

IPO Bullish может повторить успех Coinbase

Bullish Group — это экосистема технологических и инвестиционных бизнесов, создающих финансовые сервисы для сферы цифровых активов. Основной бизнес — криптобиржа Bullish.com, ориентированная на институциональных инвесторов в криптовалюты.

Название компании: Bullish US LLC

[Сайт компании](#)

Индустрия: Криптовалюты

Год основания: 2021 г.

Биржа: Nasdaq

Тикер: BLSH

Дата IPO: 12 августа 2025 г.

Дата начала торгов: 13 августа 2025 г.

Объем размещения: 20 300 000 акций (23 345 000 акций при исполнении андеррайтерами опциона на покупку акций в полном размере)

Цена размещения: \$28-31

Привлекаемая сумма: \$568,4-629,3 млн (\$653,7-723,7 млн при исполнении андеррайтерами опциона на покупку акций в полном размере)

Количество акций после размещения: 136 483 739 акций (139 528 739 акций при исполнении андеррайтерами опциона на покупку акций в полном размере)

Ожидаемая капитализация: от \$3,8 млрд до \$4,3 млрд

Андеррайтеры: J.P. Morgan Securities LLC, Citigroup Global Markets Inc., Oppenheimer & Co. Inc., Deutsche Bank Securities Inc. и другие

[Проспект эмиссии](#)



Изображение Freepik.com

В рамках IPO Bullish Group планирует разместить на бирже Nasdaq 20,3 млн обыкновенных акций по цене \$28-31 за бумагу. После IPO мажоритарные акционеры с общей долей в уставном капитале более 84% обязуются не продавать свои акции в течении 180 дней.

Капитализация компании по итогам размещения может составить от \$3,8 млрд до \$4,3 млрд.

Надо отметить, что некоторые фонды BlackRock и ARK Investment Management изъявили желание приобрести акции компании на сумму до \$200 млн, или более трети от общего предложения без учета опциона андеррайтеров. Покупка будет осуществляться на условиях IPO. Однако это не является обязательством, а лишь ориентиром. Фонды могут приобрести акции так на меньшую, так и на большую сумму или вообще воздержаться от покупки. Bullish Group планирует предложить прочим акционерам тот объем акций, который не будет выкуплен фондами.

Компания намерена использовать полученные средства на пополнение оборотного капитала и потенциальные M&A-сделки.

Описание компании

Bullish — это глобальная институционально ориентированная цифровая платформа, предоставляющая рыночную инфраструктуру и информационные сервисы в индустрии цифровых активов. Основная цель — поддержка институциональных клиентов, продвижение стабильных монет, цифровых активов и блокчейн-технологий.

Bullish предоставляет доступ к трем основным сервисам:

- **Bullish Exchange** — биржа цифровых активов для спотовой, маржинальной и деривативной торговли. Ориентирована на институциональных инвесторов и является полностью регулируемой.
- **CoinDesk (информационный маркетплейс, приобретённый в 2023 году)** — включает в себя:
 - **CoinDesk Indices** — разработка торговых и эталонных индексов на базе цифровых активов (например, CoinDesk 20 Index, Bitcoin Price Index).
 - **CoinDesk Data** — рыночные данные, аналитика и отчёты для профессионального сообщества.
 - **CoinDesk Insights** — новости, аналитика, исследования и проведение крупнейшей в индустрии конференции Consensus.
- **CCData или CoinDesk Data** (приобретена в 2024 году) — расширяет возможности аналитики и рыночных данных по криптовалютам.

Также Bullish активно ищет новые потенциальные M&A-возможности, которые усилят основной бизнес.

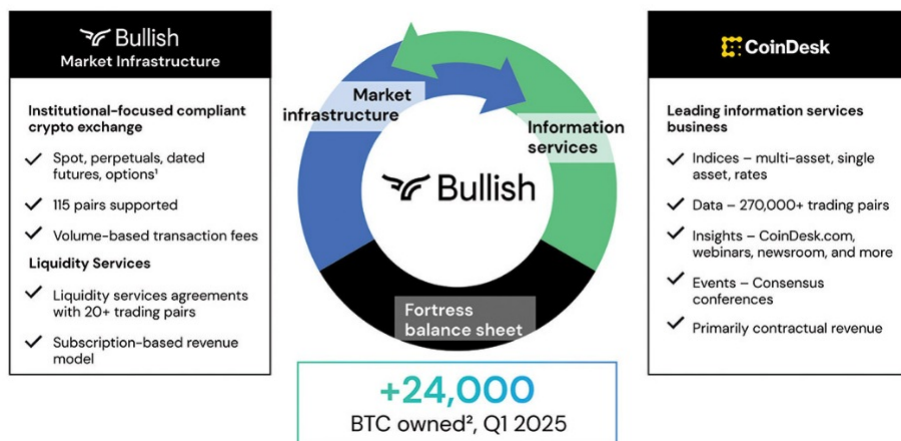
Сама криптобиржа Bullish.com находится на 12 месте в рейтинге лучших криптобирж, согласно Coingecko. Рейтинг доверия биржи — 9/10, а ежедневный оборот площадки составляет более \$2,5 млрд (рост на 80% (г/г)).

Разбивка по обороту торгов разных монет за I квартал 2025 года представлена ниже:

Average Daily Volume	Three months ended March 31,		Change	
	2025	2024	\$	%
	(in US\$ millions)		(in US\$ millions)	
Bitcoin	1,207	880	327	37%
Ethereum	582	402	180	45%
Others	762	134	628	469%
Total	<u>2,551</u>	<u>1,416</u>	<u>1,135</u>	<u>80%</u>

Все активы биржи аудированы Delloite, а также криптоаудитором CERtified. Все клиенты проходят процедуру KYC и прочие регуляторные процедуры, что необходимо институциональным инвесторам.

На конец I квартала 2025 года Bullish владеет 24 340 биткоинами, компания планирует продолжать стратегические инвестиции в эту валюту.



Перспективы компании

Стратегия роста Bullish заключается в следующем:

Глобальное расширение и получение лицензий

- Активное получение и расширение спектра регулирующих лицензий в ключевых юрисдикциях (США, Европа, Азия).
- Укрепление положения как compliant-игрока (соответствующего регуляторам) для привлечения как институциональных, так и розничных клиентов по всему миру.
- Расширение присутствия через CoinDesk Indices и CoinDesk Insights, включая проведение крупных индустриальных событий (Consensus) и выпуск медиаконтента на разных языках.

Разработка новых продуктов и увеличение использования текущих

- Постоянный запуск новых продуктов по запросу клиентов (пример — запуск вечных фьючерсов на бирже).
- Рост вовлеченности существующих клиентов за счет кросс-продаж новых продуктов (большая доля активных спотовых трейдеров уже использует новые инструменты).

Интеграция и синергия между бизнес-направлениями

- Кросс-продажи: продукты CoinDesk Indices торгуются на Bullish Exchange, аналитика и данные CoinDesk Data усиливают оба направления.
- Создание единой экосистемы, где рост одного направления поддерживает и ускоряет рост других.

Расширение клиентской базы

- Ориентация на институциональных клиентов (банки, фонды, трейдинговые компании), а также традиционные финансовые институты, которые только выходят на рынок цифровых активов.
- Обеспечение высокого уровня ликвидности, профессиональных данных и инструментов для привлечения как крупных игроков, так и их клиентов (например, инвесторов через брокеров типа Fidelity, ETrade, Charles Schwab).
- Развитие сервисов для эмитентов стейблкоинов и цифровых активов с помощью комплексных решений по ликвидности и аналитике.

Активная стратегия M&A (слияния и поглощения)

- Последовательные поглощения (CoinDesk в 2023 году и CCData в 2024 году) для усиления аналитики, данных, индексов и медиабизнеса.
- Использование сильного баланса для поглощения компаний, которые усиливают продуктовую линейку, клиентскую базу или технологии.
- Поиск дальнейших M&A-сделок для ускорения роста, расширения глобального охвата и диверсификации бизнеса.

Риски компании

Регуляторные и юридические риски

- Постоянное ужесточение регулирования: цифровые активы все больше попадают под надзор по всему миру, и Bullish постоянно требуется получать лицензии для работы в новых юрисдикциях.
- Неопределенность законодательства: законы меняются быстро и могут быть разными даже в рамках одной страны. Несоблюдение стандартов или невозможность получить лицензии может блокировать запуск новых продуктов, привести к штрафам или потере уже имеющихся

лицензий.

Рыночные и финансовые риски

- Высокая волатильность цифровых активов: большинство резервов и оборотных активов компании — в BTC, ETH и стейблкоинах, любые сильные колебания их стоимости могут привести к убыткам, снижению ликвидности и даже риску невыполнения обязательств.
- Зависимость от небольшого числа крупных клиентов: топ-5 клиентов дают 69% спотового объема, что делает выручку уязвимой к их уходу или снижению активности.
- Финансовые результаты сильно зависят от курса криптовалют и объемов торгов, которые невозможно прогнозировать.
- 80% криптовалютных пар на бирже — это USDC, потеря его привязки к доллару, как уже было весной 2023 года, может привести к убыткам или кризису ликвидности.
- Колебания валютных курсов могут влиять на доход и расходы международных операций.

Операционные риски

- Технологические сбои и киберугрозы: поломки платформы, сбои ПО, кибератаки или ошибки персонала могут привести к потерям, остановке операций и репутационному ущербу.

Конкурентные риски

- Рост конкуренции со стороны децентрализованных бирж: они могут предлагать продукты без регуляторных ограничений, быстрее внедрять инновации и переманивать клиентов за счет анонимности и низких комиссий;
- Конкуренция со стороны более крупных или менее регулируемых компаний, которые могут предлагать более дешевые или гибкие продукты и обладают большим кредитом доверия среди участников.

Финансовые показатели

В 2024 году доход от торговли цифровыми активами вырос до \$96,5 млн (продажи цифровых активов минус затраты на продажу цифровых активов) (+32% г/г). Прочая выручка, которая включает в себя комиссионные доходы, доходы от подписки и прочих сервисов, выросла в 4 раза — до \$62 млн.

		2024	2023	2022
	Notes			
Digital assets sales	5	250,201,282	116,492,159	72,890,186
Cost of digital assets derecognized	6	(250,104,770)	(116,419,218)	(72,797,297)
Other revenues	7	61,967	15,341	5,090
Change in fair value of digital assets held, net	8	207,043	1,351,832	(4,044,293)
Net spread related income and change in fair value of perpetual futures on the Exchange		(17,139)	(654)	—
Change in fair value of investment in financial assets	15	29,453	3,671	—
Administrative expenses	9	(153,119)	(104,211)	(122,755)
Other expenses	10	(46,079)	(34,465)	(52,889)
Finance expense	11	(38,529)	(2,983)	(6,094)
Change in fair value of derivatives		(12,190)	—	—
Change in fair value of financial liability at FVTPL	25	(43,350)	—	—
Amortization of convertible redeemable preference shares	23	—	—	(116,632)
Income/(loss) before income tax		84,569	1,301,472	(4,244,684)
Income tax expense	12(b)	(5,005)	(1,457)	(1,200)
Net income/(loss)		79,564	1,300,015	(4,245,884)
Attributable to:				
Owners of the Group		78,527	1,299,167	(4,245,884)
Non-controlling interests		1,037	848	—
Net income/(loss)		79,564	1,300,015	(4,245,884)
Other comprehensive income/(loss)				
Items that will not be subsequently reclassified to profit or loss:				
Revaluation of digital assets held as investments		1,020,339	—	—
Fair value loss on financial liabilities designated at FVTPL attributable to changes in credit risk	25	(16,350)	—	—
		1,003,989	—	—
Item that may be reclassified subsequently to profit or loss:				
Foreign exchange differences on translation of foreign operations		(712)	—	—
Total comprehensive income/(loss)		1,082,841	1,300,015	(4,245,884)
Attributable to:				
Owners of the Group		1,072,710	1,299,167	(4,245,884)
Non-controlling interests		10,131	848	—
Total comprehensive income/(loss)		1,082,841	1,300,015	(4,245,884)
Weighted average number of ordinary shares for the purposes of basic and diluted earnings / (loss) per share (in thousands)				
Basic	31	112,664	112,500	112,500
Diluted	31	115,400	122,184	112,500
Earnings/(Loss) per share				
Basic	31	0.70	11.55	(37.74)
Diluted	31	0.68	10.63	(37.74)

Причем большая часть прочей выручки приходится именно на сервис CCData:

	For the year ended December 31, 2024	For the year ended December 31, 2023	For the year ended December 31, 2022
	US\$'000	US\$'000	US\$'000
Transaction income ⁽¹⁾	2,203	445	186
Subscription and services revenue:			
Interest and finance fee income	12,241	12,046	4,904
Other subscription and service income	47,523	2,850	—
	59,764	14,896	4,904
	<u>61,967</u>	<u>15,341</u>	<u>5,090</u>

Скорректированная выручка (без доходов со сторонних площадок) выросла в 2024 году на 43% до \$214 млн, также за счет консолидации CCData. Скорр. EBITDA, которая учитывает только доходы от операционного бизнеса и исключает переоценки активов, выросла на 93% до \$ 52 млн. Скорр. чистая прибыль составила \$10 млн, снизившись на 55% (г/г) из-за роста процентных расходов компании.

	Three months ended March 31,		Change	
	2025	2024	\$	%
	(in US\$ millions)		(in US\$ millions)	
Adjusted transaction revenue	\$42	\$45	\$(3)	(7)%
Adjusted revenue	\$62	\$53	\$ 9	17%
Adjusted EBITDA	\$13	\$14	\$(1)	(7)%
Adjusted net income	\$ 2	\$ 4	\$(2)	(50)%

	Year ended December 31,			Change			
	2024	2023	2022	2024		2023	
	(in US\$ millions)			\$	%	\$	%
	(in US\$ millions)			(in US\$ millions)		(in US\$ millions)	
Adjusted transaction revenue	153	131	186	22	17%	(55)	(30)%
Adjusted revenue	214	150	191	64	43%	(41)	(21)%
Adjusted EBITDA	52	27	36	25	93%	(9)	(25)%
Adjusted net income	10	22	29	(12)	(55)%	(7)	(24)%

Общий чистый долг на 31 марта 2025 года составил \$364 млн (расчет производился с учетом краткосрочных финансовых вложений, так как они представляют собой купленные ETF на биткоин и являются очень ликвидными). Стоит заметить, что \$477,3 млн долга приходится на связанные стороны, и он, вероятно, не будет взиматься до выполнения стратегических задач компании.

Лишь \$109,8 млн — краткосрочные обязательства, которые полностью покрываются денежными средствами на балансе и краткосрочными финансовыми вложениями. Чистая денежная позиция без займа от связанных сторон составляет \$113,3 млн.

	Notes	March 31, 2025	December 31, 2024
ASSETS			
Non-current assets			
Goodwill	15	62,182	61,475
Other intangible assets	15	32,749	33,298
Property and equipment and right-of-use assets	16	15,531	14,118
Deferred tax assets		2,356	2,088
Other assets	17	22,565	22,087
Restricted cash	18	1,968	1,968
Total non-current assets		<u>137,351</u>	<u>135,034</u>
Current assets			
Digital assets held – inventories	12	192,594	573,876
Digital assets held – intangible assets	12	1,608,850	1,878,268
Digital assets held – financial assets	12	131,938	132,649
Loan and other receivables – digital assets	13	262,616	166,388
Investments in financial assets	14	260,443	86,173
Other assets	17	20,215	21,209
Customer segregated cash		6,598	6,382
Restricted cash	18	16,022	15,893
Cash and cash equivalents	19	28,300	31,540
Total current assets		<u>2,527,576</u>	<u>2,912,378</u>
Total assets		<u>2,664,927</u>	<u>3,047,412</u>
LIABILITIES			
Non-current liabilities			
Borrowings from related parties	22	477,300	482,450
Convertible redeemable preference shares	20	47,879	47,879
Digital assets loan payable	23	5,911	20,613
Lease liabilities		11,809	10,756
Deferred tax liabilities		16	6
Total non-current liabilities		<u>542,915</u>	<u>561,704</u>

Current liabilities		
Customer segregated cash liabilities	6,598	6,382
Borrowings	22 54,201	25,000
Digital assets loan payable	23 51,055	—
Lease liabilities	4,577	4,246
Other payables	21 41,721	49,421
Total current liabilities	158,152	85,049
Total liabilities	701,067	646,753
Net assets	1,963,860	2,400,659
EQUITY		
Share capital and share premium	3,821,537	3,821,537
Option premium on convertible redeemable preference shares	18,399	18,399
Reserves	720,260	858,797
Accumulated deficit	(2,601,700)	(2,309,053)
Total shareholders' equity attributable to the owners of the Group	1,958,496	2,389,680
Non-controlling interests	5,364	10,979
Total equity	1,963,860	2,400,659

Показатель «Чистый долг без займа от связанных сторон / скорр. EBITDA за последние 12 месяцев» составил на 31 марта 2,9х.

Оценка

Так как индустрия криптовалют только развивается, прямой публичный аналог Bullish — это Coinbase, который владеет второй по популярности криптобиржей в мире. Чтобы увеличить выборку аналогов, сравнение будет происходить не только с Coinbase, но и с другими биржами и брокерами.

Оценка будет строиться по мультипликаторам EV/S и EV/EBITDA по показателям за последние 12 месяцев.

При расчете чистого долга не учитывается заем от связанных сторон, и учитываются краткосрочные финансовые вложения. В качестве показателей выручки и EBITDA используются скорректированные показатели, которые не учитывают переоценок и неоперационных доходов.

Компания	EV/S LTM	EV/EBITDA LTM
Coinbase Global	11,2	36,2
CME Group	17,0	11,7
Intercontinental Exchange	13,5	19,8
Cboe Global Markets	12,5	18,0
London Stock Exchange Group	7,1	14,0
Robinhood Markets	31,6	58,7
Медиана по аналогам	13,0	18,9
Финансовый показатель LTM, млн \$	223,0	51,0
Целевая капитализация, млн \$	3 012,3	1 077,2

Чистый долг на 31 марта 2025, млн \$ - 113,3
 Целевая капитализация Bullish, млн \$ 2 089,75
 Целевая цена акции Bullish, \$ 14,65

Итог

Учитывая текущий повышенный интерес к криптовалютам, IPO Bullish может стать очень успешным, как в апреле 2021 года стало IPO Coinbase: цена IPO была \$250 за акцию, а торги первого дня открылись на уровне \$381 за акцию (+52,4% за день).

На это указывает схожесть текущей и предыдущей рыночных ситуаций: при IPO Coinbase цена биткоина была на максимуме в предыдущем цикле, и сейчас цена биткоина находится на максимуме.

Однако в ближайшие несколько месяцев бычий криптовалютный рынок может смениться на медвежий, на что намекают данные блокчейна и статистика, когда пик стоимости достигался спустя примерно 500 дней после халвинга биткоина. В текущем цикле халвинг был 20 апреля 2024 года, то есть 500-дневный срок будет в конце августа 2025 года.

Так как бизнес Bullish напрямую зависит от рынка криптовалют, то снижение отразится и на акциях компании в среднесрочной перспективе.

Следите за IPO и не упустите шанс заработать. [Доступ к первичным размещениям акций на бирже можно получить через брокера «Финам».](#)

Принять участие в IPO

Заявки на участие в IPO иностранных компаний принимаются через личный кабинет «Финама» до 17:30 мск рабочего дня, предшествующего размещению. Минимальная сумма покупки акций составляет \$1000, верхний порог не ограничен. Размер брокерской комиссии составляет 5% от суммы сделки. Возможность принять участие в публичном размещении доступна только [квалифицированным инвесторам](#).

Инструкция по подаче заявки:

- [Авторизуйтесь](#) в личном кабинете.
- Выберите раздел "Услуги".
- Перейдите в подраздел "Операции с ценными бумагами".
- Нажмите на иконку "Участие в IPO".
- Выберите карточку с названием эмитента и нажмите "Участвовать".
- Поручения подаются по цене контрагента.
- Выберите необходимый счет, укажите сумму заявки и подпишите поручение.

Интерактивная инструкция по подаче поручений доступна по [ссылке](#).

Важно: на вашем брокерском счете должна быть необходимая сумма в долларах США (от \$1000) и открытый раздел ММА.

«Финам» предоставляет эксклюзивные условия участия в IPO - без локап-периода.

Подробную информацию об участии в IPO уточняйте у клиентского менеджера. Возможность участия в IPO (англоязычный термин, обозначающий процедуру первичного публичного размещения ценных бумаг) доступна клиентам АО "ФИНАМ" и АО "Банк ФИНАМ" (далее – "Компании"), имеющим статус квалифицированного инвестора. Финансовые инструменты иностранных эмитентов, размещаемые в процессе IPO, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Компании не несут ответственность за возможные изменения в процедуре IPO. В условиях ограниченного предложения и непредсказуемого спроса, исполнение заявок на участие в IPO (в том числе, полное или частичное) не может быть гарантировано. Перед принятием решения о приобретении финансовых инструментов посредством участия в IPO, рекомендуем оценить сопутствующие риски, в том числе, внимательно ознакомиться с Декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг и (или) Декларацией о рисках, связанных с операциями с иностранными финансовыми инструментами, являющимися приложениями к Регламенту брокерского обслуживания.