

미국은 지금

SpaceX(SPCX) S-1 리뷰 Part 2: 사업부별 재무 현황

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



Issue Brief

Overview

Part 1에서 SpaceX의 상장(IPO) 추진이 지닌 매크로적 의미와 1.75 조 달러 밸류에이션을 뒷받침하는 내러티브 구조를 점검했다면, Part 2에서는 동사의 실질 재무 데이터의 구조적 특성과 상장 이후 자본시장에 미칠 파급효과를 객관적으로 분석하고자 한다.

분기 100억 달러 이상의 CapEx 집행 및 연환산 170억 달러를 상회하는 손실을 시현 중인 동사의 재무 프로파일 특성상, 전통적인 평가 방식을 적용한 적정 가치 산정은 실효성이 낮다고 판단한다. 따라서 Part 2의 목적은 1.75 조 달러라는 시장 호가의 정당성 논박이 아니다. 밸류에이션은 시장의 영역이며, 당사의 목적은 동사의 재무·사업·자본구조 현황을 객관적으로 추적하여 투자자들에게 정교한 가시성을 제공하는 데 집중되어 있다.

1. SpaceX 전사 재무제표 분석

[Key Findings & Analysis]

1) Top-line 성장세를 압도하는 비용 증가 (영업적자 전환)

SpaceX의 1Q26 매출액은 46.9억 달러로 YoY +15.4%의 견조한 성장세를 유지했으나, 동기간 총비용이 YoY +64% 급증하며 극단적인 **부정적 영업레버리지** 구간에 진입했다. 매출 절대액 증가분(+6.3억 달러) 대비 총비용 증가폭(+26억 달러)이 가파르게 상회함에 따라, 영업이익은 전년 동기 흑자(0.27억 달러)에서 -19.4억 달러로 적자 전환했으며, 이에 따라 영업이익률(OPM)은 -41.4%(YoY -42.1%p)로 크게 악화되었다.

2) 매출액 대비 R&D 비중의 가파른 상승

비용단에서 가장 유의미한 변동은 연구개발비(R&D)의 기하급수적 팽창이다. 매출액 대비 R&D 비중은 FY2024 24.7% → FY2025 46.3% → Q1 2026 74.9%로 매년 가속화되는 추세이다. 이는 글로벌 빅테크 평균(MSFT ~13%, GOOGL ~15%, META ~27%)을 무의미하게 만드는 수준의 극단적 Outlier 데이터이다. 핵심 동인은 ① xAI 통합에 따른 Grok 모델 학습 비용 반영, ② Starship V3 양산 체제 전환 비용, ③ V3 위성 및 COLOSSUS II 인프라 관련 선행 R&D의 동시 다발적 집행에 기인한다.

3) 대규모 Capex에 따른 감가상각비(D&A)의 본격적인 P&L 훼손 시작

1Q26 감가상각비(D&A)는 24.4억 달러를 기록, 분기 매출액의 52%를 잠식하기 시작했다. 이는 지난 18개월간 누적된 약 350억 달러 이상의 대규모 Capex가 본격적으로 비용화(P&L 반영) 단계에 진입했음을 의미한다. 특히 내구연한이 짧은 GPU(통상 3년 상각) 및 위성 자산(통상 5년 상각)의 자산 특성을 고려할 때, 최근 Capex 증가율(YoY +144%)의 가속화는 향후 2026~2027년 감가상각비 부담의 하방 경직성을 강하게 지지할 전망이다.

4) 일회성 비용 반영 및 영업외 구조 악화

기타손실(순) -18.8 억 달러(YoY +789%)로 영업외단 변동성이 확대되었다. 주요 요인은 ① X(구 트위터) 지분법 평가 및 보유 디지털 자산 평가손실, ② 200 억 달러 규모의 Bridge Loan 차환 과정에서 발생한 기존 xAI 고금리 부채(12.5% Senior Secured Notes 등)의 조기 상환 비용(일회성)이 반영된 결과이다. 이자비용 역시 YoY +48.5% 증가한 6.6 억 달러를 기록했으며, 신규 Bridge Loan(유효이자율 4.58%) 실행에 따라 분기당 7~8 억 달러 수준의 이자 부담이 고착화될 것으로 판단된다.

[Implications: 적자 구조의 성격 및 시차 메커니즘]

5) Bottom-line 적자의 본질: 운영 효율성 실패가 아닌 '선행 투자의 집중'

1Q26 순손실 42.8 억 달러의 Run-rate(연환산) 기준 손실 규모는 약 170 억 달러 수준이며, 일회성 차환 비용을 제외한 Normalized 손실 역시 연간 120~140 억 달러 규모로 추정된다. 다만 본 적자는 매출 부진이나 운영비용 통제 실패에 따른 전통적 부실 적자와는 결을 달리한다. 원가율(GPM 49.1%) 및 Top-line 성장세는 여전히 견고하며, 적자의 본질은 R&D 와 D&A 라는 두 가지 선행투자성 고정비가 매출 성장 속도를 일시적으로 압도한 데서 비롯된다.

6) 시차(Time Lag) 효과에 따른 리스크 요인

과거 집행된 대규모 Capex 가 시차를 두고 P&L 에 반영됨에 따라, 향후 고정비 부담이 중장기적인 마진을 개선의 하방 압력으로 작용할 전망이다.

- **감가상각비(D&A)의 계단식 증가:** 최근 Capex 급증세(YoY +144%)를 감안할 때, 자산화된 인프라 인식이 본격화되는 2026~2027년 분기 D&A는 35~40억 달러 수준까지 순차적으로 가중될 궤도에 진입함. 특히 자산 내용연수가 짧아 비용화 속도가 빠르다는 점이 부담 요인임
- **3중 고정비 부담에 따른 적자 기초 장기화 리스크:** Top-line의 가파른 성장이 수반되지 못할 경우, [R&D + D&A + 이자비용]으로 구성된 고정비 부담이 동시 다발적으로 작용하며 구조적 적자 기초가 장기화될 우려가 존재함. 향후 턴어라운드의 핵심 요체는 이러한 고정비 증가세를 상회하는 Connectivity 및 AI 부문의 매출 가시성 확보 타이밍이 될 것으로 판단함

SpaceX 손익계산서 요약

Income Statement Highlights						(단위: \$M)
항목	FY2023	FY2024	FY2025	Q1 2025	Q1 2026	YoY (Q1)
매출 (Revenue)	10,387	14,015	18,674	4,067	4,694	15.40%
매출원가 (COGS)	6,110	7,996	9,451	1,962	2,388	21.70%
▶ Gross Profit	4,277	6,019	9,223	2,105	2,306	9.50%
▶ Gross Margin	41.20%	43.00%	49.40%	51.80%	49.10%	-2.7%p
R&D	2,105	3,464	8,643	1,557	3,514	125.70%
▶ R&D / 매출	20.30%	24.70%	46.30%	38.30%	74.90%	+36.6%p
SG&A	1,665	1,813	2,644	493	746	51.30%
▶ SG&A / 매출	16.00%	12.90%	14.20%	12.10%	15.90%	+3.8%p
Restructuring & Impairment	4,012 ¹	276	525	28	-11	NM
영업이익 (Operating Income)	-3,505	466	-2,589	27	-1,943	NM
▶ 영업이익률	-33.70%	3.30%	-13.90%	0.70%	-41.40%	-42.1%p
이자비용 (Interest Expense)	-1,693	-1,580	-1,945	-447	-664	48.50%
이자수익 (Interest Income)	249	371	492	117	213	82.10%
기타손익 순 (Other, net)	-42	985	-177	-211	-1,876	789%
세전손익 (Pre-tax Income)	-4,991	242	-4,219	-514	-4,270	NM
법인세 (Tax)	(363) ²	(549) ²	718	14	6	-
순손실 (Net Loss)	-4,628	791	-4,937	-528	-4,276	710%
▶ 순이익률	-44.60%	5.60%	-26.40%	-13.00%	-91.10%	-78.1%p

¹ FY2023 Restructuring & Impairment \$4,012M = X(舊 Twitter) 브랜드 무형자산 상각 \$3,775M + 인력 구조조정 비용 \$237M

² 법인세 마이너스(-)는 세금 환급/이연법인세 자산 인식 (benefit)

³ FY2024 일시 흑자 전환은 ① 2023년 대규모 impairment 종료, ② Connectivity 부문 본격 흑자 진입의 합산 효과

⁴ R&D / 매출 비율의 폭발적 상승(20% → 75%)이 영업적자 전환의 핵심 동인 — 글로벌 빅테크(META 27%, GOOGL 15%, MSFT 13%) 대비 명백한 아웃라이어

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

SpaceX 현금흐름표 요약

Cash Flow Highlights						(단위: \$M)
항목	FY2023	FY2024	FY2025	Q1 2025	Q1 2026	YoY (Q1)
영업활동현금흐름 (CFO)	4,520	5,776	6,785	727	1,047	44.00%
▶ CFO / 매출	43.50%	41.20%	36.30%	17.90%	22.30%	4.40%p
투자활동현금흐름	-4,867	-10,796	-19,575	-4,170	-16,724	301%
▶ 자본지출 (Capex) ⁵	-4,415	-11,163	-20,737	-4,140	-10,107	144.10%
▶ 기타 투자 ⁶	-452	367	1,162	-30	-6,617	NM
재무활동현금흐름	422	11,830	26,350	354	7,125	NM
▶ 차입 (Debt Issuance)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,000 ⁷	-
▶ 자본 조달 (Equity)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-
분기 현금 순증감	75	6,810	13,560	-3,089	-8,552	-
Free Cash Flow (FCF) ⁸	105	-5,387	-13,952	-3,413	-9,060	-
▶ FCF Margin	1.00%	-38.40%	-74.70%	-83.90%	-193.00%	-
CFO / Capex 커버리지	102.40%	51.70%	32.70%	17.60%	10.40%	-

⁶ Q1 2026 기타 투자 \$6,617M = 디지털자산 매입 + 단기 투자 + 인수합병 관련 현금 유출

⁷ Q1 2026 차입 \$20B = SpaceX Bridge Loan (2026년 3월 체결, IPO 후 6개월 내 상환 의무)

⁸ Free Cash Flow = CFO - Capex (Maintenance + Growth Capex 합산)

⁹ CFO/Capex 커버리지의 가파른 하락(102% → 10%)이 IPO를 강제할 가장 결정적 지표

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

SpaceX 자본 배분 현황

Capital Allocation Summary						(단위: \$M)
항목	FY2023	FY2024	FY2025	Q1 2025	Q1 2026	YoY (Q1)
자본지출 (Capex) 부문별						
▶ Space (발사체)	1,497	2,032	3,832	759	1,052	38.60%
▶ Connectivity (Starlink)	2,455	3,498	4,178	814	1,332	63.64%
▶ AI (xAI)	463	5,633	12,727	2,567	7,723	200.86%
총 Capex	4,415	11,163	20,737	4,140	10,107	144.00%
▶ AI Capex 비중	10.50%	50.50%	61.40%	62.00%	76.40%	14.4%p
▶ Capex / 매출	42.50%	79.60%	111.00%	101.80%	215.30%	113.50%p
R&D 부문별						
▶ Space	1,538	1,835	3,004	526	930	76.81%
▶ Connectivity	381	453	575	123	205	66.67%
▶ AI	186	1,176	5,064	908	2,379	162.00%
총 R&D	2,105	3,464	8,643	1,557	3,514	125.69%
감가상각비 (D&A)						
▶ D&A / 매출	n.a.	n.a.	n.a.	1,275	2,442	91.50%
▶ D&A / 매출	n.a.	n.a.	n.a.	31.30%	52.00%	20.70%p

^{1 0} FY2023 R&D 부문별 분해는 일부 추정치 포함 (S-1 부문별 disclosure 가 FY2024 부터 본격 공시)

^{1 1} Capex / 매출 비율 215%는 글로벌 어떠한 빅테크보다도 높은 수준 — MSFT (~35%), META (~40%), GOOGL (~25%) 대비 절대적 아웃라이어

^{1 2} AI Capex 비중 76% = SPCX는 회계상 AI 인프라 기업으로 명백히 재정의됨

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

SpaceX 유동성 현황 & 차입금 및 자본 구조

Liquidity & Debt Position					(단위: \$M)
항목	FY2024	FY2025	Q1 2026	변화 (QoQ)	
현금 및 현금성자산	11,385	24,747	15,852	-\$8.9B	
단기투자 (Short-term Investments)	n.a.	n.a.	n.a.	—	
총 유동성 (Total Liquidity)	11,385	24,747	15,852	-36%	
단기 차입금	372	928	1,538	66%	
장기 차입금	n.a.	n.a.	n.a.	—	
총 차입금 원금^{1 3}	약 13,000	약 15,000	29,074	93%	
▶ SpaceX Bridge Loan ^{1 4}	—	—	20,000	신규	
▶ SpaceX Credit Facility	n.a.	n.a.	n.a.	—	
▶ 기타 차입	n.a.	n.a.	n.a.	—	
상환전환우선주 ^{1 5}	20,941	38,752	7,049	-82%	
자본총계 (Equity)	4,863	2,573	34,533	1243%	
Net Debt^{1 6}	약 1,615	약 (9,747)	약 13,222	부채 우위 전환	
분기 Cash Burn	n.a.	n.a.	-8,552	—	
Cash Runway^{1 7}	—	—	약 1.85 분기	—	
가중평균 이자율	n.a.	n.a.	4.58%	—	
Consolidated Leverage Ratio ^{1 8}	n.a.	n.a.	약 2.8x	한도 3.75x	

^{1 3} 총 차입금 원금 \$29.1B = S-1 Liquidity 섹션 명시 (Q1 2026 3월 31일 기준)

^{1 4} Bridge Loan \$20B = 2026년 3월 골드만삭스 administrative agent 신디케이트 대출, IPO 수익금 수령 후 6개월 내 상환 의무 명시

^{1 5} FY2025 말 \$38.8B → Q1 2026 \$7.0B 로 급감 = xAI 합병 시 발행된 우선주의 보통주 전환 효과

^{1 6} Net Debt = 총 차입금 - 현금성 자산 (FY2025 말까지는 현금이 부채를 상회하여 음의 Net Debt 이었으나, Q1 2026 부채 우위로 전환)

^{1 7} Cash Runway = 현금성자산 \$15,852M ÷ 분기 Cash Burn \$8,552M = 약 1.85 분기 → IPO 없을 시 6개월 내 유동성 위기

^{1 8} Consolidated Leverage Ratio 약 2.8x = 총 부채 / TTM Adj. EBITDA 추정치 (한도 3.75x 대비 잔여 여력 제한적)

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

2. SpaceX 사업부별 실적 분석

SpaceX는 회계상 단일 법인이나, 실질적으로는 성숙 단계와 손익 구조가 상이한 3개 사업부의 결합체로 파악해야 한다. 따라서 연결 손익 중심의 단편적인 접근은 동사의 실질 펀더멘탈을 왜곡할 소지가 다분하며, 부문별 실적 분해를 통한 입체적인 진단이 요구된다.

현재 동사의 자본 배분 구조를 보면, 현금 창출원(Cash Cow)과 자본 소진처(Capital Consumer)가 극단적으로 이원화된 비대칭 구조가 관찰된다. Top-line 기여도는 Connectivity(Starlink)가 69.4%로 압도적인 반면, 분기 자본지출(Capex)의 76.4%는 AI(xAI) 부문이 흡수하는 형태이다.

[사업부별 성숙도 및 손익 구조 특성]

- **Space (발사 서비스) — 내부 수요 전환에 따른 P&L 과도기**
 - 차세대 라인업(Starship V3)에 대한 R&D 집중 투자와 자사 위성 발사 등 캡티브(Captive) 중심의 운용으로 인해, 외부 고객 대상의 실질 P&L 기여도 및 마진 가시성은 일시적으로 약화된 전환기 국면임
- **Connectivity (Starlink) — 성숙기 진입 전 단계의 Cash Cow**
 - 안정적인 가입자 락인(Lock-in) 효과를 바탕으로 전사 외형 성장을 견인 중이며, 펀더멘탈을 지지하는 핵심 현금 창출원 역할을 수행
- **AI (xAI 통합) — 선행투자가 집중되는 절대적 초입 단계**
 - Grok 모델 고도화 및 인프라 구축을 위해 막대한 선행 자본지출(Capital Burn)이 일어나는 단계로, 최근 전사 P&L 훼손 및 적자 확대를 야기하는 주된 요인

SpaceX Space(발사 서비스) 사업부 손익계산서 및 주요 운영 지표

Income Statement							(단위: \$M)	
항목 (Costs and expenses)	Q1 2026	Q1 2025	% Change	FY2025	% Change	2024	% Change	FY2023
매출액 (Revenue)	619	865	-28.40%	4,086	7.60%	3,796	6.70%	3,557
매출원가 (Cost of revenue)	281	297	-5.40%	1,352	-12.20%	1,541	-7.60%	1,669
연구개발비 (Research and development)	930	526	76.80%	3,004	63.70%	1,835	19.30%	1,538
판매비와관리비 (SG&A)	70	88	-20.50%	349	-6.90%	375	7.00%	351
손상차손 (Impairment)	—	24	NM	38	61.50%	24	NM	—
총 영업비용 (Total costs and expenses)	1,281	935	37.00%	4,743	25.70%	3,775	6.10%	3,558
영업손익 (Loss from operations)	-662	-70	845.70%	-657	NM	21	NM	-1
주요 운영 지표								
궤도 진입 중량 (Metric Tons)	556	450	23.56%	2,213	30.25%	1,699	40.41%	1,210
발사 횟수 (회)	40	38	5.26%	170	23.19%	138	40.82%	98
부문 영업이익(손실)	-662	-70	적자지속	-657	적자전환	21	흑자전환	-1
부문 조정 EBITDA (Adj. EBITDA)	-351	224	적자전환	653	-43.41%	1,154	15.75%	997

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

2-1. Space (발사 서비스) — Captive 비중 확대에 따른 P&L 과도기

[실적 총평: 캡티브(Captive) 채널 집중 및 자본 재배분에 따른 외형 착시]

Space 사업부는 글로벌 발사체 시장 점유율 80%를 상회하는 독점적 지위에도 불구하고, 1Q26 Space 부문 매출액은 6.2 억 달러로 YoY -28.4% 역성장하였으며, 영업손실은 -6.6 억 달러로 전년 동기(-0.7 억 달러) 대비 적자폭이 크게 확대되었다. 다만, 본 외형 위축은 글로벌 발사 수요 둔화가 아닌, 자체 사업(Starlink 위성 배치) 향 내부 CAPA 할당 증가에 기인한 회계적 착시로 판단된다. 1Q26 총 발사 횟수(Starship 시험 비행 포함 40 회, YoY +11%) 및 총 탑재중량(Mass to Orbit, 556 톤, YoY +24%) 등 실질 가동 지표는 오히려 강화 추세이다.

외부 고객 발사가 전년 동기 12 회에서 7 회로 감소(-41.7%)한 반면, 내부 Starlink 용 발사는 24 회에서 33 회로 증가(+37.5%)하면서 내부 발사 비중이 82.5%(YoY +15.5%p)까지 급증했다. 동 부문이 대외 매출 중심의 P&L 창출원에서 전사 밸류체인을 지지하는 인프라 인에이블러로 전환되는 과도기 국면임을 시사한다. 외부 상업 발사 시 kg 당 약 \$2,700~3,000 수준의 매출이 즉시 인식되나, 내부 활용 시 발사 매출은 연결 조정으로 제거된다. 그러나 이는 단기 대외 매출의 기회비용을 활용하여 전사 수직계열화 뼈대를 확장하고, 향후 수년간 고마진 가입자 매출(ARPU)을 창출할 위성 자산을 축적하는 의도적 전략이므로 장기 기업가치 훼손으로 보기 어렵다.

[리스크 요인: 차세대 라인업 고도화에 따른 R&D의 비선형적 가속화]

Space 사업부 영업적자 확대의 본질적 요인은 Starship 플랫폼 양산 및 성능 고도화 단계 진입에 따른 R&D 비용의 비선형적 팽창이다. 1Q26 R&D 비용은 9.3 억 달러(YoY +76.8%)를 기록했다. 연구개발비 증가의 주요 증분 요인은 ① Raptor 엔진 램프업 및 V3 부스터 양산화 전환에 따른 생산 비용(+194M), ② 구조 설계 개선 및 신소재 도입 관련 엔지니어링 비용(+95M), ③ 테스트 비행 빈도 증대에 따른 직접 비용(+62M)으로 분해된다.

연도별 R&D 추이는 FY2024 18.4 억 달러 → FY2025 30.0 억 달러 → Q1 2026 Run-rate(연환산) 기준 37.2 억 달러 구조로 가파른 우상향 궤적을 그리고 있다. 시장 독점력 구축 단계 이후에도 전통적 자본효율성(ROIC) 지표 평가가 불가능할 수준의 선행 투자가 지속되고 있어, 당분간 부문 자체 마진율의 하방 경직성은 불가피할 전망이다.

[전망 및 Catalyst: '수직통합 인프라 유틸리티'로의 평가 패러다임 시프트]

향후 Space 부문에 대한 평가 프레임워크는 독립적인 P&L 성과가 아닌 Connectivity(Starlink) 및 AI 부문의 가치 창출을 대변하는 캡티브 기여도로 재정의되어야 한다. 단기 영업적자 확정분은 자본 소모가 아닌, 그룹 전사 무형자산 및 인프라 구축을 위한 선제적 고정비 집행으로 해석하는 것이 합리적이다. 이러한 수직통합 시너지가 가시화되며 멀티플 정당성을 확보할 핵심 Catalyst는 아래의 두 가지 모멘텀으로 압축된다.

- ① Starship V3 상업 운영 진입 (2H 2026 예정): 페이로드 창이 확대된 V3 Starship 가동 시 회당 60기의 V3 위성 동시 배치가 가능해짐. 이는 위성 자체의 대역폭 향상과 결합하여 Connectivity 다운링크 총 용량을 기존 대비 약 20배 수준으로 팽창시키는 트리거가 될 전망이다
- ② 궤도 AI Compute 위성 배치 (2028년 이후 장기 모멘텀): 향후 본격화될 우주 데이터센터 인프라 구축의 핵심 발사체 역할을 수행할 예정임. 이는 동사가 지향하는 최종 단계인 '수직통합 AI 인프라 유틸리티' 구현의 가장 결정적인 기반 자산으로 작동할 것으로 판단됨

SpaceX Connectivity(Starlink) 사업부 손익계산서 및 주요 운영 지표

Income Statement				(단위: \$M)				
항목 (Costs and expenses)	Q1 2026	Q1 2025	% Change	FY2025	% Change	FY2024	% Change	FY2023
매출액 (Revenue)	3,257	2,475	31.60%	11,387	49.80%	7,599	96.40%	3,869
영업비용 (Costs and expenses)								
매출원가 (Cost of revenue)	1,651	1,214	36.00%	5,921	24.20%	4,768	71.10%	2,786
연구개발비 (Research and development)	205	123	66.70%	575	27.10%	453	18.80%	381
판매비와관리비 (SG&A)	213	105	102.90%	468	40.40%	333	43.00%	233
손상차손 (Impairment)	—	—	NM	—	NM	39	NM	—
총 영업비용 (Total costs and expenses)	2,069	1,442	43.50%	6,964	24.50%	5,593	64.50%	3,400
주요 운영 지표								
Starlink 가입자 수 (백만 명)	10.3	5	106.00%	8.9	102.27%	4.4	91.30%	2.3
Starlink ARPU (\$/월)	66	86	-23.26%	81	-10.99%	91	-8.08%	99
부문 영업이익(손실)	1,188	1,033	15.00%	4,423	120.49%	2,006	327.72%	469
부문 조정 EBITDA (Adj. EBITDA)	2,087	1,618	28.99%	7,168	86.23%	3,849	140.26%	1,602

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

2-2. Connectivity (Starlink) — 견조한 외형 성장 속 ARPU 하방 압력

[실적 총평: 전사 이익을 견인하는 독점적 Cash Cow]

Connectivity 부문은 전사 연결 실적 내 유일하게 유의미한 영업이익을 창출하는 핵심 사업부이다. 1Q26 기준 영업이익률(OPM) 36.5%, Adj. EBITDA 마진 64.1%를 기록하며 글로벌 통신·인프라 피어(Peer) 평균을 압도하는 고수익성을 유지 중이다. 궤도 상에 배치된 약 9,600 기의 위성 인프라에 대한 고정비 부담 효과(Operating Leverage)가 본격화되는 가운데, 누적 가입자가 YoY +104.7% 급증하며 1,030 만 명을 돌파했다. 특히 United Airlines, Carnival Cruise, Maersk, John Deere 등 글로벌 메이저 플레이어들을 확보한 엔터프라이즈(Enterprise) 부문의 경우, 2023년 이후 연간 \$750K 이상 기여 고객 기준 이탈률(Churn Rate) 0%를 유지 중이다. 강력한 락인(Lock-in) 효과에 기반하여 높은 매출 가시성을 확보한 것으로 평가된다.

[리스크 요인: 가입자 다변화에 따른 실적 지표 둔화 시그널]

Connectivity 부문은 외형 성장세 지속에도 불구하고, 내부 수익성 지표(Unit Economics)에서는 하방 압력을 시사하는 정량적 시그널이 관찰된다.

1Q26 ARPU 는 YoY -23.3% 급락한 \$66 를 기록한 반면, SG&A 비용은 마케팅 비용(+79M) 및 글로벌 운영 확장비(+23M) 반영으로 YoY +102.9% 폭증했다. 이는 가입자 획득 비용(CAC)의 상승 궤도를 의미한다. 특히 가입자 성장률(+104.7%) 대비 매출 성장률(+31.6%)이 크게 미달하는 현상은 인도, 동남아, 아프리카 등 저소득 국가(Low-ARPU 시장) 침투 가속화와 저가형 요금제(Roam Lite, Mini Kit 등) 라인업 다변화에 따른 필연적 결과로 분석된다.

[전망 및 Catalyst: 질적 성장의 턴어라운드 시점]

향후 ARPU 반등 및 마진 스퀴즈를 방어할 핵심 Catalyst 는 아래의 두 가지 모멘텀으로 압축되며, 상기 요인들이 가시화되기 전까지는 글로벌 커버리지 확장에 따른 '양적 성장(Volume)'과 저가 세그먼트 확대에 따른 '질적 둔화(ARPU)'가 공존하는 과도기적 구간이 지속될 것으로 전망한다.

1. V3 위성의 본격적인 배치: Tbps급 다운링크 공급을 통한 대역폭 병목현상 해소 및 고가 요금제 유도
2. Starlink Mobile Gen2 가동: EchoStar 스펙트럼 자산을 기반으로 한 D2C(Direct-to-Cell) 서비스 상용화 (2027년 11월 이후)

SpaceX AI(xAI) 사업부 손익계산서 및 주요 운영 지표

Income Statement				(단위: \$M)				
항목 (Costs and expenses)	Q1 2026	Q1 2025	% Change	FY2025	% Change	FY2024	% Change	FY2023
매출액 (Revenue)	818	727	12.52%	3,201	22.18%	2,620	-11.52%	2,961
매출원가 (Cost of revenue)	456	451	1.11%	2,178	29.10%	1,687	1.93%	1,655
연구개발비 (R&D)	2,379	908	162.00%	5,064	330.61%	1,176	532.26%	186
판매비와관리비 (SG&A)	463	300	54.33%	1,827	65.34%	1,105	2.22%	1,081
구조조정비용 (Restructuring)	-11	4	-	487	128.64%	213	-10.13%	237
손상차손 (Impairment)	-	-	-	-	-	-	-	3,775
총영업비용 (Total costs)	3,287	1,663	97.65%	9,556	128.56%	4,181	-39.70%	6,934
영업손익 (Loss from ops)	-2,469	-936	적자지속	-6,355	적자지속	-1,561	적자지속	-3,973
주요 운영 지표								
정격 컴퓨팅 전력 용량 (GW)	1	0.3	233.33%	0.8	191.67%	0.3	-	0
부문 영업이익(손실)	-2,469	-936	적자지속	-6,355	적자지속	-1,561	적자지속	-3,973
부문 조정 EBITDA (Adj. EBITDA)	-609	-112	적자지속	-1,237	적자전환	347	-71.60%	1,222

자료: SpaceX, SEC, 키움증권 리서치

2-3. AI (xAI) — 지속적으로 늘어나는 CapEx 압력

[실적 총평: 전사 적자의 주된 요인, 자본집약적 인프라 사업의 초기 특성 반영]

AI 부문은 전사 영업적자의 대부분을 차지하는 핵심 손실원이다. Q1 2026 영업손실은 -24.7 억 달러(Run-rate 연환산 시 약 100 억 달러 규모)로 적자 폭이 YoY +164% 확대되었으며, 부문 OPM 은 -301.8%로 탐라인 대비 비용 집행이 극단적으로 선행되는 구조이다. 1Q26 매출액은 8.2 억 달러(YoY +12.5%)로 견조했으나 R&D(+162.0%), D&A(+93.8%), Capex(+201.0%) 등

전반적인 비용 지표가 매출 성장률을 압도했다. 특히 GPU 감가상각비(14.9 억 달러) 단일 항목이 부문 매출액을 약 1.8 배 초과하는 고정비 비대칭 구조가 지속되며 마진율을 리드하고 있다.

다만 본 적자는 운영 효율성 실패가 아닌, 컴퓨트 용량 확보를 위해 자원을 집중하는 절대적 초입 단계의 특성으로 해석된다. 1Q26 기준 컴퓨트 총 용량은 1.0GW(YoY +233%)로 상위 빅테크 그룹 수준에 근접했으며, COLOSSUS II 1 단계 인프라를 91 일 만에 가동한 점은 동종업계 대비 압도적인 구축 속도를 증명했다.

[리스크 요인: Anthropic 계약을 통한 화재 이면의 구조적 한계 점검]

최근 체결된 Anthropic 과의 450 억 달러 규모 Cloud Services Agreement(월 \$1.25B, 36 개월 만기)는 분기 77 억 달러에 달하는 AI Capex 의 투자회수율(Reverse-ROI) 가시성을 확보했다는 점에서 긍정적이다. 기존 Hyperscaler 4 강 구도에 동사가 명백한 대안 인프라 플레이어로 진입했음을 시사하나, 본 계약을 무조건적인 확정 수주잔고(Backlog)로 귀결시키기에는 아래의 4 가지 보수적 바이어스(Bias)를 감안해야 한다.

- ① 단일 고객 의존도(Concentration Risk) 과다: 향후 36개월간 유입될 AI 부문 증분 매출(연간 약 150억 달러)의 100%가 단일 플레이어에 집중됨. 이는 포트폴리오 다변화 관점의 통상적 가이드라인(단일 고객 비중 20% 미만)을 극단적으로 초과하는 수준임
- ② 90일 사전 통지 해지 조항(Termination Clause) 내재: 양사 합의하에 90일 통지 시 해지가 가능한 계약 구조로 파악됨. 이에 따라 실질적인 법적 구속력을 갖는 contractual commitment 자산은 약 90일 분량(37.5 억 달러)에 국한될 리스크가 존재함
- ③ 자체 Grok 모델과의 리소스 경합 가능성: COLOSSUS 인프라는 그룹 내 자체 대형언어모델(Grok)의 학습 및 서빙에도 필수적인 자산임. 향후 Grok-5 등 자체 모델 개발 로드맵이 가속화될 경우, Anthropic 향 공급 캐파와의 우선순위 충돌 및 마진 트레이드오프가 발생할 수 있음
- ④ 고객사 측의 멀티 클라우드 헤지(Hedge) 성격 유무: Anthropic이 기존 AWS 및 GCP 계약을 유지하는 상태에서 SPCX를 서드파티 옵션으로 추가 채택했을 가능성이 존재함. 이 경우 장기적인 인프라 락인(Lock-in) 강도는 시장의 기대치를 하회할 여지가 있음

[전망 및 Catalyst: 1.75 조 달러 내러티브 정당화를 위한 수익화 채널 다변화]

AI 부문은 단기적으로 연결 실적의 하방 압력을 가중시키는 주된 요인이지만, 동시에 동사의 1.75 조 달러 호가를 지탱하는 핵심 내러티브 자산이라는 이중적 지위를 가진다. 향후 부문 재평가의 결정 변수는 단일 고객 의존도를 탈피한 비즈니스 모델(BM) 다변화 속도가 될 전망이며, 핵심 Catalyst 는 아래의 두 가지 축으로 압축된다.

- 추가 하이퍼스케일러급 고객사 수주 (단기 모멘텀): Anthropic 외에 글로벌 프런티어 AI 기업(Meta, Tesla 등)을 추가 앵커 테넌트로 확보하는 타이밍임. 수주 성공 시 단일 고객 집중 리스크가 해소되며 단기 주가의 가장 강력한 트리거로 작용할 전망이다
- ② 자체 Grok 및 서비스 구독 매출의 본격화 (중기 모멘텀): 자체 AI 모델인 Grok 라인업이 B2B/B2C 영역에서 독자적인 상용화 성과를 도출하는 시점임. 외부 인프라 임대(IaaS) 중심의 저마진 구조에서 자체 서비스 소프트웨어(SaaS) 중심으로의 체질 전환 여부, 그리고 Macrohard 에이전트 플랫폼과의 생태계 결합 진척도를 면밀히 모니터링할 필요가 있음

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.