

SpaceX IPO 投資判断レビュー報告

事実検証・強気反論・客観的結論

情報基準日：2026年5月31日　|　対象：SpaceX S-1（SEC EDGAR CIK 1181412、2026年5月20日提出）

エグゼクティブ・サマリー

A｜事実検証

主要数値（売上$18.7B、Q1損失$1.94B、加入者10.3M、議決権85.1%等）はS-1原本と概ね一致。ただしARPU期間区分・AI部門EBITDA・PSR比較の3点で精緻化余地あり。

B｜強気反論

Starlinkのキャッシュエンジン化・Starshipの戦略的堀・政府バックログ$24B超・指数組入れ$33-52B強制買い需要――「Tesla 2010年型」長期テーマ株として正当化される論理は存在する。

C｜客観的結論

「上場直後の長期買い見送り＋短期需給狙い限定」は機関投資家ベースケースとして妥当。期待値リターン年率+2.7%は米10年債利回り4.45%を下回る。3つのエントリーゲートを保有期間別に明示する枠組みへの精緻化を推奨。



Part A｜S-1主要P&L指標

指標	数値
2025年売上	$18.7B
Q1 2026売上	$4.69B
Q1 2026営業損失	$(1.94)B
AI部門Q1営業損失	$(2.47)B

R&D費用（Q1: $3.51B）が損失の主因。Capexは資本化され減価償却を通じてのみPLに反映。

Part A｜バリュエーション・ガバナンス指標

指標	数値
Starlink ARPU	$66/月（2025年通期 $81→Q1 2026単四半期 $66）
PSR	94倍（Palantir 67-80倍、Nvidia 13-30倍）
Musk議決権	85.1%（Class B 10票/株、93.6%所有）



セグメント別業績｜FY2025

Connectivity（Starlink）

売上$11,387M（+49.8%）／営業利益$4,423M（+120.4%）／EBITDAマージン63%――グローバル通信業界で異例の水準。

Space（Falcon等）

売上$4,086M（+7.6%）／Adj EBITDA $653M。Starship R&D約$3,004Mを費用化したため営業損失。

AI（xAI等）

売上$3,201M／営業損失$(6,355)M／Capex $12,727M（連結Capexの61%）。





セグメント別業績｜Q1 2026

Connectivity

売上$3,257M（+31.7%）／営業利益$1,188M。マージン維持。

Space

売上$619M（-28% YoY）／営業損失$(662)M。Starship V3加速投資の影響で営業・EBITDAともに赤字転落。

AI

売上$818M／営業損失$(2,469)M／Capex $7,723M（連結の76%、年率換算$30B超のペース）。



評価額推移｜バリュエーション

1

2024年12月

テンダー約$350B

2

2025年12月

テンダー約$800B（@$421/株、5-for-1 split前）

3

2026年2月

xAI合併（$250B評価）→合計$1.25T。史上最大のM&Aとも報道。

4

2026年5月

S-1提出、目標評価額$1.75T（Bloomberg $2T上限も報道）

主要契約｜政府・民間

政府契約（直近1週間で$6.45B）

- 宇宙軍SDN（LEO通信網）$2.29B（5/26発表）
- SB-AMTI（空中目標追跡衛星）$4.16B（5/29発表）
- 累計政府契約$24B超（NSSL Phase 3 $5.92B、Starshield $13B枠等）
- Golden Dome missile defense参画（全体予算$185B）

Anthropic Colossus契約

S-1：月額$1.25B、2029年5月まで、90日通知で解除可。





Part B｜強気反論の構築

Starlinkのキャッシュエンジン

2025年営業利益$4.42B、EBITDAマージン63%、加入者2年で4.5倍。TAM $1.6T。5年で$500-700B評価も試算可能（Pitchbook・Bernstein）。

Starshipの戦略的堀

打上げコスト破壊＋垂直統合（打上げ→衛星→電力→GPU→AI→ユーザー基盤）。Amazon・Google・Microsoftいずれも全レイヤーを単独企業内に持たない。

政府防衛バックログの粘着性

累計$24B超。Golden Dome・Starshield・Artemis HLSで米国宇宙安保の中核ベンダーとしてlock-in進行。Defense Prime相当価値$300-400Bを主張可能。

指数組入れ強制買い需要

Nasdaq-100（15日後）＋FTSE Russell（5日後）＋MSCI（10日後）の3重パッシブ買い。L&F推計$33-52B、フロートの15-30%を15-30日で吸収する集中買い圧力。

> 「This is going to become the largest company on the planet... worth $10 trillion, $20 trillion, $30 trillion over the next 10 or 15 years. And I could be very low.」
> ― Ron Baron（Baron Capital、$1.75B投資→現在約$14.75B、2017年以降CAGR 54%）

ガバナンスリスクと主要懸念事項

ガバナンス構造

- Musk議決権85.1%（Class B 10票/株、93.6%所有）
- Nasdaq controlled-company exemption適用：独立報酬・指名委員会の設置義務免除
- 4クラス株式構造（IPO後）
- 1B Class B株のパフォーマンス付与：15段階時価総額マイルストーン（$500B刻みで$7.5Tまで）＋火星100万人植民地条件
- Musk同業進出禁止条項を排除（直接競合事業を明示的に許容）

関連当事者取引・訴訟リスク

関連当事者取引9件以上：Tesla Cybertruck $131M購入（Tesla販売全体の6%超）、Valor経由AIハードウェアsale-leaseback 2件×$5B超、Cursor compute契約（解除料$1.5B＋繰延$8.5B）等。

Grok訴訟引当金$530M、2026年Q1提訴の集団訴訟3件。追加損失レンジは未確定。





Part C｜シナリオ別リターン試算

シナリオ	確率	条件	5年後評価	5年リターン
強気：Starship V3完全再使用＋xAI黒字化＋orbital compute実証＋加入者25M超	20%	全条件達成	$5T	+185%
基本：Starlink 18M＋Starship部分再使用＋xAI赤字縮小	45%	部分達成	$2.0-2.5T	+14〜+43%
弱気：Starship遅延＋Amazon Leo価格圧力＋ARPU $50割れ	25%	実行失敗	$0.9-1.2T	-49%〜-31%
テールリスク：Musk規制衝突・Grok大型賠償・AIバブル崩壊	10%	複合危機	$0.4-0.7T	-77%〜-60%

Part C｜期待値・バリュエーション分解

+2.7%

期待値リターン（年率）

米10年債利回り4.45%（2026年5月29日）を下回る。Sharpe比0.1-0.2レンジに留まる可能性。

7%

実利益カバー率

$1.75T評価のうち実利益でカバーされるのは約$120B程度。残り93%はMusk premium＋実行プレミアム＋TAM narrativeで構成。

$300–5…

SOTP確度の高い部分

Starlink加入者基盤・Falcon 9打上げ独占（2025年165回）・政府防衛バックログ$24B超でカバーされる価値。



保有期間別の妥当性フレームワーク

0〜3ヶ月（短期）｜Tactical Long 可

IPO pop＋指数組入れ強制買い（Nasdaq-100/FTSE Russell/MSCIの3重組入れ）を活用。IPO価格近辺でAUMの0.5-1.5%の戦術的ロング。ターゲット+15-25%、ストップロス-10%。

3〜12ヶ月（中期）｜Neutral / Underweight

ロックアップ前のモメンタム維持期間。最初の決算（2026年9月想定）でAI部門EBITDA推移・Starlink ARPU安定化・Anthropic契約継続性を精査。実態とのギャップが露見するリスク。

1〜3年（中長期）｜Underweight寄り Neutral

xAI赤字縮小・Starship経済性・Starlink Mobile・Anthropic契約継続性が焦点。実行リスクの集中期間。ロックアップ明け（2026年12月想定）で-15-25%押し目を待ってentry分割を検討。

3〜10年（超長期）｜条件付きBuy

Starship再使用化＋xAI黒字化の2条件達成でOverweight再評価。宇宙データセンター実現性・Mars TAM・Musk個人実行レコード継続が前提。Mars関連マイルストーンは当面non-financial材料として扱う。

- 再評価トリガー（β）：(i) Starship Block 4で軌道成功＋両段回収、(ii) AI部門四半期Adj EBITDAプラス転換、(iii) Anthropic契約延長明示、(iv) Starlink ARPU安定化（$60割れ阻止）――のうち**3条件以上達成**で長期Overweight再評価。





最終結論と判断変更基準

最終評価

「上場直後の長期買い見送り＋短期需給狙い限定」は機関投資家ベースケースとして**妥当**。理由：(i) 期待値リターン+2.7%/年は無リスク金利を下回る、(ii) Musk議決権85.1%＋利益相反9件＋独立委員会免除はESG/ガバナンス基準で-15-25%のdiscount要因、(iii) 評価額の93%が未実現の実行プレミアム。

ベンチマーク閾値（判断変更基準）

指標	アップグレード	ダウングレード
Starlink ARPU	$75維持 4Q連続	$55割れ
AI部門 EBITDA	黒字転換	$(1.5)B悪化
Starship再使用化	両段回収成功	重大事故/3年遅延
政府バックログ	$35B超え	重大契約解除
Anthropic契約	5年確定契約に置換	90日解除実行

> ⚠ 本稿は投資助言ではなく機関投資家向け分析的フレームワークの提示です。最終的な投資判断は各投資家の負債性質・保有期間・リスク許容度・規制制約・ESG基準等に基づいて行うべきです。情報基準日は2026年5月31日であり、IPO最終価格・Anthropic契約最終形・Starship次回飛行結果等は今後大きく変動し得ます。