



2020 财年收入同比增长 384%

领先的债务重组提供商 Credit Intelligence (ASX: CI1) 在截至 2020 年 6 月的一年里，取得了比预期更为强劲的业绩。集团营业收入同比增长 125% 至 1,360 万澳元，税后利润同比增长 384% 至 250 万澳元。每股收益也同比增长 317% 至 0.25 澳分。每股派息为 0.10 澳分，相当于约 40% 的派息率。在集团层面，近期新加坡收购案的整合，也推动了增长，这两项收购在 2020 财年的业绩，超过了利润预期。排除收购带来的增长，CI1 的基础有机收益，仍同比增长了 22%，突显了其核心香港业务的稳健性。

疫情的反复出现，为 CI1 创造了有利条件

我们认为，近期发生在维多利亚州和香港的第二波疫情对 CI1 有利，因为其商业模式是反周期的。在疫苗尚未出现的情况下，这凸显了新冠病毒在世界各地反复出现的潜在可能性，及其对全球经济的影响。例如，澳大利亚刚刚正式记录了近三十年来的第一次经济衰退，我们相信，由于第二波疫情的出现，在维多利亚州实施的第二次封锁，可能会阻碍该国的经济复苏。

估值范围基本保持不变

根据混合计算方法 (50:50 DCF 和 P/E)，我们的估值基本保持不变，为每股 0.08-0.10 澳元 (之前：每股 0.07-0.10 澳元)。我们在 CI1 中看到的主要风险是：(1) 全球范围内持续的大规模财政支持；(2) 澳大利亚的收购表现不及预期；(3) 新冠疫苗的供应情况。

截至六月(澳元)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
销售额(百万)	6.2	14.0	21.0	24.0	27.1
YoY growth (同比增长)	27.3%	123.6%	50.5%	14.2%	13.1%
EBITDA 息税折旧及摊销前利润(百万)	1.0	5.6	8.5	9.7	11.3
净利润(百万)	0.5	3.6	5.6	6.8	7.9
EBITDA Margin 息税折旧及摊销前利润率(%)	15.8%	40.3%	40.4%	40.6%	41.6%
ROA 总资产收益率(%)	7.0%	9.7%	10.5%	11.5%	11.9%
EPS (每股收益)	0.06c	0.25c	0.31c	0.39c	0.47c
EV/Sales (市售率)	1.8x	2.4x	1.1x	0.7x	0.4x
EV/EBITDA (企业价值倍数)	11.6x	6.0x	2.7x	1.8x	1.0x
P/E (市盈率)	13.9x	11.4x	7.8x	6.1x	5.1x

资料来源：Pitt Street 研究公司

股价：0.024 澳元

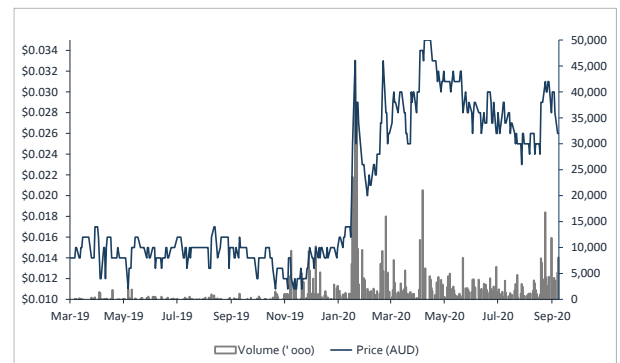
估值范围：0.08 - 0.10 澳元

行业：商业及专业服务

2020 年 9 月 10 日

市值(百万澳元)	28.8
# 已发行股份(百万)	1,199.3
# 完全稀释后股份	1,242.8
完全稀释后市值(百万澳元)	29.8
自由浮动	26.7%
12 个月高点/低点(澳元)	0.04 / 0.01
平均 12 个月的日成交量 ('1000)	2,912
网站	www.ci1.com.au

股价(澳元)和日平均成交量(k, r.h.s.)



Source: Thomson Eikon, Pitt Street Research

评估指标	
DCF (贴现现金流) (澳元)	0.12 - 0.15
相对估值 (P/E 市盈率) (澳元)	0.03 - 0.04
平均每股加权平均值 (澳元)	0.08 - 0.10

请于此处订阅我们的研究报告

Analysts: Cheng Ge, Marc Kennis

Tel: +61 (0)4 3483 8134

marc.kennis@pittstreetresearch.com

cheng.ge@pittstreetresearch.com



目录

2020 财年收入和利润强劲增长	3
集团收入同比增长+ 125%.....	3
集团净利润同比增长 +384%；每股收益同比增长 +317%.....	3

澳大利亚经济遭受重创	4
香港再度爆发新冠疫情, 突显 CI1 反周期商业模式	5
预测变化	6
估值范围基本保持不变	8
分析师资质	9
一般性建议，免责声明与披露事项	10



2020 财年收入和利润强劲增长

集团收入同比增长+125%

截至 2020 年 6 月的 12 个月，CI1 的集团营业收入同比增长 125% 至 1,360 万澳元，其中有机增长收入约为 130 万澳元，另外 620 万澳元来自于 2019 年完成的两次新加坡收购（图 1）。

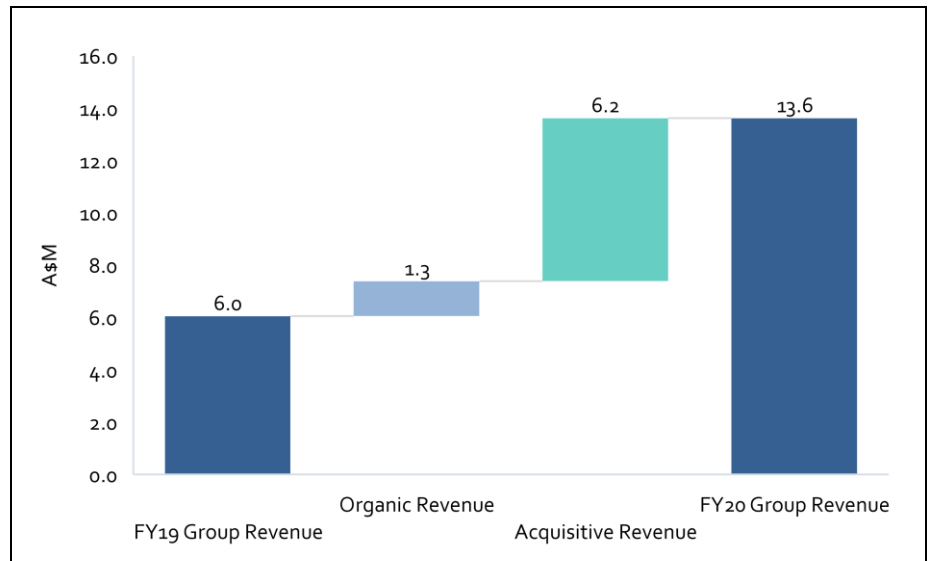
基本有机收入同比增长 22%，反映了在香港社会和政治动荡以及新冠疫情的推动下，CI1 的核心香港业务——破产管理和债务重组——强劲增长。

如果不考虑有机增长的贡献，2020 财年的收购性增长达到同比+103%，这反映了最近收购的两家新加坡企业（ICS & HHC）的强劲收入和盈利表现，两家企业都兑现了承诺，并超出了 2020 财年的利润保证预期。

在 2021 财年初，CI1 完成了对 Chapter Two Holdings 的收购（请参阅我们之前的报告“CI1 进入澳大利亚市场”），并未影响 2020 财年的集团业绩，但有望为 2021 财年带来可喜的增长和协同效应。

同比增长+125% (有机增长约 22%+
收购增长~103%)

图 1: 集团营业收入同比增长 (百万澳元)



资料来源：公司报告，Pitt Street 研究公司

集团净利润同比增长 +384%；每股收益同比增长 +317%

在成功整合 HHC 和 ICS 后，CI1 的 EBITDA（营业息税折旧及摊销前利润）和 NPAT（净利润）分别同比增长 470% 和 384%（图 2）。

EBITDA（营业息税折旧及摊销前利润）和 NPAT（净利润）率也大幅增长，我们认为，这主要是由成功的并购整合所实现的成本协同效应，加上在全球衰退环境的背景下，CI1 在全球范围内不断扩大业务规模，而提高了公司的整体运营效率。

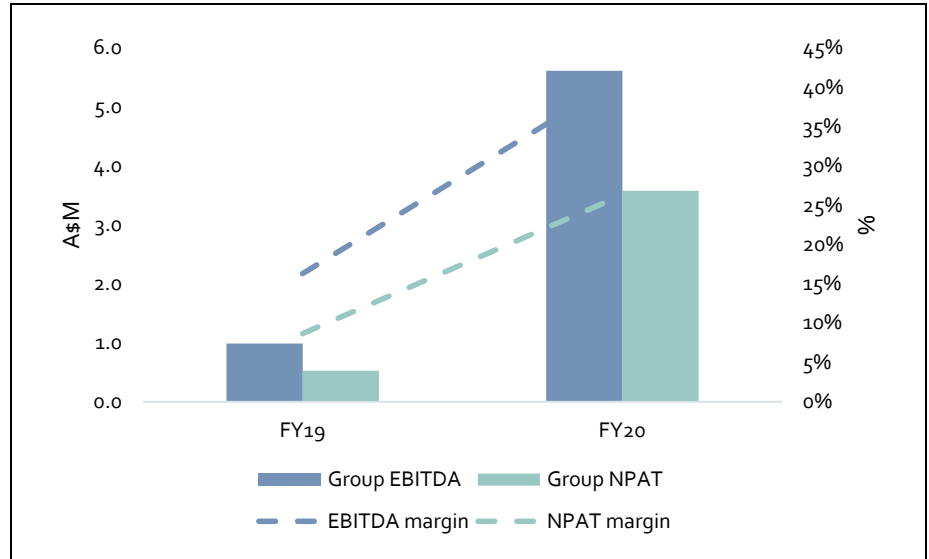
EPS（每股收益）同比大幅增长 +317%，从 0.06 澳分升至 0.25 澳分，反映出由于 HHC 和 ICS 收购带来的强劲收益增长。由于 CI1 主要利用现金进行收购，因此其股价受到的稀释影响减少，这进一步解释了其每股收益同比大幅增长的原因。

收入和利润率同比大幅增长



由于 2020 财年的现金收益提高了 130 万澳元，资产负债表也得到了加强，截至 2020 年 6 月 30 日的现金储备为 310 万澳元。我们认为，这将为 CI1 未来在澳大利亚和新加坡市场的扩张提供资金。

图 2：集团营业息税折旧及摊销前利润和净利润以及利润率比较



资料来源：公司报告，Pitt Street 研究公司

澳大利亚经济遭受重创

2020 年 9 月 2 日，澳大利亚宣布 2020 年 6 月季度的国内生产总值（GDP）萎缩了 7%，29 年来首次正式陷入衰退。这发生在 3 月季度 GDP 下降了 0.3% 之后。

图 3 对 6 月季度的 GDP 增长组合进行了分析，我们可以看到，家庭消费是增长的主要障碍。这也反映在家庭储蓄率从 6 月份的 6.0% 上升到 19.8%，这是由于新冠疫情的封锁禁令或对企业施加的限制，消费者削减了商品和服务方面的支出。此外，由于大多数企业推迟了扩张计划以节省现金，因此私人企业投资在 6 月季度也收缩了 6.5%（3 月季度为 -0.8%）。

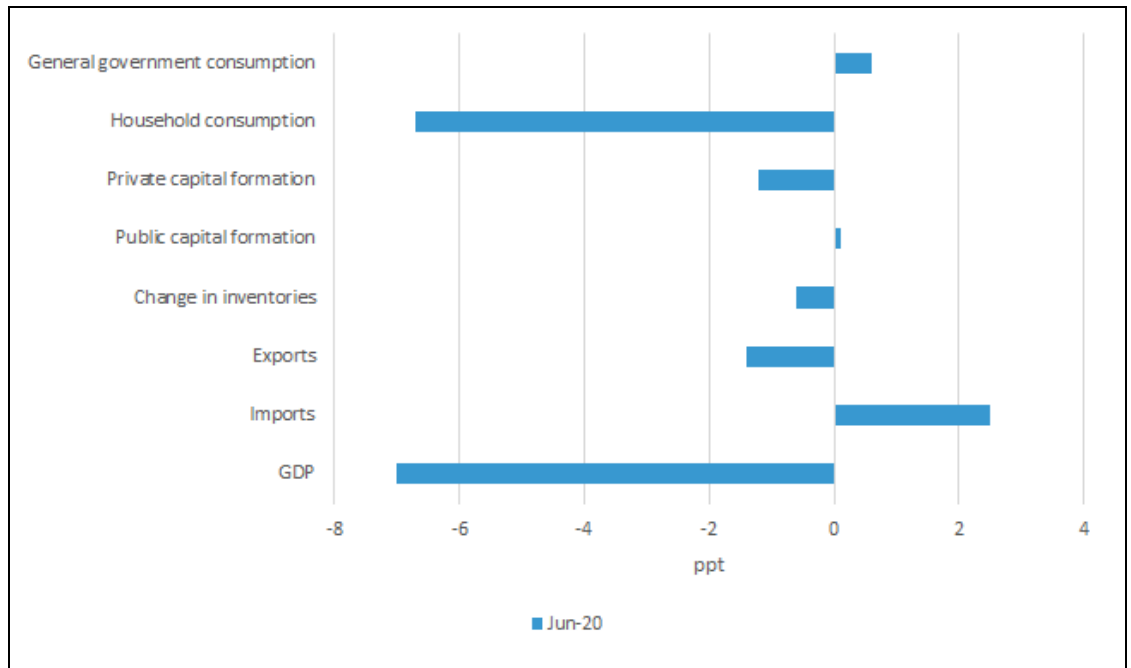
展望 9 月的季度，我们预计，由于大多数州和地区的疫情封锁禁令放松，澳洲国内经济将出现一定程度的复苏，除了维多利亚州由于第二波新冠疫情的爆发仍在实施封锁。展望 12 月的季度，我们预计经济增长将保持低迷，因为预计政府刺激措施将在 9 月底前减少，其结果可能会影响家庭现金流和支出，进而可能软化商业交易环境，可能导致失业率上升。

此外，我们认为维多利亚州的第二波新冠疫情意味着，澳大利亚其他大城市和全球范围内，都有可能出现第二波疫情，这将严重阻碍经济增长和复苏。总的来说，我们认为，在没有疫苗的情况下，澳洲国内经济增长将是缓慢和渐进的。如果出现第二波或第三波疫情，许多企业可能会挣扎求生，我们相信这将对 CI1 最近收购的澳大利亚债务管理业务，产生积极影响。

6 月季度 GDP 下降了 7%，正式标志着自 1990 年中期以来的经济衰退



图 3：经季节性调整后，对 2020 年第二季度 GDP 增长的贡献

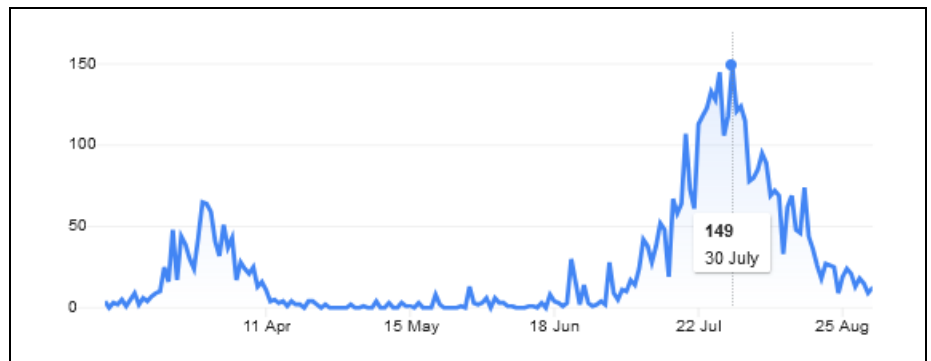


资料来源：ABS

香港再度爆发新冠疫情, 突显 CI1 反周期商业模式

除了当前的社会和政治动荡之外，香港最近还经历了第二波新冠疫情（图 4），在此期间，香港处于封锁状态，商务服务暂时关闭。

图 4：香港新增的新冠病例



资料来源：维基百科

持续潜在的疫情可能会使企业濒临破产，这将有利于 CI1 的反周期商业模式

如图所示，第二波疫情的规模比第一波大得多，这意味着对当地经济的影响更大。如上所述，如果该地区发生第三波甚至第四波疫情，我们认为，许多本地企业可能会陷入破产，因为那些企业将难以在经济不景气的情况下产生现金流。这种对当地企业和经济的反复和潜在的破坏性影响，突出了 CI1 的反周期商业模式，因此我们认为该公司将继续受益于新冠疫情引发的顺风。



预测变化

我们对预测进行了以下修正（图 5）：

- CI1 在 2020 财年的“核心破产管理”收入为 730 万澳元，比我们的预期高出 6%（预期为 690 万澳元）。假设由于通货膨胀，每宗破产案件的平均价格上涨，这将比我们最初预测的 2020 财年香港新破产案数量增加 24%。因此，我们提高了预期案例数量，包括增加的胜诉案例，这些案例有望在中期产生经常性收入。
- 此外，我们将 2021 财年香港的破产案例增长率，从 8% 提高到 20%，以体现 2021 财年初发生的第二波疫情（图 4）及其对当地企业和经济的影响。我们还将 CI1 的市场份额预期，从 17.8% 小幅扩大到 18.8%，因为在疫情背景下，我们的业务持续增长，品牌知名度不断提高。
- 由于疫情对企业破产的滞后影响，我们预计香港的破产案件将在 2021 年第三季度左右达到高峰，前提是不会发生进一步的疫情爆发。现阶段，我们尚未考虑到 2021 财年以后可能爆发的疫情，因为对在此之前的某个时候疫苗出现，我们持谨慎乐观的态度。
- 在澳大利亚，我们注意到，截至 2020 财年，破产案件总数同比下降了 18.8%¹。与疫情引发的经济衰退相悖的是，我们认为，在 2020 财年期间，破产案例的下降，主要是由于政府向企业和个人提供了大量的刺激性支持。抵押贷款延期和提前提取退休金等措施，进一步强化了这一点，所有这些措施都使得消费者能够获得现金流并能够消费。然而，由于财政支持预计将在 9 月底减少，再加上维多利亚州的第二波疫情爆发，我们认为近期整体商业交易环境仍将低迷，因此，我们维持对 2021 财年的破产案件增长的预期，但注意到，由于 2020 财年的破产案例量低于预期，我们降低了 2021 财年的预计破产案件总数。
- 我们更新了 2020 财年的资产负债表，包括 30 万澳元的租赁负债（由于引入了 AASB 16），以及 350 万澳元的相关负债。由于这两项负债都是计息的，我们对预测范围内发生的利息支出进行了模型计算。因此，这些新的利息支出的引入，预计会对未来的盈利造成压力。这就解释了为什么我们略微下调了 2021 财年和 2022 财年的 NPAT（税后净利润）的预测。
- 最后，我们还将 WACC（加权平均资本成本）从 10.5% 小幅调整为 10.2%，以考虑债务的引入。

由于品牌认知度的提高和新冠肺炎疫情的推动，我们在香港市场的短期市场份额有所扩大

图 5：预测变化

CI1: Forecast changes Years ended Jun (A\$m)	FY21			FY22		
	Old	New	Change	Old	New	Change
Group Revenue	20.4	21.0	3.0%	23.2	24.0	3.4%
Hong Kong	7.9	8.6	8.3%	8.8	9.7	10.3%
Singapore	11.1	11.1	0.0%	12.7	12.7	0.0%
Australia	1.5	1.4	-6.8%	1.8	1.6	-9.6%
Group Revenue Growth	51.3%	50.5%	-0.8%	13.5%	14.2%	0.7%
EBITDA	8.4	8.5	1.1%	9.6	9.7	1.4%
NPAT	6.0	5.6	-6.2%	6.9	6.8	-1.5%

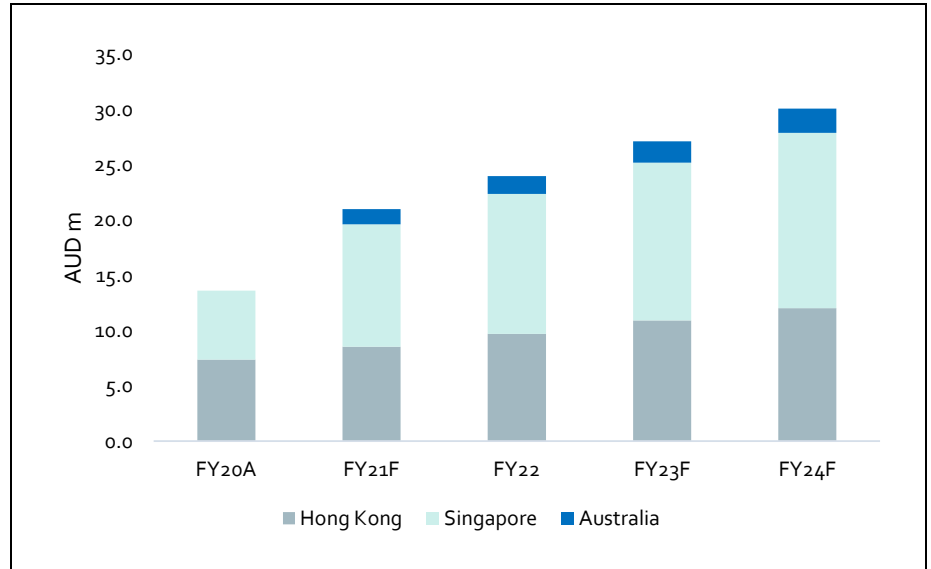
资料来源：Pitt Street 研究公司

¹ <https://www.afsa.gov.au/statistics/annual-statistics>



下面的图 6 说明我们根据地理位置，对 CI1 集团在 2021 财年至 2024 财年期间修订后的收入预测。

图 6: CI1 按地区划分的收入预测



资料来源: Pitt Street 研究公司



估值范围基本保持不变

基于我们的预测修正，DCF（贴现现金流）返回的基本案例估值为 11.9 澳分（之前：10.9 澳分），乐观的案例估值为 15.2 澳分（之前：15.1 澳分）。

DCF（贴现现金流）估值范围的小幅增长，主要是由于香港破产案件增长的近期向上修正，以及由此产生的较高自由现金流水平，但被澳大利亚破产案件量的小幅回落所抵消。

在相对估值方面，由于同业集团倍数较高，我们将 2021 财年基本情况的市盈率从 9.3 倍调整为 10.4 倍，而将 2021 财年看涨情况的市盈率从 11.2 倍增加至 12.5 倍。我们的同业集团重估，主要受 Resurs Holding AB (STO: RESURS) 从 6.4 倍推高至 7.6 倍的影响，我们认为这是经济复苏和投资者情绪改善所致。

然而，由于利息支出和扩大股本，我们将 2021 财年每股收益从 0.37 澳分略微下调至 0.31 澳分。总体而言，这意味着相对估值范围较窄，为 3.24 - 3.89 澳分（此前为：3.47 - 4.16 澳分）。

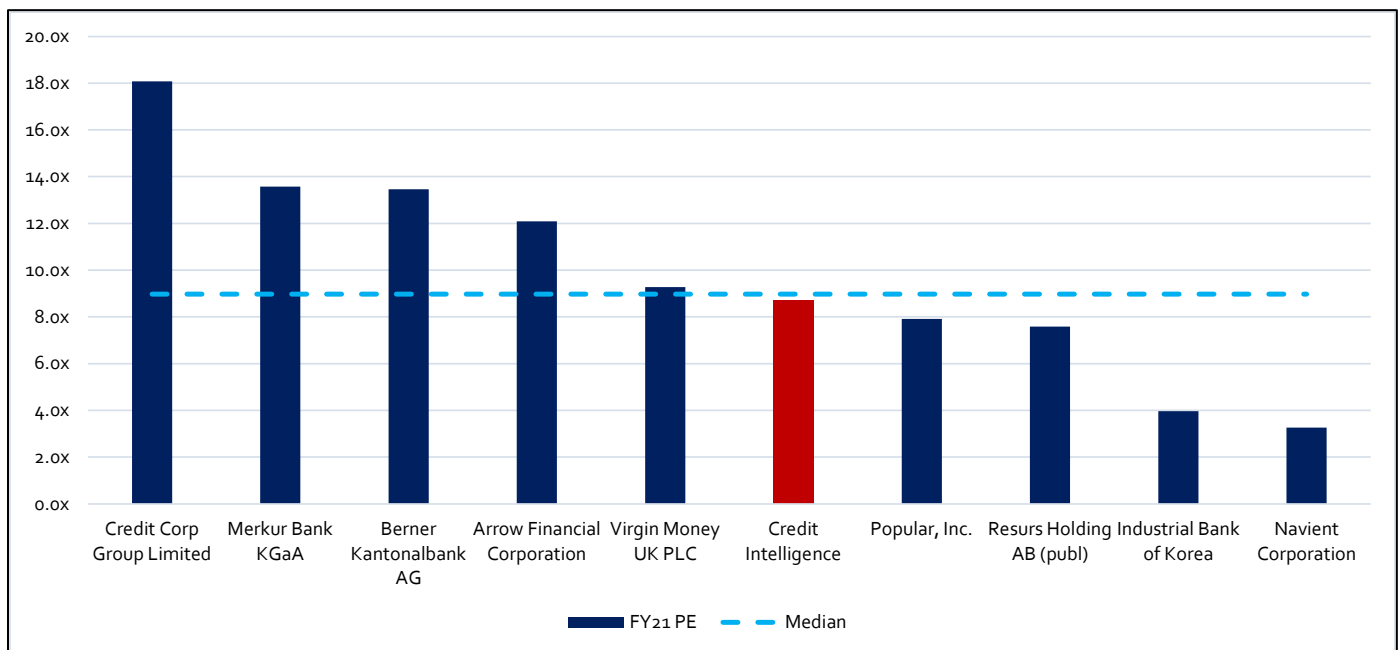
图 7 说明了 CI1 同业的 2021 财年 P/E 倍数的摘要。目前，CI1 的股价略低于其同业集团的中间价。鉴于 CI1 所面临得结构性阻力，再加上近期在澳大利亚的收购所带来的协同效应，我们认为，CI1 的市盈率应该高于当前的市场出价。

总体而言，综合估值范围大致保持不变，为每股 0.08 澳元-0.10 澳元（之前：每股 0.07 澳元-0.10 澳元）。

根据我们的预测修正，CI1 的 2021 财年的市盈率为 8.7 倍，而 2022 财年降至 6.8 倍。

请访问 www.pittstreetresearch.com，了解我们对 CI1 的初步报道，包括对 CI1 风险因素的详细评估和讨论。

图 7：2021 财年 P/E 同业倍数



资料来源：Pitt Street 研究公司



分析师资质

该报告的首席分析师 Cheng Ge 是 Pitt Street Research 的股票研究分析师。

- 2013 年，Cheng 于新南威尔士大学获得了金融和法学学士学位，并通过了 CFA 所有三级考试。
- 在加入 Pitt Street Research 之前，他曾在悉尼的多家金融服务公司任职，主要从事金融咨询工作。
- 他于 2020 年 1 月加入 Pitt Street Research。

马克·肯尼斯（Marc Kennis）自 1997 年以来一直从事多个行业的分析工作。

- 1996 年，Marc 于荷兰蒂尔堡大学获得了经济学硕士学位，2001 年获得了投资分析的研究生学位。
- 自 1996 年以来，他在荷兰的多家证券公司和银行任职，包括荷兰国际集团（ING）和荷兰合作银行（Rabobank），主要专注于科技和工业领域，包括半导体行业。
- 在 2014 年移居悉尼后，他在悉尼的多家证券公司工作，之后成立了 TMT Analytics Pty Ltd，这是一家由发行方赞助的股票研究公司。
- 2016 年 7 月，Marc 与斯图尔特·罗伯茨（Stuart Roberts）共同创立了 Pitt Street 研究有限责任公司（Pitt Street Research Pty Ltd），该公司由发行方赞助，对包括科技公司在内的澳大利亚证交所上市的公司进行研究。

一般性建议，免责声明与披露事项

条款与细则

此文章包含的信息（内容）发表在 Pitt Street 调研公司（ACN 626365615），并经过澳大利亚 BR Securities Pty Ltd.（ABN 92 168 734 530，AFSL 456663）认证（编号：1265112）。除非另外说明，与本文内容相关的所有知识产权归 Pitt Street 调研公司所有。

免责声明

所有内容都节选自原文，不做任何（明确的或是暗示的）真实性担保。尽管我们尽量保证所选内容来源可靠，但是 Pitt Street 调研公司对于因任何原因引起的任何错误，过失与遗漏不负任何责任。所有的意见，预测以及建议都基于文章发布当日的判断与假设，文中所有的意见预测以及建议都可能会更改，恕不另行通知，Pitt Street 调研公司对于本文包含的任何建议、观点、意见不负任何责任。

Pitt Street 调研公司不对信息准确性、完整性、适用性提供担保，并且 Pitt Street 调研公司职员、代表、合伙人以及代理商不对任何由于引用文章内容造成的直接或间接的损失负责。

本档中各个部分都不能作为招股说明书或者发行通函使用。本档中的任何内容也不能作为招揽股票或证券购买的邀请函使用，并且本档中的任何内容都不能作为与之相关的任何合同、协议、以及投资决定的依据。

一般性建议

本文内容仅提供参考，不作为个人建议（不要对文中内容进行臆测），并且也不能作为购买，销售，订购相关金融产品的邀请函使用，在文章撰写过程中，并未考虑任何人的投资目标，财务状况以及需求。

金融产品是复杂的，具有损失风险的，可能会升值和贬值，并且会受到一系列市场和经济因素的影响，因此，为了确保该产品适合您的情况，请您寻求专业建议来保证您获得专业的内容。

披露事项

Pitt Street 调研公司接受委托撰写此内容，Pitt Street 调研公司的代表或合伙人可能会不时与该公司存在利益关系，进行交易或者担任公司董事职务或为公司提供服务。Pitt Street 调研公司及其合伙人，管理人员，董事与员工也可能会不时的持有该公司的证券，并且可能不根据本文提出的建议对证券进行买卖。

由于 Pitt Street 调研公司向该公司提供了研究服务以及其他财政服务，因此，Pitt Street 调研公司会向本中涉及公司收取费用。在撰写文档过程中，该公司给我们的分析人员提供了帮助，并且与分析人员进行了沟通。该公司提供了有关公司及相关行业的信息来帮助本文的撰写。分析人员已经尽职尽责的、严格的审查了公司提供的信息，并且把他们作为文章撰写的依据。分析人员在编写此文章和提出建议时一直努力保持诚实和公正的原则。另外，Pitt Street 调研公司向该公司收取的服务费、报酬、员工薪酬等任何费用都不会直接或间接影响文章内容的质量。