



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Galaxy Digital (NASDAQ: GLXY): крипто-платформа, превращающаяся в оператора дата-центров для ИИ



galaxy



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



Galaxy Digital (NASDAQ: GLXY): крипто-платформа, превращающаяся в оператора дата-центров для ИИ

Тикер	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал роста	Риск	Горизонт
GLXY	\$34	\$42	~23%	Высокий	3-5 лет

Sohn Conference Foundation

Поводом для данного разбора послужила инвестиционная идея, представленная на Sohn Conference Foundation — пожалуй, одном из самых известных благотворительных мероприятий финансовой индустрии. Конференция была основана в 1995 году в Нью-Йорке в память об Ире Сон (Ira Sohn), профессионале с Уолл-стрит, ушедшем из жизни от рака в возрасте 29 лет; ее создали его коллеги и друзья Дуглас Хирш, Лэнс Лейфер и Дэниел Нир вместе с матерью и братом Иры. С тех пор идея, родившаяся как дань памяти одному человеку, превратилась в глобальное движение: конференции проходят в Нью-Йорке, Лондоне, Гонконге, Сан-Франциско, Цюрихе, Тель-Авиве и других городах, а суммарно серия Sohn собрала более 80 млн долларов.

Вырученные с билетов и спонсорства средства направляются на исследования и лечение детской онкологии (в последние годы в пользу программы MSK Kids в Memorial Sloan Kettering Cancer Center). За три десятилетия со сцены Sohn прозвучали исторические выступления, однако самым знаменитым считается анализ Дэвида Эйнхорна, предсказавшего крах Lehman Brothers (Hedge Fund Alpha).



Фотография Иры Сон (Ira Sohn)

О компании

Galaxy Digital представляет собой пример трансформации бизнеса. Ранее криптовалютная компания сегодня представляет собой связку из двух направлений: платформы цифровых активов и быстрорастущего проекта дата-центров Helios. В перспективе, исходя из логики развития бизнеса, именно инфраструктурное направление может стать доминирующим, вплоть до потенциального перехода в отдельную компанию.

Платформа, построенная Майком Новограцем (CEO), в сегменте цифровых активов является полноценным институциональным игроком: трейдинг и маркет-мейкинг, кредитование, стейкинг, брокер-дилерская деятельность, инвестиционно-банковский консалтинг и управление активами, с порядка 8 млрд долларов в AUM/AUS.

Формально компания раскрывает три сегмента: Digital Assets, Data Centers и Treasury & Corporate. По выручке доминируют цифровые активы: в крипто-бизнесе «выручка» отражает преимущественно валовый оборот операций, поэтому более показательным является именно нижний уровень финансовых результатов. При этом сегмент Data Centers пока находится на ранней стадии развития: 7,2 млн долларов выручки за 2025 г. Дополнительно на балансе Treasury & Corporate числятся около 700 млн долларов крипто-активов и порядка 650 млн долларов инвестиций.

Helios - главный фактор

Главная ценность компании — дата-центр «Helios» на западе Техаса, в округе Дикенс: свыше 1000 смежных акров с опцией дальнейшего расширения, доступ к водоносному горизонту, собственная частная подстанция под ЛЭП на 345 кВ и расположение в зоне ERCOT Load Zone West, где избыток возобновляемой генерации временами делает электроэнергию настолько дешевой, что потребителям фактически доплачивают за ее использование.



AI дата-центр «Helios».

Стоит отметить, что первый из пяти дата-холлов Фазы I был передан клиенту CoreWeave (CRWV) в апреле, в срок и в рамках бюджета, силами подрядчика верхнего уровня Clauso по контракту GMP; на площадке продолжаются активные строительные работы. По мощности: из 1,6 ГВт одобренной ERCOT генерации 800 МВт уже законтрактованы CoreWeave по 15-летнему договору со средней годовой выручкой свыше 1 млрд долларов при марже около 90%; еще 830 МВт недавно одобрены ERCOT, и компания ориентирует рынок на объявление клиента-гипер скейлера во втором полугодии 2026 г.; дополнительно 1,8 ГВт находятся в очереди на пакетное одобрение Batch Zero. Полный потенциал площадки составляет 3,4 ГВт.

Факторы недооценки компании

Недооценку компании можно объяснить четырьмя факторами. Первый — отношение к крипто: убытки крипто направления «маскируют» ценность дата-центра, а инвесторы сторонятся сектора. Второй — технический: до перехода с биржи Торонто на Nasdaq в мае 2025 г. компания не была доступна американским инвесторам и буквально на считанные дни не попала в индекс Russell в 2025 г.

Третий — денежные потоки: в фазе строительства “Helios” свободный денежный поток отрицателен, а законтрактованные потоки еще не отражаются в отчетности. Четвертый — горизонт: рынок нетерпелив, а полный ввод занимает годы.

Финансовое состояние

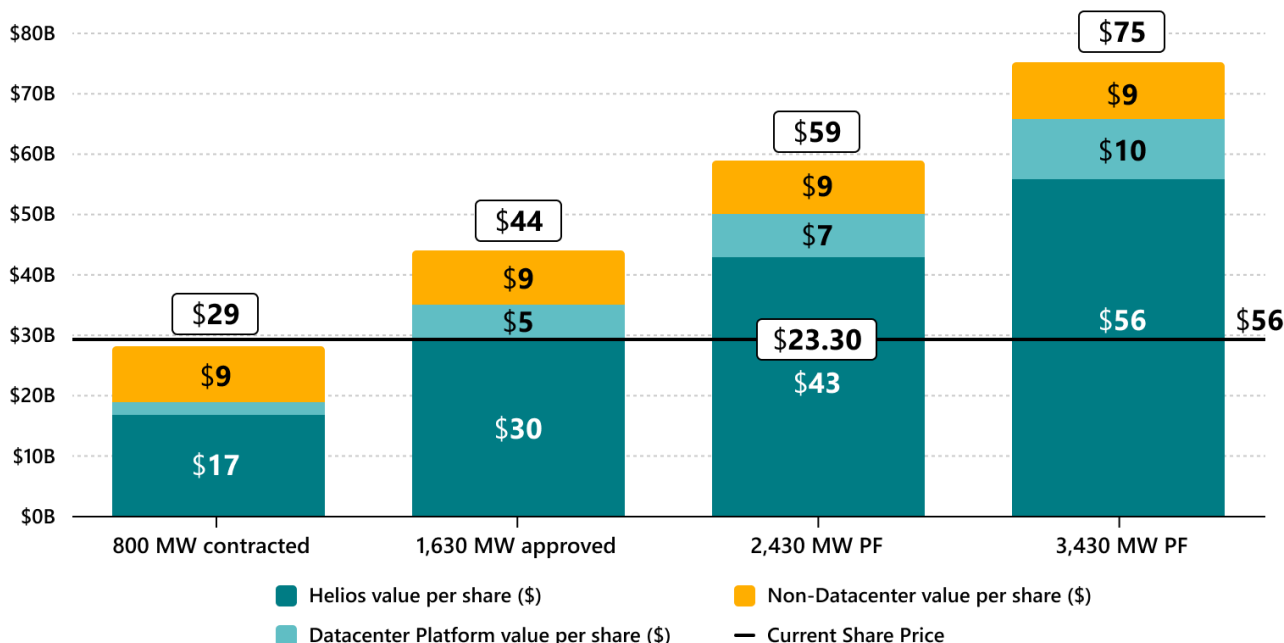
Чистая прибыль колебалась от 346,7 млн долларов в 2024 году до чистого убытка в размере 241,3 млн долларов в 2025 году и 162,2 млн долларов за последние 12 месяцев (по состоянию на 31 марта 2026 года); EBITDA сегмента сократилась с 715 млн долларов до 34 млн долларов - что обусловлено как слабостью рынка, так и тем фактом, что Helios еще не вступил в эксплуатацию и не начал генерировать денежные потоки. После того, как биткоин достиг пика в октябре 2025 года, акции GLXY начали отставать из-за восприятия акций как «криптовалютного прокси».

Капиталоемкость проекта прослеживается в балансе: Активы в сегменте центров обработки данных за год выросли с 200 млн до 1,86 млрд долларов, при этом стоимость незавершенного строительства достигла примерно 1,7 млрд долларов (1-й квартал 2026 года), а капитальные затраты в 2025 году составили 1,19 млрд долларов при операционном оттоке денежных средств в размере 316,6 млн долларов, который был профинансирован за счет привлечения капитала (2,39 млрд долларов денежных средств от финансовой деятельности).

Оценка и драйверы роста

Подход к оценке стоимости — сумма частей (SOTP): консервативная оценка крипто-сегмента около 2,5 млрд долларов, или 10x на ~250 млн долларов нормализованной прибыли, плюс балансовые крипто-активы и денежные средства, плюс DCF по потокам CoreWeave с NPV около 6,9 млрд долларов на три фазы. На уровне 800 МВт сумма частей примерно соответствует текущей цене, тогда как последующее расширение формирует апсайд. По мере ввода мощностей подразумеваемая стоимость акции растет ступенчато: ~29 долларов на 800 МВт, ~44 на 1,63 ГВт, ~59 на 2,43 ГВт и ~75 на 3,43 ГВт, что соответствует базовому апсайду около +50% и позитивному сценарию около +156% к цене на 7 мая 2026 г.

Анализ суммы частей (SOTP)



SOTP: Расчет и ключевые допущения

SOTP: Helios Energization Sensitivity								
Consolidated SOTP Math	\$mm				Per Share			
SOTP	800MW	1.63GW	2.43GW	3.43GW	800MW	1.63GW	2.43GW	3.43GW
CRWV - Phase I	2,089	2,089	2,089	2,089	\$5.1	\$5.1	\$5.1	\$5.1
CRWV - Phase II	3,216	3,216	3,216	3,216	\$7.9	\$7.9	\$7.9	\$7.9
CRWV - Phase III	1,615	1,615	1,615	1,615	\$4.0	\$4.0	\$4.0	\$4.0
Total CRWV Contracted NPV	6,921	6,921	6,921	6,921	\$17.0	\$17.0	\$17.0	\$17.0
830MW Approved	-	5,349	5,349	5,349	\$0.0	\$13.1	\$13.1	\$13.1
Total Approved NPV	6,921	12,269	12,269	12,269	\$17.0	\$30.1	\$30.1	\$30.1
800MW Under Study	-	-	5,171	5,171	\$0.0	\$0.0	\$12.7	\$12.7
1GW Under Study	-	-	-	5,524	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$13.6
Total Helios NPV	6,921	12,269	17,440	22,964	\$17.0	\$30.1	\$42.8	\$56.4
Datacenter Platform Value	865	1,882	2,871	4,017	\$2.1	\$4.6	\$7.1	\$9.9
Digital Assets Segment	2,500	2,500	2,500	2,500	\$6.1	\$6.1	\$6.1	\$6.1
Owned B/S Crypto	751	751	751	751	\$1.8	\$1.8	\$1.8	\$1.8
Cash & Stablecoins	2,605	2,605	2,605	2,605	\$6.4	\$6.4	\$6.4	\$6.4
Crypto Investments	695	695	695	695	\$1.7	\$1.7	\$1.7	\$1.7
Corporate Debt	(1,745)	(1,745)	(1,745)	(1,745)	(\$4.3)	(\$4.3)	(\$4.3)	(\$4.3)
Legal Settlement Payable	(160)	(160)	(160)	(160)	(\$0.4)	(\$0.4)	(\$0.4)	(\$0.4)
Capitalized Corporate	(800)	(880)	(960)	(1,040)	(\$2.0)	(\$2.2)	(\$2.4)	(\$2.6)
Total SOTP Value Per Share	11.632	17.918	23.997	30.587	\$28.6	\$44.0	\$58.9	\$75.1
FDSO	407	407	407	407				
SOTP Implied Share Price	\$28.6	\$44.0	\$58.9	\$75.1				
Current GLXY Share Price	\$29.3	\$29.3	\$29.3	\$29.3				
% upside	(2.5%)	50.2%	101.2%	156.4%				

Key Assumptions

- Discount rates:
 - 8.5% for 800MW with CRWV
 - 7.0% for hyperscaler contracts
- Stabilized Debt Financing Rate: 7.5%
- Stabilized Debt Refi LTV: 60%
- Capex: \$13.5mm per critical IT MW
- Inflation escalator: 2.5%
- Ex. Helios DC Platform: 100 – 600 MW
- Digital assets segment: 10x * \$250mm

Helios Capital

Риски

Риск единственной площадки — подверженность природным катаклизмам, задержкам и перерасходам; смягчается страховым покрытием, сдачей первого холла в срок и контрактом GMP с подрядчиком верхнего уровня.

Риск контрагента — концентрация на CoreWeave; смягчается тем, что у CRWV капитализация около 70 млрд долларов и расширяющаяся база клиентов, а конечный пользователь, по описанию, — публичная компания инвестиционного рейтинга.

Риск одобрений ERCOT для будущих мегаватт - центру обработки данных такого масштаба требуется огромный и надежный объем электроэнергии, и в Техасе эта мощность распределяется оператором энергосистемы ERCOT. Galaxy Digital уже получила одобрение на 1,6 ГВт для Helios, но общая цель компании составляет 3,4 ГВт. Остальные ~1,8 ГВт ещё должны пройти процесс одобрения ERCOT. Однако нет гарантии, что ERCOT одобрит всю дополнительную мощность или одобрит её в те сроки, на которые рассчитывает компания.

Еще один риск для Galaxy Digital — высокая зависимость акций от настроений на крипторынке. Даже если бизнес дата-центров развивается успешно, инвесторы все еще часто воспринимают компанию как «криптовалютный прокси», поэтому падение биткоина и других токенов может давить на котировки Galaxy и на её отчетную прибыль из-за переоценки крипто-активов на балансе. Контраргумент заключается в том, что со временем эта зависимость может снизиться. По мере запуска Helios в 2026–2030 гг. всё большая часть EBITDA должна приходить от более стабильного инфраструктурного бизнеса с долгосрочными контрактами, а не от криптовалютного сегмента.

Заключение

Galaxy — это высоко-рисковая платформа с двумя источниками стоимости: реальным, прибыльным в благоприятные кварталы крипто-бизнесом и опционом на инфраструктуру ИИ, который пока сжигает деньги. Конкурентное позиционирование целиком зависит от исполнения по Helios, а именно своевременной сдачи фаз CoreWeave, контрактации 830 МВт и продвижения к 3,4 ГВт, а также от того, перестанет ли рынок оценивать компанию как простой крипто-прокси. Инвесторам стоит следить за объявлением второго клиента, динамикой капвложений против денежного потока, решениями ERCOT и индексной квалификацией. Идея остается ставкой на исполнение: при удачном сценарии — переоценка на десятки процентов, при срыве сроков или развороте крипторынка — болезненная просадка.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz