

SpaceX: il prezzo e il valore

Il prezzo che paga il mercato rappresenta il valore dell'impresa?

Gherardo Siliprandi
Ottobre 2026

60,06 \$

valore dei flussi, per azione

135,00 \$

prezzo del collocamento

167,60 \$

prezzo di mercato, 7/10/2026

Prezzo e valore non sono la stessa cosa

Valore

Valore attuale dei flussi di cassa futuri. Lo stima il DCF.

Prezzo

Quanto paga oggi l'ultimo compratore. Lo leggono i multipli.

In un mercato efficiente coincidono (Fama 1970). Per verificarlo: stimo il valore in modo indipendente e lo confronto con il prezzo. Se divergono, mi chiedo che cosa contiene il prezzo.

SpaceX è il caso più estremo in borsa

260x 94x

108-211 \$

l'EBITDA degli ultimi 12 mesi

i ricavi degli ultimi 12 mesi

il prezzo da giugno a ottobre

Al prezzo di 167,60 \$ SpaceX vale 2.158 miliardi di valore d'impresa.

Quattro strumenti, quattro domande

STRUMENTO	DOMANDA	PERCHÉ PER SPACEX
1 Multipli dei comparabili	Il mercato la prezza come le imprese simili?	è il modo in cui mercato e banche prezzano
2 DCF per segmento, a milestone	Quanto valgono i flussi?	tre business con rischi diversi, eventi tecnici decisivi
3 Valore dell'insieme	Il gruppo vale più delle parti?	Starship e Starlink si fanno esistere a vicenda
4 DCF inverso	Che cosa deve accadere per arrivare al prezzo?	trasforma il prezzo in un'ipotesi discutibile

Nessuna impresa somiglia a SpaceX: tre panieri

SPACEX

Space

Lanci, Starship, NASA e Difesa

1,9x

EV/ricavi del paniere: difesa e aerospazio



Banda larga, enterprise, telefonia diretta

2,7x

EV/ricavi del paniere: telecom, più difesa per Starshield



Calcolo, Grok, pubblicità su X

7,9x

EV/ricavi del paniere: hyperscaler, cloud e pubblicità

Ai prezzi dei comparabili SpaceX vale un decimo

15-19 \$

SpaceX ai multipli dei suoi tre panieri, sui ricavi di oggi (2026)

35-44 \$

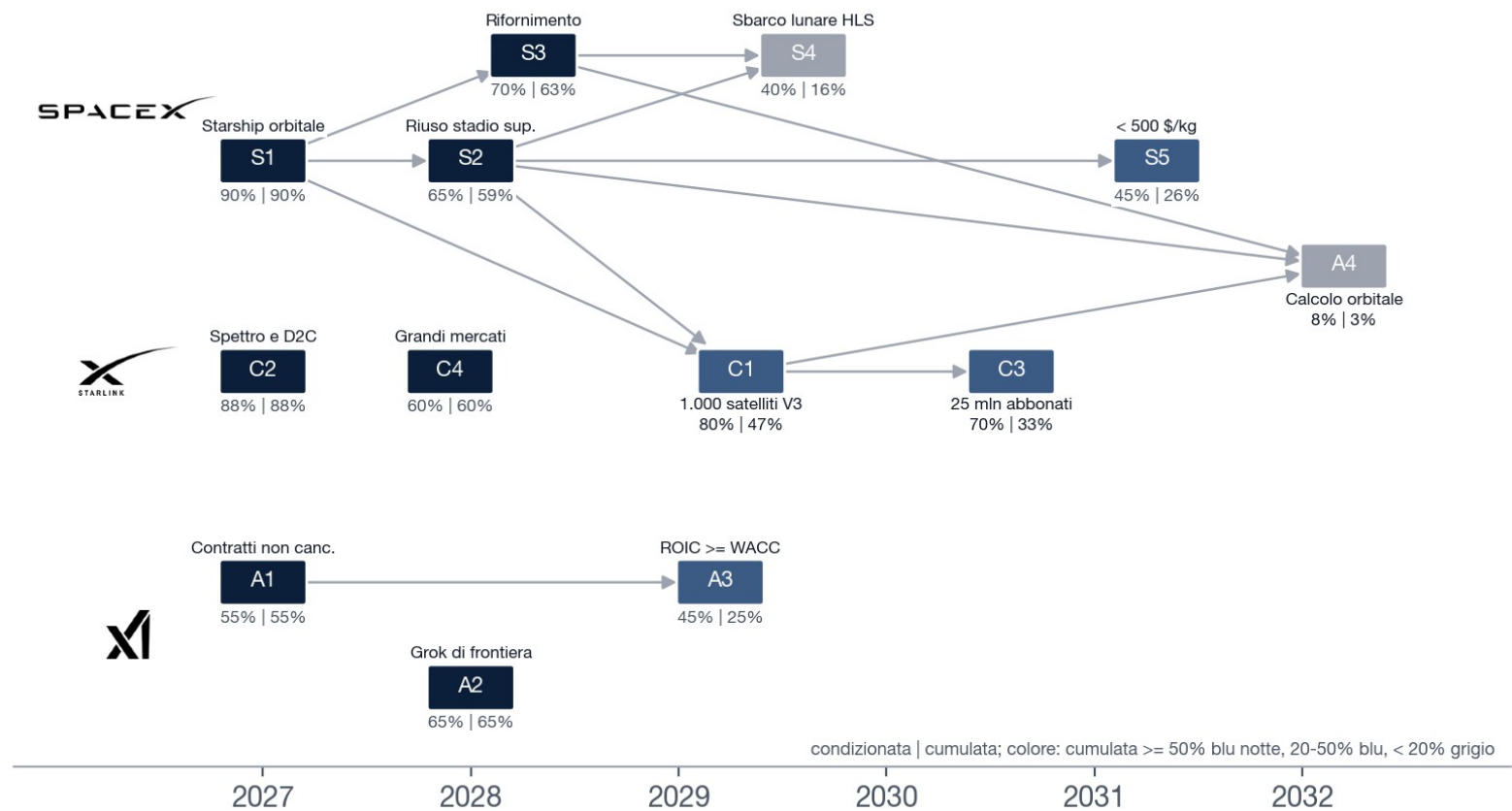
con l'AI valutata come OpenAI e Anthropic, sui suoi ricavi di oggi (17 mld)

96x

i ricavi: quanto dovrebbe valere Starlink per arrivare al prezzo (il suo paniere: 2,7x)

Il prezzo non è un prezzo relativo. Ma i multipli di imprese mature non vedono la crescita: serve il DCF.

Un DCF per segmento, pesato per le milestone



13
milestone sui tre segmenti

696
esiti possibili, tutti pesati

65%
riuso dello stadio superiore di Starship:
il nodo

I flussi valgono 57 \$ per azione

585

Starlink

esiste già e incassa

miliardi di dollari a rischio

139

AI

35% del suo successo

19

Space

poco valore, ma decide il resto

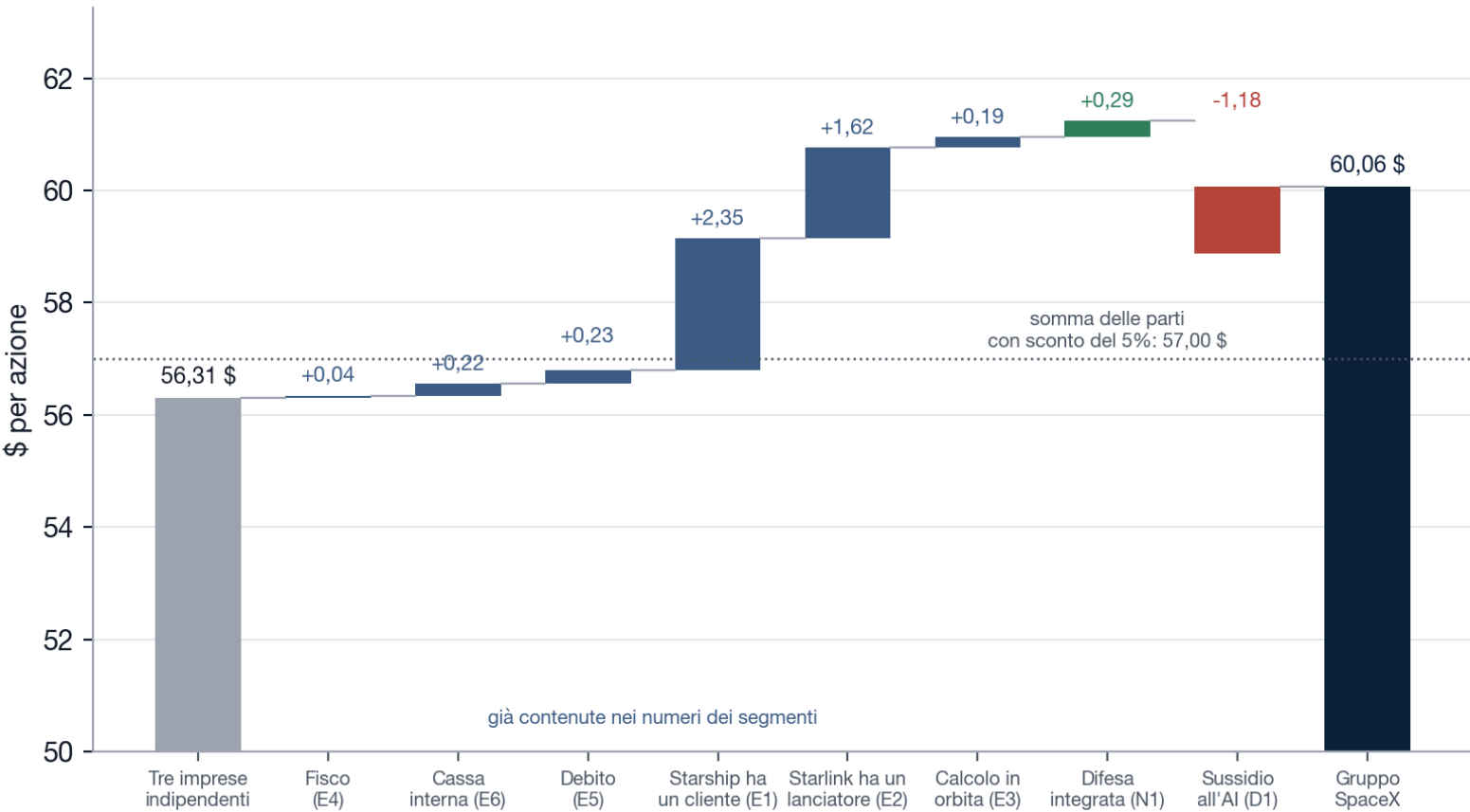
57,00 \$

per azione, valore dei flussi

90 \$

se tutte le milestone riescono

Il gruppo vale più delle parti: 60,06 \$



+7%

il gruppo sulle parti separate: fra RTX (-13%) e Amazon (+20%)

60,06 \$

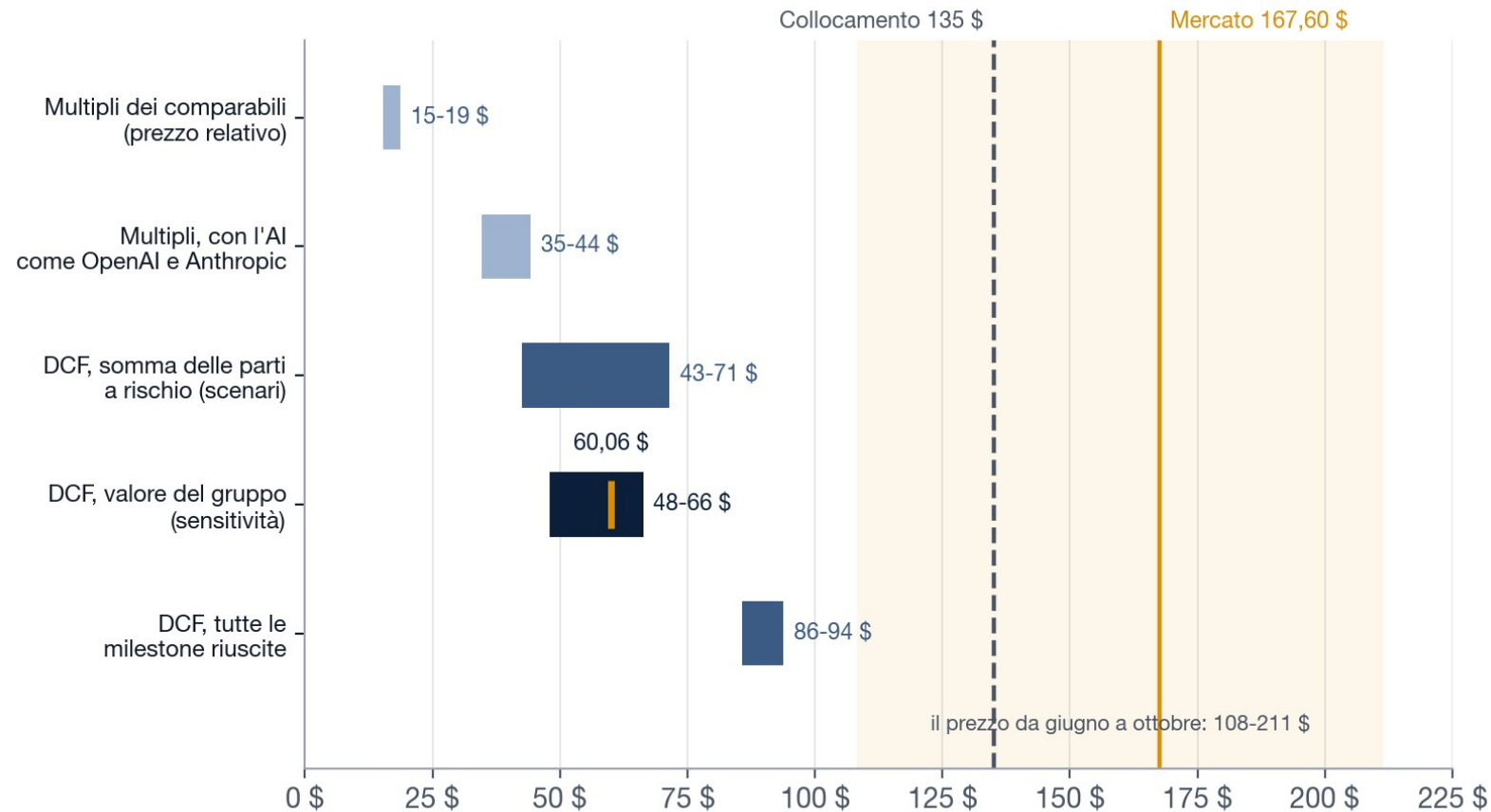
il valore del gruppo per azione

+117%

il premio sulle parti che chiederebbe il prezzo

Fonte: Modello dell'autore: $V(\text{gruppo}) = \text{parti indipendenti} + \text{sinergie} - \text{dis-sinergie}$; excess value con il metodo di Berger e Ofek (1995), stockanalysis.com, 9/10/2026

Nessun metodo arriva al prezzo



36%

del prezzo di mercato spiegato dai flussi

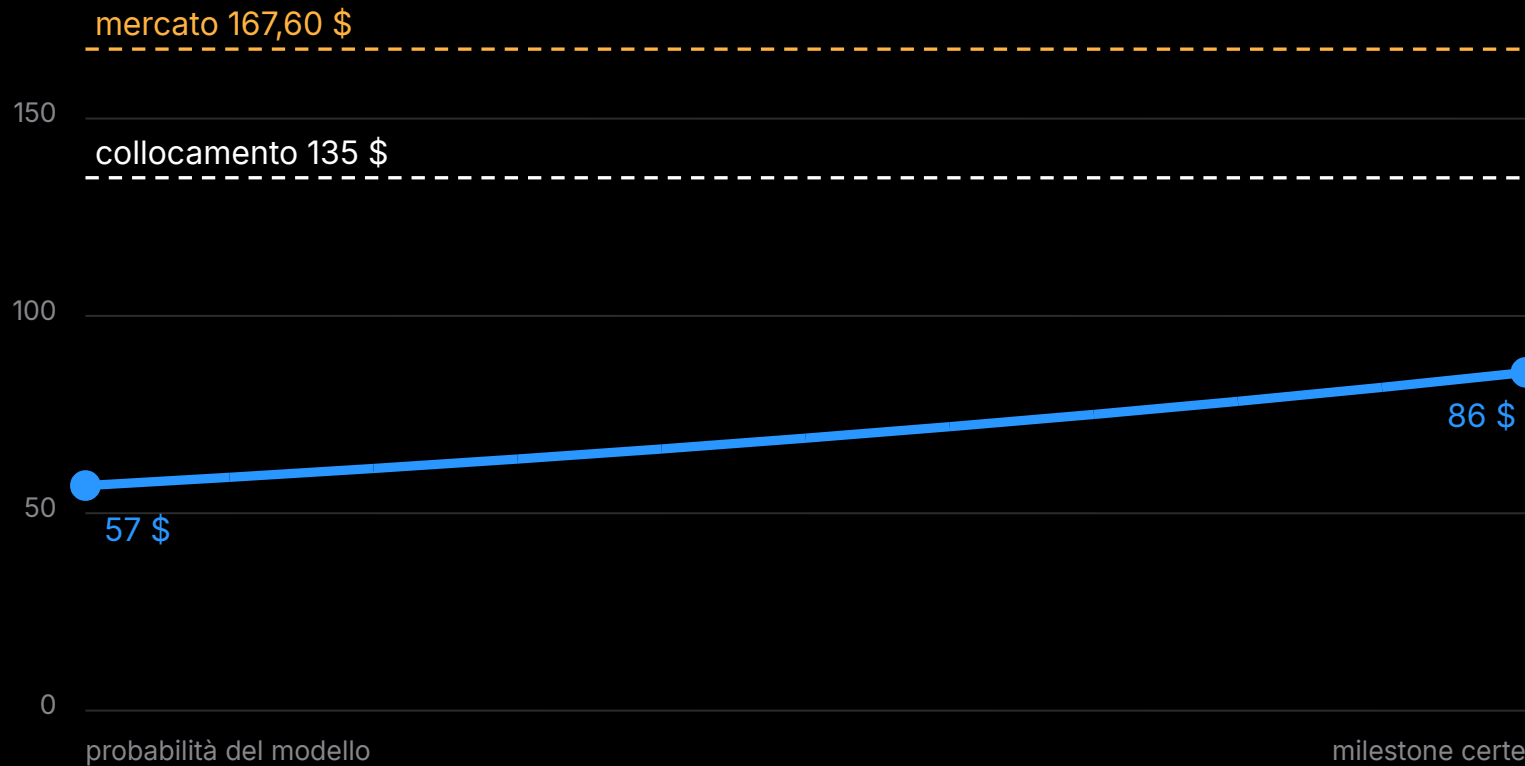
44%

del prezzo di collocamento

0

esiti su 696 sopra i 135 \$ del collocamento

Nemmeno la certezza basta



86 \$

con tutte e 13 le milestone certe

0

esiti su 696 superano il prezzo di collocamento

Il prezzo si muove, il valore no



108-211 \$

il prezzo da giugno a ottobre

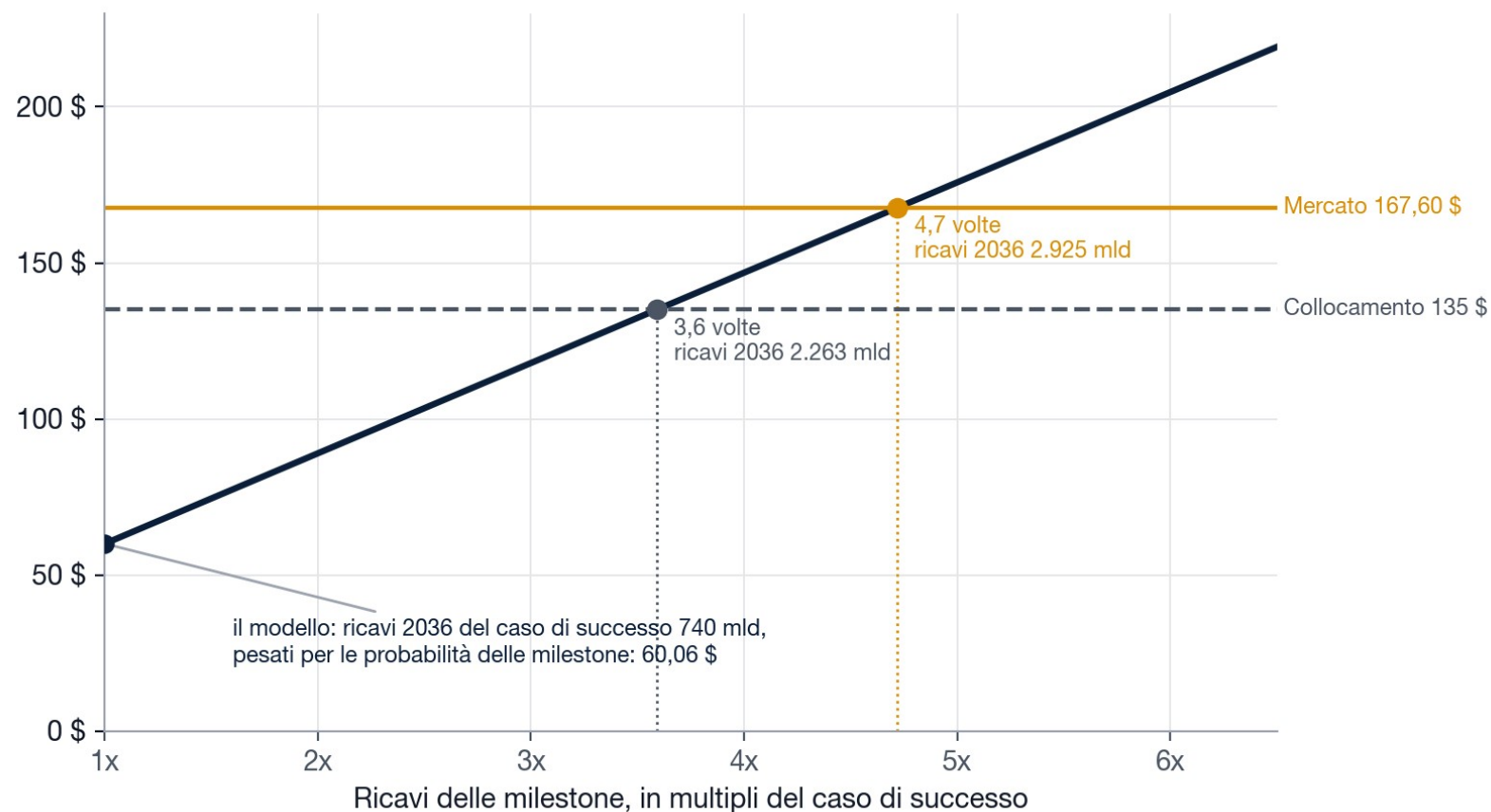
48-66 \$

il valore, con tutte le sensibilità

+95%

fra minimo e massimo del prezzo in quattro mesi

Il prezzo paga un'impresa 4 volte più grande



4,7x

i ricavi del caso di successo, per arrivare al prezzo di mercato

2.925

miliardi di ricavi nel 2036 (successo del modello: 740)

4x

i ricavi di Amazon nel 2025

Il prezzo paga un'AI da hyperscaler, e certa

Multipli dei comparabili sui ricavi AI del 2036 se riesce (550 mld), non su quelli di oggi (17 mld, slide 6)

COME VALE L'AI NEL 2036

SPACEX PER AZIONE

Come nel modello: impresa matura, a rischio

60 \$

Come nel modello, solo l'AI con successo certo

79 \$

Come un hyperscaler, pesata per le probabilità

103-111 \$

Come un hyperscaler, e con successo certo

152-183 \$

Prezzo di mercato 167,60 \$ · collocamento 135 \$

Ma le migliori banche del mondo l'hanno collocata a 135 \$

La domanda c'era

Libro ordini coperto più di 4 volte a 135 \$: il collocamento misura quanto gli investitori sono disposti a pagare.

È un prezzo, non un valore

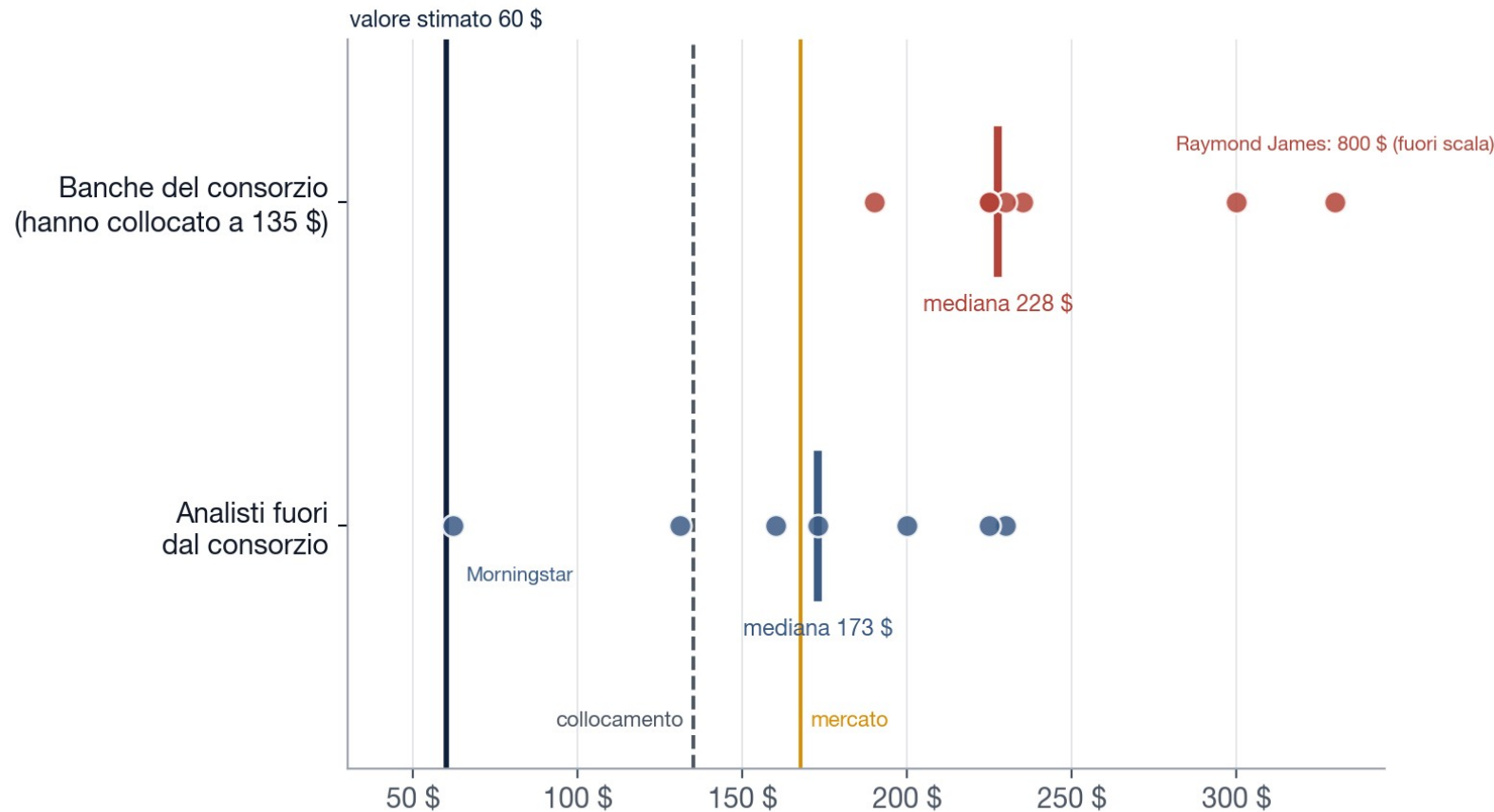
Nel bookbuilding il prezzo d'offerta raccoglie la domanda (Benveniste e Spindt 1989), non stima i flussi.

Anche 135 \$ chiede di più

Con il DCF inverso il collocamento sconta ricavi 3,6x il caso di successo: 2.263 mld al 2036.

PERCHÉ IL PREZZO RESTA SOPRA IL VALORE

Chi ha collocato vede 228 \$, chi no 173 \$



228 \$

mediana dei target delle banche del consorzio

173 \$

mediana degli analisti fuori dal consorzio

4,9%

delle azioni negoziabili al debutto: il prezzo riflette gli ottimisti (Miller 1977)

No: il prezzo non misura il valore dei flussi

Il prezzo rappresenta la possibilità di un'impresa quattro volte più grande, non il valore di quella che si può dimostrare oggi.

60,06 \$

il valore dei flussi

36%

del prezzo spiegato dai flussi

2.925

miliardi di ricavi 2036 che il prezzo
sconta

Tutte le fonti, il report e il modello Excel



Fonti

documenti SEC, prezzi di mercato, articoli accademici, analisti e stampa, con i link

Report

il caso completo, 32 pagine, con tutti gli esibiti

Presentazione

questa presentazione, in PowerPoint e PDF

Modello Excel

14 fogli, circa 2.000 formule, ogni input con la sua fonte

gherardo200-glitch.github.io/spacex-valutazione

Il rischio si conta una volta sola

SEGMENTO	BETA PRIMA	BETA DOPO	WACC PRIMA	WACC DOPO	SBLOCCO
Space	1,25	0,822	10,6%	8,8%	2028
Starlink	1,00	0,469	9,6%	7,4%	2028
AI	1,60	1,227	12,1%	10,5%	2029

Rischio tecnico

nei flussi, con le probabilità cumulate (rNPV).

Rischio sistematico

nel tasso, con un beta per stadio.

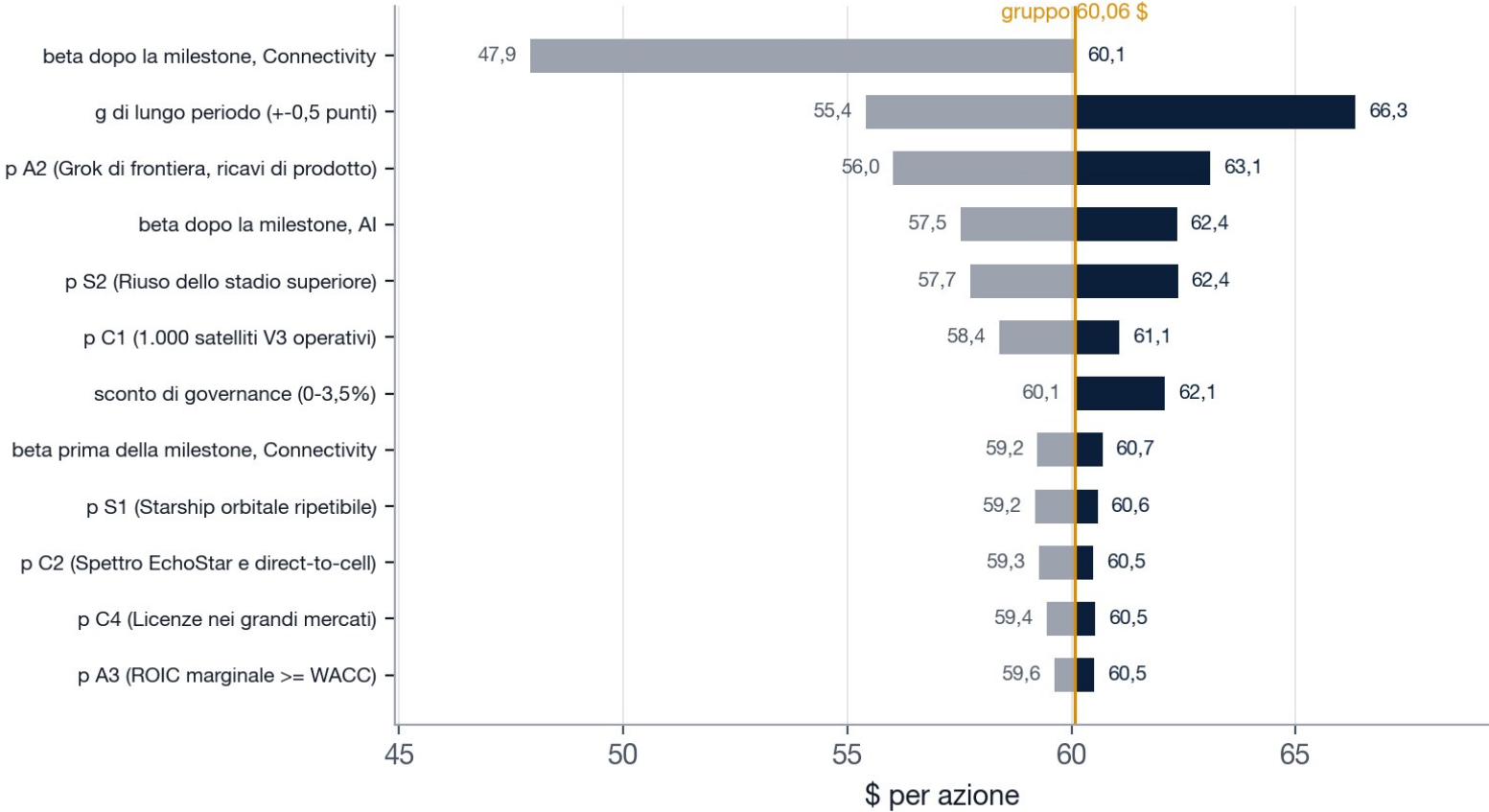
Il tasso scende

quando le milestone si raggiungono.

Il dettaglio dei multipli

SEGMENTO	RICAVI 2026, MLD	EV/RICAVI	EV, MLD
Space	3,6	1,77-1,92x	6,4-6,9
Starlink	17,0	2,65-2,68x	45,0-45,6
AI	17,0	5,43-7,89x	92,3-134,1
SpaceX ai tre panieri	37,6		143,7-186,6 (15-19 \$)
AI come i laboratori privati	17,0	20,0-27,3x	340-464
SpaceX con l'AI come i laboratori			392-517 (35-44 \$)
Prezzo di mercato			2.158 (167,60 \$)

Nessuna leva porta il valore oltre 67 \$



47,92 \$

con il beta di Starlink degli operatori satellitari (0,74)

66 \$

il massimo con una leva alla volta

135 \$

il prezzo di collocamento

Chi valuta i flussi sta sotto il prezzo

FONTE	\$ PER AZIONE
Morningstar, scenario senza Starship	41
Questo lavoro: il valore dei flussi (gruppo)	60,06 \$
Morningstar, valore di riferimento	62
Morgan Stanley, scenario negativo	75
Questo lavoro: tutte le milestone riuscite	93,86 \$
Damodaran, giugno 2026	97,83
Prezzo di collocamento (424B4)	135 \$
Prezzo di mercato, 7/10/2026	167,60 \$
RBC Capital Markets, target (consorzio)	225
Morgan Stanley, target (consorzio)	300

Tre cose che sembrano sinergie e non lo sono

Il prezzo interno dei lanci

Starlink paga i lanci al costo: è un trasferimento fra segmenti. La sinergia vera è la cadenza che dà a Starship.

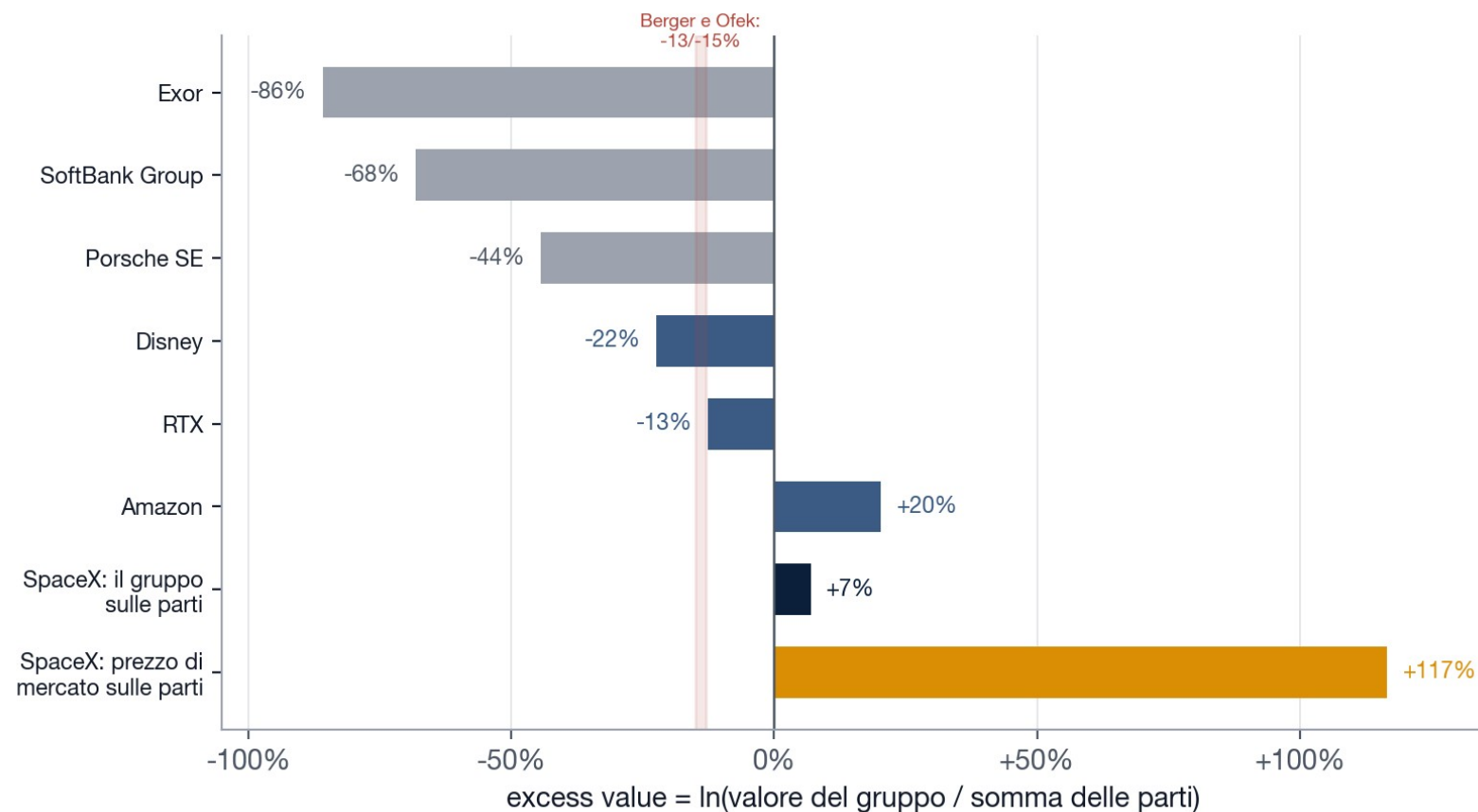
Il tasso più basso sul debito

6% contro il 12,5% di xAI: in gran parte un trasferimento ai creditori. Vale solo lo scudo fiscale sul debito in più.

La diversificazione

Riduce la volatilità del gruppo, ma l'azionista diversifica da solo. Per questo i tassi non cambiano.

Solo un gruppo integrato vale più delle sue parti



+20%

Amazon, l'unico premio del campione

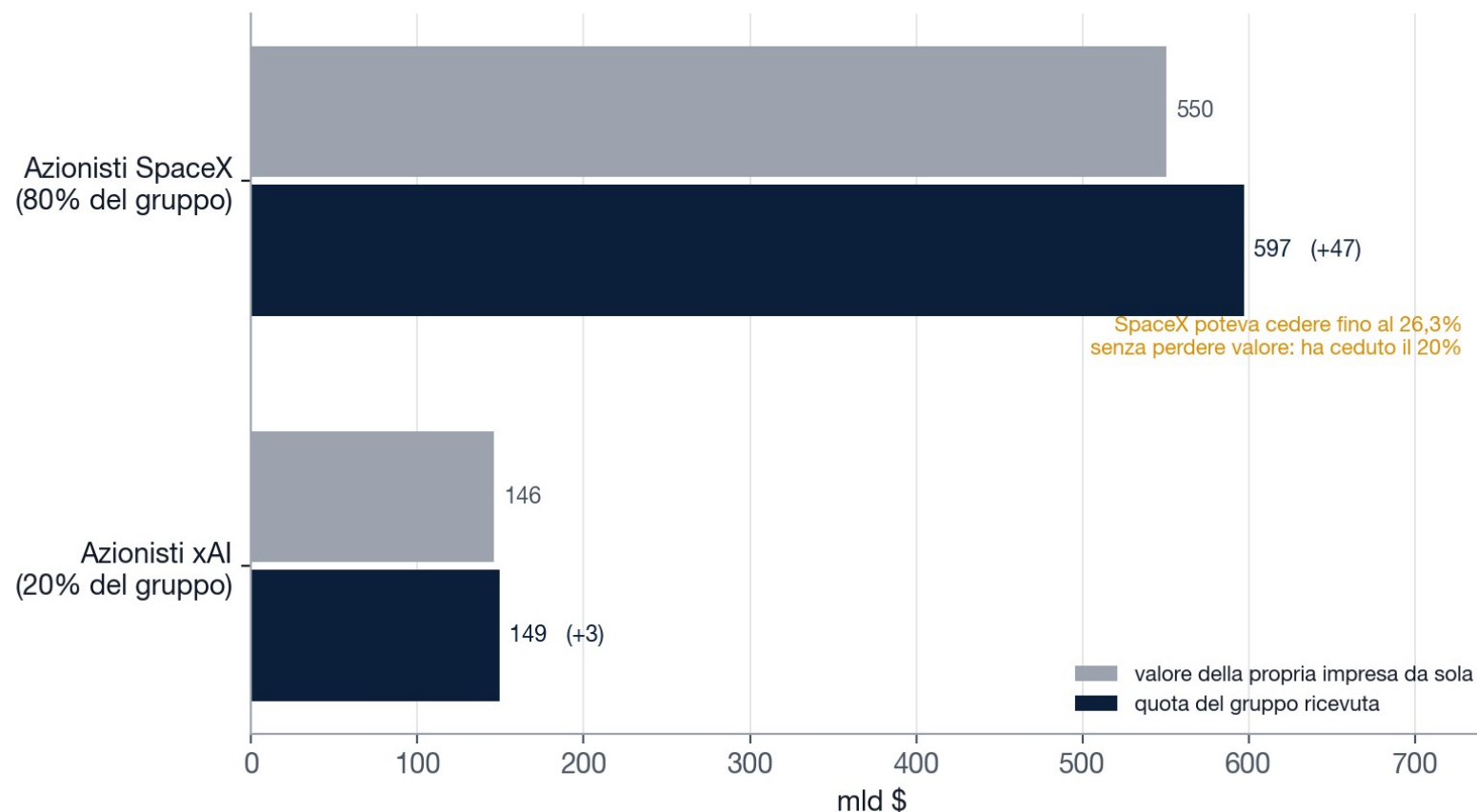
+7%

SpaceX, il gruppo sulle parti

+117%

quello che chiederebbe il prezzo

La fusione con xAI ha premiato i soci SpaceX



20%

del gruppo ceduto agli azionisti di xAI

26,3%

la quota massima che SpaceX poteva cedere

+47

mld di guadagno per i soci SpaceX

Tutto in un file Excel, in formule

01 **Prezzo**

02 **Input**

03 **Tassi**

04 **Probabilità**

05 **Blocchi**

06 **Segmenti**

07 **Fisco**

08 **Finanziamento**

09 **Sinergie**

10 **Ponte**

11 **Fusione**

12 **Conglomerati**

2.000

formule, zero errori; Excel e Python coincidono al centesimo