



SPACEX

و امیدنامه‌ای که هر مدیرعامل باید بخواند



گلرنگ ونچرز
GOLRANG VENTURES



گلرنگ ونچرز
GOLRANG VENTURES



عنوان گزارش

اسپیس ایکس و امیدنامه‌ای که هر مدیرعامل باید بخواند

تاریخ انتشار

خرداد ۱۴۰۵

نویسندگان

زهره لورک، هستی فضلی، فرشاد مرحمتی‌زاده

طراح گرافیک

فاطمیما صادق‌نژاد

ویراستار

امیر انصاری‌پور

تهیه‌کننده

مرکز نوآوری و فناوری‌های گروه گلرنگ (گلرنگ ونچرز)

منبع

U.S. Securities and Exchange Commission

در ماه مه ۲۰۲۶، اسپیس ایکس پس از بیش از دو دهه فعالیت به عنوان یکی از ارزشمندترین شرکت‌های خصوصی جهان، فرم S-1 (امیدنامه و سند رسمی ثبت عرضه اولیه سهام در آمریکا) را نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ثبت کرد. اهمیت این رویداد تنها در ورود احتمالی یک شرکت بزرگ فناوری به بازار سرمایه نبود؛ بلکه در پارادوکسی بود که توجه تحلیلگران و سرمایه گذاران را به خود جلب کرد: شرکتی با ارزش گذاری بسیار بالا، در حالی آماده عرضه عمومی می‌شود که بخشی از موتورهای رشد آینده‌اش، از جمله Starship و زیرساخت‌های هوش مصنوعی، همچنان زیان‌ده و نیازمند سرمایه‌گذاری سنگین هستند. جذابیت S-1 اسپیس ایکس دقیقاً از همین نقطه آغاز می‌شود؛ جایی که موضوع اصلی نه صرفاً سودآوری امروز، بلکه ارزش آینده‌ای است که شرکت در حال ساختن آن است. در واقع، سرمایه‌گذاری روی اسپیس ایکس بیش از آنکه خرید عملکرد فعلی شرکت باشد، نوعی سرمایه‌گذاری بر آینده اقتصاد فضایی، ارتباطات ماهواره‌ای و زیرساخت‌های پردازش هوش مصنوعی است. این سند نشان می‌دهد اسپیس ایکس چگونه تلاش می‌کند زیان‌های فعلی را نه به عنوان ضعف عملکرد، بلکه به عنوان هزینه ساخت مزیت رقابتی آینده روایت کند.

عرضه اولیه سهام، فقط یک اتفاق مالی نیست

بسیاری از افراد، امیدنامه عرضه اولیه S-1 را صرفاً یک سند مالی و حقوقی می‌دانند. در حالی که این سند در واقع یکی از جامع‌ترین اسناد استراتژیک یک شرکت است؛ سندی که نشان می‌دهد یک سازمان چگونه آینده خود را می‌بیند، منابع خود را تخصیص می‌دهد، ریسک‌هایش را مدیریت می‌کند و برای خلق ارزش در مقیاس جهانی برنامه‌ریزی می‌کند. IPO لحظه‌ای است که یک شرکت باید خودش را برای بازار عمومی بازتعریف کند؛ نه فقط با اعداد، بلکه با روایت، شفافیت، ریسک‌پذیری و منطق رشد.

امیدنامه اسپیس ایکس که در ماه مه ۲۰۲۶ نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) ثبت شد، از این منظر فراتر از یک پرونده عرضه اولیه است. این سند تصویری کم‌سابقه از شرکتی ارائه می‌دهد که امروز نه یک شرکت فضایی، بلکه مجموعه‌ای از سه کسب‌وکار مستقل در حوزه‌های فضا، ارتباطات و هوش مصنوعی است.

این سند نشان می‌دهد شرکتی که سال‌ها به عنوان نماد جسارت در صنعت فضا شناخته می‌شد، چگونه تلاش کرده خود را برای سرمایه‌گذاران عمومی توضیح دهد؛ نه صرفاً به عنوان یک شرکت پرتاب موشک، بلکه به عنوان یک زیرساخت یکپارچه در سه حوزه فضا، اتصال‌پذیری و هوش مصنوعی.

شرکت‌های بزرگ روی یک کسب‌وکار شرط نمی‌بندند

مهم‌ترین نکته‌ای که در مطالعه S-1 جلب توجه می‌کند، گسترش افق استراتژیک شرکت است. این سند نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ معمولاً بر یک محصول یا یک خط درآمدی متکی نیستند؛ بلکه به مرور پرتفویی از موتورهای رشد می‌سازند. پس از ادغام با xAI و X Holdings، اسپیس ایکس اکنون بر سه موتور رشد متکی است:

سکوی کسب‌وکار	محصولات	نقش استراتژیک
Connectivity	شبکه اینترنت ماهواره‌ای استارلینک	موتور درآمد و جریان نقدی امروز
Space	Starship، زیرساخت پرتاب و حمل‌ونقل فضایی	موتور رشد و سرمایه‌گذاری بلندمدت
AI Infrastructure	xAI, Grok, Colossus	بستر خلق مزیت رقابتی آینده

شرکت‌های بزرگ معمولاً خود را در یک صنعت محدود نمی‌کنند. آن‌ها به مرور به پلتفرم‌هایی تبدیل می‌شوند که چندین موتور خلق ارزش را به‌صورت هم‌زمان توسعه می‌دهند.

موتورهای رشد را از موتورهای درآمد تفکیک کنیم

یکی از درس‌های مهم S-1 اسپیس ایکس، تفکیک میان موتور درآمد امروز و موتور رشد آینده است. برخلاف تصور عمومی، درآمد اصلی اسپیس ایکس از موشک‌ها نیست؛ بلکه بخش Connectivity و به‌ویژه Starlink، مهم‌ترین منبع درآمد و سودآوری شرکت است. در سال ۲۰۲۵، درآمد تلفیقی اسپیس ایکس حدود ۱۸.۷ میلیارد دلار و Adjusted EBITDA آن حدود ۶.۶ میلیارد دلار اعلام شده است. در همین سال، Starlink با بیش از ۱۱.۳ میلیارد دلار درآمد، ۴.۴ میلیارد دلار سود عملیاتی و بیش از ۱۰.۳ میلیون مشترک در ۱۶۴ کشور، موتور اصلی جریان نقدی شرکت بوده است.

در مقابل، بخش Space با وجود بیش از ۶۵۰ پرتاب موفق مداری، همچنان به دلیل سرمایه‌گذاری سنگین در توسعه Starship زیان‌ده است. بخش AI نیز هنوز سرمایه‌بر و غیربالغ است، اما به عنوان بستر خلق مزیت رقابتی آینده معرفی می‌شود.

این ساختار نشان می‌دهد شرکت‌های پیشرو الزاماً همه واحدهای خود را برای سودآوری کوتاه مدت نمی‌سازند؛ برخی واحدها درآمد امروز را تأمین می‌کنند و برخی دیگر، ارزش آینده را می‌سازند.

فناوری‌ای که بیشترین توجه رسانه‌ای را جلب می‌کند، الزاماً منبع اصلی درآمد نیست. در بسیاری از کسب‌وکارها، موتور واقعی سودآوری در بخشی قرار دارد که کمتر دیده می‌شود.



IPO زمانی معنا پیدا می‌کند که به استراتژی متصل باشد

در بخش Use of Proceeds، اسپیس ایکس توضیح می‌دهد که منابع خالص حاصل از عرضه قرار است برای تأمین مالی استراتژی رشد استفاده شود؛ از جمله توسعه زیرساخت محاسباتی AI، بهبود زیرساخت‌های پرتاب، ارتقای launch vehicles، افزایش مقیاس و ظرفیت منظومه‌های ماهواره‌ای و اهداف عمومی شرکت. نکته مهم این است که مصرف منابع دقیقاً با همان روایت اصلی شرکت هماهنگ است: Space، AI و Connectivity.

ارتباط با استراتژی	محل مصرف منابع
توسعه موتور رشد آینده	AI compute infrastructure
افزایش ظرفیت و cadence پرتاب	Launch infrastructure
پشتیبانی از Starship و نسل بعدی پرتاب	Launch vehicles
رشد Starlink Mobile و Starlink	Satellite constellations
حفظ انعطاف مدیریتی پس از IPO	General corporate purposes

برای شرکت‌هایی که به ورود به بازار سرمایه فکر می‌کنند، این بخش پیام روشنی دارد: جذب سرمایه زمانی معنادار است که به یک منطق رشد قابل توضیح متصل باشد. سرمایه‌گذار باید بداند منابع حاصل از IPO قرار است کدام قابلیت، کدام بازار و کدام مرحله از رشد آینده شرکت را فعال کند.

سودآوری هدف نیست، پیامد است

نگاهی به صورت‌های مالی شرکت تصویر جالبی را نشان می‌دهد. اسپیس ایکس در سال ۲۰۲۴ به سود خالص ۷۹۱ میلیون دلاری رسید، اما در سال ۲۰۲۵ دوباره وارد محدوده زیان شد و حدود ۴.۹ میلیارد دلار زیان خالص ثبت کرد. در نگاه اول این موضوع نگران‌کننده به نظر می‌رسد؛ اما دلیل اصلی آن، افزایش شدید سرمایه گذاری در زیرساخت‌های هوش مصنوعی است. تنها در سال ۲۰۲۵ بیش از ۱۲.۷ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری در بخش AI انجام شده و کل هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت به ۲۰.۷ میلیارد دلار رسیده است.

این همان تفاوت میان «زیان ناشی از ضعف کسب‌وکار» و «زیان ناشی از سرمایه‌گذاری برای رشد» است؛ تفاوتی که بسیاری از مدیران و حتی سرمایه‌گذاران در تحلیل شرکت‌ها نادیده می‌گیرند.

در دنیای پیشرو بازار به چشم‌انداز رأی می‌دهد

شاید مهم‌ترین بخش امیدنامه، توضیح درباره نحوه مصرف سرمایه جذب‌شده باشد.

شرکت سه هدف اصلی را دنبال می‌کند:



«توسعه Starship به عنوان نسل بعدی حمل‌ونقل فضایی»

«ایجاد زیرساخت محاسباتی در مدار زمین»

«تکمیل زنجیره هوش مصنوعی از مراکز داده تا زیرساخت‌های فضایی»

در S-1 اسپیس ایکس بارها از مفهومی صحبت می‌شود که هنوز وجود خارجی ندارد: «زیرساخت پردازش مداری»

بلندپروازانه‌ترین هدف مطرح‌شده در این سند، دستیابی به ظرفیت ۱۰۰ گیگاوات پردازش در مدار زمین است؛ چشم‌اندازی که خود اسپیس ایکس نیز آن را یک «چالش فنی فوق‌العاده دشوار» توصیف می‌کند. تحقق چنین هدفی ممکن است سال‌ها زمان ببرد و حتی با عدم قطعیت‌های قابل توجهی همراه باشد. با این حال، بازار حاضر است امروز برای آن ارزش قائل شود. دلیل این موضوع نه عملکرد فعلی این کسب‌وکار، بلکه توانایی شرکت در ترسیم آینده‌ای است که برای

سرمایه‌گذاران قابل تصور و قابل باور به نظر می‌رسد. این دقیقاً نقطه‌ای است که استراتژی از سطح برنامه‌ریزی عملیاتی فراتر می‌رود و به خلق یک چشم‌انداز مشترک برای آینده تبدیل می‌شود؛ چشم‌اندازی که می‌تواند سرمایه، استعداد و اعتماد بازار را به سمت خود جذب کند. در بازارهای سرمایه پیشرو، ارزش شرکت‌ها صرفاً از عملکرد فعلی آن‌ها ناشی نمی‌شود؛ بلکه از میزان باور بازار به آینده‌ای شکل می‌گیرد که شرکت قادر به ساختن آن است. آن‌ها روی آینده‌ای سرمایه‌گذاری می‌کنند که شرکت قادر به روایت و اجرای آن باشد.

بهترین شرکت‌ها ریسک‌هایشان را پنهان نمی‌کنند

یکی از ارزشمندترین بخش‌های S-1، فهرست عوامل ریسک است. اسپیس ایکس صراحتاً لیست ریسک‌های خود را معرفی می‌کند.

نمونه در S-1 اسپیس ایکس	طبقه‌بندی ریسک‌ها
تأخیر یا شکست در توسعه Starship	ریسک فناوری
وابستگی به مجوزهای FCC، FAA و رگولاتورهای بین‌المللی	ریسک رگولاتوری
زیان‌دهی فعلی بخش هوش مصنوعی بدهی بیش از ۲۹ میلیارد دلار نیاز به CapEx سنگین برای Starlink، Starship و AI	ریسک سرمایه‌بری
وابستگی به تراشه، مواد اولیه و قطعات خاص	ریسک زنجیره تأمین
رقابت در فضا، اینترنت ماهواره‌ای و AI	ریسک رقابت
کنترل حدود ۸۰ درصد حق رأی در اختیار ایلان ماسک	ریسک شخص کلیدی
ساختار دوکلاسه سهام و کنترل بنیان‌گذار	ریسک حاکمیت شرکتی

این شفافیت یکی از مهم‌ترین آموزه‌های S-1 است. شرکت‌های بزرگ ریسک‌های خود را پنهان نمی‌کنند؛ بلکه نشان می‌دهند که آن‌ها را می‌شناسند و برای مدیریت آن‌ها برنامه دارند. این در حالیست که در فرایند IPO معرفی ریسک نمی‌تواند کلی و تزئینی باشد، بلکه باید دقیقاً به مدل رشد شرکت وصل شوند.

S-1 فقط فرم نیست، داستان قابل دفاع شرکت است

بررسی S-1 اسپیس ایکس نشان می‌دهد IPO فقط پر کردن یک فرم قانونی نیست. S-1 جایی است که شرکت باید خود را برای بازار عمومی توضیح دهد: مأموریتش چیست، چطور پول می‌سازد، چرا بازار بزرگی پیش‌رو دارد، چه ریسک‌هایی دارد، پول IPO را کجا مصرف می‌کند، ساختار سرمایه‌اش چگونه است و ورود سهام‌داران جدید چه اثری بر مالکیت و ارزش دفتری دارد. اسپیس ایکس در این سند تلاش کرده یک روایت منسجم بسازد: شرکتی با مأموریت تمدنی، مزیت عملیاتی در دسترسی به فضا، موتور درآمدی در Starlink، آینده رشد در AI و برنامه‌ای بلندپروازانه برای ساخت بازارهای جدید. برای هر شرکتی که به IPO فکر می‌کند، درس اصلی این است: بازار عمومی فقط رشد نمی‌خواهد؛ رشد قابل توضیح، ریسک قابل شفاف‌سازی و ساختار مالی قابل دفاع می‌خواهد.

مروری بر ساختار فرم S-1 اسپیس ایکس

ارزش‌گذاری: ۱.۷۵ تریلیون دلار | نماد معاملاتی: SPCX | بازار هدف: Nasdaq

۱	Glossary of Terms / واژه‌نامه اصطلاحات
۲	Prospectus Summary / خلاصه امیدنامه
۳	Risk Factors / عوامل ریسک
۴	Cautionary Statement Regarding Forward-Looking Statements / بیانیه احتیاطی درباره اظهارات آینده‌نگر
۵	Use of Proceeds / نحوه استفاده از منابع حاصل از عرضه
۶	Dividend Policy / سیاست تقسیم سود
۷	Capitalization / ساختار سرمایه
۸	Dilution / رقیق‌شدن سهام
۹	Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations / تحلیل مدیریت از وضعیت مالی و نتایج عملیات

۱۰	Business / کسب‌وکار
۱۱	Management / مدیریت
۱۲	Executive Compensation / جبران خدمات مدیران اجرایی
۱۳	Certain Relationships and Related Person Transactions / روابط خاص و معاملات با اشخاص وابسته
۱۴	Security Ownership of Certain Beneficial Owners and Management / مالکیت اوراق بهادار توسط مالکان ذی‌نفع اصلی و مدیریت
۱۵	Description of Capital Stock / توصیف سهام سرمایه‌ای
۱۶	Shares Eligible for Future Sale / سهام واجد شرایط برای فروش در آینده
۱۷	Material U.S. Federal Income Tax Considerations for Non-U.S. Holders of Class A Common Stock / ملاحظات مهم مالیات فدرال آمریکا برای دارندگان غیرآمریکایی سهام عادی کلاس A
۱۸	Underwriting / تعهد پذیرهنویسی
۱۹	Legal Matters / مسائل حقوقی
۲۰	Experts / کارشناسان مستقل
۲۱	Where You Can Find Additional Information / محل دسترسی به اطلاعات تکمیلی
۲۲	Index to Financial Statements / فهرست صورت‌های مالی

جمع‌بندی: ارزش‌گذاری آینده، نه صرفاً عملکرد امروز

مطالعه S-1 اسپیس ایکس بیش از آنکه روایتی از یک عرضه اولیه باشد، مطالعه موردی یک شرکت در مقیاس جهانی است؛ شرکتی که تلاش می‌کند هم‌زمان جریان نقدی امروز، موتورهای رشد فردا و فرصت‌های استراتژیک آینده را توسعه دهد.

شاید مهم‌ترین درس این امیدنامه برای مدیران، تفاوت میان «مدیریت عملکرد» و «مدیریت آینده» باشد. بسیاری از سازمان‌ها بر بهینه‌سازی کسب‌وکارهای فعلی تمرکز می‌کنند، در حالی که شرکت‌هایی مانند اسپیس ایکس بخش قابل توجهی از منابع خود را صرف ساخت قابلیت‌هایی می‌کنند که ممکن است سال‌ها بعد به نتیجه برسند. در چنین نگاهی، سرمایه‌گذاری صرفاً ابزاری

برای توسعه فعالیت‌های موجود نیست؛ بلکه مکانیزمی برای خلق مزیت‌های رقابتی آینده است. از سوی دیگر، S-1 اسپیس ایکس نشان می‌دهد که رشد پایدار تنها از مسیر داشتن یک محصول موفق حاصل نمی‌شود. شرکت‌های پیشرو معمولاً ترکیبی از موتورهای درآمد، موتورهای رشد و گزینه‌های استراتژیک آینده را در کنار یکدیگر توسعه می‌دهند و میان عملکرد کوتاه‌مدت و خلق ارزش بلندمدت توازن برقرار می‌کنند.

در نهایت، شاید مهم‌ترین دلیل توجه بازار به اسپیس ایکس را بتوان در یک جمله خلاصه کرد: بازار تنها شرکت‌ها را بر اساس آنچه امروز هستند ارزش‌گذاری نمی‌کند، بلکه آن‌ها را بر اساس آنچه می‌توانند در آینده به آن تبدیل شوند نیز ارزیابی می‌کند. به همین دلیل، امیدنامه اسپیس ایکس صرفاً یک سند مالی نیست؛ بلکه نمونه‌ای از چگونگی تبدیل یک چشم‌انداز بلندمدت به اعتماد سرمایه‌گذاران، جذب سرمایه و خلق ارزش در مقیاس جهانی است.

Beyond
Boundaries

گلرنگ ونچرز
GOLRANG VENTURES

