



Credit Intelligence 进入澳大利亚

2020年6月1日，主要债务重组提供商 Credit Intelligence（澳股代码：CI1）通过收购悉尼的私人债务谈判公司 Chapter Two Holdings Pty Ltd（CTH）进入澳大利亚市场。此次收购将使 CI1 能够为更广阔的澳大利亚信贷市场中规模庞大且不断增长的债务解决方案领域，提供服务。鉴于澳大利亚经济刚刚进入衰退期，我们认为此次收购的时机非常好，因为 CTH 的反周期商业模式，将使合并后的集团能够利用当前的经济状况。

CTH 可能受益于新冠疫情引发的经济衰退

在公布 2020 年 3 月当季经济数据显示经济萎缩 0.3% 后，澳大利亚联邦财政部长证实，澳大利亚目前正处于衰退之中。尽管随着该国继续放松封锁限制，经济开始出现一些复苏迹象，但我们认为，经济要达到新冠疫情爆发前的活跃水平，还需要一段时间。事实上，鉴于目前严峻的宏观经济形势，我们认为，一旦 2020 年 9 月政府提供的支持结束，许多澳大利亚个人和企业可能会陷入经济困境。如果我们的理论正确，CTH 应该是新冠疫情之后的一个重要受益者。

估值上调至每股 0.07 - 0.10 澳元

基于 DCF（贴现现金流）和 EV/Sales（市售率）加权平均的综合方法，将 CI1 的估值上调至每股 0.07-0.10 澳元（之前为每股 0.06-0.08 澳元）。我们所做的更改，主要是为了获取 CTH 收购带来的额外收益和假定收购后的协同效应。

截至六月(澳元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
销售额(百万)	4.9	6.2	13.5	20.4	23.2
同比增长	28.8%	27.3%	116.6%	51.3%	13.5%
息税折旧及摊销前利润(百万)	2.4	1.3	3.8	8.4	9.6
净利润(百万)	2.0	0.9	2.6	6.0	6.9
息税折旧及摊销前利润率(%)	48.8%	21.6%	27.8%	41.0%	41.3%
总资产收益率(%)	40.6%	7.0%	6.9%	11.5%	11.8%
每股收益	-0.03c	0.06c	0.26c	0.39c	0.45c
市售率	1.5x	1.4x	2.0x	1.0x	0.7x
企业价值倍数	34.0x	9.0x	7.0x	2.6x	1.7x
市盈率	6.0x	13.9x	15.6x	7.7x	6.6x

资料来源: 公司, Pitt Street 研究公司

股价: 0.03 澳元

估值范围: 0.07-0.10 澳元

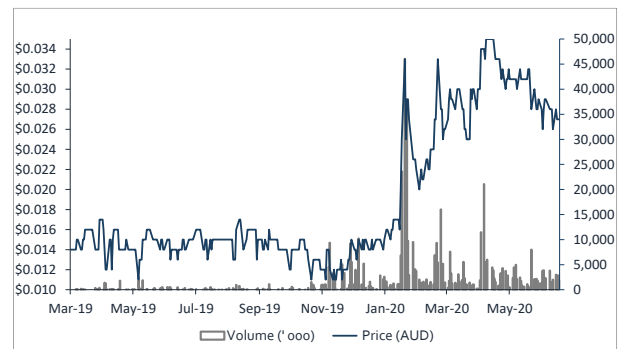
ASX: CI1

行业: 商业及专业服务

2020年6月22日

市值(百万澳元)	34.2
# 已发行股份(百万)	1,141.1
# 完全稀释后股份	1,141.1
完全稀释后市值(百万澳元)	34.2
自由浮动	23.0%
12个月高点/低点(澳元)	0.04 / 0.01
平均12个月的日成交量('1000)	2,615
网站	www.ci1.com.au

股价(澳元)和日平均成交量(k, r.h.s.)



资料来源: Thomson Eikon · Pitt Street 研究公司

评估指标	
DCF(贴现现金流)(澳元)	0.11 - 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)	0.07 - 0.10

请于此处订阅我们的研究报告

分析师: Marc Kennis、Cheng Ge

电话: +61 (0)4 3483 8134

marc.kennis@pittstreetresearch.com

cheng.ge@pittstreetresearch.com



目录

新冠疫情引发的经济衰退	3
<i>澳大利亚经济衰退.....</i>	3
<i>新冠疫情过后，就业前景依然黯淡.....</i>	3
<i>新冠疫情引发的经济衰退，加剧家庭抵押贷款压力.....</i>	4
<i>疫情对债务管理行业有利.....</i>	5
CI1 通过收购 Chapter Two 进入澳大利亚市场	5
<i>收购 Chapter Two 带来了显著的协同效应.....</i>	5
预测变化	7
估值上调至 0.07-0.10 澳元	8
分析师资质	8
一般性建议，免责声明与披露事项	9



新冠疫情引发的经济衰退

澳大利亚经济衰退

澳大利亚经济在 2020 年 3 月当季收缩
0.3%

2020 年 6 月 3 日，澳大利亚财政部长乔什·弗莱登伯格（Josh Frydenberg）证实，澳大利亚已陷入经济衰退。此前官方数据显示，由于山林大火和新冠疫情，澳大利亚的经济在 2020 年 3 月当季，收缩了 0.3%。

尽管从技术上讲，经济衰退定义为连续两个季度的经济萎缩，但财政部的观点意味着，由于经济活动在 4 月和 5 月加速放缓，预计 2020 年 6 月当季的经济数据也可能显示同比萎缩。

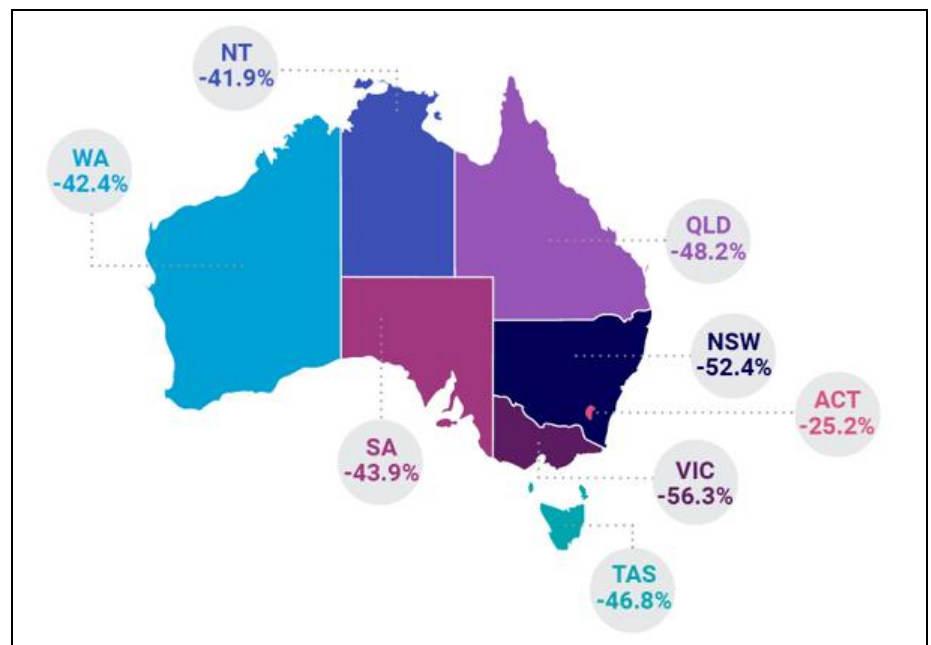
在新冠疫情曲线趋平后，随着该国放松限制，经济开始出现复苏迹象。许多市场参与者倾向于认为，新冠疫情带来的经济影响是暂时的，企业活动、收入和收益将很容易迅速恢复。这在澳大利亚最近的股市表现中，显而易见，ASX300（澳大利亚证券交易所 300 指数）目前的一年期预期市盈率为 18 倍，尽管其一年期预期收益，预计将比 2019 年 6 月下降约 27%。显然，市场已经对 2020 财年的业绩不以为然，并预计各个公司的收入和盈利将在 2021 财年及以后强劲复苏。尽管市场预期会出现 V 型复苏，但复苏步伐可能会放缓。

新冠疫情过后，就业前景依然黯淡

新冠疫情后，企业招聘大幅放缓

图 1 显示，2020 年 4 月，澳大利亚各州和地区雇主发布的招聘广告数量环比大幅下降。这些数据隐含着新冠疫情期间，企业对投资和招聘失去信心。这种信心的丧失是暂时还是永久，还有待商榷。但显而易见的是，招聘广告是未来就业情况的一个主要指标。雇主发布的招聘广告大幅减少，意味着就业前景黯淡，因为希望招聘的企业越来越少。

图 1: 2020 年 4 月澳大利亚雇主发布的招聘广告的月度环比下降



资料来源：SEEK 就业指数



2020年6月5日，210万澳大利亚人
失业

根据澳大利亚知名市场调研公司 Roy Morgan 的估计，截至 2020 年 6 月 5 日，澳大利亚约有 210 万人失业，约占澳大利亚总人口的 8%。这意味着，如果政府支持计划（包括就业补贴），在 2020 年 9 月停止，高达 3% 的失业人口（即 76.5 万澳大利亚人）需要重新就业，以使失业率恢复到新冠疫情之前约 5% 的水平。如果这一失业差距能在 2020 年 9 月前消除，经济可能会重新恢复到新冠疫情爆发前的家庭消费水平。我们认为，鉴于澳大利亚最大的就业领域，即酒店业、零售业和建筑业，已经受到新冠疫情的严重影响，这一目标可能难以实现。例如，在零售业，许多消费服务企业，如 Kikki K、Bardot、Flight Centre 和 EB Games，已经关闭了许多门店。有些已经完全崩溃。在我们看来，后新冠疫情时代经济的重新开放，不太可能看到失业人口的迅速复苏。

新冠疫情引发的经济衰退，加剧家庭抵押贷款压力

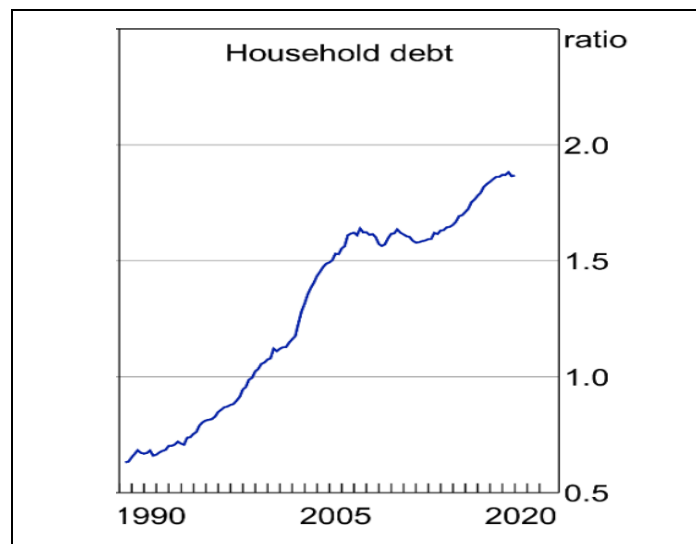
澳大利亚是世界上私人家庭债务水平最高的国家之一。家庭债务几乎是家庭可支配收入水平的两倍（图 2），其中抵押贷款负债是最大的组成部分。

若政府提供的支持结束，如就业补贴
和抵押贷款还款宽限期，可能会加剧
家庭抵押贷款压力

截至 2020 年 5 月 16 日，澳大利亚银行业协会（Australian Banking Association）披露，由于新冠疫情造成的财务困难，每 14 宗抵押贷款中就有 1 宗获得了银行还款宽限期。

此外，Digital Finance Analytics 显示，到 2020 年 5 月底，澳大利亚面临抵押贷款压力的家庭数量约为 140 万户。新冠疫情引发的停产，使得许多现金流紧张的家庭依赖于政府的就业补贴。

图 2：澳大利亚家庭债务与可支配收入的比率



资料来源：RBA

然而，一旦就业补贴在 2020 年 9 月停止，六个月的抵押贷款还贷宽限期到期，经济学家预计，至少有 10 万受抵押贷款压力的家庭，可能会拖欠贷款。在我们看来，如果到 2020 年 9 月商业信心仍然低迷，就业市场仍然紧张，这种情况可能会恶化。由此导致的失业率上升，将反过来推动澳大利亚家庭抵押贷款拖欠率和违约率的大幅上升。



债务造成脆弱性，在宏观环境不佳的情况下，这种影响被放大

家庭债务上升和失业率居高不下，将使更多的人陷入经济困境

疫情对债务管理行业有利

当整体经济健康发展时，债务可能不是家庭和企业所关心的问题。但是，当经济遭受打击并萎缩时，债务堆积将造成脆弱性，并给家庭和企业带来很大压力。

当前，在全球经济受到新冠疫情的严重冲击、失业率居高不下时，澳大利亚累积的债务水平，可能会使更多的人面临经济困难，因为他们很难履行自己的财务义务。如上所述，我们认为，当 2020 年 9 月的就业补贴结束，以及抵押贷款还款延期结束时，这种情况将进一步加剧。

此外，我们认为，新冠疫情造成了消费者行为的结构性转变，例如在线购物和远程工作的趋势加快。如果这些变化在后新冠疫情时代成为永久性的，例如，与实体零售商相关的许多工作岗位可能会过时，这意味着一部分失业者，将不得不学习新技能并重新自我创新，以确保在后新冠疫情时代找到相关工作。我们认为，要实现这种适应，整个经济还需要一段时间。

因此，我们认为，澳大利亚面临经济困难的家庭数量将会上升，并在中短期内保持上升趋势。我们认为，这对澳大利亚债务管理行业来说是个好兆头，包括上市公司 FSA Limited（澳股代码：FSA）、Collection House（澳股代码：CLH）、Pioneer Credit（澳股代码：PNC）和 Credit Corp Group（澳股代码：CCP）。

CI1 通过收购 Chapter Two 进入澳大利亚市场

2020 年 6 月 1 日，CI1 宣布了一项收购，通过购买 Chapter Two Holdings Pty Ltd (CTH) 60% 的股权，扩大其在澳大利亚的债务解决方案产品。

CTH 是一家总部位于悉尼的私人债务谈判公司，成立于 2015 年，为经历经济困难的个人，提供非正式的债务谈判和抵押贷款服务。

CI1 在完成交易时将支付 40 万澳元现金，附带条件是：CI1 将在三年内发行价值 32 万澳元的股票，条件是 CTH 实现每年 30 万澳元的利润保证。这项工作预计将在 2020 年 7 月完成，但要经过财务尽职调查和监管部门的批准。

收购 Chapter Two 带来了显著的协同效应

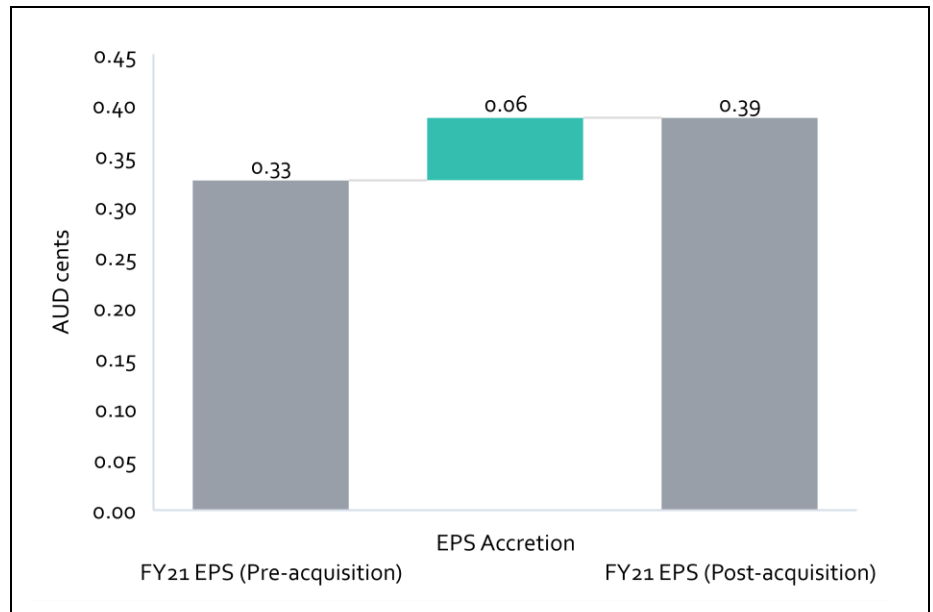
CI1 现时为亚太地区的个人及公司，提供债务重组及个人破产管理服务。对 CTH 的收购将使 CI1 能够为澳大利亚更广泛的信贷市场中规模较大，且不断增长的债务解决方案领域提供服务。我们相信收购 CTH 将为 CI1 带来战略优势，包括：

- 为 CI1 在澳大利亚市场提供即时的规模
- 让 CI1 能够利用其资本和金融科技能力，扩展澳大利亚的 CTH 业务。
- 为 CTH 客户提供交叉销售机会，例如 CI1 的债务重组/债务安排服务。
- 利用当前受新冠疫情影响的澳大利亚宏观经济形势

图 3 比较了收购 CTH 前后 2021 财年 EPS（每股收益）预测。鉴于由此产生的收入和成本协同效应，我们预计此次收购，将使 2021 财年的 EPS（每股收益）增长约 19%。



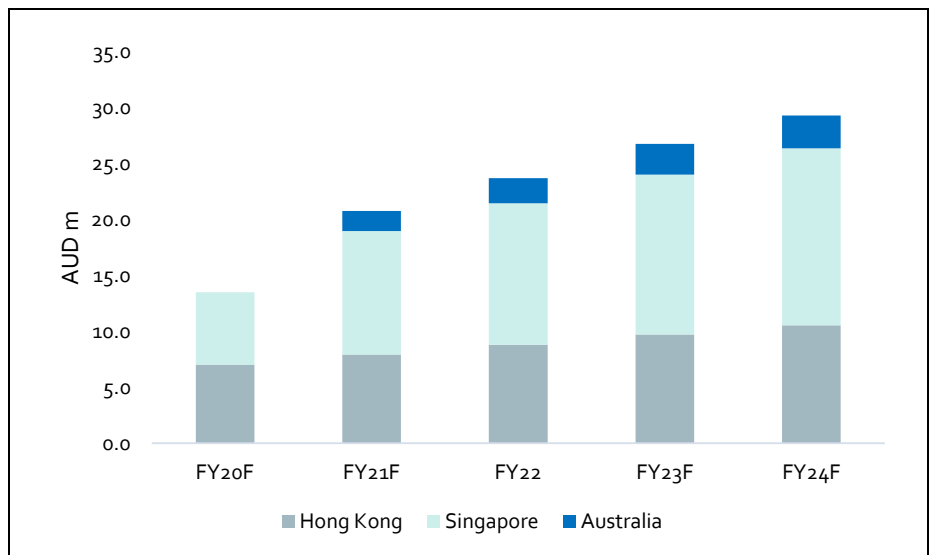
图 3：收购 CTH 前后 2021 财年 EPS（每股收益）比较



资料来源：Pitt Street 研究公司

图 4 按地区划分了我们对营业收入预测，并考虑了 CI1 最近在澳大利亚的收购。在新冠疫情导致的商业贸易疲软的背景下，我们认为对 CI1 至关重要的澳大利亚市场将强劲增长。

图 4：CI1 按地区划分的收入预测



资料来源：Pitt Street 研究公司

收购 CTH 后，CI1 的现金存量约为 270 万澳元，并可通过发行新股进行融资。我们认为，通过继续投资亚太地区进一步的增值性收购，CI1 的集团收入和盈利将大幅上升。



预测变化

我们对预测进行了以下更改（图 5）：

- 在将 CTH 收购纳入我们的模型时，假设按照 CI1 的建议，收购将于 2020 年 7 月 1 日完成。因此，在假设全年贡献的情况下，将 CTH 纳入到 2021 财年的收入模型中。由于 CTH 是一家私营公司，因此缺乏公开的数据，我们根据管理层 30 万澳元的预期，来衡量对 2021 财年的盈利预测，但是我们采用 20% 的盈利风险系数，以便考虑到任何潜在的并购整合风险，以及收购业务不符合管理层预期的风险。然后，通过将预期净利润 24 万澳元除以假定净利润率 19.5%，以此来计算 2021 财年的收入。

我们的净利润率基于行业比较（FSA Limited（澳股代码：FSA）、Collection House（澳股代码：CLH）、Credit Corp Group（澳股代码：CCP）），并有 10% 的折让，以说明较低的规模经济。因此，我们估计 CTH 在 2021 财年贡献约 120 万澳元的收入。展望未来，我们预计 CTH 的收入，将以 6% 的复合年增长率增长，到 2024 财年达到 150 万澳元。由于 CI1 将拥有 CTH 60% 的股权，我们只占 40% 的少数股权。

- 除了 CTH 的预期收入外，我们还预计合并后的集团将产生收入协同效应，如交叉销售机会。通过考虑 CI1 债务重组服务的收入结构和 CTH 的预期客户群，我们得出这一收入增长的结论。根据预测，CI1 应能在 2021 财年，向 CTH 客户交叉销售价值 23.5 万澳元的债务解决方案服务。
- 我们还将澳大利亚破产案例的增长率，从 2021 财年的 5% 提高到 20%，以考虑到澳大利亚面临经济困难的家庭和企业数量的潜在激增，这些家庭和企业，由于疲软且仍在复苏的宏观经济环境而面临经济困难。由于政府的支持措施，包括就业补贴，预计将于 2020 年 9 月结束，再加上抵押贷款还贷宽限期的终止，我们预计破产案件的增长率，将在 2021 财年中中期达到顶峰。因此，我们认为，短期内 CTH 的服务需求将有所上升，这将转化为合并后的 CI1 集团更高的收入和利润。

图 5：预测变化

CI1: Forecast changes		FY20			FY21		
Years ended Jun (A\$m)	Old	New	Change	Old	New	Change	
Group Revenue	13.8	13.5	-1.7%	19.5	20.4	4.9%	
Hong Kong	7.0	7.0	0.0%	7.9	7.9	0.0%	
Singapore	6.5	6.5	0.0%	11.1	11.1	0.0%	
Australia	0.2	0.0	-100.0%	0.5	1.5	187.7%	
Group Revenue Growth	120.4%	116.6%	-3.8%	41.7%	51.3%	9.6%	
EBITDA	3.6	3.8	5.6%	7.7	8.4	9.4%	
NPAT	2.3	2.6	10.6%	5.3	6.0	14.2%	

资料来源：Pitt Street 研究公司报告



估值上调至 0.07-0.10 澳元

根据我们的预测修正，DCF（贴现现金流）的基本情况估值为 10.9 澳分（之前为 9.4 澳分），看涨情况估值为 15.1 澳分（之前为 13.1 澳分），主要反映了 CTH 收购带来的额外收益和协同效应。

就相对估值而言，我们的基本情况和看涨情况下的 2021 财年市盈率基本保持不变，分别为 9.3 倍和 11.2 倍。

总体而言，我们的综合估值范围已增至每股 0.07–0.10 澳元（之前：每股 0.06–0.08 澳元）。

请查阅 www.pittstreetresearch.com 了解我们对 CI1 的初步报告，包括详尽的评估和对 CI1 风险因素的讨论。

分析师资质

该报告的首席分析师马克·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。

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。

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。

本文件中各个部分都不能作为招股说明书或者发行通函使用。本文件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，并且本文件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。分析师已经尽职尽责的、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。