못했다는 한계가 존재한다.

**(Space)** Space 부문 TAM(3,700 억 달러)은 전사 추정치 중 가시성과 검증 가능성이 가장 높은 영역이다. 노바스페이스(Novaspace)가 2026 년 1 월 발간한 '12th Edition Space Economy Report'의 글로벌 우주 경제 규모를 벤치마크하였으며, 우주선 제조, 발사 서비스, 위성 운영, PNT(항법·타이밍), 정부 우주 예산 등을 총망라한다. 한편 동사는 S-1 서류 전반에 걸쳐 '달 경제(Lunar Economy)'의 잠재력을 강력히 피력하면서도 정량적 TAM 모델에는 이를 배제하였다. 이는 상장 이후 중장기 밸류에이션 리레이팅 모멘텀을 이끌어내기 위해 의도적으로 남겨둔 숨겨진 콜옵션으로 판단된다.

#### 4. IPO 목표 - AI 기업으로의 체질 전환

금번 IPO를 단순히 '메가캡(Mega-cap) 우주 항공 기업의 상장 이벤트'로 단편화하여 접근하는 것은 동사의 중장기 전략적 지향점을 본질적으로 오독하는 것이다. SpaceX는 지난 24년간의 사업 시계에서 총 세 차례의 근본적인 체질 전환을 단행하였다. 금번 상장은 그중 가장 파괴적인 세 번째 변곡점인 '로켓 제조사에서 우주 영토 기반의 초거대 AI 인프라 유틸리티로의 진화'를 자본시장에 공식 선언하는 구조적 절차로 해석해야 타당하다.

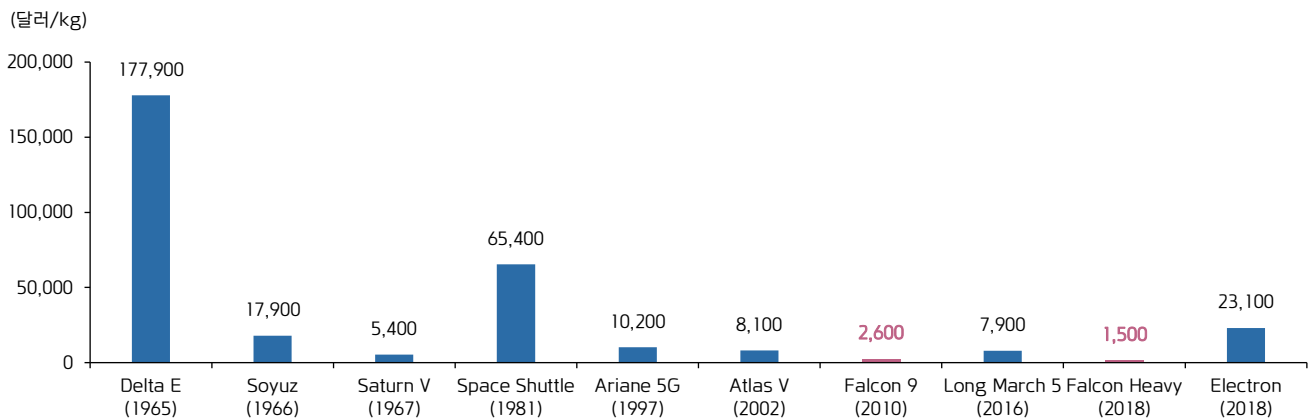
즉, 시장이 SPCX 에 부여하고자 하는 1 조 7,500 억 달러의 목표 가치는 동사를 더 이상 단순한 발사체 기업이 아닌, AWS·Azure·GCP 에 비견되는 차세대 글로벌 컴퓨팅 인프라 유틸리티 사업자로 재포지셔닝했음을 가격으로 증명하는 행위다. 이러한 패러다임의 재정의가 시장이 최종 수용하느냐 여부가 금번 IPO 성패의 본질적 척도가 될 것이다.

#### Phase 1 (2002~2018): 발사체 기업 - 우주 접근 비용의 구조적 파괴기

SpaceX 의 초기 16 년은 우주 접근 비용의 구조적 파괴라는 단일 마일스톤에 모든 역량이 집중된 시기였다. 2002 년 설립 이후 2008 년 Falcon 1 의 민간 최초 액체 연료 로켓 궤도 진입, 2010 년 Falcon 9 데뷔, 2015 년 12 월 최초의 궤도급 부스터 수직 착륙 성공, 그리고 2017 년 재사용 부스터의 상업 운영 안착으로 이어지는 전 과정은 발사 비용의 근본적 절감이라는 미션을 달성하기 위한 시련성이었다.

그 결과 과거 우주왕복선(Space Shuttle, 2011년까지 현역 활동) 시절 kg 당 65,400 달러이던 저궤도 발사 비용은 2,600 달러로 약 96% 급감(Falcon 9 기준)하였으며, Falcon Heavy 도입 시점에는 **1,500달러/kg(98% 감소)** 수준까지 가중원가가 추가 하락하였다. 이 단계의 본질은 "혁신적 발사 서비스 제공자"였으며, 매출 모델 역시 NASA, 국방부, 상업 위성 사업자 대상의 단기 발사 용역 매출이 전부였다. 이에 따라 밸류에이션 프레임워크 역시 보잉(Boeing), 록히드마틴(Lockheed Martin) 등 전통 항공우주 방산 피어 그룹의 연장선상인 방산 멀티플(Trailing P/S 1~3배) 체계 내에서 평가되었다.

지구 저궤도(LEO) 우주 발사 단가: 발사 시 탑재체(Payload) kg 당 소요 비용



자료: CSIS Aerospace Security Project (2022), Our World in Data, 키움증권 리서치

### Phase 2 (2019-2025): 위성 통신 사업자 — 영토 확장의 시기

Falcon 9 재사용 기술이 안정화되자 SpaceX 는 즉시 두 번째 전환을 시도했다. 2019년 5월 첫 60기의 Starlink 위성 발사를 시작으로, 자체 발사 인프라를 활용한 "발사 비용의 내재화 → 위성 인터넷 사업의 경제성 확보"라는 수직통합 전략이 본격화되었다. 이 단계의 핵심 통찰은 "발사 비용 우위를 외부 고객에게 판매하기보다, 내부 사업에 활용해 새로운 시장을 창출하는 것이 자본 효율이 압도적으로 높다"는 점이었다.

2026년 3월 기준 9,600기의 Starlink 위성(전 세계 가동 위성의 약 75% 점유)을 배치하며 명실상부한 **글로벌 위성 통신 사업의 지배적 플레이어**로 자리잡았고, 164개국·지역에서 1,030만 가입자를 확보했다. 이 단계에서 밸류에이션 프레임워크는 "통신 멀티플(P/S 4-8배)"로 격상되었으며, Verizon·AT&T·Comcast 등 통신주가 비교 대상으로 부상했다. Connectivity 부문은 2025년 영업이익 44억 달러를 시현하며 그룹 전체의 현금 창출원 역할을 수행하기 시작했고, 동사 밸류에이션을 단순 방산주에서 통신·기술 복합주로 끌어올린 결정적 동인이 되었다.

### Phase 3 (2026~): 수직통합 AI 인프라 유틸리티 — "Compute as Sovereignty"

2026년 2월 내재 가치 약 1,130억 달러로 평가받는 xAI의 통합을 기점으로, 동사는 세 번째이자 가장 야심찬 체질 전환을 시작했다. 이 단계의 핵심 명제는 "AI 컴퓨트는 21세기의 새로운 주권(Sovereignty)이며, 그 인프라를 통제하는 자가 AI 시대를 지배한다"는 것이다. 단순히 데이터센터를 운영하는 하이퍼스케일러를 넘어, **발사 → 위성 제조 → 데이터센터 건설 → 칩 설계·생산 → 모델 학습·서빙 → 사용자 인터페이스**에 이르는 AI 가치사슬 전체를 단일 회사가 수직통합하는 모델은 인류 역사상 전례가 없다.

이 단계에서 시장이 SpaceX에 적용해야 할 밸류에이션 프레임워크는 단일 카테고리 분류 불가능하며, **NVIDIA + Microsoft + Verizon + Boeing + TSMC의 합성 사업체**로 재인식되어야 한다. P/S 멀티플 94배라는 극단적 수치는 이러한 다중 카테고리 합성 밸류에이션의 결과로 해석되며, 동시에 모든 카테고리에서 동시에 성공해야만 정당화되는 "All-or-Nothing 베팅 구조"임을 시사한다.

#### SpaceX 사업 모델 및 밸류에이션 프레임워크 진화 경로

진화 단계	운영 기간	핵심 사업 모델 및 파이프라인	적용 밸류에이션 프레임워크
Phase 1	2002-2018	NASA 및 상업 위성 대상 발사 서비스 제공	전통 우주항공 및 방산주 (P/S 1~3x)
Phase 2	2019-2025	저궤도 위성 기반 글로벌 통신망 운영	플랫폼 및 고마진 통신·기술주 (P/S 4~8x)
Phase 3	2026~	xAI 합병 기반의 수직통합 AI 인프라 구축	다중 합성 거대 테크주 (Target P/S ~94x)

자료: 키움증권 리서치

#### 4. 수직 계열화 스택의 본질 — 단일 구조 내 5개 사업부의 결합

SpaceX가 추진하는 수직 계열화의 깊이와 폭은 글로벌 빅테크 동종업체들의 내재화 수준을 압도적으로 초월한다. 이는 동사 밸류에이션을 정당화하는 핵심 차별화 요인이다.

##### 1) 하드웨어 스택

**하드웨어 스택**의 통합은 가장 가시적이며 검증 가능한 영역이다. Raptor 엔진(자체 설계·제조) → Starship 발사체(자체 제작, 약 80% in-house) → V3 Starlink 위성(자체 설계·양산) → COLOSSUS·COLOSSUS II 데이터센터(자체 건설·운영)로 이어지는 물리적 자산의 수직 통합은, 발사 → 궤도 진입 → 데이터센터 운영의 전 과정을 단일 회사가 통제하는 **유일한 사례**다.

Bastrop, Texas 위성 공장은 자동차 제조 수준의 양산 능력(주당 약 70 기, 연간 약 3,640 기)을 보유하며, McGregor, Texas 의 엔진 시험장은 세계에서 가장 활발한 로켓 엔진 개발·테스트 시설이다. 이러한 물리적 자산의 통합은 단순한 비용 절감을 넘어, **공급망 중단 리스크 면역, 신제품 개발 사이클 단축(연 단위 → 분기 단위), 운영 최적화의 즉시성**을 가능케 한다.

##### 2) 소프트웨어/데이터 스택

**소프트웨어 및 데이터 스택**은 xAI 합병 이후 본격적인 시너지가 가시화되고 있는 영역이다. Grok 프론티어 모델(2023년 11월 Grok-1 출시 이후 약 2년 만에 GPQA Diamond 벤치마크 등에서 Frontier-level 도달)은 단순한 대화형 인공지능을 넘어 동사의 전사 데이터 자원을 통합 제어하는 핵심 추론 엔진으로 기능하고 있다. 타 플랫폼 대비 결정적인 차별화 요소는 X(舊 트위터) 플랫폼이 보유한 실시간 데이터 자산(일평균 약 3.5억 건의 포스트)이다.

이는 오픈 AI, 앤트로픽, 구글 등 경쟁사들이 확보하지 못한 실시간성, 다양성, 문맥 인지 데이터 스트림(Data Stream)이다. Grok 이 'Fact-seeking AI'를 표방하며 해당 데이터 풀을 학습과 추론 양면에 실시간으로 활용할 수 있다는 점은 모델의 신선도(Freshness)와 답변 연관성(Relevance) 측면에서 구조적 우위로 작용한다. 더 나아가 테슬라(Tesla)와 공동 개발 중인 Macrohard 에이전트 플랫폼은 디지털 워크플로우 전체를 AI 로 에뮬레이트하는 야심찬 시도로서, 상용화 성공 시 기존 B2B SaaS 시장의 가치사슬을 전면 재편할 잠재력을 보유하고 있다.

##### 3) 칩 설계 및 생산 스택

**칩 스택(Terafab 이니셔티브)**은 동사 가치사슬의 가장 상류(Upstream)를 통제하려는 최신 차원의 야심찬 베팅이다. 지난 2026년 3월 테슬라와 공동 발표한 Terafab 이니셔티브는 연간 1 테라와트(1TW, 1,000GW) 규모의 컴퓨팅 하드웨어 자체 생산을 장기 목표로 설정하였으며, 2026년 4월 인텔(Intel)의 전격 합류로 설계, 제조, 패키징을 아우르는 풀스택 역량을 내재화하겠다는 구상을 구체화하였다.

다만 동 이니셔티브는 현재 법적 구속력이 낮은 포괄적 기본 합의(General Framework Agreement) 단계에 머물러 있으며, 세부 프로젝트 일정 및 구체적인 자본지출(Capex) 계획은 미정인 상태다. 그럼에도 해당 발표가 지닌 전략적 함의는 명확하다. 엔비디아(NVIDIA) GPU 의존도를 원천적으로 탈피하고 우주 및 극지 환경에 최적화된 자체 인공지능 반도체를 개발함으로써, AI 인프라 가치사슬의 최상단을 직접 통제하겠다는 의지의 표명이다.

만약 Terafab 프로젝트가 본궤도에 오를 경우 SpaceX 는 '칩 설계/제조 → 위성 배치 → 발사 시스템 → 데이터센터 구축 → 파운데이션 모델 → 엔드유저 서비스'에 이르는 전 가치사슬을 독점 통제하는 인류 최초의 풀스택 AI 컴퍼니(Vertically Integrated AI Giant)가 될 전망이다. 다만 반도체 제조 공정은 극단적인 자본 집약도(팹당 최소 300 억~500 억 달러 소요)와 고난도 미세공정 기술력을 요구하는 영역이다. TSMC, 삼성전자, 인텔 등이 수십 년간 축적해온 학습 곡선(Learning Curve)을 단기에 추월할 수 있는지 여부는 밸류에이션 모델 상에서 가장 보수적으로 접근해야 할 미검증 옵션 가치다.

#### 4) 궁극 비전 — 궤도 AI Compute (2028~).

위 모든 스택이 수렴하는 종착점은 궤도 데이터센터(Orbital AI Compute)다. 동사는 2028년 첫 궤도 AI Compute 위성 배치를 목표로 하며, 장기적으로 **연간 100 기가와트의 컴퓨터 용량을 우주에 배치하겠다**는 목표를 명시했다. 100GW 는 2025년 미국 전체 전력 생산(4,400TWh)의 약 5분의 1에 해당하는 규모로, 이를 우주 태양광으로 공급한다는 비전이다. 지상 데이터센터의 한계 — 전력 그리드 의존, 토지 제약, 냉각수 부족, 환경 규제 — 를 모두 우회할 수 있는 구조이며, 태양광 발전 효율이 지상 대비 5배 이상이라는 물리적 이점을 활용한다.

다만 현실적으로는 (1) Starship의 풀 재사용 달성 여부, (2) 100kW/톤 수준의 위성 컴퓨터 밀도 달성, (3) 궤도 방사선 환경에서의 칩 신뢰성, (4) 우주-지상 데이터 전송 지연 등 미해결 기술 과제가 산적해 있다. 그럼에도 이 비전이 부분적으로라도 실현될 경우, 동사는 **지상 하이퍼스케일러 전체에 대한 구조적 가격 우위**를 확보하게 되며, 이것이 밸류에이션의 가장 큰 옵션 가치를 구성한다.

#### SpaceX - 인류 최초의 풀스택 AI 컴퍼니

가치사슬 단계	통제 주체	검증 상태	비고
① 칩 설계	자체 (Terafab)	● 계획 단계	Tesla + Intel 협업
② 칩 제조	자체 (Terafab)	● 계획 단계	팹 신설 필요
③ 위성 제조	자체 (Bastrop)	☑ 운영 중	주당 70기 양산
④ 발사 시스템	자체 (Falcon/Starship)	☑ 운영 중	글로벌 점유율 80%
⑤ 위성 운영	자체 (Starlink)	☑ 운영 중	9,600기·1,030만 가입자
⑥ 데이터센터	자체 (COLOSSUS I/II)	☑ 운영 중	122일/91일 만에 가동
⑦ 전력 공급	자체 (Behind-the-meter)	● 부분 가동	천연가스 + Megapack
⑧ 파운데이션 모델	자체 (Grok)	☑ Frontier-level	xAI 통합
⑨ 학습 데이터	자체 (X 실시간)	☑ 350M posts/day	경쟁사 미보유
⑩ 엔드유저 서비스	자체 (Grok/X/Macrohard)	● 일부 상용화	Macrohard 상용화 대기

자료: 키움증권 리서치

### 5. 하이퍼스케일러와의 결정적 차별성: 물리적 스택의 통제권

SpaceX의 밸류에이션 정당성을 파악하기 위해서는 표면적 비교 대상인 지상 빅테크 하이퍼스케일러(Microsoft, Alphabet, Meta)와의 구조적 차별성에 대한 정밀한 인식이 선행되어야 한다.

인프라 가치사슬 내재화 수준 비교 — 지상 빅테크 vs SpaceX

구분	지상 하이퍼스케일러 (MSFT / GOOGL / META)	SPCX (SpaceX)
컴퓨팅 인프라 (데이터센터)	자체 소유 (Owned)	자체 소유 (Owned)
위성 통신 네트워크	외부 아웃소싱 또는 부재	인하우스 통제 (Starlink 9,600 기)
우주 발사 용역 역량	부재 (None)	Falcon 9 및 Starship 자체 보유
자체 반도체 칩 설계	부분적 내재화 (TPU, MTIA, Maia 등)	Terafab 기반 설계·제조 풀스택 (계획)
전력 인프라 확보	외부 그리드 의존 (Grid-dependent)	Behind-the-meter + 우주 태양광 내재화
핵심 데이터 스트림	플랫폼 락인형 (검색 및 SNS 데이터)	X(舊 트위터) 실시간 데이터 (일평균 3.5억 건)
글로벌 커넥티비티	지상 해저 광케이블 의존	Starlink 저궤도(LEO) 위성 직접 통제

자료: 키움증권 리서치

표면적으로 지상 하이퍼스케일러들 역시 부분적인 수직 계열화를 시도하고 있다. 구글의 TPU, 마이크로소프트의 마이아(Maia), 메타의 MTIA 칩 등이 대표적이다. 그러나 이들의 수직 계열화가 파편적이고 점진적인 반면, SpaceX가 구축 중인 스택은 전면적이고 구조적이다. 가장 결정적인 차별화 요인은 다음 두 가지로 요약된다.

첫째, 우주 발사 역량과 저궤도 위성망의 인하우스(In-house) 보유는 타 빅테크가 구조적으로 모방 불가능한 독점적 진입장벽이다. 아마존이 프로젝트 카이퍼(Project Kuiper)를 통해, 구글이 중궤도(MEO) 및 정지궤도(GEO) 위성 파트너십을 통해 추격을 시도하고 있으나 발사 단가, 발사 빈도, 위성 양산 캐파 측면에서의 격차는 최소 5~10년 이상 벌어져 있다.

둘째, 전력 인프라의 자체 통제력은 AI 데이터센터 증설 경쟁에서 가장 강력한 알파(Alpha) 요인이다. 미국 전력 그리드의 송배전망 정체(2008~2023년 연평균 성장률 0.1%)와 AI 데이터센터발 전력 수요 폭증이 맞물리면서 빅테크들은 '전력 공급 병목'이라는 생존 자원의 한계에 직면해 있다. 반면 SpaceX는 (1) 자체 천연가스 발전소(Behind-the-meter) 인프라, (2) 메가팩(Megapack) ESS 저장 시스템, (3) 향후 궤도 태양광 발전으로 이어지는 3중 전력 솔루션을 확보한 유일한 사업자다.

이는 타사들이 보유하지 못한 '시간 자산(Time Asset)'으로 환산된다. 즉, 신규 컴퓨팅 클러스터를 외부 그리드 승인 대기 없이 즉각적으로 배치할 수 있는 속도 경쟁력을 의미한다. 멤피스 Colossus 1 단계를 122일 만에, Colossus II 1 단계를 91일 만에 전격 가동한 실증 레퍼런스는 업계 평균 100MW급 데이터센터 건설에 2년 이상 소요된다는 점을 감안할 때 이러한 물리적 스택 통제권의 격차를 극명하게 증명한다.

### 1) 머스크의 내러티브 명제: 물리적 스택을 통제하는 자가 AI를 통제한다

이 모든 파격적인 인프라 확장 전략의 철학적 기반은 일론 머스크가 증권신고서(S-1)에 반복적으로 명시한 다음 명제로 압축된다.

*" We believe that the key constraints in the continued growth of AI are physical - chip manufacturing, data center infrastructure, and power generation: the future of AI will be determined by the control of the physical stack. "*

해당 명제가 내포한 함의는 투자 전략 측면에서 결정적이다. 첫째, 인공지능 경쟁의 핵심 축이 알고리즘 및 파운데이션 모델(Software) 레이어에서 물리적 하드웨어 인프라 및 전력원 공급망으로 완전히 이동한다는 전제하에 SpaceX의 전사 밸류체인이 설계되어 있다. 이는 OpenAI, Anthropic 등 소프트웨어 모델 중심 기업의 가치 산정 체계와 SpaceX의 프레임워크가 본질적으로 상이한 지평에서 측정되어야 함을 시사한다.

둘째, 물리적 스택의 독점적 통제는 단순한 '단기 제조원가 우위'가 아닌 '구조적 기술 주권(Sovereignty)'의 획득으로 해석해야 타당하다. 즉, 동사 밸류에이션의 본질은 분기별 EBITDA 창출력에 수렴하는 가치가 아니라, 2030~2040년 글로벌 인공지능 인프라 자산 시장에서 누릴 주권 프리미엄(Sovereignty Premium)의 선반영이다.

셋째, 역설적으로 이 거대한 인프라 중심 명제가 온전히 작동한다는 가정하에서만 1조 7,500억 달러 시총의 정당성이 확보된다. 만약 AI 헤게모니 경쟁이 다시 모델 알고리즘 중심으로 회귀하거나 물리적 데이터센터 인프라가 급격히 범용화(Commoditized)될 경우, SPCX의 가치평가 모델은 50% 이상의 하방 압력에 직면할 위험성을 배제할 수 없다.

### 2) Bottom Line: 베팅의 본질에 대한 재정의

종합하면 SPCX IPO 공모 청약에 참여한다는 행위는 다음 6가지 핵심 명제에 동시 동의하는 시나리오 기반 베팅으로 재정의된다.

1. AI 시대의 본질적인 지속 가능 경쟁력은 모델이 아닌 물리적 인프라 스택의 통제력에서 도출된다.
2. 하드웨어 및 인프라 수직 계열화의 깊이가 깊을수록 장기적인 경제적 해자 역시 공고해진다.
3. 우주 영토는 단순한 공상적 사업 영역이 아닌, 지상 인프라의 한계를 극복할 AI 컴퓨팅의 차세대 전략 영토다.
4. 일론 머스크와 동사가 구축한 독점적 엔지니어링 조직은 이 거대한 자본 집약적 비전을 최종 실현할 실행력을 보유하고 있다.
5. 향후 10~15년의 장기 시계 내에서 동사가 글로벌 AI 인프라 유틸리티 시장의 독점적 지배 사업자로 안착할 확률이 최소 30% 이상이다.
6. 이 모든 낙관적 및 모험적 시나리오의 기댓값이 현재 제시된 1.75조 달러라는 공모 호가에 적절히 할인되어 반영되어 있다.

상기 6가지 구성 명제 중 단 하나라도 매니저의 투자 가설에서 부정될 경우, 1.75조 달러의 가치 책정은 정당성을 확보하기 어렵다. 또한 이 명제들은 당장 정량적 입증이 가능한 자산 체력의 영역이 아니라 미래 신념, 비전, 그리고 초장기 시계에 대한 베팅의 영역에 속한다. 결국 SpaceX에 대한 투자는 동사의 현행 재무제표가 아닌 '2035년 이후의 실현 가능한 미래 가치'에 대한 초장기 옵션 매수 행위다. 해당 옵션의 행사가격은 1.75조 달러이며 만기는 무한대(Perpetual), 그리고 수반되는 변동성은 극단적인 아웃라이어 성격을 띤다.

투자자에게 요구되는 핵심 역량은 이 옵션 자산의 시간 가치(Time Value)를 정교하게 산정하는 프레임워크의 보유다. 즉, 이미 궤도에 오른 Phase 1·2의 검증된 트랙 레코드와 아직 안개 속에 가려진 Phase 3의 미검증 야망을 철저히 분리하여 층위별로 가격을 매기는 냉정한 분석 능력이 요구된다.

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 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.