

麥迪森控股(8057 HK) 未評級

(百萬港元)	FY2016	FY2017	FY2018
收入	126.7	139.6	160.0
淨亏损	(9.4)	(15.6)	(138.4)
每股亏损(港仙)	(0.3)	(0.4)	(3.5)
總發行股數(百萬股)	4,070	股價(港元)	1.76
市值(百萬港元)	7,160	12個月最高/低價(港元)	2.50 / 0.58
主要股東	主席丁鵬雲先生(51.85%), 丁璐(7.35%), Diginex Limited (5.24%)		

資料來源：公司財報，茂宸證券

麥迪森控股 (8057.HK) 是一家於香港從事葡萄酒產品和其他酒類產品（專注於頂級珍藏紅酒及精選紅酒）零售及批發及提供各種增值服務的公司，2015年10月成功在創業板上市，調正後發行價為每股0.075港元（2016年10月股份拆細將1股拆細為10股）。公司從2017年起轉型開始開展金融業務，2018年起涉足區塊鏈，陸續投資和收購虛擬貨幣交易所和虛擬貨幣開採等公司，目前是唯一一家同時直接涉足實際區塊鏈技術和虛擬貨幣的香港上市公司。公司的實際控制人為公司主席兼執行董事丁鵬雲，直接或間接持有公司51.85%股份，其餘持股5%以上的股東包括丁璐(7.35%)及Diginex Limited (5.24%)。

圖 1: 公司歷史發展沿革



資料來源：Bloomberg, 茂宸證券

1. 財務表現

作為回顧，公司2016財年，2017財年和2018財年（截至2018年3月31日）的收入分別為1.27億港元，1.40億港元和1.60億港元，淨虧損945萬港元，1,564萬港元及1.38億港元，2018財年虧損大幅上升源於可交換債券之公平值變動產生虧損1.24億港元。毛利率分別為26.0%，20.2%和24.4%。2018財年公司的主營構成中紅酒業務取得收入1.51億港元，占總收入比重95%。

2. 佈局區塊鏈市場注入新動力

區塊鏈是開源點對點去中心化帳本資料庫，由一串相互連接使用密碼學保護的資料塊組成。交易由同意通過協定確定帳本真實狀態的節點驗證，區塊按照限行時間順序記錄，無需涉及中央仲介。根據諮詢機構 Markets and Markets 的報告，區塊鏈市場規模預計將從 2016 年的 2.199 億美元增長至 2022 年的 76.883 億美元，年複合增長率(CAGR) 為 79.6%。 區塊鏈市場的主要增長動力包括總體持有成本的降低，對簡化業務流程的需求的不斷增加，更高的透明度和穩定性，更快的交易速度和“區塊鏈即服務”(Blockchain-as-a-service) 在不同應用領域更廣泛的潛力(包括但不限於支付、金融服務、雲計算、物聯網、網路安全和加密貨幣等)。虛擬貨幣作為區塊鏈技術的應用之一收到了廣泛的關注。

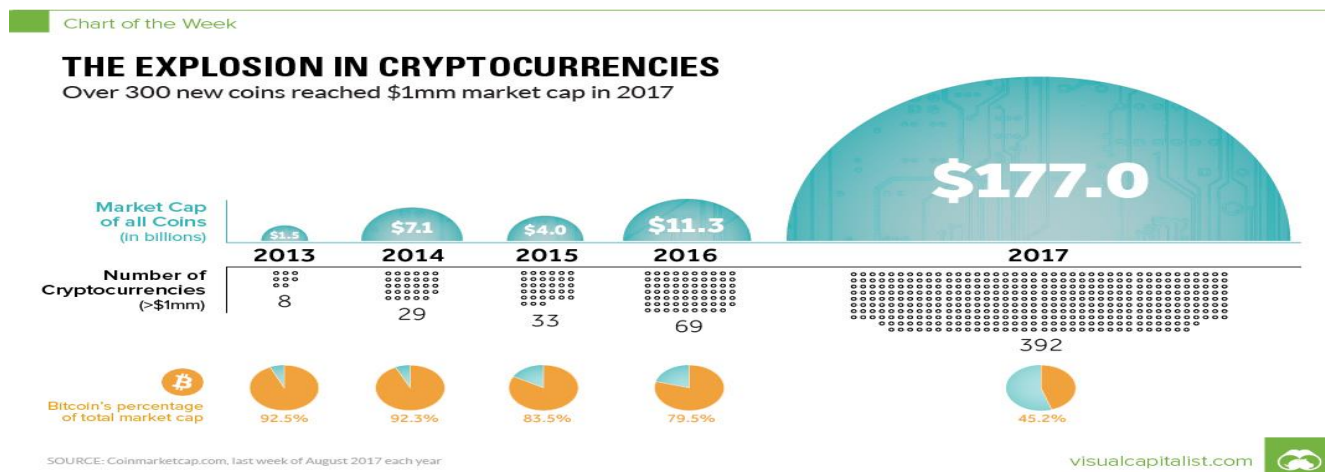
圖 2: 比特幣行業價值鏈及主要參與者



資料來源：弗若斯特沙利文

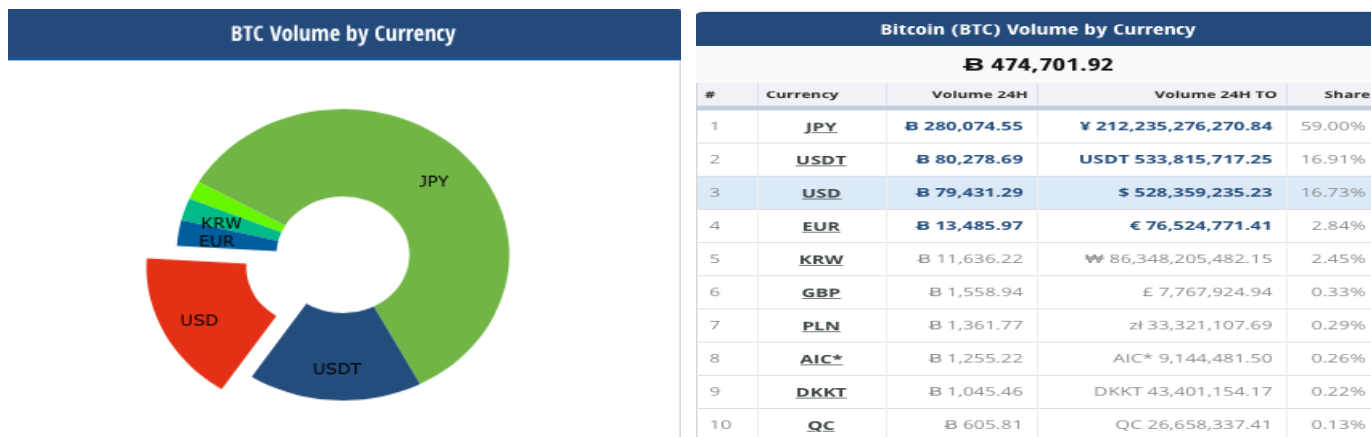
截止 2017 年底，虛擬貨幣的總市值已增加至 1,770 億美元，是 2016 年的近 15 倍。日本是全球數碼資產及虛擬貨幣之最活躍市場之一，於 2017 年引入虛擬貨幣交易牌照制度，虛擬貨幣正式成為日本獲認可的合法結算方式之一。截止 2018 年 3 月，日本金融廳已發出 16 個虛擬貨幣交易平臺牌照。目前日本是最大的比特幣交易市場。

圖 3: 虛擬貨幣幣種和總市值規模呈爆炸性增長



資料來源：Visual Capitalist

圖 4 和圖 5: 比特幣成交量在不同交易幣種中的分佈情況



資料來源：CoinMarketCap

2.1 收購日本虛擬貨幣交易平臺 Bitpoint 20%股權

鑒於市場上虛擬貨幣需求的持續上升，董事對虛擬貨幣交易平臺的發展感到樂觀。2018年3月30日，公司與賣方 Remixpoint.Inc 簽訂協定以代價為 50 億日元（相當於 3.62 億港元）收購 Bitpoint 之 20% 股權，並將於收購事項完成時完全以現金支付。Bitpoint 是一家獲准於日本從事虛擬貨幣交易平臺的公司，成立於 2016 年 3 月 3 日，主要支援的交易貨幣為比特幣 (BTC)，比特幣現金 (BCH)，乙太幣 (ETH)，LTC 和 XRP，賺取交易平臺服務收入（主要為虛擬貨幣及法定貨幣交易之差價，市場上買賣價差大約為 5%-7%）。截止 2018 年 3 月 31 日止年度，此平臺取得收入 45.5 億日元（約 3.23 億港元），為上年度收入的 182 倍，淨利潤為 39.2 億日元（約 2.78 億港元），實現扭虧轉盈。主要得益於 1) 成功取得虛擬貨幣交易牌照帶來的客戶帳戶的大量增加；2) 於年底升級交易系統，以迎合更大交易量並減少交易與結算時間之延遲。截止 2018 年 5 月，平臺會員數目已經超過 50,000 名。公司公告中表示賣方委託一家日本業務估值公司對目標公司出具了估值報告，預計目標公司在 2019 財年的收入和淨利將分別達到 216 億日元（約 15.34 億港元）和 139 億日元（約 9.87 億港元）。公司的收購價格約為 2018 財年盈利的 6.5 倍。公司預計在七月完成收購，我們預計其將為公司 2019 財年帶來淨利潤約 1 億港元。

2.2 收購加密採礦公司 Diginex 51%股權

2017年4月27日，公司宣佈收購Diginex（一名分散式分類技術DLT服務供應商）51%的股權，總代價為6,000萬美元，其中1,000萬美元為現金支付（已支付），另外5,000萬美元（約3.92億港元）由公司於收購完成日期發行2.13億股（每股1.84港元）獲得，相當於擴大後已發行股份的4.98%。Diginex成立於2015年12月21日，於2017年6月1日開始運營。目標公司目前於亞洲及歐洲擁有在管的2.2兆瓦數據中心。該實體主要使用高性能GPU（「圖形處理單元」）採礦機開採以太幣，主要選擇地理位置較為優越的瑞典等地區（氣溫較低、電費損耗等固定成本低、稅收低）。公司此次收購符合公司關於虛擬貨幣及區塊鏈相關領域的擴張計畫，虛擬貨幣的開採填補了業務鏈上游。截至2018年3月31日止年度，Diginex取得收入1,212萬港元，淨虧損為125萬港元。根據公司的調研，當市場上以太幣的價格高於200美元時即可實現盈虧平衡。當以太幣一年平均價格達到640美金時，預計2019年財年實現淨利潤4,000萬美元。公司預計在七月完成收購，我們預計其將為公司2019財年帶來淨利潤1,000萬美元（7,850萬港元）。

2.3 收購三隻小熊科技公司100%股權（2018年6月24日公布交易終止）

2018年5月5日，公司宣佈收購中國深圳市三隻小熊科技公司100%股權，總代價為11.31億港元，其中20%（2.26億港元）為現金支付，其餘80%將分期發行股份支付，發行價為1.80港元，占經配發及發行所有代價股份擴大後之已發行股本約11%。目標公司主要從事移動互聯網技術及區塊鏈應用之軟體產品，針對遊戲產業普遍面臨的虛擬道具所有權之不確定性，帳號被盜取之不安全性以及運營透明度較低等問題使用區塊鏈技術提供解決方案，同時公司本身也提供各類自研手機遊戲。公司有50-60人規模的區塊鏈技術的研發團隊，董事認為區塊鏈為數據管理及分享提供新方案的技術有潛力改變金融服務行業，此外團隊也積極建立一個能夠彙集虛擬貨幣專業人士進行討論和交流的平臺作為流量入口。截止2017年12月31日，目標公司取得營業收入1.09億港元，淨利潤為7,065萬港元。收購價格為16倍2017年PE，此外賣方公司擔保截止2018年12月31日財年的淨利潤將不少於7,000萬港元。賣方與買方雙方於2018年6月19日同意終止收購協議，董事會認為，終止收購協議乃符合公司及其股東之整體利益，且對集團之現有業務或財務狀況並無重大不利影響。

相關風險

3.1 虛擬貨幣的價格波動性較高

有關虛擬貨幣的持有、使用或挖礦的政策和法律的變化可能會使虛擬貨幣價格面臨較高的波動性風險，從而可能對公司的業績造成較大的影響。例如2017年9月4日，中國央行發佈公告，稱ICO本質上是一種未經批准非法公開融資的行為，要求立即停止代幣發行融資活動。公告發出後，各大虛擬貨幣全線大跌。

圖 6: 比特幣價格近一年表現



資料來源：Blockchain.info

3.2 持續收購帶來的股權稀釋情況和現金流需求

公司近兩次的收購金額分別達 50 億日元(相當於 3.62 億港元)和 6,000 萬美元(相當於 4.71 億港元)，其中現金代價分別為 3.62 億港元和 1,000 萬美元(相當於 7,850 萬港元)，預計將於 2018 年 7 月收購完成時支付。2018 年 3 月公司以每股 1.70 港元配售 7,006 萬股予不少於六名承配人，共籌集約 1.2 億港元，相當於已發行股份的 1.8%，配售所得款淨額用於收購 Bitpoint 之 20% 股權。截至 2018 年 5 月 31 日，公司宣佈完成行使可交換債券附帶之交換權，Bartha International 確認成為公司之間接非全資附屬公司。截止 2018 年 3 月 31 日公司持有的現金 4,327 萬港元，公司仍需額外的資金或融資來完成收購和實現進一步的發展，因此可能會繼續尋求發行額外股本、可轉換債券或其他貸款融資等安排。此外應注意，由於收購同時使用了發行新股的方式，預計兩次收購順利完成後，大股東的持股將從目前的 51.85% 被攤薄至 49.27%。

附录：资产负债表

(百萬港元)	FY2016	FY2017	FY2018
存貨	41.5	51.4	50.6
持作買賣金融資產	7.0	-	-
貿易及其他應收款項	34.9	47.4	32.9
可收回稅項	1.2	1.5	0.0
銀行結餘及現金	45.0	52.2	43.3
流動資產	122.6	152.5	133.9
廠房及設備	5.6	7.6	8.0
可交換債券	-	-	147.1
按金	0.6	1.7	2.6
遞延稅項資產	0.3	0.7	0.6
非流動資產	6.5	10.0	158.3
貿易及其他應付款項	5.1	8.7	15.7
應付一名股東款項	-	-	0.2
來自一名股東之貸款	-	-	0.8
可換股債券	-	-	101.8
衍生金融工具	-	-	14.9
流動負債	5.5	8.7	133.4
應付承兌票據	-	-	11.3
非流動負債	0.0	0.0	11.3
本公司擁有人應佔權益	124.5	148.7	154.0
非控股權益	0.5	5.5	(6.5)
權益總額	125.0	154.2	147.6
流動比率 (%)	2229%	1753%	100%
資產負債率 (%)	4%	5%	50%

利潤表

(百萬港元)	FY2016	FY2017	FY2018
收益	126.7	139.6	160.0
銷售成本	(93.7)	(111.6)	(121.0)
毛利	33.0	28.3	39.0
其他收入	12.7	1.5	0.5
銷售及分銷開支	(13.5)	(14.4)	(18.1)
行政開支	(39.2)	(31.8)	(47.0)
貿易虧損淨額			(2.0)
可交換債券之公平值變動			(124.2)
衍生金融工具公平值變動			5.2
就商譽確認之減值虧損			(3.8)
融資成本			(6.6)
除稅前虧損	(7.1)	(16.4)	(157.0)
稅項	(2.2)	0.4	(0.1)
年內虧損及年內全面開支總額	(9.3)	16.0	(157.1)
少數股東權益	0.1	(0.4)	(18.8)
歸屬股東的年內盈利(虧損)	(9.4)	(15.6)	(138.4)

權益披露

分析員核證

分析員(等)謹此聲明,本報告所表達意見均準確反映分析員(等)對任何及一切所述公司及其證券之個人見解。有關分析員(等)之報酬部分以茂宸證券有限公司(“茂宸證券”),連同其聯營公司及附屬公司(統稱“茂宸金融集團”)之盈利水準為基礎支付,當中包括投資銀行服務收益。

分析員披露事項

財務權益:
分析員(等)及其有聯繫者並無持有與報告中論述的上市法團有關的財務權益。

相關關係:
分析員(等)及其有聯繫者並無於報告中論述的上市法團擔任高級人員。

茂宸金融集團之財務權益及商務關係

茂宸金融集團可能隨時就本報告所述任何證券(或其衍生工具)進行莊家活動,或可能作為委託人或代理人作出購買或出售。茂宸金融集團亦有可能擁有與報告中論述的上市法團有關的財務權益,包括在有關證券及/或期權、期貨或其他衍生工具上持有長倉或短倉。同樣地,茂宸金融集團,包括其雇員及高級人員,隨時有可能擔任或曾擔任本報告中所述的上市法團的高級人員,董事或顧問。茂宸金融集團亦有可能在過去十二個月內不時招攬,提供或曾提供投資銀行服務,包銷或其他服務(包括作為顧問、經理人、包銷商或借貸人)予本報告中所述的上市法團。

關聯關係

茂宸金融集團是茂宸集團控股有限公司(香港交易所上市編號:00273)的全資附屬機構。有關資料可於香港交易所網頁獲取(<http://www.hkexnews.hk>)。

免責聲明

本報告僅供參考及討論,當中所載任何資料或意見並不旨在構成茂宸證券任何成員、其各自的董事,代表、顧問及/或雇員(不論作為委託人或代理人)向他人做出買賣任何證券、期貨、期權、基金、債券、外匯或其他融資類工具的要約、廣告或招攬。

本報告旨在由獲茂宸證券直接提供本報告者收取。本報告不擬向任何人士或實體分發或由其使用,如該等分發或使用於該等人士或實體所屬的相關司法管轄區或國家會抵觸該等司法管轄區或國家法律及規例,又或如該等分發或使用將會使茂宸證券受該等司法管轄區或國家的法規限制。任何擁有本報告或打算參考其所載的資料而作出行動之人士或實體,必須確保其本身不受任何對其作出有關行動有所限制或禁止之當地規定所限制。

雖然本報告資料來自或編寫自茂宸證券相信為可靠之來源,惟並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、有效性、時間性或完整性。對於任何依賴本報告之協力廠商人士而言,就其對某特定用途的適用性或對謹慎責任的任何明示或隱含保證,茂宸證券均卸棄相關責任。本報告所載資料可隨時變更,而茂宸證券並不承諾提供任何有關變更之通知。本報告所載意見及估計反映相關的分析員於本報告注明日期之觀點,並可隨時更改。茂宸證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

本報告所論述工具及投資未必適合所有投資者,而本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、投資經驗、財務狀況、風險承擔能力或需要。投資者必須按其本身投資目標及財務狀況自行作出任何特定之投資決定。投資價值和收入或因利率或外幣匯率變動、證券價格或指數變動、公司經營或財務狀況變動、市場及其他因素而有所不同。本報告所論述之工具或投資或其相關權利之行使時間或設期限。過往表現不一定是未來表現之指引。

茂宸證券或茂宸金融集團任何其他成員在任何情況下,均不會就任何協力廠商於依賴本報告內容時之作為或不作為而導致之任何類型損失(無論是直接、間接、隨之而來的或附帶的),負上法律責任或具有任何責任,即使茂宸金融集團在有關作為或不作為發生時已有所知悉亦然。

如本免責聲明之中英版有任何差異,應以英文版本為準。

©2017 茂宸證券。版權所有。未經茂宸證券事先明確以書面同意,不得轉載或分發本報告全部或部分內容。茂宸證券不會就協力廠商據此所作任何行動負責。

投資建議評級

注意:最新發佈的公司研究報告、評級及目標價將替代之前所發之研究報告

買入	以 12 個月的投資期為基準計算有關公司的股東總回報(由最近收市價計算的股價變幅+預計股息率),預計公司股價漲幅將達 10%以上。
持有	以 12 個月的投資期為基準計算有關公司的股東總回報,預計公司股價漲跌幅將在 10%以內。
出售	以 12 個月的投資期為基準計算有關公司的股東總回報,預計公司股價跌幅將達 10%以上

股票研究部聯絡方式

股票研究部,
茂宸證券有限公司,
香港中環皇后大道中 99 號中環中心 12 樓 1 室
電話: (+852) 2218 2818
電郵: research@masonhk.com