

從葡萄酒轉型加密貨幣及區塊鏈業務

投資要點

- 從葡萄酒轉型加密貨幣及區塊鏈業務：**麥迪森此前主要從事葡萄酒業務，但於今年4-5月分別宣佈多項收購（待落實），包括1)以50億日圓（約3.6億港元）收購於日本營運虛擬貨幣交易平台之公司（Remixpoint (3825.JP) 附屬公司）20%股權；2)以11.3億港元收購於中國從事移動互聯網及區塊鏈應用之軟體產品之公司（現以自研手機遊戲開展業務）100%經濟利益；及3)以6,000萬美元（約4.7億港元）收購從事加密貨幣（主要為以太幣）開採之公司51%股權。
- Remixpoint 金融關連事業分部業績強勁：**日本發出16個（截止3月底）虛擬貨幣交易平台牌照，Remixpoint持有其中一個。該公司於2017年9月起開始經營該業務，於2018財年（截止3月31日）第4季該公司之金融關連事業分部錄得收入及經營溢利分別為35.3億日圓及31.3億日圓，環比分別增長5.9倍及10.8倍。獨立估值報告預期2019財年該業務收益及純利分別達到216億日圓及139億日圓，預測純利較2018年1-2月之年化純利增加約5%。若達成純利預測目標並假設收購已於2018年3月底完成，是次收購相當於僅1.8倍2019財年市盈率。若將該公司2018財年第4季經營溢利年化但不假設於2019財年有所增長，則2019財年該業務之經營溢利為125億日圓。
- 投資區塊鏈技術配合新業務發展：**三只小熊主營業務包括棋牌遊戲、區塊鏈及資訊業務。2017年營業額及稅後溢利分別為人民幣1.1億元及人民幣7,065萬元。是次收購公司獲得2018年溢利保證不少於人民幣7,000萬元，收購代價11.3億港元（80%代價以股份支付）相當於13.3倍2018年市盈率。若單純以收購遊戲公司來計算，該收購估值不算特別便宜，但公司看重的是三只小熊之區塊鏈技術可與現有業務及將收購業務之潛在協同效益，其中包括讓公司加快了了解區塊鏈技術及其相關商業應用以及隨時用於日本或任何其他受監管市場開發區塊鏈應用程式之技術專家團隊。
- 以太幣挖掘：**公司打算以6,000萬美元（83.3%代價以股份支付）收購Diginex 51%股權，後者主要從事加密貨幣（以太幣為主）開採，於亞洲及歐洲擁有在管2.2兆瓦數據中心。2018財年（截止3月31日）Diginex錄得稅後虧損125萬港元（於2017年6月1日才開始營運）。Diginex已租賃瑞典一個數據中心，相信可憑藉位於歐洲之具有低成本和可再生能源來源的數據中心增加更多兆瓦。
- 股本將增加，雖已配股但仍有資金需求：**公司於去年7月底發行1.5億港元可換股債券，其後3個收購需發行7.2億股及支付6.6億港元去完成。若所有收購獲得通過及可換股債券悉數行使，股本將較現在增加20.9%。雖然公司於4月底曾配股集資1.2億港元，我們相信公司仍需要資金去完成收購。

指標/年度	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
收入(百萬港元)	70.0	145.7	126.7	139.6
增長率(%)	n. a.	108.0	(13.0)	10.2
淨利潤(百萬港元)	7.2	14.2	(9.4)	(14.6)
增長率(%)	n. a.	96.5	n. a.	n. a.
每股盈利(港元)	0.002	0.005	(0.003)	(0.004)
市盈率(倍)	687.1	349.6	n. a.	n. a.

資料來源：公司。

2018年6月8日

郭日昇

sunny.kwok@swsc.hk
(852) 2238 9302

評級

未予評級

目標價	-
現價	1.65
潛在升幅	-

主要數據

52周區間(元)	1.350/2.500
3個月平均成交量(百萬)	13.59
流通股數(百萬)	4,070.06
市值(百萬元)	6,715.59
主要股東(%)	丁鵬雲及朱惠心 (48.4%)
審計	信永中和
業績日期	2018-06

公司簡介

麥迪森此前專注於發展葡萄酒業務。公司於2011年開始經營該業務，2015年於香港聯交所創業板上市。自2018年4月起，公司宣佈多項與加密貨幣及區塊鏈業務相關之收購。

股價表現



資料來源：彭博。

表 1：Remixpoint (3825.JP) 業績

百萬日圓	1QFY18	2QFY18	3QFY18	4QFY18
金融關連事業分部收入	287	218	510	3,533
金融關連事業分部經營利潤	219	116	265	3,132
Remixpoint 各分部總經營利潤 *	254	239	367	3,015
Remixpoint 經營利潤	174	152	257	2,829
Remixpoint 股東應佔溢利	117	129	558 **	1,489

資料來源：公司。

* 未扣除公司中央支出。

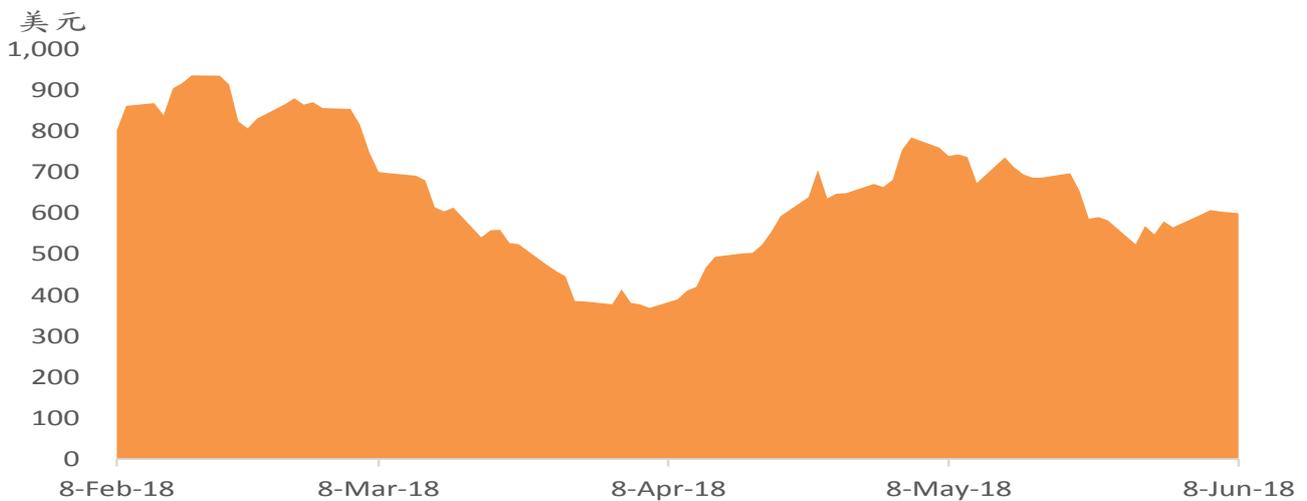
** 淨營業外收益 3.6 億日圓。

表 2：中國項目公司（深圳市三只小熊科技）業績

百萬元人民幣	2016	2017
營業額	18.2	109.7
稅前溢利	7.7	70.6
稅後溢利	5.8	70.7
資產淨值	n. a.	6.0

資料來源：公司。

圖 1：以太幣價格走勢



資料來源：Bloomberg。

表 3：股本變動

	數目
3 月底股本結存	4,000,000,000
4 月 23 日以 1.70 港元配售新股份	70,056,000
現股本數目	4,070,056,000
收購三只小熊按每股 1.80 港元發行新股份	502,844,440
收購 Diginex 按每股 1.84 港元發行新股份	213,252,717
於 2022 年 7 月到期之可換股債券 (換股價每股 1.10 港元)	136,363,636
若所有收購獲得通過後總股本數目	4,922,516,793

資料來源：公司、西證證券經紀。

表 4：財務報表

損益表						資產負債表				
3 月 31 日(百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	9MFY18A	3 月 31 日(百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16A *	FY17A *
收益	70.0	145.7	126.7	139.6	125.2	廠房及設備	3.0	4.2	5.6	7.6
銷售成本	(45.4)	(105.6)	(93.7)	(111.6)	(95.3)	其他	3.1	3.7	0.9	2.4
毛利	24.7	40.1	33.0	28.0	29.9	非流動資產	6.1	8.0	6.6	10.0
其他收入	0.0	1.4	12.7	1.5	2.1	存貨	31.3	24.2	41.5	51.4
銷售及分銷開支	(10.3)	(13.0)	(13.5)	(14.4)	(12.5)	貿易及其他應收款項	6.6	15.7	34.9	47.4
行政開支	(5.8)	(10.5)	(39.2)	(30.3)	(30.5)	現金及現金等價物	13.2	28.0	46.4	52.4
可換股債券減值虧損	0.0	0.0	0.0	0.0	(151.1)	其他	0.0	0.0	1.2	1.7
財務成本	0.0	(0.7)	0.0	0.0	(4.1)	流動資產	51.2	67.9	124.0	153.0
稅前溢利	8.7	17.3	(7.1)	(15.2)	(166.2)	貿易及其他應付款項	4.2	11.6	5.1	8.7
所得稅	(1.5)	(3.0)	(2.2)	0.4	0.3	其他	15.7	12.5	0.5	0.0
稅後利潤	7.2	14.3	(9.3)	(14.8)	(165.9)	流動負債	19.8	24.1	5.5	8.7
非控股權益	0.0	(0.2)	(0.1)	0.2	20.1	非流動負債	0.0	0.0	0.0	0.0
股東應佔溢利	7.2	14.2	(9.4)	(14.6)	(145.8)	股東權益	37.5	51.7	124.5	148.8
每股盈利 (港元)	0.002	0.005	(0.003)	(0.004)	(0.036)	非控股權益	0.0	0.2	0.5	5.4
每股股息 (港元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	總權益	37.5	51.8	125.0	154.2
						每股賬面值 (港元)	0.013	0.017	0.031	0.037

現金流量表					財務比率				
3 月 31 日(百萬港元)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A		FY14A	FY15A	FY16A	FY17A
稅前利潤	8.7	17.3	(7.1)	(15.2)	收入增長 (%)	n.a.	108.0	(13.0)	10.2
折舊	1.6	2.5	3.0	3.4	毛利增長 (%)	n.a.	62.4	(17.8)	(15.2)
其他	0.0	0.6	7.1	4.8	稅前溢利增長 (%)	n.a.	99.8	n.a.	114.5
營運資金變動	5.1	(0.9)	(42.6)	(19.9)	淨利潤增長 (%)	n.a.	96.5	n.a.	54.7
稅項	0.0	(1.6)	(6.2)	(0.5)	毛利率 (%)	35.3	27.5	26.0	20.0
經營活動現金流	15.4	17.8	(45.8)	(27.4)	稅前利潤率 (%)	12.4	11.9	(5.6)	(10.9)
資本開支	(1.5)	(2.2)	(2.7)	(5.4)	淨利率 (%)	10.3	9.7	(7.5)	(10.5)
其他	(0.2)	(4.1)	(0.0)	(0.0)	資產收益率 (%)	12.6	18.9	(7.1)	(9.1)
投資活動現金流	(1.7)	(6.3)	(2.7)	(5.4)	股東資金回報率 (%)	19.2	27.4	(7.6)	(9.8)
集資及注資淨額	0.0	0.0	74.7	0.0	存貨週轉天數	n.a.	96.0	127.9	151.8
其他	(1.9)	3.3	(9.3)	40.0	應收款項週轉天數	n.a.	27.9	72.9	107.7
融資活動現金流	(1.9)	3.3	65.4	40.0	流動比率 (倍)	2.6	2.8	22.4	17.6
現金變動	11.8	14.8	17.0	7.2	速動比率 (倍)	1.0	1.8	14.9	11.7
期初淨現金	1.4	13.2	28.0	45.0	淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
期末淨現金	13.2	28.0	45.0	52.2	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息
					收入	24.2	收入	收入	收入

資料來源：公司。

* 經重列。

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明－

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下
行業評級	買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自「西證(香港)證券經紀有限公司」(「西證證券經紀」)相信為可靠之來源，惟西證證券經紀並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券經紀並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證證券經紀及其集團公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證證券經紀及其集團公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證證券經紀及其集團公司在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證證券經紀事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證證券經紀保留一切權利。