

글로벌 전략

글로벌전략/디지털자산 김경태
02-3779-3427
Kt.kim@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

SpaceX 상장, 수급보다 AI 자금조달

xAI·Tesla 투자 부담과 주식 공급이 핵심 변수

SpaceX(SPCX US)는 6월 12일 나스닥에 상장했다. 공모금액은 기본 공모 기준 약 750억 달러, 초과배정 옵션 포함 857억 달러다. 알리바바와 아랍코를 넘어서는 사상 최대 IPO다. 다만 공모 규모만으로 시장 유동성 블랙홀을 판단하기는 어렵다. 상장 직후 유동주식비율은 4% 안팎에 그치고, 보호예수 해제도 여러 차례로 나뉜다. 나스닥100·MSCI 편입 수요도 초기 매도 물량을 일부 흡수할 수 있다.

상장 직후 주가 상승도 유통 물량 부족의 영향이 컸다. 공모가 135달러였던 SpaceX 주가는 6월 15일 192달러대까지 상승했고, 시가총액은 약 1.77조 달러에서 2.5조 달러 수준으로 확대됐다. 그러나 시가총액 증가분이 곧 신규 자금 유입을 의미하지는 않는다. 거래대금은 총거래액이고, 시장에서 빠져나간 순유동성과는 다르다. 외신에 따르면 IPO 당일 개인 순매수는 1억 달러를 웃돌았다. 단기 유동성 흡수는 있었지만, 수급은 SpaceX 한 종목에 집중됐다.

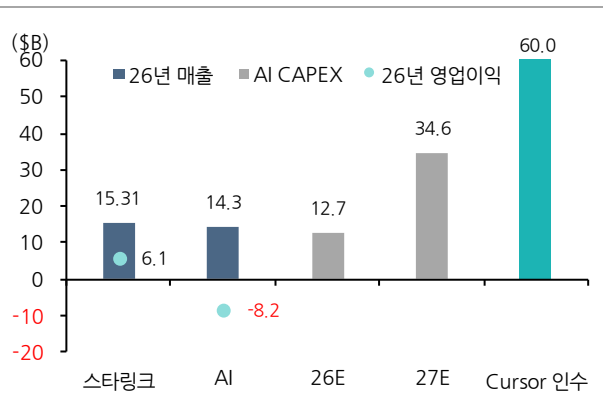
따라서 쟁점은 단기 주가 흐름보다 SpaceX가 머스크 생태계의 자금조달 플랫폼으로 활용될 가능성이 있다. SpaceX는 Starlink라는 캐시카우를 보유하고 있어 자체 투자 부담은 상대적으로 제한적이다. 반면 xAI와 Tesla의 물리 AI 투자는 대규모 자본을 필요로 한다. 이번 보고서의 초점도 SpaceX 상장 수급보다 xAI·Tesla로 이어지는 자금 수요에 있다. 먼저 보호예수와 지수 편입 수급을 점검한 뒤, AI 투자 부담을 확인한다.

표 1. SpaceX 보호예수 단계적 해제 일정

이벤트	추가 해제(%)	누적 유통비율 (%)
IPO / 상장일	4.3	4.3
2분기 실적 발표 후	20	24.3
2분기 추가 트랜치	10	34.3
70일	7	41.3
90일	7	48.3
105일	7	55.3
120일	7	62.3
135일	7	69.3
3분기 실적 발표 후	28	97.3
180일	2.7	100

자료: SpaceX S-1, 상상인증권 리서치센터

그림 1. 스타링크 수익성 대비 Xai의 영업손실 및 투자계획



자료: SpaceX S-1, 상상인증권 리서치센터

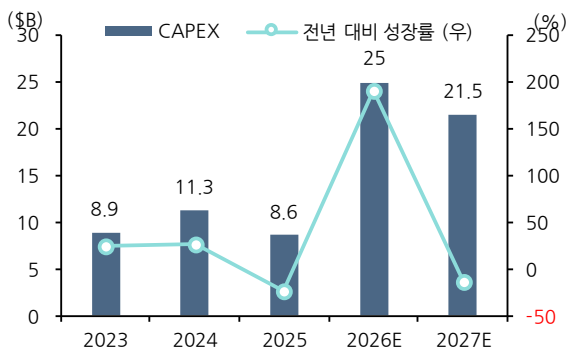
**상장 직후 유동주식 비율
4% 수준**

보호예수·유통비율이 초기 충격을 완화

초기 수급 부담을 낮추는 핵심은 유동주식비율과 보호예수 구조다. SpaceX의 상장 직후 유동주식비율은 4% 안팎에 그친다. 타 초대형 IPO와 비교해보면, 전체 지분의 1.5%만 상장했던 아람코처럼 명목 시가총액과 실제 유통시장 충격이 달라질 수 있는 구조다. 그리고 또 다른 초대형 IPO 상장인 ARM의 상장 직후 유동주식비율 9.5%와 비교해도 낮다. 초대형 IPO라도 시장에 실제로 풀리는 물량이 작으면 유동성 흡수 효과는 명목 공모 규모보다 제한된다(그림 4).

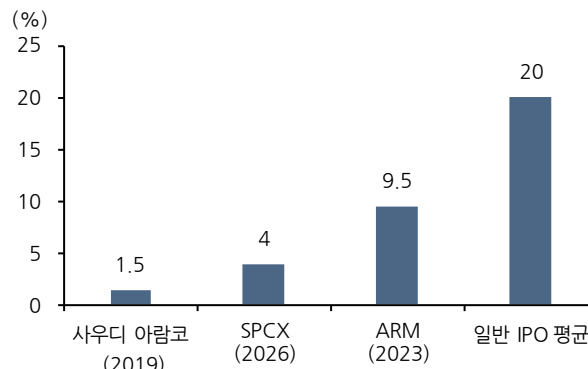
보호예수 해제 일정도 단일 180일 만기 구조가 아니다. Q2:Q3 실적 발표 이후와 상장 후 70~135일 구간에 걸쳐 물량이 단계적으로 풀린다. 머스크와 일부 대형 투자자는 366일 보호예수를 적용받는다. ARM 사례에서 확인했듯 보호예수 만료가 곧바로 대주주 매도로 이어지는 것은 아니다. 핵심은 만기일 자체보다 실제 매도 의향과 매도 속도다(그림 1).

그림 2. Tesla 연간 자본지출 추이 - AI CAPEX 영향



자료: Tesla 8-K, 컨퍼런스콜, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 초대형주 상장 유동주식비율 비교



자료: 각 사 공시, 언론 보도 종합, 상상인증권

**지수 편입은 수요 부담
완충 역할**

수요 측면에서는 지수 편입이 완충 역할을 한다. MSCI 편입은 6월 13일자로 효력이 발생했다. 나스닥100 편입이 이뤄질 경우에도 수십억 달러 규모의 지수 추종 자금 유입이 가능하다. 향후 인사이더 매도가 늘어나더라도 일부 물량을 흡수할 수 있는 수요다. 다만 S&P 500은 상장 12개월 경과, 4개 분기 연속 GAAP 흑자, 유동주식비율 10% 요건을 충족하지 못해 당분간 편입 가능성이 낮다.

**Starlink: 63% 마진의
캐시카우**

SpaceX 기업가치의 본질은 발사체가 아니라 Starlink다. 2025년 Starlink 매출은 114억 달러로 전사 매출의 61%를 차지했고, 조정 EBITDA는 72억 달러(마진 63%)에 달했다. 가입자는 2023년 230만에서 2026년 3월 말 1,030만으로 급증했다. 통신사 평균(EBITDA 마진 30~40%)이나 전통 위성업체(약 20%)를 압도하는 수익성으로, 본질은 하드웨어가 아닌 소프트웨어 경제성에 가깝다.

이는 SpaceX의 추가 자본조달 필요성이 크지 않다는 의미다. Direct-to-Cell·Starshield 등 신사업은 Starlink를 보완하는 영역이고, 발사 사업도 국방·NASA 수요를 기반으로 안정적이다.

AI 부문 투자 부담 개선은 어려울 것

xAI·Tesla가 더 큰 자금 수요

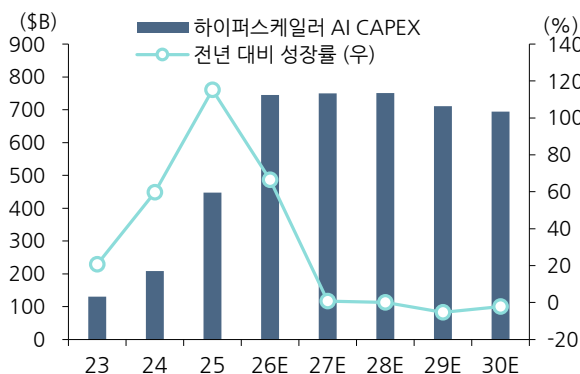
유통시장 수급 부담은 일정 부분 관리 가능하다. 문제는 상장 이후 SpaceX 주식이 머스크 생태계의 AI 투자 재원으로 활용될 여지다. 자금 수요의 중심은 SpaceX의 발사·위성 사업이 아니라 xAI와 Tesla의 물리 AI 투자다. AI 부문은 2025년 매출 32억 달러, 영업손실 63억 달러, 자본지출 127억 달러를 기록했다. 매출이 발생하고 있지만 투자 지출이 더 빠르게 증가하고 있다. 연산자원 임대 매출이 늘더라도 전력, GPU, 네트워크, 감가상각 부담이 동반되면 손익 개선은 제한적이다.

Cursor 인수도 같은 맥락이다. SpaceX는 Cursor를 600억 달러 기업가치 기준 주식교환 방식으로 인수하는 합병 계약을 체결했다. Cursor 보통주와 우선주는 거래 종결 전 7거래일 거래량가중평균가격(VWAP)으로 산정한 교환비율에 따라 SpaceX Class A 보통주로 교환된다. 거래 완료 후 Cursor는 SpaceX의 100% 자회사로 운영될 예정이다. 종결 시점은 규제 승인 등 통상 조건을 전제로 2026년 3분기로 제시됐다.

주식교환은 단기 현금 유출을 줄인다. 그러나 주식시장 관점에서는 비용이 사라지는 것이 아니라 희석과 잠재 매도 물량으로 이전된다. SpaceX 주가가 높을수록 발행 주식 수는 줄어든다. 반대로 주가가 낮아지면 같은 600억 달러 인수대가를 맞추기 위한 신주 발행 규모가 커진다. 거래 이후 Cursor 주주에게 배정된 주식은 보호예수와 등록 조건에 따라 향후 유통가능 물량으로 전환될 수 있다. 단기적으로는 Grok의 개발자 생태계 확보 기대가 주가를 지지할 수 있다. 그러나 중기적으로는 기존 보호예수 해제 일정에 추가 공급 부담이 더해진다. Starlink의 63% 마진과 xAI의 자금 수요 사이의 괴리가 이번 거래로 더 분명해졌다(그림 2).

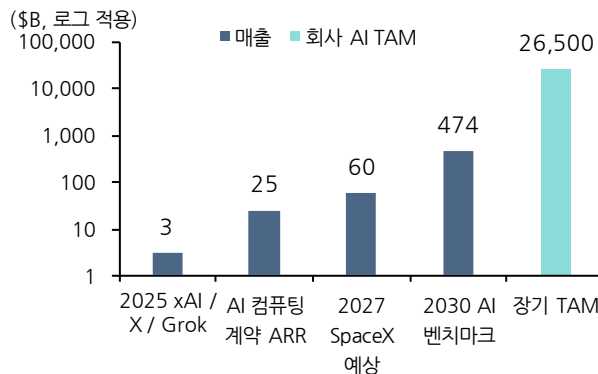
Tesla의 투자 부담은 더 직접적이다. Optimus는 2026년 하반기 양산을 목표로 Fremont 라인을 전환 중이고, Giga Texas에는 연 100만 대급 전용 공장 계획도 거론된다. 자율주행 추론칩 AI5는 2026년 4월 테이프아웃됐다. 여기에 오스틴 칩팩 구상까지 더해지면 투자 규모는 추가로 커질 수 있다. Tesla의 2026년 자본지출 가이던스는 250억 달러 이상으로, 2025년의 약 3배다(그림 3).

그림 4. 하이퍼스케일러 AI 자본지출



자료: FT 집계, 각 사 가이던스, 상상인증권
주: GOOG, MSFT, META, AMZN, ORCL 합산

그림 5. 회사 주장 AI TAM \$26.5T - 극단적 낙관론 검증



자료: 회사 S-1 보도, WSJ, Barron's/FactSet, MarketWatch, 상상인증권 리서치센터 추정

AITAM 수치는 극단적 낙관 시나리오에 해당

AITAM은 실적 전망이 아니다

AI 투자 부담을 정당화하는 핵심 논리는 26.5조 달러 TAM이다. 그러나 TAM은 시장의 최대 가능 규모이지, 특정 기업의 매출 전망이 아니다. 회사가 제시한 AI TAM 26.5조 달러는 2025년 xAI/X/Grok 매출의 8,281배, 2027년 SpaceX 전체 매출 추정치의 414배다. 우주 기반 데이터센터가 AI 연산 수요의 상당 부분을 흡수한다는 극단적 낙관 시나리오에 가깝다(그림 6).

계약형 연산 매출도 고마진 플랫폼 매출과 구분해야 한다. Google·Anthropic 관련 계약을 월 단위로 단순 연율화하면 매출 규모는 약 254억 달러까지 커진다. 다만 이는 소프트웨어 구독이 아니라 전력, GPU, 네트워크, 감가상각이 동반되는 자본집약형 매출이다. 매출 성장이 곧 이익을 개선으로 이어지기 어렵다. 2025년 AI 부문 자본지출은 매출의 약 4배였다.

Grok과 X 매출도 같은 기준으로 봐야 한다. 2025년 32억 달러에는 X 광고와 Grok 구독 매출이 포함된 것으로 보인다. 그러나 이 규모만으로 26.5조 달러 TAM을 정당화하기는 어렵다. 확인해야 할 것은 매출의 성장률보다 반복성, 고객 유지율, 단위경제다. 광고, 구독, 연산 임대는 수익 구조가 서로 다르다. 이를 하나의 고마진 AI 매출로 묶으면 밸류에이션 부담이 과소평가된다.

따라서 회사가 제시한 TAM과 모델에 반영할 매출을 구분해야 한다. TAM은 잠재 시장 규모이고, 실적은 계약 인식 속도와 추가 투자 규모에 의해 결정된다. TAM이 크다는 사실만으로 매출 추정치를 앞당길 수는 없다. 오히려 TAM이 클수록 필요한 설비 투자와 실행 리스크도 커진다.

xAI 매출은 3가지 영역

xAI 매출은 세 영역으로 나눠 봐야 한다. 단기 연산 임대 매출, Grok·X·API에서 발생하는 서비스 매출, 아직 실적화되지 않은 우주 기반 AI 데이터센터 기대감이다. Cursor 인수는 서비스 매출의 전략적 기반을 넓히는 거래다. 다만 주식교환 구조인 만큼 대가는 SpaceX 주식 희석과 잠재 유통물량 증가로 나타난다. 7거래일 VWAP를 기준으로 교환비율이 정해지는 만큼 SpaceX 주가는 인수 대가와 직결된다. 현 시점에서는 TAM보다 계약 갱신율, 고객 집중도, 연산 단가 하락, 자본지출 대비 현금흐름을 우선 확인해야 한다.

- 1)단기 연산 임대 매출
- 2)Grok·X·API에서 발생하는 서비스 매출
- 3)우주 기반 AI 데이터센터

결국 핵심은 AI 매출의 질이다. Starlink는 이미 캐시카우에 가깝다. 반면 xAI 관련 매출은 증가와 동시에 자본지출과 감가상각도 커지는 구조다. Cursor 인수까지 고려하면 비용 부담과 주식 공급 부담이 동시에 확대된다. 매출 성장률만으로 평가하기 어렵다. 계약 매출이 실제 현금흐름으로 얼마나 남는지, 26.5조 달러 TAM이 언제 실적에 반영될지가 관건이다.

Tesla의 부담도 작지 않다. EV 본업의 마진 회복은 더딘 반면 Optimus, 자율주행, AI 칩, Terafab 관련 투자 수요는 커지고 있다. 핵심은 EV 사업이 AI·로봇 투자 재원을 충분히 공급할 수 있느냐다. 해법은 합병보다 분리 유지에 가깝다. 두 상장사를 별도로 유지하는 편이 자금조달 선택지를 넓힌다(그림 8).

표 2. Tesla 분기 실적 추이 (USD mn, %)

분기	매출	영업이익	영업이익률	총마진	잉여현금흐름
1Q25	19,335	399	2.1	16.3	664
2Q25	22,496	923	4.1	17.2	146
3Q25	28,095	1,624	5.8	18.0	3,990
4Q25	24,901	1,409	5.7	20.1	1,420
1Q26	22,387	941	4.2	21.1	1,444

자료: Tesla SEC 8-K, 컨퍼런스콜, 상상인증권 리서치센터. 2026년 잔여 기간 잉여현금흐름은 마이너스 전환 전망(가이던스 -85억~-94억 달러).

합병 논의가 나오는 이유

**합병 시
AI 모델, 차량·로봇 데이터,
위성망, 연산 인프라,
칩 조달 등 수직계열화 가능**

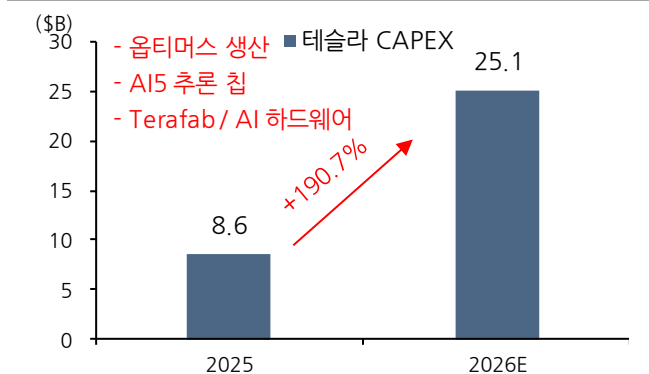
일각에서 합병 가능성을 거론하는 배경은 분명하다. SpaceX는 이미 xAI를 흡수했고, Cursor 인수까지 발표했다. Tesla도 Optimus, 자율주행, Terafab을 통해 AI 하드웨어 수요를 키우고 있다. 세 사업을 하나로 묶으면 AI 모델, 차량·로봇 데이터, 위성망, 연산 인프라, 칩 조달을 한 회사 안에서 연결할 수 있다. SpaceX의 높은 평가가치를 인수·투자 재원으로 활용할 수 있다는 점도 합병 논리다. 시장이 6월 이후 주목한 대목도 여기에 있다. 머스크 생태계 전체를 하나의 수직계열화된 AI 플랫폼으로 보면 투자 서사는 단순해진다.

그러나 이 장점은 그룹 관점의 장점이다. 주주 관점에서는 비용과 위험이 함께 섞인다. SpaceX 주주의 투자 근거는 Starlink 현금흐름과 우주 기반 연산 인프라다. Tesla 주주는 EV, 자율주행, Optimus의 실행 속도와 마진 회복을 본다. 두 회사를 합치면 SpaceX의 평가 프리미엄은 Tesla의 EV 가격 경쟁, 물리 AI 투자 부담, Terafab 자본지출까지 함께 반영해야 한다. 반대로 Tesla 주주는 우주 기반 데이터센터와 xAI 확장 비용까지 부담하게 된다. 합병 비율을 둘러싼 논란도 불가피하다.

투자자머스크 생태계 차원에서 분리 유지가 더 합리적

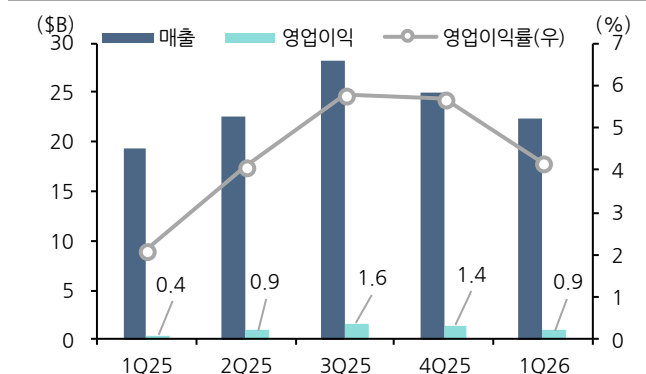
따라서 분리 유지가 더 합리적이다. SpaceX는 Starlink와 우주 기반 AI 인프라를 앞세워 별도의 평가 프리미엄을 유지할 수 있고, Tesla는 물리 AI 성과가 확인되는 속도에 맞춰 별도로 자금을 조달할 수 있다. 투자자도 사업별 위험을 나눠 가격에 반영할 수 있다. 자본조달 측면에서도 두 상장사를 유지하는 편이 유리하다. SpaceX 주식은 Cursor처럼 AI 자산 인수에 활용할 수 있고, Tesla는 필요할 때 EV·로봇 투자 재원을 따로 조달할 수 있다. 한 회사로 합치는 것보다 두 개의 상장 플랫폼을 유지하는 편이 머스크 생태계 전체의 조달 여력과 투자자 선택권을 동시에 넓힌다.

그림 6. Tesla 물리 AI 투자 부담 요인



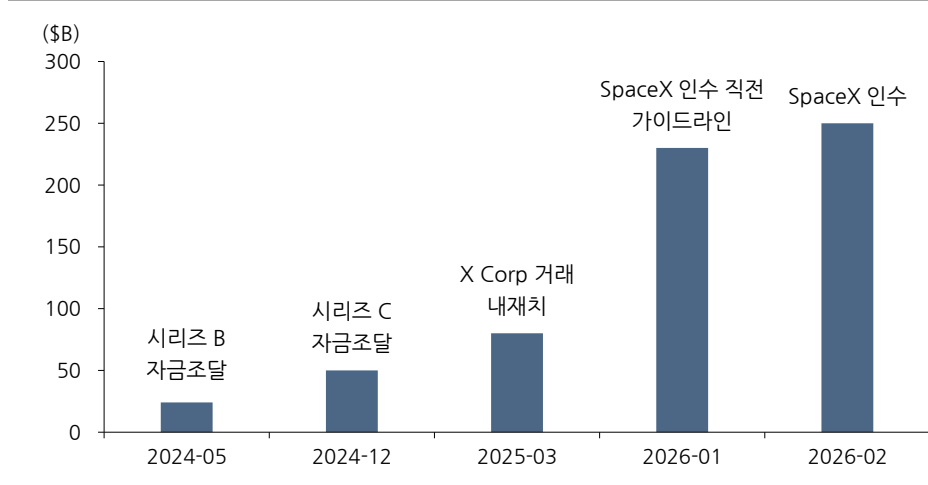
자료: Tesla 공시, 컨퍼런스콜, 외신, 상상인증권

그림 7. Tesla 분기 매출·영업이익률



자료: Tesla 8-K, 상상인증권 리서치센터

그림 8. xAI 밸류에이션 귀적 — AI 기대감의 자본화



자료: 각 사 공시, 언론 보도 종합, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김경태)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.