

SpaceX

El 12 de junio SpaceX debutará en el Nasdaq en la mayor IPO de la historia.

VALOR DE LA EMPRESA USD 1.77 billones La mayor IPO de la historia.	INGRESOS 2025 USD 18.700 M +33,2% vs. 2024 (USD 14.015 M). Pérdida neta: USD 4.937 M.	CAPITAL A LEVANTAR USD 75.000 M Acciones a USD 135. Float: ~4%; lock-up para los insiders de 366 días.
--	---	--

LA COMPAÑÍA

Tres negocios bajo un mismo techo

SpaceX no es una sola apuesta sino tres, de naturaleza muy distinta. Solo una de ellas gana dinero hoy, y no es la que sostiene el precio de USD 135.

Negocio	Descripción del negocio
Starlink	Único segmento rentable. La base de clientes se duplicó en un año, de 5.0 M a 10.3 M de suscriptores. El ingreso mensual por cliente bajó de USD 99 a USD 66 por la entrada a mercados de menor poder adquisitivo, un sacrificio de precio a cambio de escala.
Launch (cohetes)	Cuasi monopolio del acceso al espacio gracias a sus cohetes reutilizables, pero es el negocio más maduro de los tres, con fuerte dependencia del Gobierno de EE. UU., que aporta cerca de un tercio de los ingresos de la compañía.
IA (xAI / Grok)	Su principal fuente de ingresos es el alquiler de su centro de cómputo a Anthropic, por USD 1.250 M al mes. Es el segmento en el que enfrenta mayor competencia, del cual se espera el mayor crecimiento y sobre el que descansa el precio de salida.

DATOS FINANCIEROS

Lo que revelan los estados financieros

Esa descripción de los tres negocios encuentra su respaldo en el documento oficial que SpaceX presentó ante el regulador de valores de EE.UU. antes de cotizar, la primera radiografía completa y auditada de sus finanzas. El cuadro siguiente pone los números a cada historia: cuánto factura cada negocio, cuánto gana o pierde, y la calidad de ese resultado.

Segmento	Ingresos 2025	Ut. operativa 2025	Crecim.	Margen bruto	Margen ajust. I+D
Launch	USD 4.086 M	—USD 657 M	+7,6%	67%	+57,4%
Starlink	USD 11.387 M	+USD 4.423 M	+49,9%	48%	+43,9%
IA (xAI)	USD 3.201 M	—USD 5.868 M	+22,2%	32%	—25,1%
Total	USD 18.674 M	—USD 2.589 M	+33,2%	—	—

El cuadro confirma la jerarquía: Starlink financia, el espacio promete, la IA consume capital. Starlink aporta el 61% de los ingresos, casi todo el crecimiento del año y la única utilidad operativa. La pérdida del espacio es contable, no económica: con el mejor margen bruto (67%) y ajustando el gasto en investigación como inversión, opera con un margen positivo de 57%. La IA, en cambio, no se rescata ni con ese ajuste: es la única donde los márgenes retroceden y sigue perdiendo 25 centavos por cada dólar que factura. Sumando los tres negocios e incluyendo USD 1.945 M de intereses, se llega a la pérdida neta de USD 4.937 M que encabeza este informe; capitalizada la investigación, el resultado operativo sería positivo en USD 4.020 M. Quien entra al IPO compra esa segunda lectura.

SpaceX invirtió USD 22.679 M en 2025 entre infraestructura e investigación, el doble que en 2024, y la IA absorbió USD 14.223 M de ese total: más capital que los otros dos negocios juntos, en un segmento que aporta apenas el 17% de los ingresos. Ahí está el riesgo central de la emisión, no en los cohetes. A esto se suma la solidez del balance, que sostiene la apuesta: la compañía cerró 2025 con USD 24.747 M en caja frente a USD 22.896 M de deuda, a lo que se sumarán los USD 75.000 M del IPO. Esa estructura casi sin deuda neta no solo descarta un problema de solvencia, sino que define el costo de capital que se analiza a continuación.

VALORACIÓN

El precio frente al valor

USD 135 es el precio al que se ofrecerá cada acción de SpaceX en IPO. La compañía está dividida en unos 13.300 millones de acciones; multiplicado por USD 135, el mercado estaría pagando cerca de USD 1.77 billones por la empresa completa. El ejercicio de valoración consiste en estimar los flujos de caja futuros proyectados para cada uno de los negocios para luego descontarlos a una tasa que refleje adecuadamente el riesgo de esos flujos. Aswath Damodaran, reconocido académico, valora la empresa en USD 1.30 billones, que repartidos entre las mismas acciones equivalen a USD 97,83 por acción, mientras que Morningstar lo valora en USD 0.78 billones para USD 63 por acción. Estas diferencias tan importantes reflejan la alta incertidumbre sobre los flujos futuros de la empresa. Por ejemplo, SpaceX estima el tamaño del mercado (TAM) para la industria de la inteligencia artificial para el 2036 en USD 28.7 trillones. Respetados analistas financieros califican esta cifra como una fantasía y más bien estiman el TAM en USD 3 a 4 trillones.

A USD 135 por acción el inversionista estaría pagando cerca de 100 veces las ventas anuales del 2025, un múltiplo sin precedente para una compañía de este tamaño. A manera de referencia las famosas Siete Magníficas, se negocian actualmente a 7.89 veces ventas y algunos analistas hablan de burbuja.

La siguiente tabla muestra la valoración estimada y comúnmente citada de Goldman Sachs, Aswath Damodaran (NYU) y Morningstar:

Fuente	Valor del equity	Por acción	Metodología y postura
Goldman Sachs (colocador)	USD 1.77 bill.	USD 135	Fija el precio de salida. Su modelo proyecta ingresos de IA de USD 322.000 M en 2030 (×100 vs. 2025); el más alcista.
Aswath Damodaran (NYU)	USD 1.30 bill.	USD 98	Flujos descontados, consolidando los tres negocios; supuestos generosos pero TAM de IA acotado a USD 3—4 billones.
Morningstar	USD 0.78 bill.	USD 63	Flujos descontados; ve a xAI como amenaza de destrucción de valor y prefiere esperar mejor punto de entrada.

Para referencia adicional, ARK Invest proyecta un valor entre USD 2.5 y 3.1 trillones hacia 2030, aún por encima de Goldman. Valorar proyectos de muy largo plazo en nuevos mercados, con nuevos productos y tecnologías en desarrollo es una tarea difícil. Damodaran infravaloró Tesla durante años.

EL CRECIMIENTO REQUERIDO

¿Cuánto tendría que crecer SpaceX para justificar un precio de \$135 hoy?

Un ejercicio aritmético simple muestra lo pesado de la valoración. Quien compre hoy a USD 135 con la meta de ganar un 15% anual durante 10 años necesita vender la acción a unos USD 546 en 2036. Si para entonces el mercado pagara un múltiplo de 13 veces ventas, el cual es el múltiplo que tiene Tesla actualmente, las ventas tendrían que crecer al 40% anual durante diez años.

Haciendo un análisis de desempeño histórico no encontramos ninguna empresa de esta envergadura que creciera al 40% anual durante 10 años consecutivos, Salesforce creció a un CAGR de 29.1% en 10 años (2011–2021). Amazon logró 26.37% y Microsoft 25.10% y ambas son consideradas fenómenos de crecimiento excepcional.

Hay un segundo factor, menos visible y casi nunca discutido, que pesa tanto como el de la precisión del cálculo de los flujos de caja futuros. Para estimar cuánto vale hoy una empresa, se proyectan las ganancias que generará en el futuro y se descuentan a una tasa ajustada por el riesgo de los flujos de caja. Es decir, cuanto mayor es el riesgo percibido en los flujos futuros, mayor debería la tasa de descuento y menor el valor presente de la empresa. Para el caso de la valoración realizada por Damodaran, el valor de USD 98 por acción en el supuesto de que la tasa de descuento apropiada debería ser del 8,37% en la primera década, y de 8,25% para los años siguientes. Este sería el Costo Ponderado de Capital para SpaceX apropiado para este 2025.

Ambas cifras se sitúan en torno a la mediana del mercado estadounidense y parten de una beta de 1,00, la cual reflejaría el nivel de riesgo para una empresa norteamericana madura y con flujos predecibles y estables. Esa beta no es arbitraria: la construye ponderando por valor el riesgo de los tres negocios (aeroespacial $\beta \approx 0,90$, internet $\beta \approx 1,10$ e IA $\beta \approx 1,40$). El punto para el inversionista es este, usar una tasa de empresa madura significa asumir que SpaceX ya alcanzó esa estabilidad, cuando la mitad de su valor depende de un negocio de IA que todavía pierde dinero.

El cuadro siguiente recalcula el valor por acción con una beta de 1,8 (beta calculada para Tesla y que refleja su volatilidad y hipersensibilidad a los movimientos del mercado). Mantenemos sin cambios los flujos de caja proyectados por Damodaran. Los resultados obtenidos son los siguientes:

Sensibilidad al riesgo	WACC	WACC terminal	Valor por acción
Caso base Damodaran • $\beta \approx 1,0$	8,37%	8,25%	USD 97,83 (–28% vs. IPO)
Escenario B • β 1,8 converge a 1,0	12,01%	8,86%	USD 66,07 (–51% vs. IPO)
Escenario A • β 1,8 constante	12,01%	12,01%	USD 43,28 (–68% vs. IPO)

Las conclusiones del ejercicio determinan que, por el lado del crecimiento, el precio exige tasas que ninguna empresa ha sostenido; por el lado del riesgo, los resultados delimitan el margen de seguridad. Bajo el supuesto más favorable, el de Damodaran, que ya incorpora proyecciones de crecimiento generosas, el valor estimado es de USD 98 por acción, un 28% por debajo del precio de salida. Al exigir un nivel de riesgo equiparable al de Tesla, ese valor desciende a USD 66 o USD 43, entre la mitad y un tercio de los USD 135. En los tres escenarios el precio de salida se ubica por encima del valor estimado, y la brecha se amplía a medida que el mercado percibe mayor riesgo. En términos de valoración fundamental, los datos no respaldan que el precio de USD 135 ofrezca un descuento frente al valor intrínseco; por el contrario, incorpora el supuesto de que SpaceX será tratada como una compañía madura desde el primer día de cotización, condición que sus estados financieros actuales todavía no reflejan.

BALANCE

El balance de argumentos y riesgos

Toda decisión de inversión exige sopesar el caso a favor frente al caso en contra. La historia reciente aporta una última advertencia. Tesla multiplicó 800× desde su salida a bolsa en 2010, pero tardó 10 años en registrar su primer beneficio anual y rozó la quiebra en el camino; la confianza en la ejecución exigió una paciencia extraordinaria. Y los grandes estrenos bursátiles suelen decepcionar en sus primeros 12 meses. Facebook cayó 50% en su primer año, Alibaba cerró bajo su precio de salida, Uber perdió más del 50%, Rivian un 85% y Aramco destruyó valor; de los cinco mayores debuts de la historia, solo Visa superó con claridad al mercado.

Para el caso de Space X, cinco riesgos concentran la mayor parte de la incertidumbre. En materia de gobernanza, Elon Musk concentra el 85% del voto con apenas el 42% del capital, de modo que no existen contrapesos efectivos para el accionista minoritario. La volatilidad técnica será elevada, ya que solo se cotizará cerca del 4% de las acciones, por lo que los movimientos de precio resultarán pronunciados y la liberación escalonada de los periodos de bloqueo añadirá presión vendedora. El binomio IA y Starship constituye la principal fragilidad operativa, debido que el segmento que sostiene la valoración opera con un margen de -183% y el propio documento de salida a bolsa identifica a Starship como el riesgo de ejecución número uno. A ello se suma la concentración de ingresos, porque un tercio proviene del Gobierno de EE. UU. y el negocio de cómputo de IA depende de apenas dos clientes. Por último, en cuanto a índices, la compañía no ingresará al S&P 500 por carecer de beneficios bajo norma contable, aunque sí se incorporaría al Nasdaq-100 en cuestión de semanas. El siguiente cuadro, se detallan los factores de riesgo que a nuestro juicio merecen mayor atención.

A favor (bull)	En contra (bear)
Starlink es líder mundial, crece 50% anual y ya genera beneficios.	Precio muy exigente: 100× ventas, muy por encima de las estimaciones independientes.
Cuasi monopolio del acceso al espacio, con costes 10× menores.	El precio descansa en una IA que pierde dinero y no está probada.
Caja sólida (USD 75.000 M frescos) y opcionalidad si la IA y Starship despegan.	Musk controla el 85% de los votos y solo cotiza el 4% de las acciones.

Hoy SpaceX pierde dinero, pero el consenso de analistas que recoge Bloomberg espera que eso cambie pronto, prevé una pérdida neta de alrededor de USD 4.275 M en 2026 y, ya en 2027, el primer beneficio anual de la historia de la compañía, cercano a USD 4.978 M. Ese giro de las pérdidas a las ganancias es la clave de la valoración, porque el precio de USD 135 no se paga por lo que la empresa gana hoy, sino por lo que se espera que gane en el futuro. Por eso, en los primeros meses de cotización, cada avance concreto como los hitos de Starship o la mejora de los márgenes y cada vaivén del precio influirán mucho en la acción: el mercado estará comprobando, trimestre a trimestre, si esa promesa de rentabilidad futura se va cumpliendo. La entrada al Nasdaq-100 obligará a los fondos indexados a comprar la acción, lo que suele dar soporte temporal a la cotización con independencia de los fundamentos.

Más allá del primer día de cotización, los resultados corporativos de la compañía para los próximos periodos permitirán contrastar este análisis con hechos verificables y reevaluar la situación con mejor información. El primer reporte trimestral mostrará si el margen de la división de IA mejora desde su nivel negativo actual, lo que daría sustento a la valoración más optimista, o si se mantiene y refuerza la lectura más cautelosa. Los hitos de Starship (vuelos exitosos y avances hacia la reutilización plena) validarían el principal riesgo de ejecución señalado por la propia compañía.

Documento Privado. Preparado por Chotocruz & Co. No se autoriza su distribución sin previa autorización de Chotocruz & Co.