

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 236
현재주가(26/8/4)	USD 125.33
상승여력	88.6%

나스닥 종합(p)	26,584.99
EPS 성장률(28F, %)	370.0
P/E(28F, x)	42.3
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	1,649.24
시가총액(조원)	2,358.25
상장주식수(백만주)	13,159.2
60일 평균 거래대금(십억USD)	17.88
52주 최저가(USD)	108.37
52주 최고가(USD)	201.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.6	0.0	0.0
상대주가	-24.8	0.0	0.0



[우주산업]

박광남
kwangnam.park@miraeeasset.com

스페이스X

전 부문 성장 가속, AI 수익화 본격화

2Q26 Review: 전 부문 매출 및 조정 EBITDA 시장 기대치 상회

매출은 78.1억 달러(+92% YoY)로 우주 9.6억 달러(+29% YoY, 컨센서스 8.4억), 연결성 42.9억 달러(+66% YoY, 컨센서스 38.3억), AI 25.6억 달러(+247% YoY, 컨센서스 21.8억) 전 부문이 시장 기대치를 상회했다.

총이익률은 55.3%(컨센서스 52.3%), 조정 EBITDA는 35.4억 달러(+191% YoY, 마진 45.3% vs 컨센서스 30.2%)로 기대치를 큰 폭 상회했으며, 순손실은 5.4억 달러로 전년 대비 4.7억 달러 축소됐다. IPO로 857억 달러를 순조달하고 첫 투자등급 채권 250억 달러를 발행, 분기말 현금성 자산 1,000억 달러와 수주잔고 475억 달러를 확보했다.

스타링크 가입자 1,200만 명(YoY 2배), 기업·정부 매출 +108%

연결성 부문은 사상 최대인 170만 명의 분기 순증으로 가입자 1,200만 명(YoY 2배)을 기록했고, ARPU는 66달러로 유지됐다. 기업·정부 매출은 108% 급증했으며, 최대 세그먼트 중 하나인 항공 침투율은 아직 10% 미만이다.

아메리칸항공 등 신규 항공사 계약과 소프트뱅크·NTT 도코모 모바일 파트너십을 개시했다. 스타링크 관련 미 정부 다년 계약을 60억 달러 이상 수주했다. 우주 부문은 상반기 78회 발사, 1,041톤의 궤도 수송을 기록했다. 스타십 V3는 90일간 2회 비행에 성공했으며, 이달 말 십(2단)의 타워 포획을 시도할 계획이다.

AI 조정 EBITDA 흑자전환, 12월 ARR 1,000억 달러 목표

141억 달러의 클라우드 서비스 계약을 체결했고, 초기 가동만으로 분기 중 16억 달러의 AI 인프라 매출이 인식됐다. AI 조정 EBITDA는 11.5억 달러로 흑자전환했으며, 컴퓨팅 용량은 1.4GW에서 연말 2GW 이상으로 확대될 전망이다.

2분기 capex 184억 달러 중 158억 달러가 AI 인프라에 투입됐으며, 향후 2개 분기도 유사한 수준이 전망된다. 신규 컴퓨팅 투자의 회수기간은 1년 미만이며, 3분기 초에만 67억 달러의 클라우드 계약을 추가했다.

커서 인수(600억 달러)기여를 포함해 12월 ARR 1,000억 달러 달성을 제시했고, 매출 1조 달러 시점 전망을 2031년에서 2030년으로 앞당겼다. 7월 출시된 그록 4.5는 토큰 소비량이 3배 증가했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액 (100mn)	104	140	187	387	719
영업이익 (100mn)	-36	5	-26	6	11
영업이익률 (%)	-34.6	3.6	-13.9	1.1	15.4
순이익 (100mn)	-46	8	-49	-28	84
EPS	-1.68	0.08	-1.69	-0.31	0.68
ROE (%)	-	-	-132.8	-0.7	6.9
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	-	184
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	11.0	10.5

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: Bloomberg, 스페이스X, 미래에셋증권 리서치센터

Q) 기업·정부 수주잔고의 매출 전환과 향후 2~3년 성장 기여를 어떻게 봐야 하나?

A) 정부로부터 60억 달러 이상을 수주했으며, 이는 여러 트랜치로 가동될 추가 역량의 시작이다. 기업 매출은 점착성이 매우 강해 지금까지 기업 고객을 잃은 적이 없다. 항공 침투율은 아직 10% 수준에 불과해 상당한 성장 여력이 있으며, 해상은 기존 VSAT 비용을 감당할 수 없던 선박까지 포함해 TAM 자체를 극적으로 넓혀준다.

초기 스타링크의 불안정한 경험을 기억하는 기업 고객들을 위해 대규모 기업 영업팀을 구축해 현재의 가동률과 낮은 지연시간을 직접 보여주고 있으며, 고객들은 스타링크를 백업이 아닌 주 사업자로 전환하고 있다. 기업 매출은 결국 소비자 매출을 상당히 웃돌 것으로 예상된다.

Q) 2027년 말 컴퓨팅 10GW 전망에 대한 가시성은 어느 정도인가?

A) 전력·냉각·전기 설비 기준으로는 내년 말까지 누적 20GW에 이르는 프로젝트 확보가 잠정 목표다. 프로젝트의 약 4분의 1이 지연된다고 가정해도 발전소 수준에서 15GW에 근접할 것으로 예상된다. 전략적으로 GPU보다 전력·냉각 설비를 훨씬 초과해 확보하고 있으며, 엔비디아와의 협의상 내년에 GPU 물량의 매우 큰 비중을 배정받을 것으로 이해하고 있다.

Q) 부문별 capex 전망과 자본 배분 우선순위는?

A) 남은 두 분기의 capex는 2분기와 매우 비슷한 수준으로 보면 된다. 다만 모든 capex가 동일하지는 않다. AI 컴퓨팅은 회수기간이 1년 미만으로 자본이 거의 매출원가처럼 빠르게 매출로 전환되고 있어, 수십 년에 걸쳐 회수되는 발사장 같은 과거 자산과는 성격이 다르다.

12월 ARR 1,000억 달러 이상을 예상하며, 매출 1조 달러 달성 시점의 내부 전망은 2031년에서 2030년으로 앞당겨졌고 2029년 가능성도 배제하지 않는다.

Q) 스타십 13차 비행에서 무엇을 배웠고, 신속 재사용성까지의 경로는?

A) 13차 비행은 매우 훌륭하게 진행됐다. 열차폐는 매우 견고해 보이며, 바다에 떠 있는 ship을 회수해 분석할 예정이다. 데이터와 육안 검사 모두 단일 최대 난제였던 열차폐 문제가 해결됐음을 시사한다. 규제 승인을 전제로 다음 비행(잠정 이달 말)에서 타워로 ship을 포획하는 시도를 하며, 1년 뒤에는 하루 최소 1회 이상의 비행을 예상한다.

Q) 컴퓨팅 구축 속도의 원천은 무엇이며, 프리미엄 가격은 지속 가능한가?

A) 재사용 로켓과 위성에 투입해온 공학 역량의 일부만 적용해도 지상 데이터센터 구축은 상대적으로 사소한 문제이며, 이것이 배치 속도와 효율의 원천이다. 와트당 수익화는 루빈 기준 30~50달러로 추정한다(순전히 추측임을 전제). 현재 제약 요인은 메모리로, 공급은 연 20% 증가하는 반면 수요는 연 200% 이상 증가하고 있어 가격은 상승할 수밖에 없다고 본다.

Q) 12월 ARR 1,000억 달러의 구성과 달성 경로는?

A) 우주·연결성·AI 세 부문 모두가 견인하지만, 가장 큰 기여는 AI 부문의 클라우드 서비스다. 구글·엔트로픽과 기 발표한 계약이 3분기 후반~10월부터 가동을 시작하며, 커서도 합류한다. 12월 ARR 1,000억 달러는 "물음표가 아니며" 그보다 높을 가능성이 크다. 또한 V2 대비 성능 10배·발사 수량 10배인 V3 위성으로 스타링크 매출의 거대한 계단식 변화가 예상된다.

Q) 스타링크 모바일 V2 위성 일정과 시장 기회 규모는?

A) 차세대 모바일 위성(V2)은 내년 발사를 시작해 내년 말 서비스를 개시한다. 에코스타 스펙트럼으로 대역폭이 5MHz에서 65MHz로 확대되고 위성 수도 약 10배가 되어, 합산 100배 개선으로 보면 된다. 미국 3대 통신사의 합산 매출은 연 6,000억 달러 수준이며, 더 나은 서비스로 이들 고객의 상당수를 확보할 것으로 기대한다. 한편 그록 학습에 쓰이는 컴퓨팅 비중은 시간이 지나며 약 10% 수준까지 낮아질 전망이다.

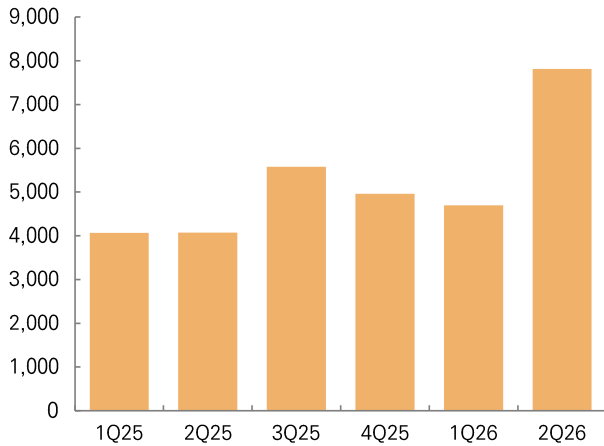
Q) 미국 직접 소비자(D2C) 모바일 구축에 필요한 자본 투자 규모는?

A) 에코스타 스펙트럼에는 지상 구성요소가 포함되어 있어 지상 인프라도 구축할 계획이다. 다만 스타링크 접시안테나 위에 소형 기지국(펄토셀)을 올려 필요할 때 전개하는 방식 등 자본효율적인 새로운 아이디어가 많아, 대형 기지국 구축이나 저대역 스펙트럼에 수백억 달러를 선투입할 필요가 없다. 구체적인 capex 수치는 아직 공개하지 않는다.

Q) 스타십 유인 달 착륙(HLS) 일정과 V3 위성발 서비스 개선 시점은?

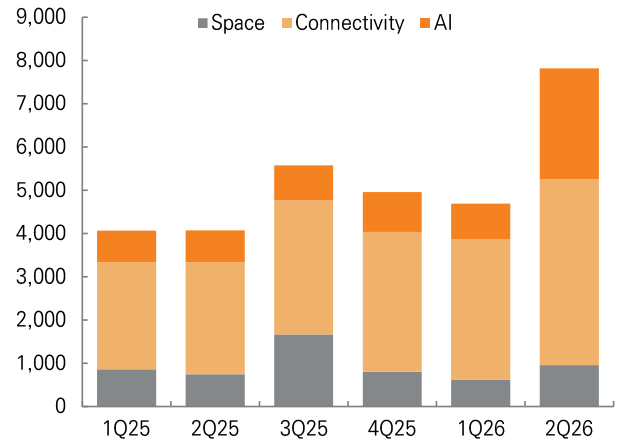
A) 궤도상 추진제 이송이 핵심 이정표이며, 내년 아르테미스 III 임무에서 오리온과 도킹한다. 이후 무인 달 화물 임무를 거쳐 2028년 달 표면 착륙을 목표로 한다. V3 광대역 위성은 최소 1,000기 수준의 임계 수량이 필요하며, 내년 2분기쯤 도달해 서비스 개선이 체감될 전망이다.

그림 1. 스페이스X 분기별 매출액 추이 (\$mn)



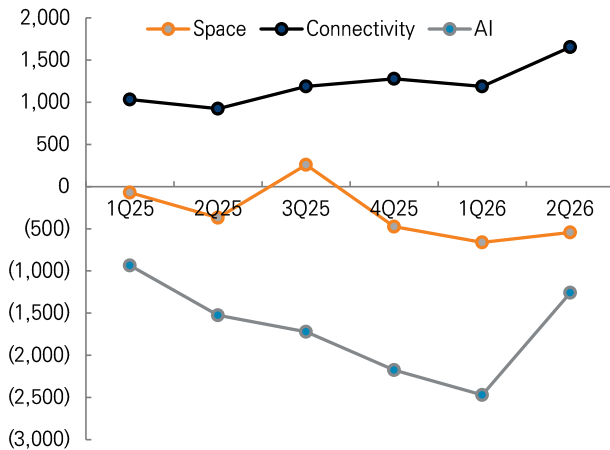
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 스페이스X 세그먼트별 매출액 (\$mn)



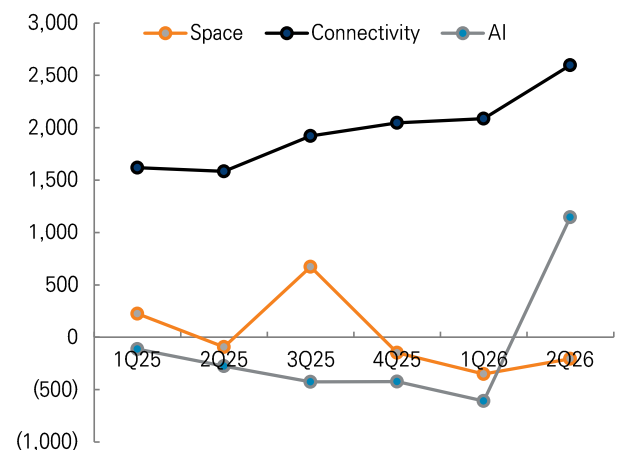
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 스페이스X 세그먼트별 영업손익 추이 (\$mn)



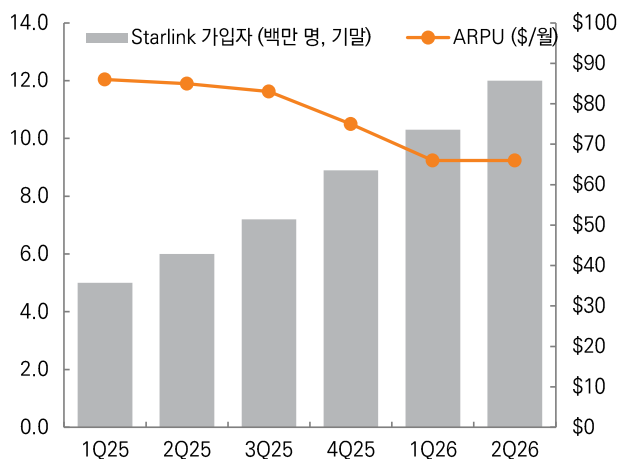
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 스페이스X 세그먼트별 조정 EBITDA 추이 (\$mn)



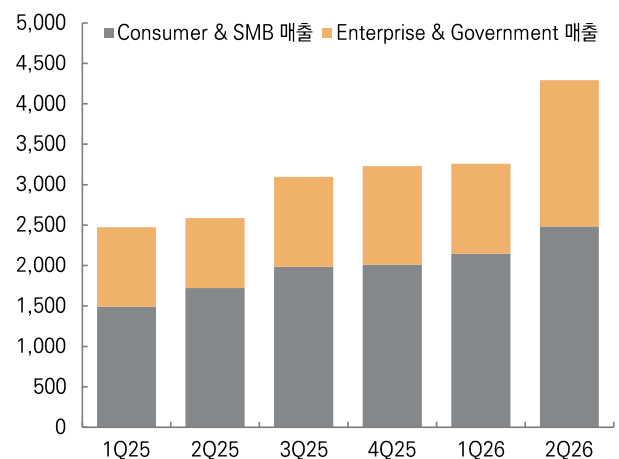
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Starlink 가입자(좌) 및 ARPU(우)



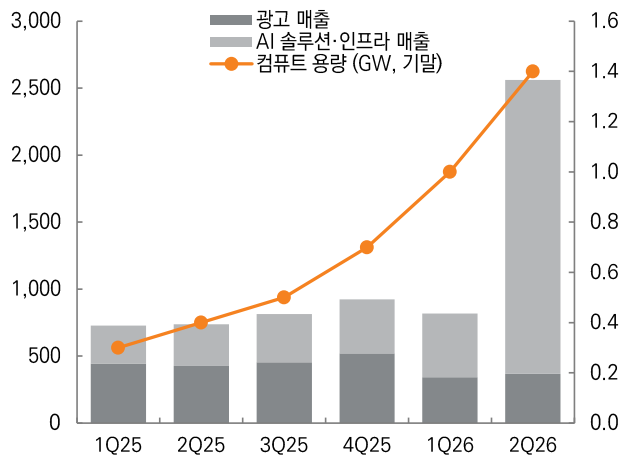
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Connectivity 매출 구성 (\$mn)



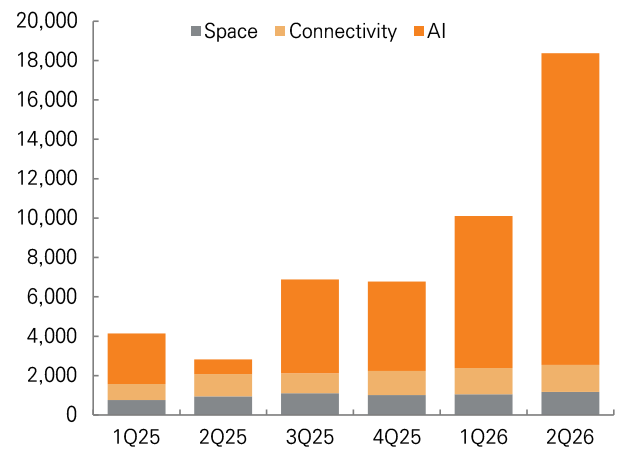
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. AI 매출 구성(좌) 및 컴퓨트 용량(우, GW)



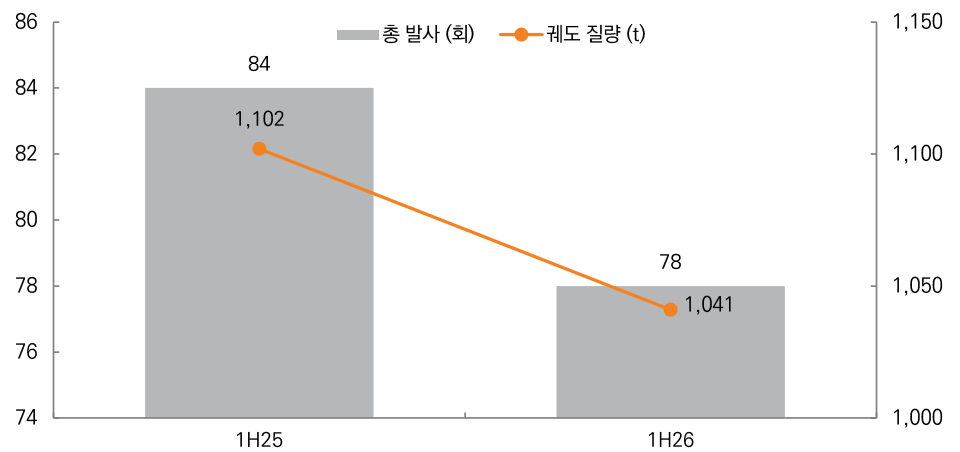
자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 스페이스X 세그먼트별 Capex (\$mn)



자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 스페이스X 발사 횟수 및 궤도 투입 질량 — 반기 비교 (회, t)



자료: SpaceX, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.