



חותם - סקירה חודשית בנושא הנפקת SpaceX והתמסחרות תעשיית החלל הגלובלית

במשך עשורים רבים, נתפסה הפעילות בחלל כטריטוריה בלעדית של סרטי מדע בדיוני ותעוזה הוליוודית. כיום, החדשנות הטכנולוגית והפחתת עלויות השיגור הכניסו את המסלול הלווייני לתוך הזירה העסקית והפיננסית בכפיפות למודלים עסקיים מבוססי תזרים. כניסתה של SpaceX לשוק הציבורי חותמת את המעבר המבני הזה, ומביאה את ה"ניו-ספיס" אל לב המיינסטרים הכלכלי.

רקע ומגמות מאקרו-מבניות בתעשיית החלל

תעשיית החלל הגלובלית חווה תמורה מבנית עמוקה, המעבירה את מרכז הכובד שלה ממודל מסורתי הנשען על תקציבים ממשלתיים וריכוזיות לאומית, אל עבר השוק הפיננסי המסחרי. מקור השינוי מונע מפיתוח יכולות שיגור רב-פעמיות (Reusability) אשר הפחיתו את עלויות השיגור בשיעור של כ-70% עד 90%. ירידה דרמטית זו בעלויות ההון ההשקעתי (CapEx) שינתה את היסודות הכלכליים של מגזר החלל והפכה פעילות שדרשה בעבר משאבים מדינתיים, למודל עסקי המתאפיין ביעילות תפעולית גבוהה באופן שהיקף השיגורים הגלובלי רשם שיא של למעלה מ-320 שיגורים למסלול בשנת 2025, עלייה של כ-30% לעומת אשתקד.

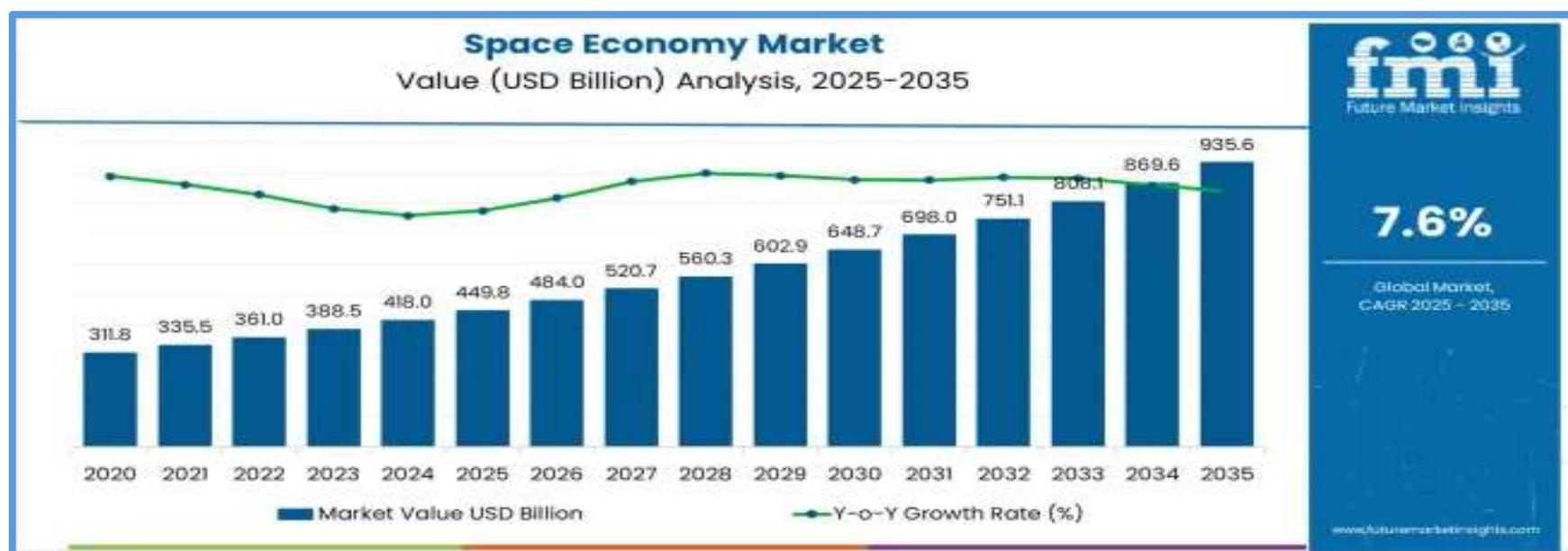
שוק כלכלת החלל מפולח לפי סוג, משתמש קצה ואזור גאוגרפי. לפי סוג, השוק כולל רכיבים של תעשיית הלוויינים כגון שיגור לוויינים, שירותי לוויין, ייצור לוויינים וציוד קרקע ללוויינים, לצד מגזרים שאינם לווייניים הכוללים תקציבי חלל ממשלתיים, טיסות חלל מסחריות מאוישות ופעילויות קיימות בחלל. מבחינת משתמשי קצה, השוק מסווג למגזר המסחרי ולמגזר הממשלתי והביטחוני, דבר המשקף שילוב של השקעות פרטיות וציבוריות בפעילויות חלל. מבחינה אזורית, השוק משתרע על פני צפון אמריקה, אמריקה הלטינית, מערב ומזרח אירופה, מדינות הבלקן והמדינות הבלטיות, רוסיה ובלארוס, מרכז אסיה, מזרח אסיה, דרום אסיה והאוקיינוס השקט, והמזרח התיכון ואפריקה.

בסוף שנת 2025, שוק תעשיית החלל הגלובלי הוערך בכ-450 מיליארד דולר והוא צפוי לצמוח בהיקפיו לכדי 950 מיליארד דולר עד שנת 2035. נתון זה משקף קצב צמיחה שנתי ממוצע של 7.6% לאורך העשור הקרוב. המשמעות המקרו-כלכלית של נתונים אלו היא הפיכת מגזר החלל לקטגוריית נכסים עצמאית (Asset Class) בעלת קורלציה נמוכה יחסית למחזורי

עסקים מסורתיים, אך עם תלות גבוהה במחזורי נזילות גלובליים ובעלויות מימון הון. כיום, המגזר המסחרי מהווה כ-78% מסך הפעילות הכלכלית בתחום, בעוד המגזר הממשלתי מרכז כ-22% בלבד - נתון המדגיש את התלות הנמוכה של הענף בתקצוב ממשלתי.

הסביבה העסקית נחלקת לארבעה קטורים מרכזיים המשפיעים על שרשרת הערך :

1. פתרונות שיגור ונגישות לוגיסטית השולטים על עלויות ההגעה למסלול
 2. שירותי לוויין ומידע (Earth Observation & Communications) לאספקת קישוריות רחבת פס ואיסוף דאטה רציף
 3. ייצור ומערכות חלל ביטחוניות (קבלנות משנה ותתי-מערכות קריטיות)
 4. לוגיסטיקת מסלול ותשתיות לפעולות תדלוק, שדרוג והרכבה של נכסים במסלול להארכת אורך חייהם הכלכלי.
- בגרף – גודל שוק החלל וקצב הגידול המוערך בעשור הבא.



חברות מרכזיות נוספות במגזר החלל -

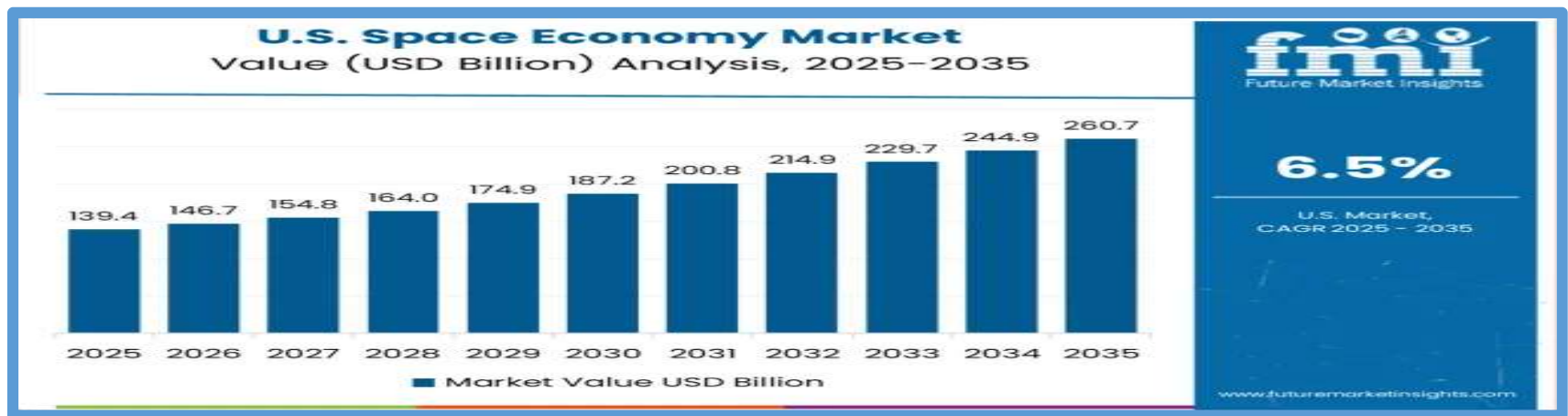
הסביבה התחרותית כוללת לצד SpaceX, שחקניות ציבוריות ופרטיות כגון: Rocket Lab (סימול: RKL), המרחיבה פעילות לשיגורים כבדים וייצור רכיבים, Blue Origin הפרטית, המקדמת את תשתית הירח Artemis ותחנות חלל מסחריות, AST SpaceMobile (סימול: ASTS), המפתחת תשתית תקשורת סלולרית ישירה מהחלל (Direct-to-Cell) וקבוצת Eutelsat/OneWeb הנסחרת באירופה, המהווה את המתחרה המרכזית למערך הלווייני של Starlink במגזר הממשלתי והארגוני.

הנפקת הציבורית ההיסטורית של חברת Space Exploration Technologies Corp - SPCX

האירוע המכונן הנוכחי בשוקי ההון הוא הנפקת הציבורית ההיסטורית של חברת Space Exploration Technologies Corp (סימול: SPCX) בבורסת ה-NASDAQ בתאריך 12/06/2026. ההנפקה, אשר גייסה סכום חסר תקדים של 86 מיליארד דולר לפי שווי חברה ראשוני של 1.77 טריליון דולר, מהווה את ה-IPO הגדול ביותר בהיסטוריה של שוקי ההון העולמיים.

ביומה הראשון למסחר, ננעלה המנייה במחיר של 160.95 דולר (עלייה של כ-19.2% ממחיר ההנפקה המקורי שעמד על 135 דולר), דבר שהעלה את שווי השוק של הישות הממוזגת ללמעלה מ-2 טריליון דולר ומיצב אותה כחברה השישית בגודלה בארה"ב. מבנה ההנפקה הראשוני כלל מיזוג מוקדם עם חברת הבינה המלאכותית xAI ורכישת סוכנות הקוד Cursor, מהלך המשקף אסטרטגיה אינטגרטיבית המשלבת תשתית לוויינית קשיחה עם יכולות מחשוב קצה ואינטליגנציה מלאכותית.

בגרף, גודל והגידול הצפוי במגזר החלל בארה"ב בלבד



אנו בחותם מוצאים בעיתיות רבה במבנה ההנפקה ונצביע בפסקאות הבאות על שתי המרכזיות:

הבעיה הראשונה - מיזוגה של חברת הבינה המלאכותית xAI לתוך ישות הבסיס של SpaceX בוצע לפי שווי פעילות פנימי של כ-250 מיליארד דולר. תמחור זה מייצר אסימטריה חשבונאית קיצונית: בעוד שחטיבת הלוויינים היציבה Starlink מייצרת תזרימי מזומנים חיוביים הרי ש-xAI, מתאפיינת בקצב שריפת מזומנים של כמיליארד דולר בחודש, אל מול הכנסות זניחות של 120 מיליון דולר בלבד בתשעת החודשים הראשונים של 2025. המשמעות המעשית היא התאדות סך ההכנסות השנתיות של חטיבת ה-AI-בכל שישה ימי פעילות תפעולית, מהלך השוחק באופן מיידי את שולי הרווח התפעוליים של החברה המאוחדת ערב ההנפקה.

ההסבר של חותם לארכיטקטורה פיננסית זו אינו טמון בסינרגיה מסחרית ומובנת, אלא בהכנסת פלטפורמת המדיה המדרדרת X (לשעבר טוויטר) אל תחת המטרייה התאגידית של SpaceX **באופן שאפשר לאלון מאסק לבצע חילוץ מאזני גאווה עבירו להשקעה כושלת**. במסגרת זו, הוחלפו המניות המקרטעות של רשת X (טוויטר), נכס שנרכש ב-44 מיליארד דולר וסבל ממחיקת ערך חדה – במניות SpaceX הנחשקות והנזילות. **חילוף נכסים זה חילף הן את בעל השליטה והן את קונסורציום בנקי ההשקעות שהעמידו לו אשראי ממונף והיו חשופים לנשל פירעון קרוב.**

מבנה השליטה המוחלטת של אילון מאסק בחברה המונפקת -

הבעיה השנייה והקשורה לראשונה - פרק הממשל התאגידי במסמכי ההנפקה חושף מבנה הון הדוק המותיר את השליטה האסטרטגית והאופרטיבית המוחלטת בידיו של המייסד אילון מאסק, ללא תלות באחזקתו הכלכלית הריאלית. בהנפקה, החברה אימצה מבנה מניות כפול. הראשון, מניות מסוג Class A, המוצעות לציבור הרחב ולמוסדות הפיננסיים בשוק המשני ומעניקות זכות הצבעה סטנדרטית של קול אחד לכל מניה, ובמקביל מניות מסוג Class B, השמורות באופן בלעדי לאילון מאסק ולגרעין השליטה הפנימי, ומעניקות כוח הצבעה עודף בשיעור של 10 עד 20 קולות לכל מניה.

מנגנון זה מספק למאסק רוב מוחלט באסיפת בעלי המניות ומבטיח כי החלטות מהותיות – כגון הקצאת הון לפרויקטים ארוכי טווח בעלי עתירות הון קשיחה, יתקבלו באופן ריכוזי וללא יכולת התערבות או אקטיביזם מצד משקיעים מוסדיים. המשמעות המידית היא ביטול מוחלט של מנגנוני ההגנה המסורתיים בשוק הציבורי באופן שהציבור נדרש למעשה לספק את ההון והנזילות הדרושים לפעילות, אך נשללת ממנו היכולת להשפיע על המדיניות התאגידית, הרכב הדירקטוריון או עסקאות בעלי עניין...

לסיכום פרק זה - המבנה הפיננסי של העסקה חושף פגיעה מהותית בעקרונות הממשל התאגידי ומותיר משקע עבור מבחינת שקיפות והגינות השוק. ניצול כוח השליטה לשם ניתוב תזרימי מזומנים מחברה תעשייתית מצליחה לטובת כיסוי הפסדים והצלת השקעות פרטיות כושלות, מהווה כשל מובהק של הממשל התאגידי. מנגנון חילוץ ריכוזי זה, מגלגל את סיכוני ההפסד והנזילות הפרטיים של מאסק אל כתפי ציבור המשקיעים בשוק ההון.

משמעויות כניסת המניה לנאסד"ק ולמדד ה-Nasdaq-100 -

החלטתה של SpaceX לרשום את מניותיה למסחר בבורסת ה-NASDAQ (תחת הסימול SPCX), תוך יישום שינוי תקנוני חסר תקדים מצד הנהלת הבורסה, נושאת השלכות מאקרו-מבניות מיידיות על שווקי ההון. אילון מאסק קיבל "הנחת סלב" כאשר נאסד"ק שינתה את כללי הכללת החברות שלה, ובמקום תקופת המתנה סטנדרטית של בין שלושה חודשים לשנה, אישרה את הכללת SpaceX במדד ה-Nasdaq-100 כ-15 ימי מסחר בלבד לאחר ה-IPO. למהלך זה שתי השלכות פיננסיות ישירות ומידיות:

- **ביקושים קשיחים מכוח מכשירי השקעה פסיביים:** הכללת החברה במדד ה-Nasdaq-100 כופה על תעודות סל (ETFs), קרנות מחקות וקרנות פנסיה המנהלות טריליוני דולרים ומחקות את המדד, לרכוש את המניה ללא קשר להערכת השווי הכלכלית שלה. זרמי הון מובנים אלו יוצרים "רצפת מחיר" ומספקים נזילות גבוהה, אך במקביל מעלים את רמת הסיכון המערכתי במדדים הכלליים.
- **עיוותי שווי ורמות מכפילי מכירות קיצוניים:** SpaceX הונפקה במכפיל הכנסות גבוה משמעותית מהמוצע ההיסטורי של מגזר הטכנולוגיה, בעיקר בשל הכללת הפעילות של xAI והפסדי התזרים הרבעוניים שלה. כניסתה המהירה למדד חושפת את כלל המשקיעים במדד לפרופיל תנודתיות גבוה, ומגדילה את משקלן של חברות צמיחה שאינן רווחיות בשלבים אלו במדדי הבסיס.

בשורה התחתונה -

בעוד שהקונצנזוס בשוק מציג את ה-IPO של SpaceX כהצלחה פנומנלית המעידה על פוטנציאל בלתי מוגבל, ניתוח מאקרו-כלכלי מפקח מחייב הצגת תזת נגד חריפה המטילה ספק בתמחור הנוכחי. כמו חותם, גם חברת המחקר המקרו-כלכלי Morningstar פרסמה דוח לפיו השווי ההוגן הריאלי (Fair Value) של מניית SPCX עומד על 62 דולר בלבד למניה – נמוך בכ-60% ממחיר החסימה בהנפקה. **הטיעון המרכזי נגד שווי החברה נשען על קצב שריפת המזומנים הקיצוני של הישות הממוזגת, במיוחד לאחר הטמעת xAI ופריקט העברת**

הנתונים המרוחקות במסלול החלל. החברה מנסה לממן מודל עסקי של בניית מיליון מרכזי נתונים מסלוליים המבוססים על קירור טבעי ואנרגיה סולארית, פרויקט שההיתכנות הפיזית והפיננסית טרם הוכחה.

בנוסף, קיים כשל אנליטי מובנה בתמחור החברה כאשר מרבית שרשרת הערך של הבינה המלאכותית נשענת על חומרה יבשתית קשיחה וסיבים אופטיים מהירים. הניסיון להעביר את כוח המחשוב לחלל סובל מבעיות לוגיסטיות של שהיית נתונים ועלויות תחזוקה אסטרונומיות. לפיכך, מדובר בתמחור המבוסס על "הייפ" טכנולוגי ולא על תזרימי מזומנים מהוונים ריאליים. ברגע שמחזור הנזילות העולמי יתכווץ או שחברות ה-AI הגדולות יציגו האטה ברווחיות, מניית SpaceX עלולה לחוות תיקון אלים שיקרין על מדד הנאסד"ק כולו. לסיכום, תעשיית החלל הגיעה לבגרות מבנית ומהווה כיום חלק בלתי נפרד מהתשתית הטכנולוגית והכלכלית הגלובלית. יחד עם זאת, הנפקת SpaceX מייצרת סימני שאלות משמעותיים. מחד, הירידה בעלויות המשתנות של שיגור למסלול מייצרת ערך כלכלי אמיתי לחברות לוויינים ושירותי דאטה. מאידך, תמחור הישנות המובילה בשווי של למעלה מ-2 טריליון דולר משקף ציפיות אופטימיות מדי שאינן לוקחות בחשבון את הסיכונים הרגולטוריים, הממשל התאגידי הריכוזי, עלויות ההון האסטרונומיות ושריפת המזומנים המסיבית של חטיבת ה-AI.

אנו בחותם סבורים שמומלץ לנקוט במשנה זהירות בהשקעה ישירה במניית SpaceX ולמשקיעים המעוניינים להיחשף בהשקעותיהם למגזר החלל ראוי להעדיף חשיפה מבוזרת ומגודרת באמצעות קרנות סל / ETF למגזר החלל. גישה זו מאפשרת ליהנות מהצמיחה הכללית של הענף תוך הגנה מפני התנודתיות המערכתית הצפויה במניות הטכנולוגיה הגדולות וניהול סיכונים קפדני ומפוקח.

תגובות / שאלות – בשמחה

חותם – 30/06/2026