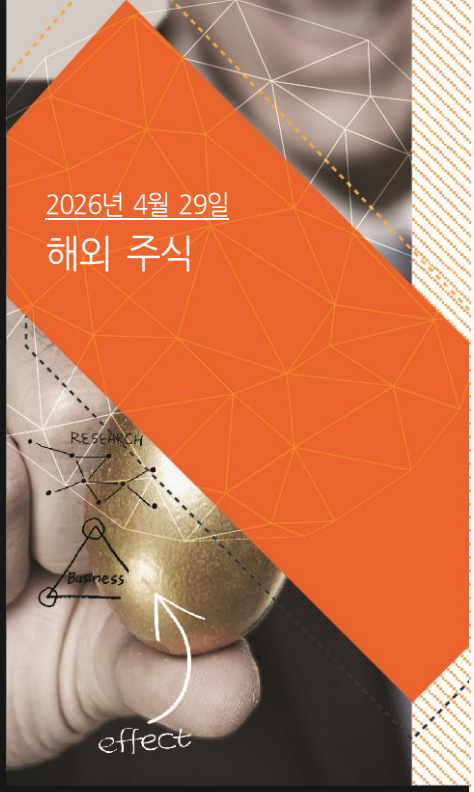


2026년 4월 29일

해외 주식

▶해외주식 한상희, CFA
sanghi.han@hanwha.com
3772-7695

해외주식 박제인
jane8314@hanwha.com
3772-7380

한화투자증권

미국 주식

스페이스X 상장이 셀온으로 이어질 가능성은 제한적

4월 1일, 스페이스X가 SEC에 비공개 상장 신청서를 제출했습니다. 나스닥 상장은 6월 중으로 알려져 있으며, 5월에 재무정보가 공개될 예정입니다. 스페이스X의 2025년 매출액은 약 185억 달러 이상, 영업적자는 50억 달러로 추정됩니다. 예상보다 큰 적자로 재무제표 공개 및 상장 후 매도세 유입 우려가 있습니다. 우리의 생각은 다른데, SEC 제출 서류에 명시된 2025년 연간 실적에는 2026년 2월에 인수한 xAI의 실적이 반영됐기 때문입니다. SpaceX의 TAM(4월 13일 'Would you bet on 우주?' 참조)에서 스타링크를 궤도에 올릴 때 지출한 2025년 비용(95억 달러)을 구했는데, 이는 스페이스X 로켓의 고객이 지출하는 상업 단가를 적용한 것입니다. 스페이스X의 내부 마진율을 고려하면 비용은 감소할 수 있습니다. 상장 과정에서 본업의 수익성이 견조하다는 점이 확인되면, 스페이스X의 상장은 우주 산업 전반에 대한 관심 확대 및 관련 기업들의 리레이팅으로 이어질 전망입니다.

xAI 사업 손실에 따른 전사 수익성 희석

스페이스X가 IPO를 위해 등록한 서류는 비공개이지만, 관련된 수치가 일부 공개됐다. 2025년 스페이스X 매출액과 순손실이 각각 185억 달러, 50억 달러로 보도됐다. 스타링크 매출은 114억 달러로 추정된다. xAI는 2026년 2월에 스페이스X에 인수됐기 때문에 원칙상 2025년에는 반영되지 않아야 하지만, IPO를 위한 재무제표에는 xAI 인수 이후의 통합법인의 수치가 포함됐다.

2025년 xAI가 속해있는 AI 사업부는 64억 달러의 영업 손실을 기록했다고 알려져 있는데, 스타링크의 영업이익을 상쇄한다고 판단된다. xAI의 2025년 3분기 매출은 1.7억 달러였는데, 분기 순손실은 14.6억 달러를 기록했다. xAI 사업은 매출 규모가 제한적인 단계이며, 인프라 구축 및 개발 비용이 외형 확대를 앞서는 구조다. AI 사업부가 스페이스X의 회사의 이익률을 낮추는 것으로 해석되지만, 스페이스X 본업의 수익성 악화로 단정짓기는 어렵다.

재사용 기술 기반 내부 발사 비용 절감, 스타링크 수익성은 견조할 것

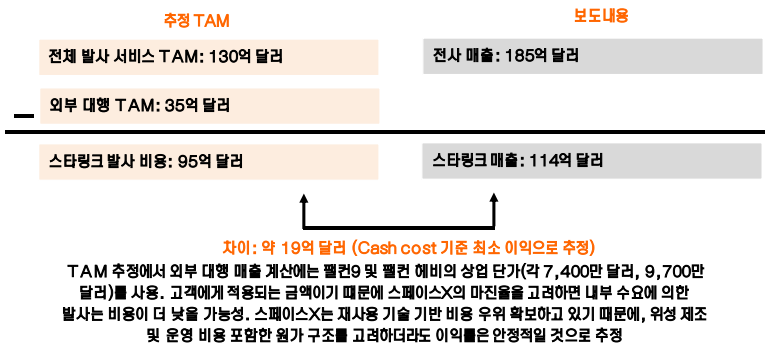
연간 발사 횟수와 단가를 곱해 추정한 2025년 로켓 발사 서비스 시장 TAM은 148억 달러, 스페이스X의 TAM은 130억 달러였다. 스페이스X는 외부 요청에 의한 발사 대행 외에도, 자사 스타링크 위성을 궤도에 올리기 위한 발사도 수행한다. 내부 수요를 제외한 스페이스X의 발사 서비스 TAM은 35억 달러였다.

스페이스X의 전체 TAM과 외부 대행 TAM의 차이는 95억 달러다. 이 격차를 스타링크 발사 비용으로 추정할 수 있다. 실제 스타링크 매출액 114억 달러와의 차이는 약 29억 달러(Cash Cost 기준)다. TAM을 계산할 때 적용한 팰컨9 및 팰컨 헤비의 발사 단가(각각 회당 7,400만 달러, 9,700만 달러)는 고객에게 적용되는 상업 단가(최소 시작 가격)이며, 스페이스X의 마진율을 감안하면 내부 발사는 더 낮은 비용으로 수행될 수 있을 것으로 기대된다 (다음 페이지 계속).

스페이스X의 로켓이 재사용 기술을 기반으로 발사 비용 구조에서 경쟁 우위를 확보하고 있는 것도 스타링크 위성 발사 비용이 고객 단가보다 낮을 것으로 보이는 이유다. 2020년 5월 일론 머스크는 팰컨9의 최적 재사용 시나리오에서의 한계 발사 비용을 1,500만 달러로 언급한 바 있다. 한계 비용은 발사 횟수를 1회 추가할 때 들어가는 금액을 의미하며, 스페이스X는 재사용 기술을 통해 이것을 절감하고 있다. 2026년 3월에 팰컨9의 1단 부스터를 34번째 재사용하는 기록을 세웠다. 위성 제작, 운영 비용 및 감가상각비를 포함한 손익계산서 상의 원가 구조를 감안하더라도, 위성 사업의 이익률은 TAM으로 계산한 격차 대비 양호할 확률이 크다.

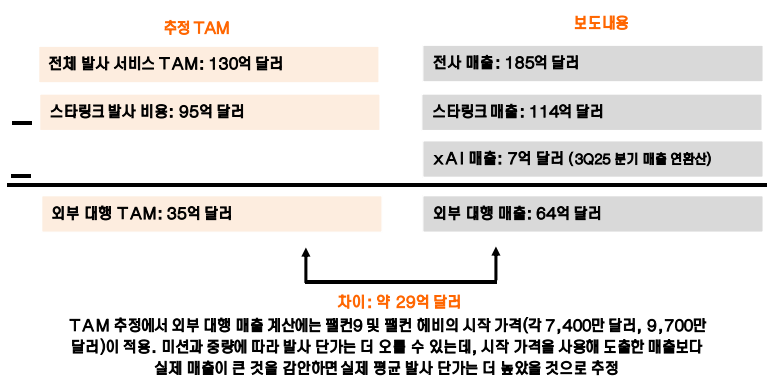
우리가 추정한 스페이스X의 2025년 외부 발사 서비스 TAM은 35억 달러였고, 실제 매출액은 64억 달러였다. 64억 달러는 전체 185억 달러에서 스타링크 매출 114억 달러와 xAI 연간 매출 7억 달러를 제외해서 구했다. 도출한 TAM과의 차이는 약 29억 달러다. 미션과 중량에 따라 단가는 더 오를 수 있으므로, 최소 시작 가격을 사용해 도출한 매출보다 실제 숫자가 클 것이다. 외부 고객을 위한 평균 발사 단가가 최소 시작 가격보다 비쌌을 것이기 때문에 수익성은 시장의 예상보다 높은 것으로 해석될 수 있다.

[그림1] 2025 년 스페이스 X 매출 및 수익성 추정



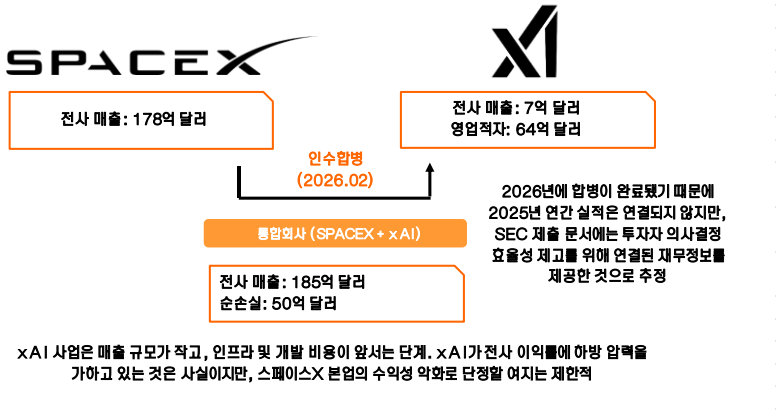
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2025 년 스페이스 X 외부 대행 매출 추정과 보도 내용과의 차이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 스페이스 X 의 xAI 인수에 따른 재무구조 통합



자료: 한화투자증권 리서치센터

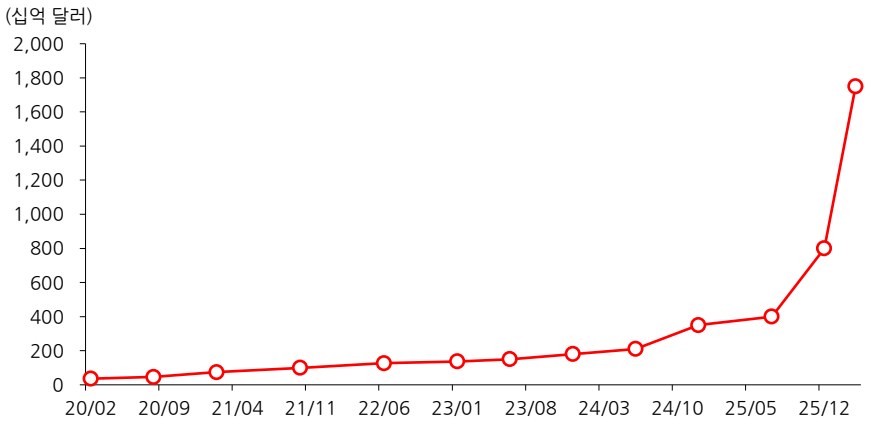
[표1] 스페이스 X 상장 타임라인

날짜	이벤트	내용
4월 1일	SEC 비공개 예비심사 신청	기밀 유지 증권신고서 제출
4월 21~23일	기관투자자 비공개 미팅	주요 기관 투자자 대상 초기 사업 설명회 진행
5월 15일~22일 (예정)	증권신고서 일반 공개	스페이스X 전체 재무제표 및 xAI 합병 관련 세부 회계 지표 최초 대중 공개
5월 말-6월 초 (예정)	IPO 로드쇼	전 세계 10여 개국 대상 순회 설명회
6월 11일 (예정)	소매투자자 행사	리테일 포함 대규모 투자자 대상 행사
6월 중순-6월 말 (예정)	나스닥 상장	목표 밸류에이션 1.75조 달러, 공모 규모 750억 달러 주관사: BofA·골드만삭스·JP모건·모건스탠리 등

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

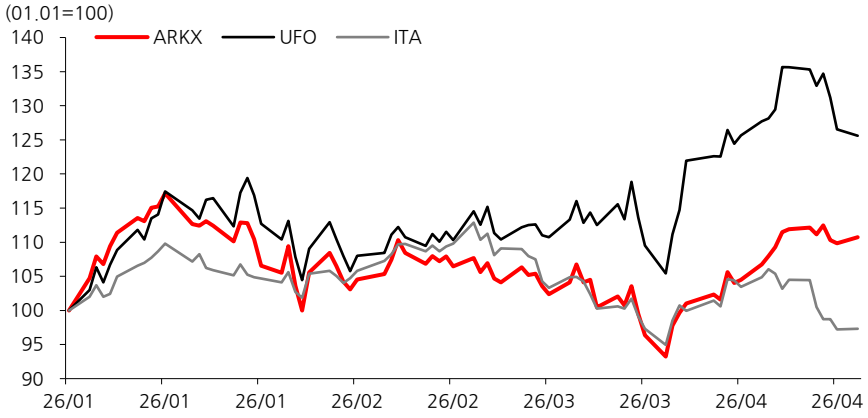
[그림4] 스페이스 X 기업가치 밸류에이션 추이

IPO 직전 진행된 직원 소유 주식 매입 당시 평가 받았던 기업가치는 8,000억 달러



주: 투자 유치 라운드에서의 기업가치 평가액, 공개매수, 2차 매각 등에서 형성된 가격 표시. 2026년 4월 1.75조 달러는 목표치
자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 주요 항공우주 ETF 연초대비 상대주가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

순수 우주 비중이 높았던 순서로 YTD 수익률 양호

[Compliance Notice] (공표일: 2026 년 4 월 29 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상희, 박제인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2026 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%