

# HyalRoute



## 香港首次公开招股考虑因素跟进材料

2017年8月

“美银美林 (Bank of America Merrill Lynch)” 是美国银行公司 (Bank of America Corporation) 全球银行业务及全球市场业务的营销名称。贷款、衍生产品及其他商业银行业务由美国银行公司的银行业关联机构在全球范围内经营，该等机构包括美国联邦存款保险公司 (FDIC) 成员之一的美国银行 (Bank of America, N.A.)。证券、策略顾问及其他投资银行业务由美国银行公司的投资银行关联机构 (“投资银行关联机构”) 在全球范围内经营，在美国，该等机构包括Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated 和Merrill Lynch Professional Clearing Corp.，两家机构均为注册经纪自营商，并且是美国金融业监管机构 (FINRA) 和美国证券投资者保护公司 (SIPC) 的成员；在其他司法辖区，该等机构则包括当地注册的实体。

### 投资银行关联机构提供的投资产品：不在美国联邦存款保险公司投保 \* 可能损失价值 \* 不受银行担保。

这些文件是由美国银行公司的一家或多家子公司为直接收受这些文件的客户或潜在客户 (以下简称“贵公司”) 就实际或潜在的委任或聘用而制作，除了与我们签订的书面协议中特别约定的目的以外，不得为任何其他目的而使用或依赖这些文件。这些文件是根据由或代表贵公司及/或其他潜在交易参与方提供的信息、自公开渠道取得的信息或经我们审阅的其他类似信息编制。我们不承担对该等信息 (包括但不限于由第三方供应商提供的数据) 进行独立调查或验证的责任，且我们依赖该等信息在所有重大方面均为完整和准确。如果该等信息包含贵公司及/或其他潜在交易参与方的管理层制定或经其审核的有关未来财务表现的估计和预测，或者包含自公开渠道所取得的估计和预测，我们假设该等估计和预测是在反映管理层当前可能的最佳估计和判断的基础上所合理编制 (如果该等估计和预测来自公开渠道，则假设其反映了合理的估计)。对于该等信息的准确性或完整性，我们不作任何明示或暗示的声明或保证，而且此些文件所包含的任何信息均不能作为声明，也不应作为声明而被依赖 (不论是对于过去、现在或未来的声明)。这些文件是为熟悉贵公司业务及事务的特定人士而设计和提供，且这些文件应和我们就该等文件提供的其他相关口头或书面信息一同阅读，并仅应在该情形下被考虑。这些文件无意作为评估的唯一基础，也不应被视为对任何交易或其他事项的建议。这些文件不构成出售或购买任何证券的要约或劝诱，亦非美国银行公司或其任何关联机构为任何交易提供或安排融资、或购买与此有关的任何证券的承诺。这些文件仅供讨论目的使用，并且在与我们与贵公司讨论后，我们还将视情况从法律、合规、会计政策及风险角度对这些文件进行审阅及评估。我们没有义务更新或以其他方式修订这些文件。这些文件的编制并非根据适用证券法律或其他法规以公开披露为目的，而是为贵公司的利益而编制，供贵公司使用，未经我们的事先书面同意，不得复制、传播、引用或提及其中的全部或部分内容。这些文件可能未反映美国银行公司及其关联机构其他业务部门的其他专家所知悉的信息。

美国银行公司及其关联机构 (统称为“美银集团”) 是一家提供全方位服务的证券公司及商业银行，从事证券、商品和衍生工具交易、外汇和其他经纪业务以及自营投资业务，并且为国内外不同类型的企业、政府和个人提供投资、企业和私人银行、资产及投资管理、融资和策略顾问等服务，以及其他商业服务和产品，其中可能产生利益冲突或职责冲突或有该等冲突的观感。在上述业务的日常运作中，美银集团的成员可能随时为自身或客户，对贵公司、潜在交易对手或参与一项交易的任何其他公司的债务、股权或其他证券或金融工具 (包括衍生产品、银行贷款或其他债务) 进行自营投资或者管理基金投资、做多或做空或持有长仓或空仓、为仓位融资或买卖或以其他方式进行交易。附随材料提及的产品和服务可能通过美国银行公司一家或多家关联机构提供。我们已采取政策和指引以维持我们的研究分析师的独立性。美银集团禁止雇员直接或间接提供有利的研究评级或特定目标价位，或发出变更某目标公司评级或目标价位的要约，作为获得生意或其他报酬的对价或诱因，且美银集团禁止研究分析员就参与投资银行交易直接获得报酬。本文件所表述的观点仅为全球企业及投资银行部的观点，且不应推论出本文件所表达的观点代表美银集团研究部门的看法。我们必须取得、验证和记录识别贵公司的某些信息，包括贵公司的名称和地址，以及可供我们根据美国爱国者法 (公法107-56的第三卷 (2001年10月26日签署成为法律)) (如适用) 及美国境内和境外其他适用法律、规定和条例识别贵公司的其他信息。

我们不提供法律、合规、税务或会计意见。因此，这些文件中关于税务事项的任何陈述无意被用于，且任何纳税人也不得将该等陈述用于逃避纳税人可能被施加的税务惩罚。如果任何人士使用或提及任何该等陈述，向任何纳税人推广、推介或推荐一家合伙企业或其他实体、一项投资计划或安排，且该等陈述被一同交付以支持有关交易或所涉事项的推广或推介，信息收受人应根据自身的具体情况寻求独立税务顾问的意见。不论这些文件或其他材料中有任何相反规定，贵公司均可以在 (i) 公告就交易进行讨论；(ii) 公告该交易；或 (iii) 就该交易签订最终协议 (不论是否附条件) 中最早发生的日期当天及其后披露此交易的税务处理和税务结构 (包括关于该等税务处理或税务结构的任何材料、意见或分析，但不得披露辨识性信息或任何非公开的商业或财务信息，除非该等商业或财务信息与该等税务处理或税务结构有关)，但如果该交易因任何原因而无法完成，则本句的规定将停止适用。

## 目录

1. 估值分析
  2. 东南亚电信市场资本支出预测
- 附录
- A. 东南亚电信市场格局概述
  - B. 详细估值信息



# 估值分析

## 可比公司

- 由于海容通信独特的商业模式，它在当今的公开市场上没有直接的可比公司
- 然而，投资者会尝试将海容通信与各种电信基础设施同业公司进行比较（如，光纤公司、数据中心、铁塔公司）
- 尽管互联网科技公司拥有不同的商业模式，但海容通信的增速指标以及市场领先地位与之相近，因此纯粹从增长的角度考虑，我们认为中国的互联网科技公司也是可比公司
- 缺乏真正的上市可比公司凸显了海容通信首次公开招股的稀缺性价值

## 估值方法

- 假设首次公开招股在2018年年末进行，我们会引导投资者关注2019年的指标
- 华尔街分析师们通常会采用估值倍数法（主要是预测EBITDA、净利润和自由现金流）及折现现金流法作为主要的估值方法
- 考虑到海容通信超大规模的增长势头，指导分析师们采用增长速度调整后的估值倍数将会至关重要
  - 将可比公司的企业价值/EBITDA/增长率和市盈增长率倍数应用于海容通信的标准化增长率
- 投资者和华尔街分析师们通常情况下还倾向于采用自由现金流倍数进行估值
  - 考虑到海容通信近期较大的资本支出强度，分析师们将很难采用自由现金流倍数对公司进行评估
  - 因此更多的重点将放在折现现金流分析上
- 除了传统的估值方法，我们也可以资本回报率来展现投资的高回报
- 与其他的上市公司相比，海容通信提供十分具有吸引力的差异化投资机会

## 规模和结构设计考虑因素

- 应均衡采用以下标准对新股交易的规模进行评估：
  - 资助未来增长计划的能力
  - 资产结构
  - 减少对现有股东的稀释
- 我们建议合适的发行规模应该在10亿美元至13亿美元之间，符合香港上市的发行比例要求
- 我们认为在上市的时候不会发生任何债务偿还
- 考虑到投资故事侧重于成长性，投资者将不会预期公司发放股息

# 海容通信与其同业相比具有更优异的特性

高速增长、领先的市场地位和长期的市场机遇给海容通信带来了独特的投资故事。在全球范围内尚未有与其类似的可比公司，然而公开股票市场的投资者在考虑估值时会从现有的上市公司中寻求指引

## 光纤

zayo

Level(3)  
COMMUNICATIONS

cogent

gtt

## 数据中心

世纪互联®  
www.21vianet.com

GDS 万国数据

CORESITE

interxion

CyrusOne

DIGITAL REALTY  
+ DFT  
DIGITAL FABRIC  
TECHNOLOGY

NEXTDC

EQUINIX

QTS

## 铁塔

AMERICAN TOWER  
CORPORATION

PROTELINDO

Bharti Infratel  
Limited

SBA

telesites

CROWN CASTLE

TOWER BERSAMA GROUP

## 海容通信与其可比公司

- ✓ 光纤类电信公司侧重于亮光纤和暗光纤服务
- ✓ 客户群体类似（电信公司、企业等）
- ✓ 稀缺的光纤网络资产作为基础
- ✓ 有显著利润率增长空间的高经营杠杆
- ✗ 增长和利润率远远低于海容通信
- ✗ 可比业务主要位于美国和西欧
- ✗ 可比公司面临显著的竞争压力

- ✓ 拥有高增长特征的基础通信设施提供商
- ✓ 受益于同样的长期互联网流量和数据趋势
- ✓ 强劲的增长势头和利润率（但是低于海容通信）
- ✗ 更商品化的业务定位
- ✗ 海容通信的资产在市场内具有不可替代性 → 主导地位
- ✗ 房地产信托的特性在美国会被视作房地产行业的公司

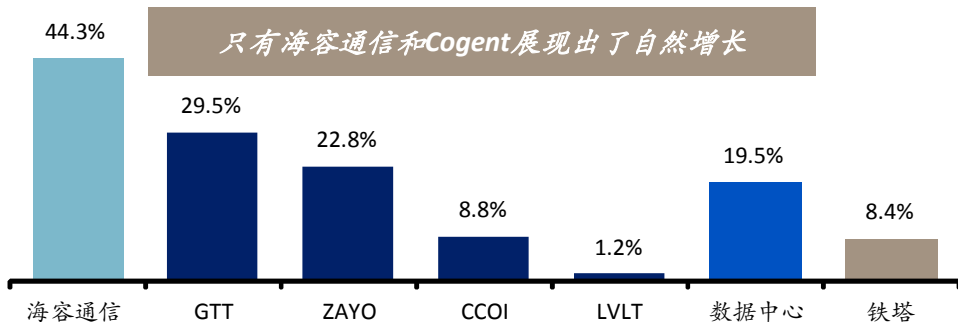
- ✓ 基础通信设施提供商
- ✓ 相似的EBITDA利润率
- ✓ 长期合同，特征与暗光纤类似
- ✓ 有显著利润率增长空间的高经营杠杆
- ✗ 处于成熟市场，增长机会有限
- ✗ 具有客户集中的风险和整合的风险
- ✗ 不断增加的数据量不会直接转换成收入
- ✗ 在欠发达国家中需要签署当地货币的合同

# 与光纤类可比公司的业务和运营比较

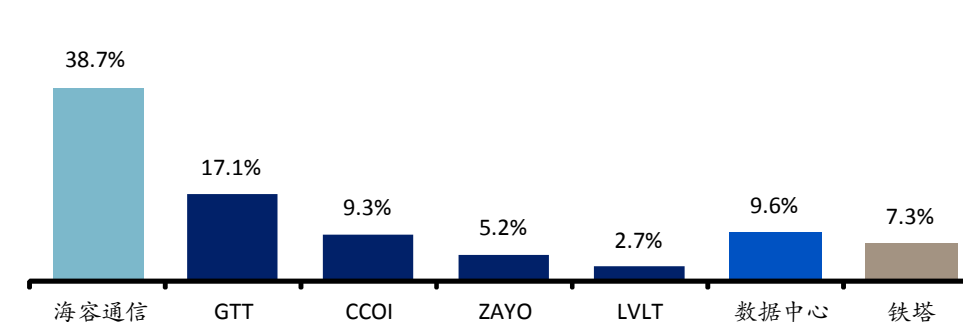
|                   | zayo <sup>(1)</sup>   | Level(3) <sup>®</sup>  | cogent  | gtt <sup>®</sup>  | HyalRoute  |
|-------------------|---|--|---|---|--|
| <b>规模</b>         | 连接总计 (千公里) 203<br>18预测收入 (十亿美元) \$2.7   | 282<br>\$8.5   | 137<br>\$0.5  | 40<br>\$0.8   | 38<br>\$0.4  |
| <b>按地域划分的收入情况</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>美国</li> <li>加拿大</li> <li>欧洲&amp;其他</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>北美</li> <li>欧洲、中东和非洲</li> <li>拉美</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>北美</li> <li>欧洲、中东和非洲</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>美国</li> <li>意大利</li> <li>英国和其他</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>亚洲</li> </ul>                               |
| <b>按业务划分的收入情况</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>暗光纤解决方案</li> <li>网络连接</li> <li>主机代管和云基础设施</li> <li>加拿大和其他</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>核心网络服务-批发</li> <li>核心网络服务-企业</li> <li>批发语音服务</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>网内企业</li> <li>网内中心</li> <li>网外企业</li> <li>网外中心</li> <li>非核心</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>IP服务</li> <li>WAN 服务</li> <li>管理服务</li> <li>光纤/ ULL</li> <li>其他</li> <li>UCaaS</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>光纤出售</li> <li>光纤出租</li> <li>维护服务</li> </ul> |
| <b>收入构成和客户</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>无线/固网</li> <li>媒体/内容</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>6,800 客户</li> <li>46% 的收入来自电信运营和无线业务</li> <li>54% 的收入来自企业和内容业务</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>无线/固网</li> <li>其他</li> </ul>                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>企业 (占收入60%)</li> <li>网络核心 (占收入40%)</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>5,000 多个企业客户, 包括全球500强企业前5强中的3个</li> <li>前10大科技类公司中的6家</li> <li>前10大上市公司中的5家</li> <li>前10大投资银行中的6家</li> <li>前10大医疗保健类公司中的5家</li> <li>前10大电信公司中的9家</li> </ul> |  |

# 上市公司财务基准比较

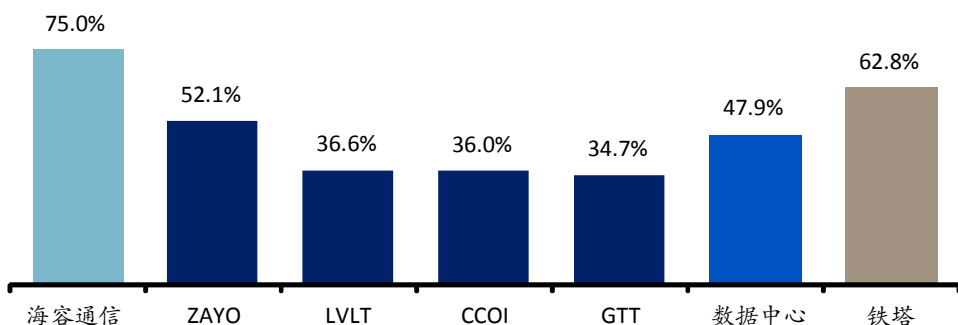
## 13年实际—17年预计收入复合年增长率 (1)



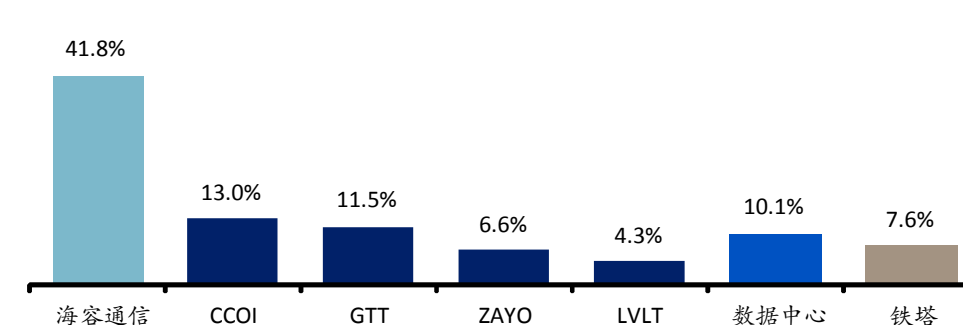
## 18年—21年预计收入复合年增长率



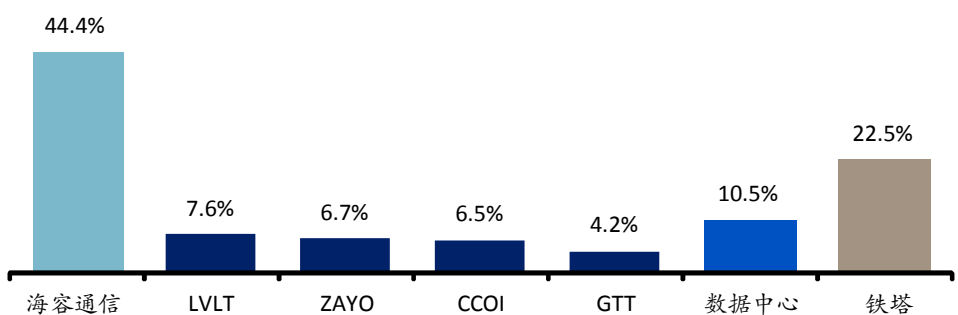
## 2018年预计 EBITDA 利润率



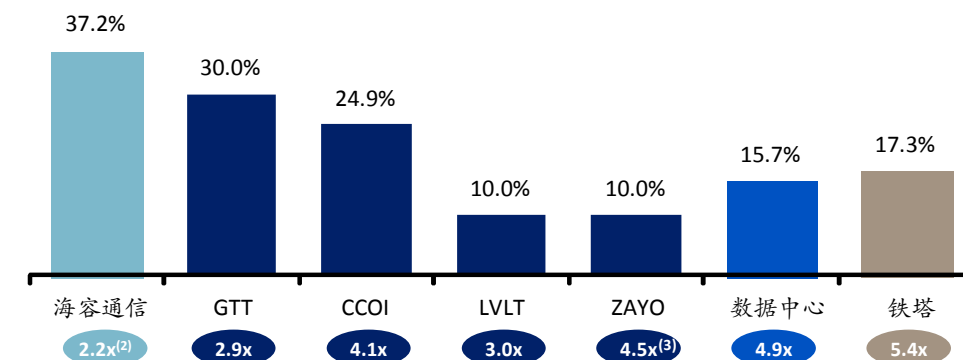
## 18年—21年预计 EBITDA 复合年增长率



## 2018年预计净利润率



## 长期每股盈利增长率 (1)



资料来源：公司报备材料，华尔街研究和 FactSet

注：市场数据截至2017年8月15日。铁塔公司包括American Tower、Bharti Infratel、Crown Castle、Protelindo、SBA Communications、Tower Bersama和Telestes

数据中心包括21ViaNet、CoreSite、CyrusOne、Digital Realty、Equinix、GDS、Interxion、NextDC和QTS

(1) 基于5年远期每股盈利增长。海容通信基于2018-23年预计净利润增长

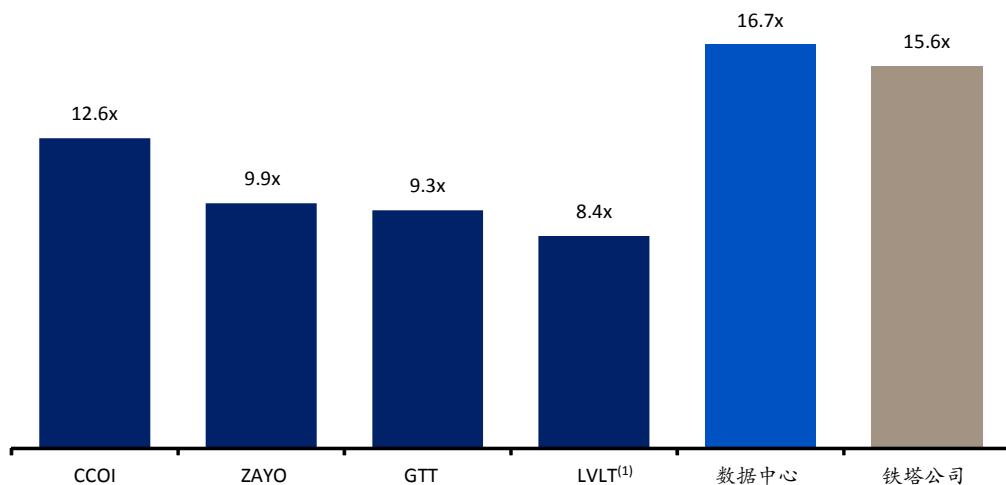
(2) 净负债为2016财年数据

(3) 代表总债务

● 净负债/过去12个月 EBITDA

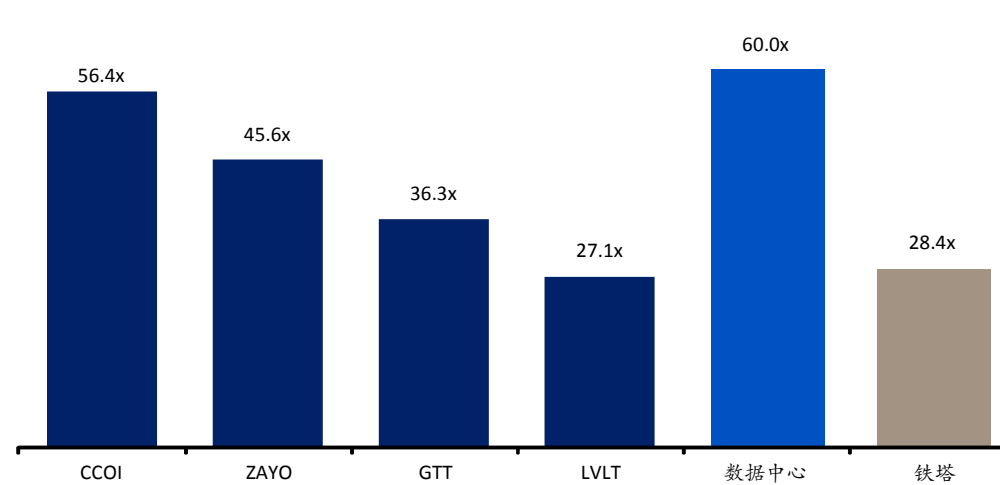
## 2018年预计企业价值/EBITDA

中位值: 9.6x



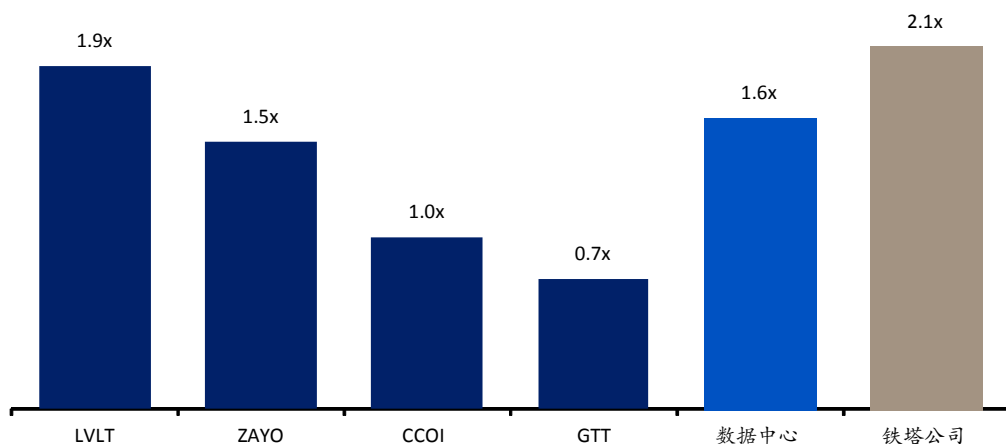
## 2018年预计市盈率

中位值: 41.0x



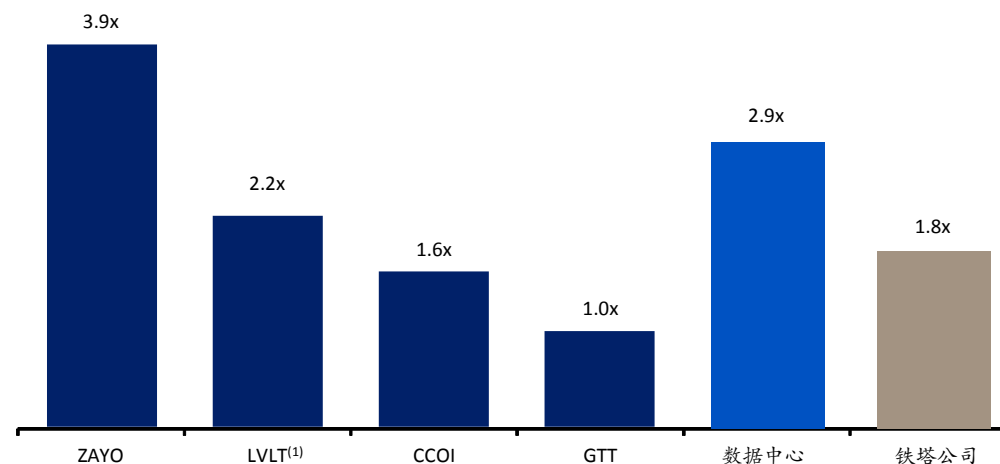
## 企业价值/EBITDA/增长<sup>(2)</sup>

中位值: 1.2x



## 市盈增长率<sup>(3)</sup>

中位值: 2.1x



资料来源: 公司报备材料、华尔街研究、Factset、CapitalIQ

注: 百万美元, 数据截至2017年8月15日。铁塔公司包括American Tower、Bharti Infratel、Crown Castle、Protelindo、SBA Communications、Tower Bersama和Telesites

数据中心包括21ViaNet、CoreSite、CyrusOne、Digital Realty、Equinix、GDS、Interxion、NextDC和QTS

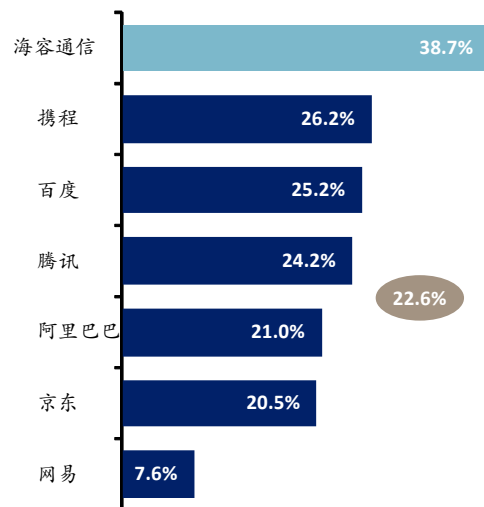
(1) LVLTL倍数从2016年10月26日未受影响股价(46.92美元)计算得出

(2) 增长调整后倍数基于2018年到2021年的预计EBITDA复合年增长率

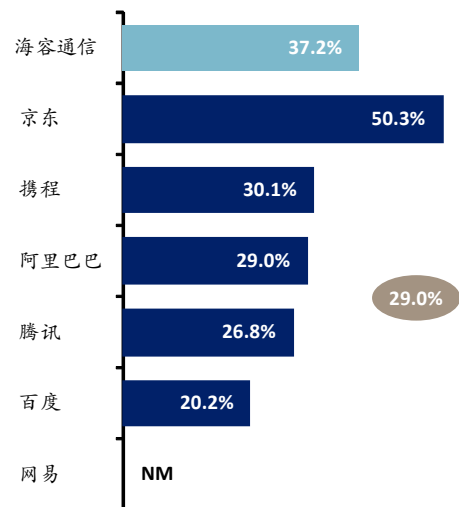
(3) 基于5年远期每股盈利增长

# 与高增长科技公司的比较

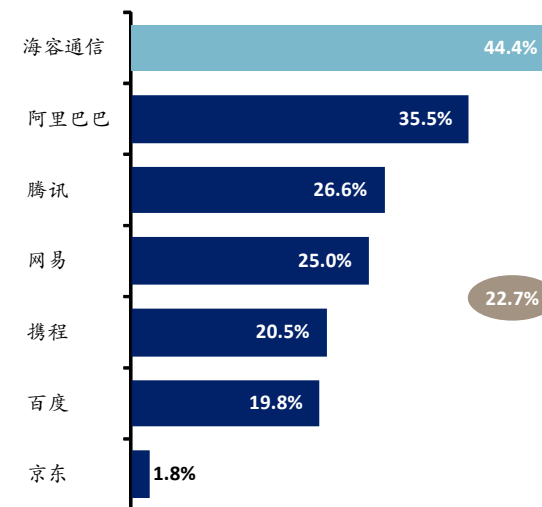
2018年—21年预计收入复合年增长率



长期每股盈利增长率 (1)

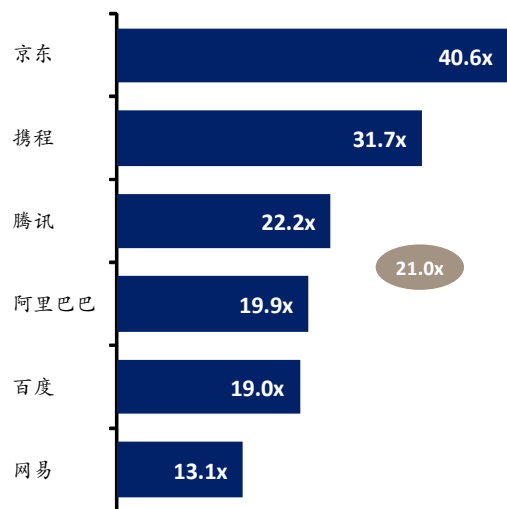


2018年预计净利润率

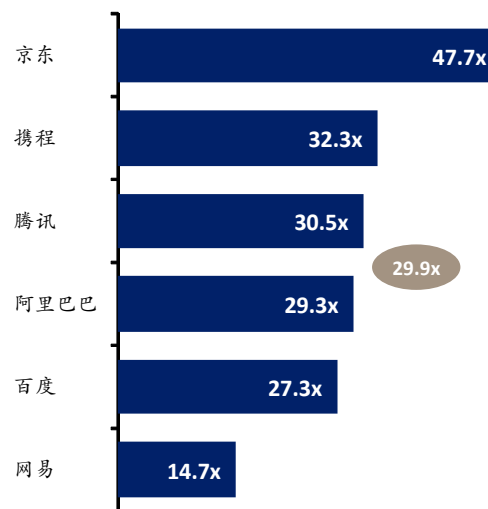


增长和  
利润率

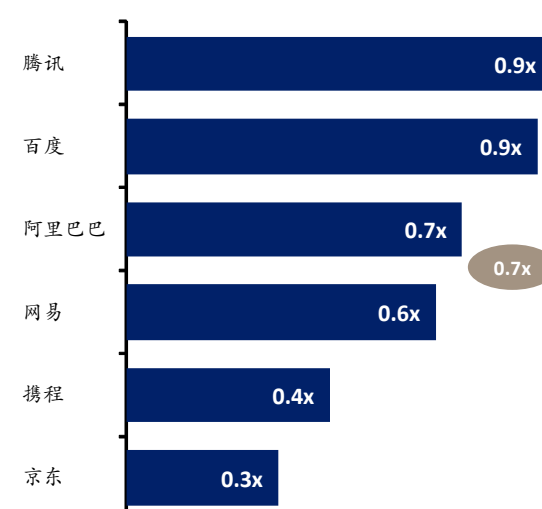
2018年预计企业价值/EBITDA



2018年预计市盈率



2018年预计市盈增长率



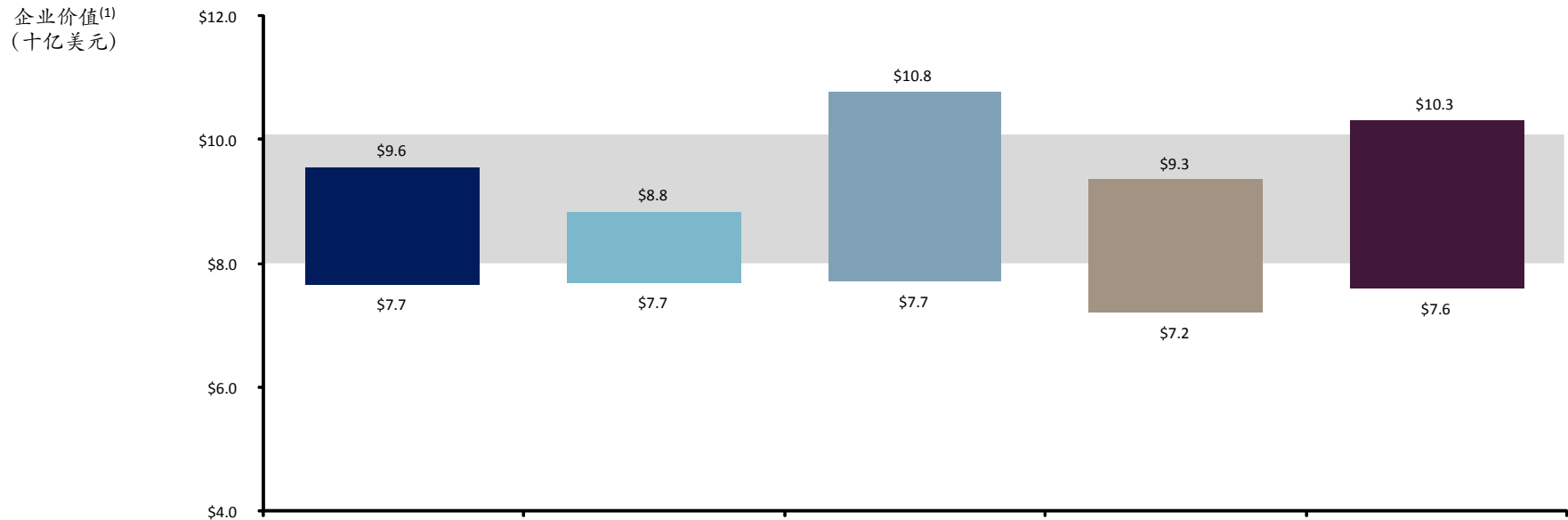
估值指标

资料来源：公司报备材料，华尔街研究和FactSet

注：市场数据截止2017年8月15日

(1) 基于5年远期每股盈利增长。海容通信基于2018年至2023年预计净利润增长

# 估值摘要



## 上市可比公司

## 内在价值

| 隐含估值倍数            | 数据 (百万美元)  |
|-------------------|------------|
| 2018预测企业价值/EBITDA | \$270      |
| 2019预测企业价值/EBITDA | 380        |
| 远期企业价值/EBITDA/增长  |            |
| 2018预测市盈率         | \$160      |
| 2019预测市盈率         | 230        |
| 市盈增长率             |            |
| 估值逻辑              | 高端:<br>低端: |

| 远期企业价值/EBITDA           | 远期市盈率                | 远期企业价值/EBITDA/增长                                | 市盈增长率                       | 折现现金流                     |
|-------------------------|----------------------|---|-----------------------------|---------------------------|
| 20.0x - 25.0x           | 30.0x - 35.0x        | 1.25x - 1.75x                                   | 0.75x - 1.00x               | 加权平均资本成本<br>12.5% - 14.5% |
| 2019E EBITDA<br>\$380mm | 2019年预测净利润<br>2.3亿美元 | 长期EBITDA复合年增长率<br>16.1% (2)                     | 2018-2023净利润复合年增长率<br>37.2% | 终端估值倍数: 10.0x - 12.0x     |
| 28.1x - 35.2x           | 28.3x - 32.5x        | 28.3x - 39.6x                                   | 26.5x - 34.4x               | 27.9x - 38.0x             |
| 20.0x - 25.0x           | 20.1x - 23.1x        | 20.1x - 28.2x                                   | 18.8x - 24.4x               | 19.8x - 27.0x             |
| 1.2x - 1.6x             | 1.2x - 1.4x          | 1.3x - 1.8x                                     | 1.2x - 1.5x                 | 1.2x - 1.7x               |
| 42.9x - 54.8x           | 43.1x - 50.3x        | 43.2x - 62.3x                                   | 40.1x - 53.5x               | 42.5x - 59.5x             |
| 29.8x - 38.1x           | 30.0x - 35.0x        | 30.0x - 43.3x                                   | 27.9x - 37.2x               | 29.6x - 41.4x             |
| 0.8x - 1.0x             | 0.8x - 0.9x          | 0.8x - 1.2x                                     | 0.8x - 1.0x                 | 0.8x - 1.1x               |
| 互联网行业可比公司溢价             | 互联网行业可比公司高位值         | 与Zayo增长调整后的<br>EBITDA倍数一致 (自有资<br>产且暗光纤部分收入占比高) | 与互联网公司的市盈<br>增长率一致          |                           |
| 高增长光纤/铁塔公司溢价            | 互联网行业可比公司中位数         |   |                             |                           |

资料来源: 管理层预测和摩根美林投行部预测

注: 市场数据截至2017年8月15日。假设AAE-1投资面值约为5千万美元

(1) 估值假设2018年12月31日预测净负债为7.36亿美元。基于2016年净负债3.43亿美元, 和假设累积自由现金流缺口3.93亿美元通过净负债来补充

(2) 代表2022年到2027年的正常化EBITDA增长率

# 示意性发行规模分析

|   |         |         |         |         |          |
|---|---------|---------|---------|---------|----------|
| 企业价值 (百万美元)                             | \$8,000 | \$8,500 | \$9,000 | \$9,500 | \$10,000 |
| 减: 上市前净负债 (2018/12/31预测) <sup>(1)</sup> | (736)   | (736)   | (736)   | (736)   | (736)    |
| 全面摊薄股权价值 (上市前)                          | \$7,264 | \$7,764 | \$8,264 | \$8,764 | \$9,264  |
| 示意性上市估值折扣 @10%                          | (660)   | (706)   | (751)   | (797)   | (842)    |
| 上市股权价值 (上市前)                            | \$6,604 | \$7,058 | \$7,513 | \$7,967 | \$8,422  |

|                  |         |         |         |         |         |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 示意性发行规模: 15%股权价值 | \$1,000 | \$1,050 | \$1,125 | \$1,200 | \$1,275 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|

| 重要指标                     | 数据    |       |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2018年预计企业价值/EBITDA       | \$270 | 29.6x | 31.5x | 33.3x | 35.2x | 37.0x |
| 2019年预计企业价值/EBITDA       | 380   | 21.1x | 22.4x | 23.7x | 25.0x | 26.3x |
| 企业价值/EBITDA/增长率          | 16.1% | 1.3x  | 1.4x  | 1.5x  | 1.6x  | 1.6x  |
| 2018预计市盈率 <sup>(2)</sup> | \$160 | 45.4x | 48.5x | 51.7x | 54.8x | 57.9x |
| 2019预计市盈率 <sup>(2)</sup> | 230   | 31.6x | 33.8x | 35.9x | 38.1x | 40.3x |
| 市盈率增长率 <sup>(2)</sup>    | 37.2% | 0.8x  | 0.9x  | 1.0x  | 1.0x  | 1.1x  |

注: 百万美元

(1) 估值假设2018年12月31日预测净负债为7.36亿美元。基于2016年净负债3.43亿美元, 和假设累积自由现金流缺口3.93亿美元通过净负债来补充









(2) 倍数的计算基于全民分配市值



# 东南亚电信市场资本支出预测

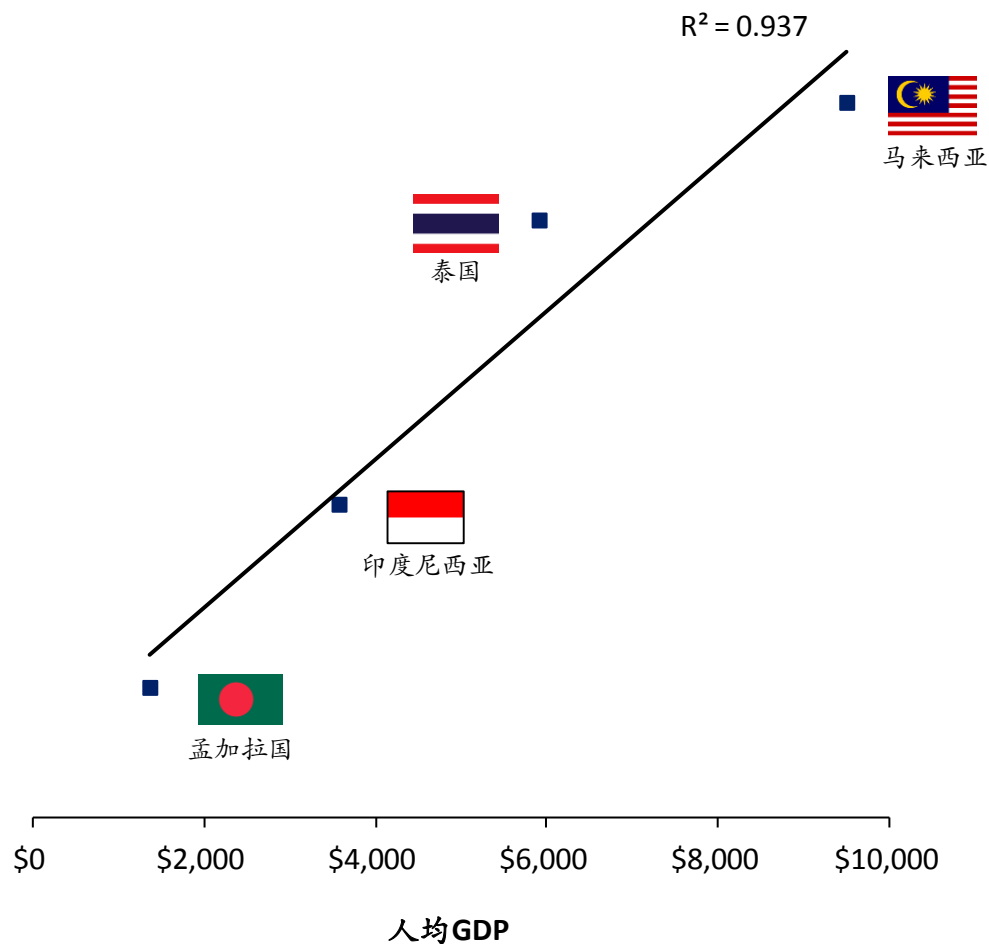
**HyalRoute**

# 无线资本支出概览

|   |  | 资本支出 (十亿美元) |         |        |        |        |         |       |
|---|--|-------------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|
| 国家  |  | 2012A       | 2013A   | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E |
| 资本支出  | <br>孟加拉国    | \$0.3       | \$0.3   | \$0.4  | \$0.4  | \$0.4  | \$0.5   | \$0.5 |
|   | <br>印度尼西亚   | 2.1         | 2.1     | 2.0    | 2.0    | 2.4    | 2.1     | 2.2   |
|   | <br>马来西亚    | 0.6         | 0.6     | 0.7    | 0.7    | 0.8    | 0.8     | 0.7   |
|   | <br>泰国      | 0.5         | 1.2     | 1.5    | 1.6    | 1.9    | 2.0     | 2.9   |
|   |  | 2012A       | 2013A   | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E |
| 平均每无线用户资本支出 (美元)  | <br>孟加拉国    | \$2.9       | \$2.6   | \$3.1  | \$2.9  | \$3.2  | \$3.4   | \$3.7 |
|   | 增长率  | (38.6%)     | (11.3%) | 18.9%  | (6.5%) | 10.6%  | 7.2%    | 7.2%  |
|   | <br>印度尼西亚 | \$7.5       | \$6.8   | \$6.3  | \$5.9  | \$6.2  | \$5.4   | \$5.5 |
|   | 增长率  | 17.7%       | (8.5%)  | (8.3%) | (5.9%) | 4.4%   | (11.6%) | 1.4%  |
| <br>马来西亚 | \$14.3   | \$14.8      | \$16.2  | \$18.5 | \$20.3 | \$19.5 | \$17.5  |       |
| 增长率   | (15.4%)  | 3.3%        | 9.1%    | 14.5%  | 9.6%   | (3.9%) | (10.4%) |       |
| <br>泰国   | \$6.3  | \$12.8      | \$15.7  | \$18.8 | \$21.1 | \$20.9 | \$30.7  |       |
| 增长率   | 50.5%  | 101.7%      | 22.7%   | 19.7%  | 12.1%  | (0.8%) | 46.9%   |       |

# 资本支出 / 用户数与人均GDP线性相关

## 2012年至2016年平均资本支出 / 用户数



- 根据每用户平均资本支出与人均GDP的线性关系，我们得出了以下东南亚资本支出预测

|              | 资本支出 / 用户数 | 估计用户数 | 累计资本支出 (十亿美元) |
|--------------|------------|-------|---------------|
| 柬埔寨          | \$3.2      | 19.3  | \$0.1         |
| 缅甸           | 3.2        | 56.5  | 0.2           |
| 老挝           | 4.7        | 5.1   | 0.0           |
| 尼泊尔          | 3.2        | 32.1  | 0.1           |
| 斯里兰卡         | 6.2        | 26.3  | 0.2           |
| 加:           |            |       |               |
| 马来西亚         | \$20.3     | 37.9  | \$0.8         |
| 泰国           | 21.1       | 91.8  | 1.9           |
| 印度尼西亚        | 6.2        | 385.3 | 2.4           |
| 孟加拉国         | 3.2        | 125.2 | 0.4           |
| <b>总资本支出</b> |            |       | <b>\$6.0</b>  |



# 附录

# 东南亚电信市场格局概述

# 5 在地域扩张方面有极具吸引力的机会

## 极具吸引力的市场

| 国家     | 经济指标             |       |      | 无线市场       |           |            |           |             |
|--------|------------------|-------|------|------------|-----------|------------|-----------|-------------|
|        | 2016实际<br>GDP增长率 | 通胀率   | 失业率  | 用户<br>(百万) | 无线<br>渗透率 | 人数<br>(百万) | 4G<br>渗透率 | 每用户<br>平均收入 |
| 柬埔寨    | 6.9%             | 3.0%  | 0.3% | 19         | 122%      | 16         | 12%       | NA          |
| 缅甸     | 6.5%             | 7.0%  | 0.8% | 56         | 108%      | 52         | 2%        | NA          |
| 老挝     | 7.0%             | 1.5%  | 1.5% | 5          | 72%       | 7          | 2%        | NA          |
| 马来西亚   | 4.2%             | 2.1%  | 3.3% | 38         | 120%      | 32         | 32%       | \$11.8      |
| 泰国     | 3.2%             | 0.2%  | 0.6% | 92         | 136%      | 68         | 26%       | \$7.6       |
| 印度尼西亚  | 5.0%             | 3.5%  | 5.6% | 385        | 149%      | 262        | 13%       | \$2.9       |
| 孟加拉国   | 7.1%             | 5.5%  | 4.1% | 125        | 78%       | 163        | 0%        | \$1.9       |
| 尼泊尔    | 0.6%             | 10.0% | 3.2% | 32         | 111%      | 29         | 0%        | NA          |
| 斯里兰卡   | 4.4%             | 3.7%  | 5.0% | 26         | 124%      | 21         | 3%        | NA          |
| 哈萨克斯坦  | 1.0%             | NA    | 5.2% | 25         | 141%      | 18         | 9%        | NA          |
| 吉尔吉斯斯坦 | 3.8%             | 0.4%  | 7.7% | 8          | 134%      | 6          | 3%        | NA          |

## 现有市场

## 未来市场扩张的机遇

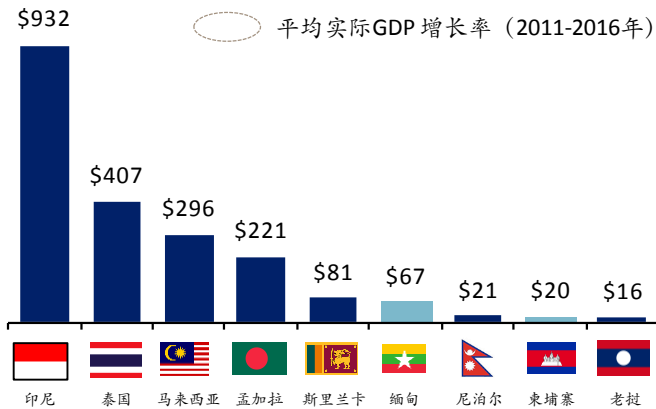


- 超过20亿美元的投资计划
- 在未来3-5年扩张至至7-9个国家
- 在3年内扩张至老挝\*、马来西亚\*、泰国、印尼\*、孟加拉国、尼泊尔和斯里兰卡，以及在适当时机扩张至哈萨克斯坦和吉尔吉斯斯坦

未来开发的地区具有动态发展、经济增速高、电信市场及无线生态不完善等特点

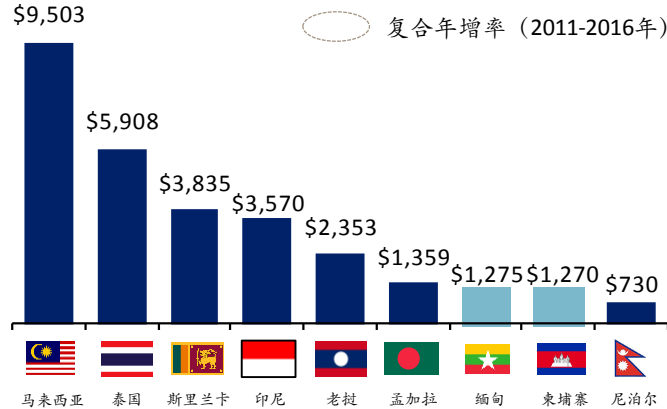
## 名义GDP (2016年)

数字以十亿美元计



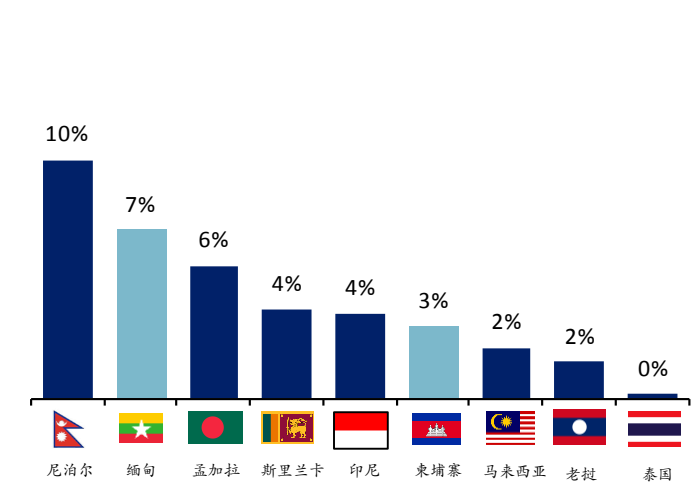
## 按购买力平价计算的人均GDP (2016年)

数字以美元计



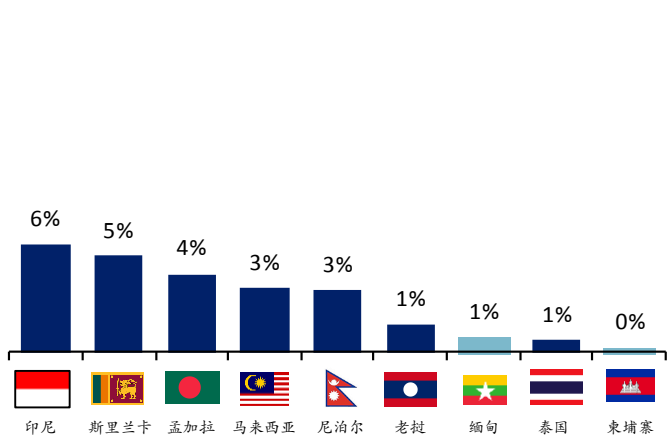
## 通胀率 (2016年)

以消费者物价指数为基础计算

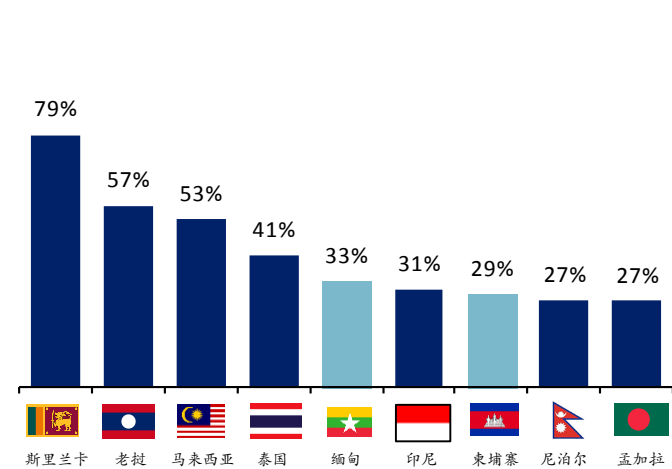


## 失业率 (2016年)

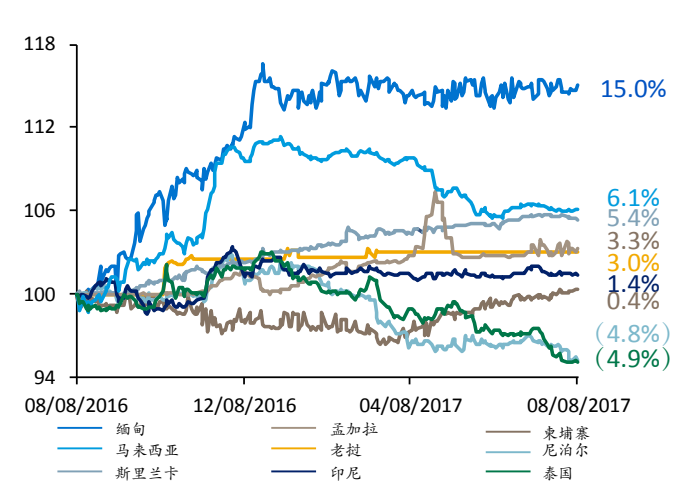
占劳动力人口比例



## 公共债务占GDP比例 (2016年)



## 过去12个月各国汇率变化(1)



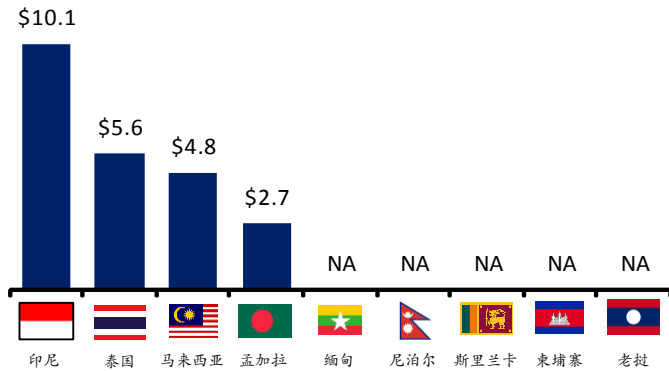
在宏观经济状况稳定和技术基础设施处于发展阶段的国家, HyalRoute 拥有大量可开发的地域性增长机会

12 资料来源: Worldbank 和FactSet。  
注: 所有的复合年增长率计算以美元为单位  
(1) 指数化至各国货币对美元的汇率

# 无线行业主要指标

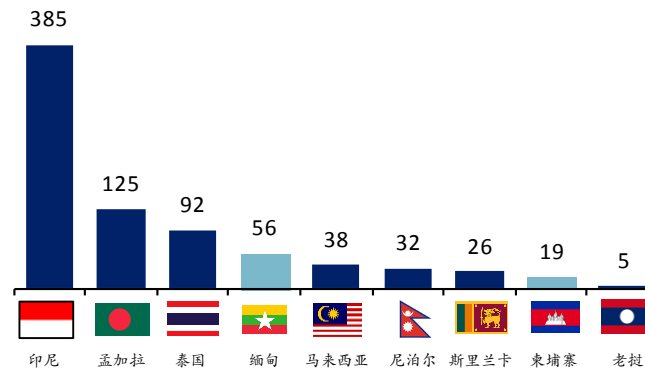
## 无线市场规模 (2016年)

数字以十亿美元计



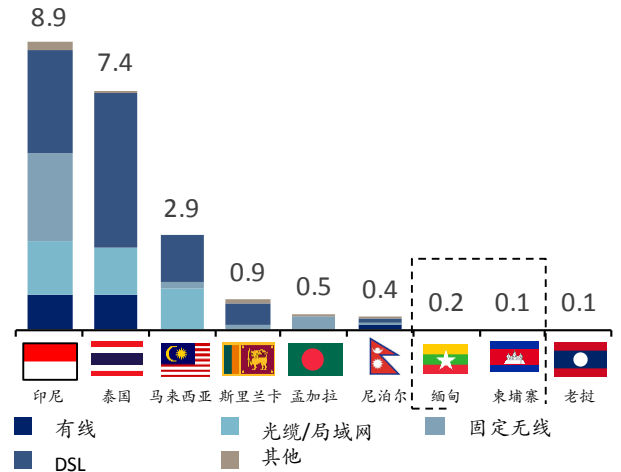
## 无线用户量 (2016年)

数字以百万计

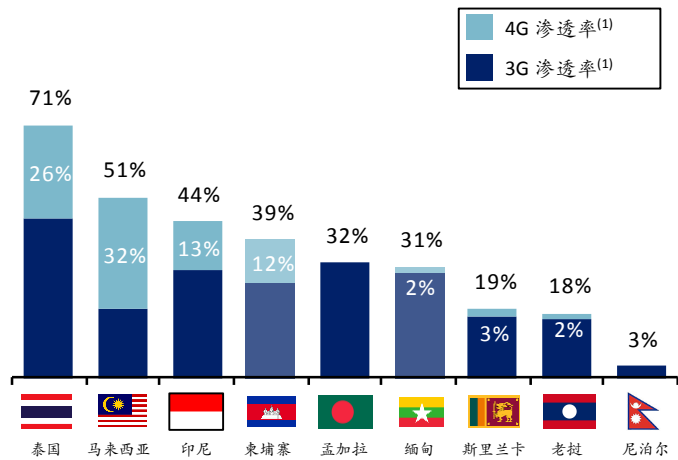


## 固定宽带用户量 (2016年)

数字以百万计

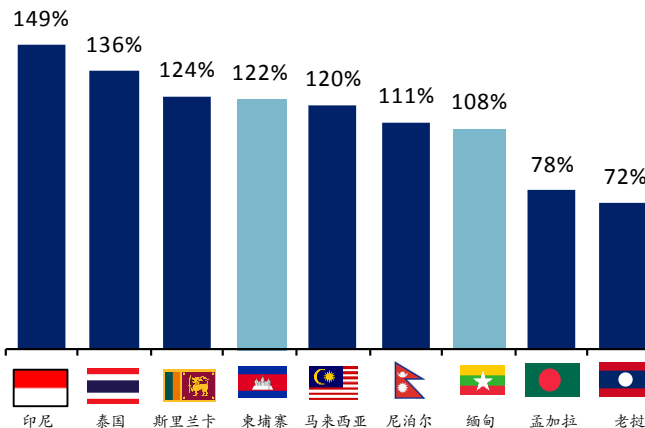


## 3G及4G 渗透率 (2016年)



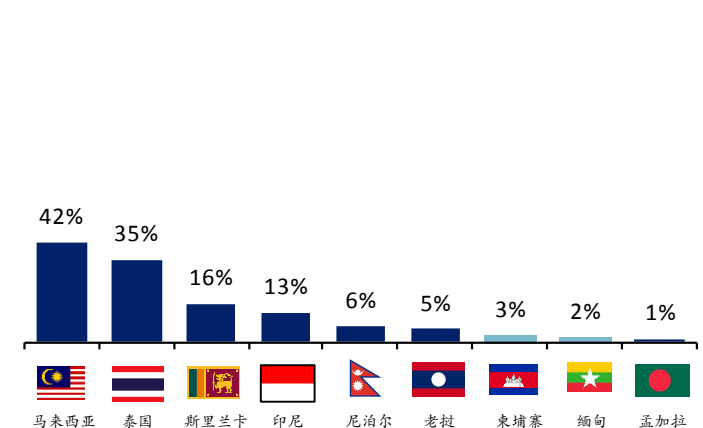
## 无线业务渗透率 (2016年)

无线用户占总人口比例



## 固定宽带渗透率 (2016年)

固定宽带用户占总家庭数比例

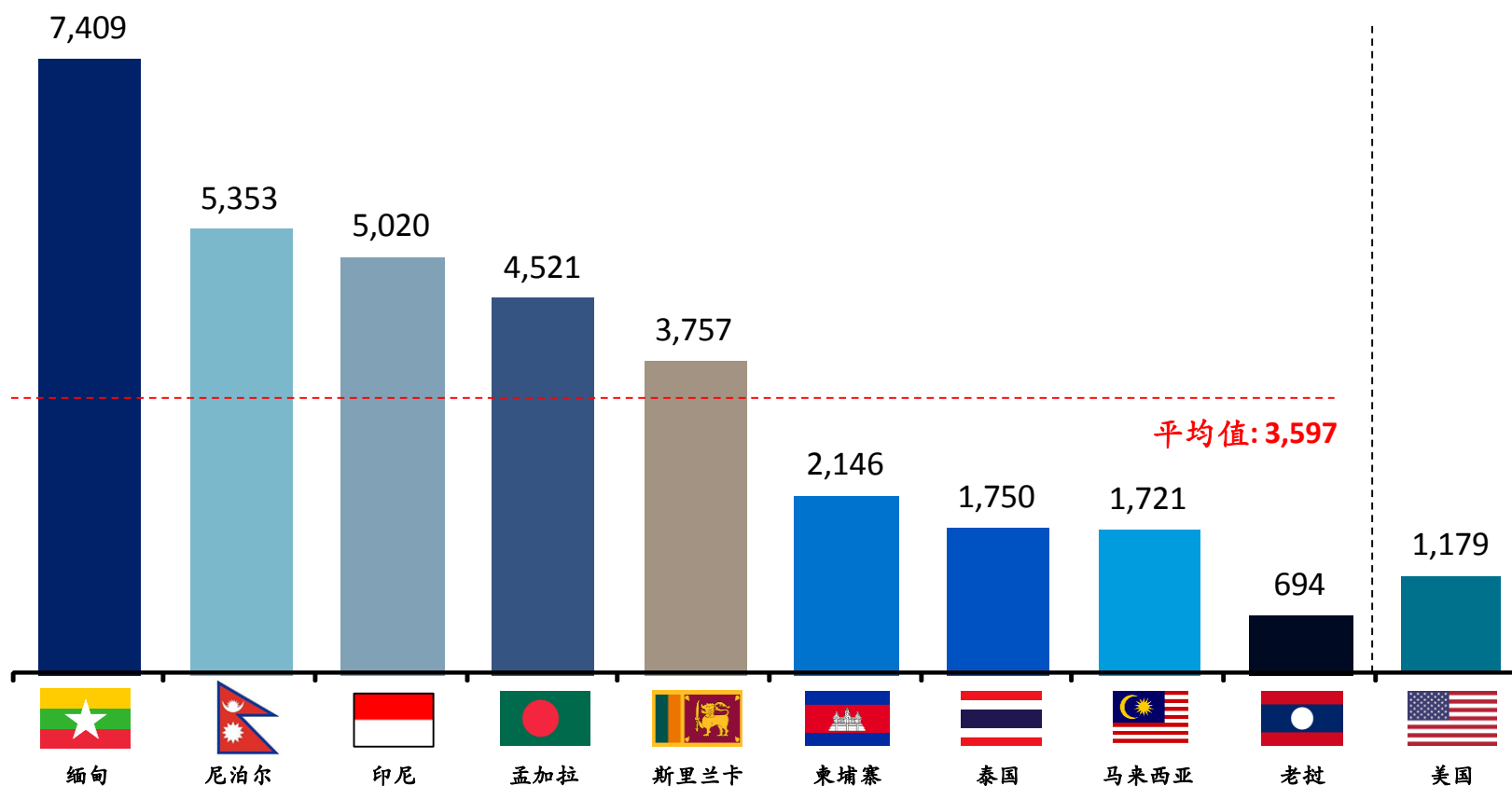


13 资料来源: Telegeography  
(1) 定义为使用3G及4G人数占总无线用户的百分比

# 无线塔用户量基准比较

## 平均每个无线塔覆盖的用户量

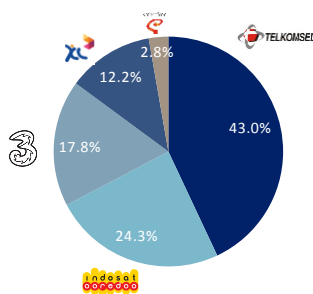
东南亚地区每个基站需要覆盖的用户数量远远低于美国和其他发达无线市场



# 无线网络运营商市场份额

## 印尼

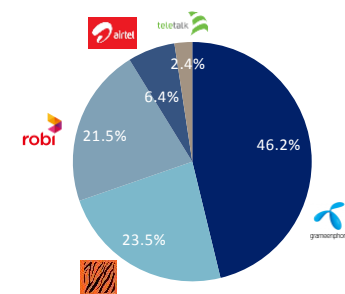
市场份额 (用户数量)



|                            |        |
|----------------------------|--------|
| 市场规模 <sup>(1)</sup>        | \$10.1 |
| 用户总数 <sup>(1)</sup>        | 385    |
| 无线网络每用户平均收入 <sup>(1)</sup> | 2.9    |
| MNO EBITDA 利润率             | 52.0%  |
| MNO 资本支出密集度                | 23.6%  |
| 专属塔比例 <sup>(3)</sup>       | 39.0%  |

## 孟加拉

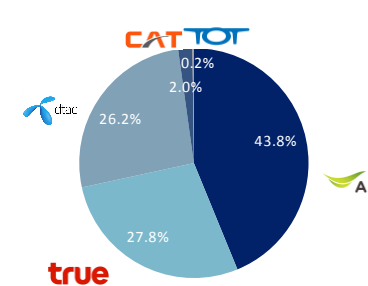
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | \$2.7 |
| 用户总数           | 125   |
| 无线网络每用户平均收入    | 1.9   |
| MNO EBITDA 利润率 | 52.6% |
| MNO 资本支出密集度    | 14.8% |
| 专属塔比例          | 80.0% |

## 泰国

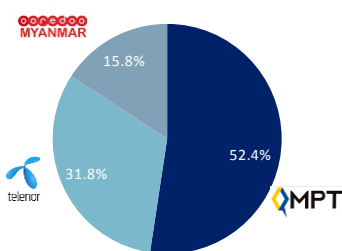
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | \$5.6 |
| 用户总数           | 92    |
| 无线网络每用户平均收入    | 7.6   |
| MNO EBITDA 利润率 | 40.6% |
| MNO 资本支出密集度    | 34.6% |
| 专属塔比例          | 74.0% |

## 缅甸

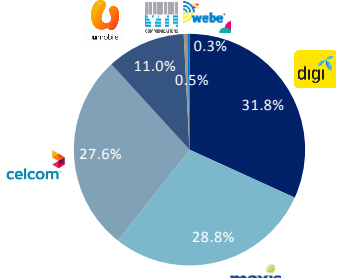
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | NA    |
| 用户总数           | 56    |
| 无线网络每用户平均收入    | NA    |
| MNO EBITDA 利润率 | NA    |
| MNO 资本支出密集度    | NA    |
| 专属塔比例          | 31.0% |

## 马来西亚

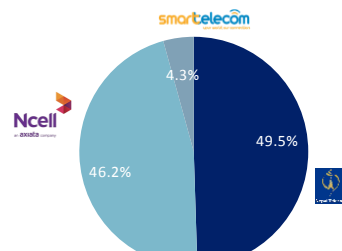
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | \$4.8 |
| 用户总数           | 38    |
| 无线网络每用户平均收入    | 11.8  |
| MNO EBITDA 利润率 | 45.1% |
| MNO 资本支出密集度    | 16.1% |
| 专属塔比例          | 69.0% |

## 尼泊尔

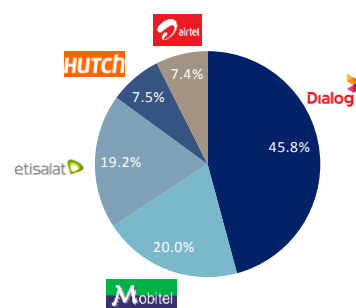
市场份额 (用户数量)



|                |      |
|----------------|------|
| 市场规模           | NA   |
| 用户总数           | 32   |
| 无线网络每用户平均收入    | NA   |
| MNO EBITDA 利润率 | NA   |
| MNO 资本支出密集度    | NA   |
| 专属塔比例          | 0.0% |

## 斯里兰卡

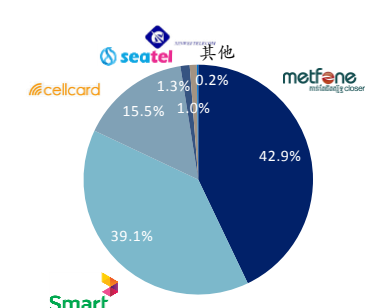
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | NA    |
| 用户总数           | 26    |
| 无线网络每用户平均收入    | NA    |
| MNO EBITDA 利润率 | NA    |
| MNO 资本支出密集度    | NA    |
| 专属塔比例          | 69.0% |

## 柬埔寨

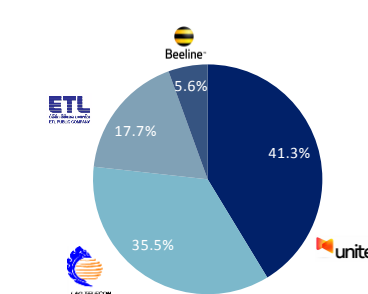
市场份额 (用户数量)



|                |       |
|----------------|-------|
| 市场规模           | NA    |
| 用户总数           | 19    |
| 无线网络每用户平均收入    | NA    |
| MNO EBITDA 利润率 | NA    |
| MNO 资本支出密集度    | NA    |
| 专属塔比例          | 81.0% |

## 老挝

市场份额 (用户数量)



|                |        |
|----------------|--------|
| 市场规模           | NA     |
| 用户总数           | 5      |
| 无线网络每用户平均收入    | NA     |
| MNO EBITDA 利润率 | NA     |
| MNO 资本支出密集度    | NA     |
| 专属塔比例          | 100.0% |

## 无线

- 在国内移动市场上的运营商不少于7家（如果计入使用姊妹公司Telekom PT SmartFren 的LTE 800兆赫频谱的MVNO Bakrie Telecom，则为8家）
- 但是市场依然在整合过程中，自2007年以来移动服务呈爆炸式增长，2016年1月印尼电信部部长 Rudiantara 威胁要取消一些MNO许可证持有者的特许经营权，警告他们如果想要继续经营的话，必须合并或者建立自己的网络来提供优质的移动网络服务
- 在5G方面，瑞典供货商爱立信宣称已于2017年4月在印尼完成了5G技术的首次展示

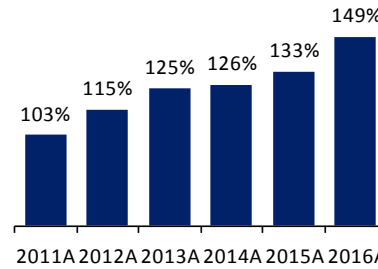
## 固定宽带

- 1994年，在印尼学术研究界领军人物的不懈努力下，印尼加入全球互联网大家庭。但因为印尼不完善的PSTN网络，它在打造有利于通用互联网接入的环境时困难重重
- 印尼宽带可用性情况正在不断改善，但是近年来焦点已转移到了发展光纤本地接入平台和无线宽带，而政府的信息通信技术政策，表明了其对满足全国性需求和加速宽带渗透率的承诺

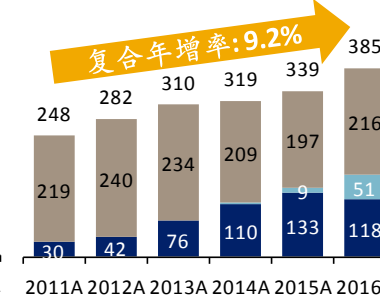
无线

固定宽带

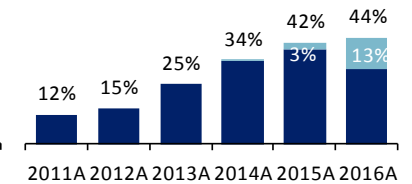
无线业务渗透率



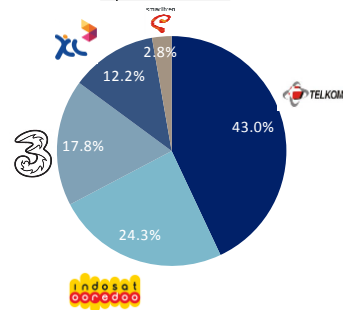
无线业务用户 (百万人)



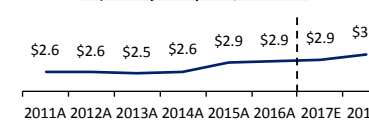
3G/4G业务渗透率



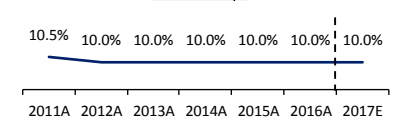
市场份额



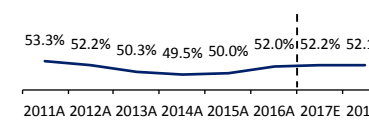
每用户平均收入



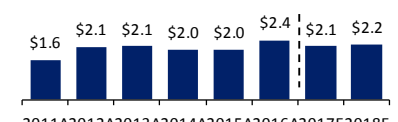
流失率



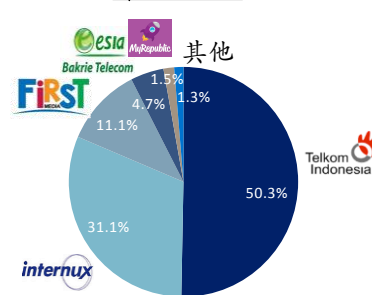
EBITDA 利润率



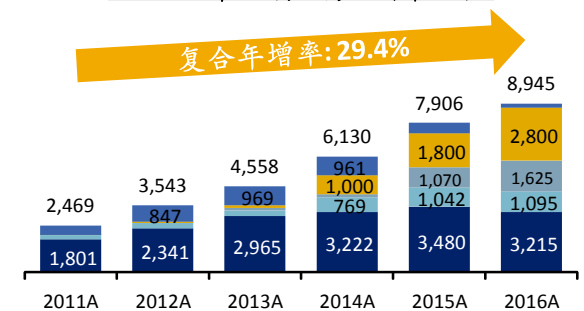
资本支出



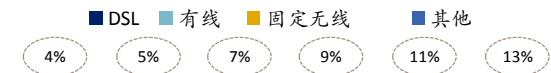
市场份额



固定宽带业务用户 (千人)



家庭渗透率



资料来源: 美银美林的全球无线业务矩阵报告及Telegeography

# 孟加拉国 - 市场概述

## 无线

- 孟加拉国电信管理委员会表示，截至2015年，该国99%以上的人口及97%以上的领土被无线网络覆盖
- 孟加拉国有六家移动网络运营商，其中，2016年11月有两家运营商合法合并
- 由于2013年以来孟加拉国在各地推动3G网络，该国移动互联网和数据业务的需求迅速增长
- 孟加拉国移动业务增长的另一个领域是移动金融服务，2015年全年继续大幅增长，2015年年底的日均移动金融服务交易额达到43亿孟加拉塔卡，同时移动金融服务的活跃用户达到1250万

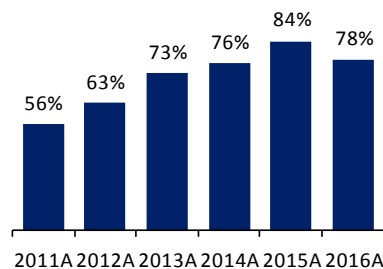
无线

## 固定宽带

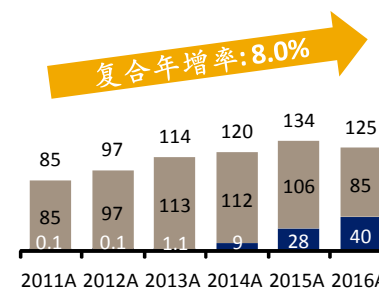
- 由于2013年以来孟加拉国在各地推动3G网络，移动互联网服务的需求远超固定宽带行业
- 2012年1月，监管机构通过向6家公司发放国际地面有线服务许可，允许通过地面光纤链路与邻国骨干网络进行国际连接，启动带宽价格竞争
- 政府还推动修建第二和第三条海底电缆链路的项目，以增加国际带宽并确保服务的连贯性，这两个项目最近均已竣工

固定宽带

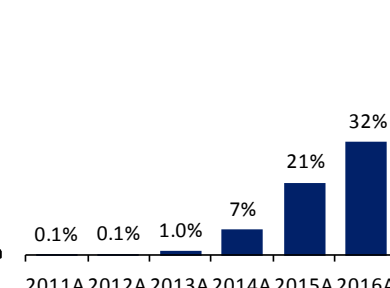
无线业务渗透率



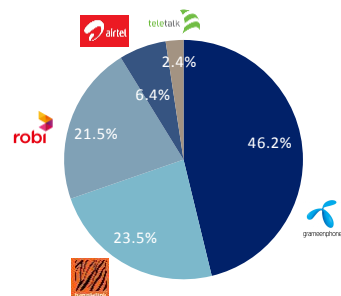
无线业务用户 (百万人)



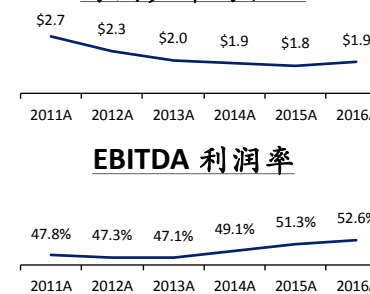
3G/4G业务渗透率



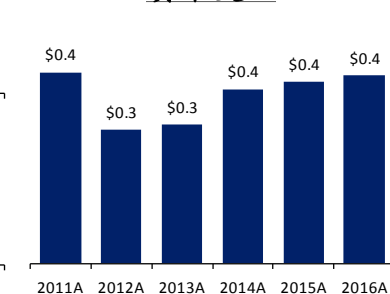
市场份额



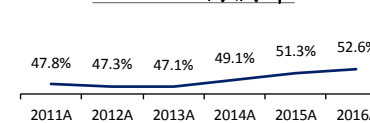
每用户平均收入



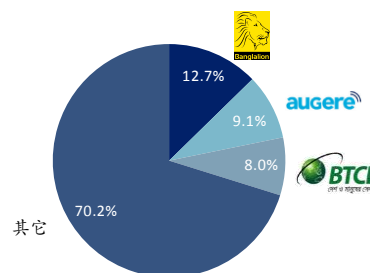
资本支出



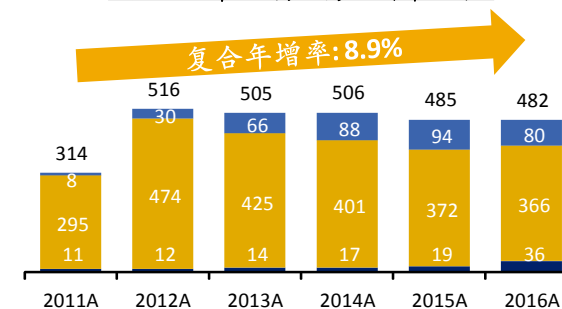
EBITDA 利润率



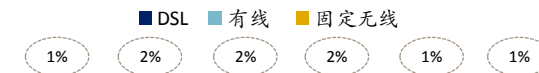
市场份额



固定宽带业务用户 (千人)



家庭渗透率



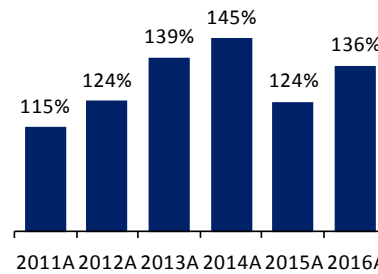
资料来源: 美银美林的全球无线业务矩阵报告及Telegeography

## 无线

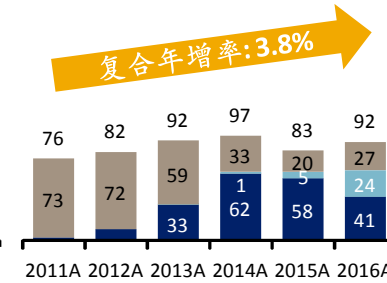
- 市场于2014年12月触顶，达到9700万用户。出于国家安全利益的考量，政府制定了预付费用户身份识别计划，执行之后的9个月的用户数量大幅下降
- 移动市场包括3家私营移动运营商 - Advanced Info Services、Digital Total Access Communications以及True Corp，此外还有两个较小的国有企业，CAT Telecom和TOT
- 由于泰国可能将于2018年关闭其2G服务，3家主要的成熟移动业务公司已加快其客户从遗留系统迁移的进程，竞相过渡到100%的3G/4G市场

无线

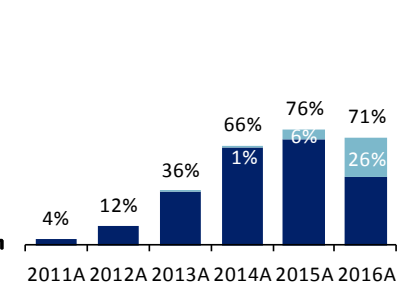
### 无线业务渗透率



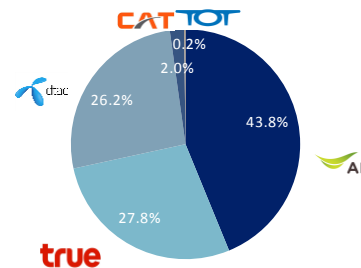
### 无线业务用户 (百万人)



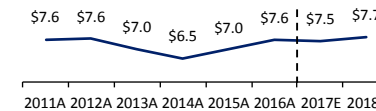
### 3G/4G业务渗透率



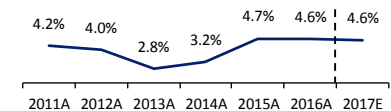
### 市场份额



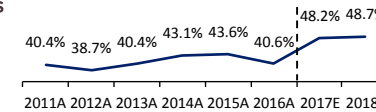
### 每用户平均收入



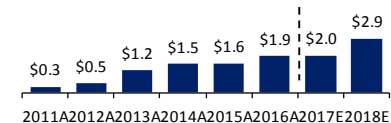
### 流失率



### EBITDA 利润率



### 资本支出

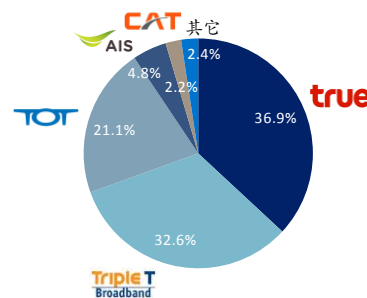


## 固定宽带

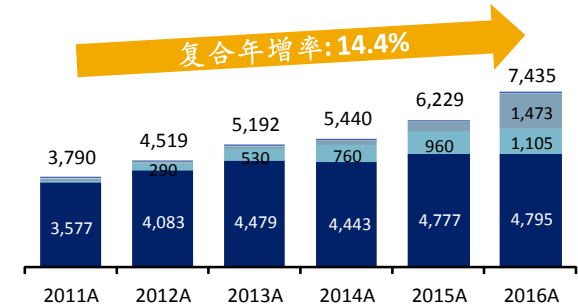
- 因建设-转移-运营网络运营许可证的颁发延期产生的阻碍，大众市场对泰国消费者高速互联网服务的接受略微有些延迟
- 目前泰国5家成熟宽带互联网服务提供商均将大众市场的直接光纤服务定为战略的核心，而曼谷依然是一个重要市场
- 但到2015年12月，建立“国家主干网控股公司”以合并国有电信公司TOT及CAT Telecom，外加其它公用事业网络及潜在的民营部门运营商的计划已成型

固定宽带

### 市场份额



### 固定宽带业务用户 (千人)



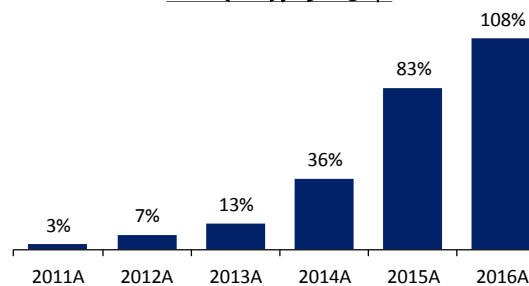
资料来源: 美银美林的全球无线业务矩阵报告及Telegeography

## 无线

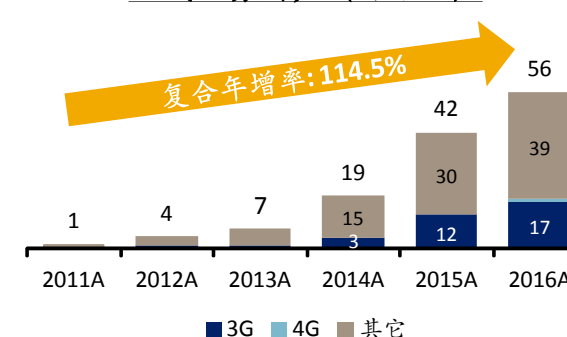
- 缅甸的无线市场由其运输及通信部下属的邮电部监管。运输及通信部还领导具有垄断地位的固定电话运营商及移动提供商缅甸邮政电信公司，并持有互联网服务提供商Yatanarpon Teleport的多数股权
- 政府于2012年底开放新许可证的国际招标，目的是在2014年引入全面市场竞争
- 2013年6月下旬，缅甸宣布挪威的Telenor及设在卡塔尔的Ooredoo Group中标两项特许经营业务
  - 两家胜出的公司负责在收到特许经营权之后的五年内，安装无线通话网络，覆盖每个州75%的领土



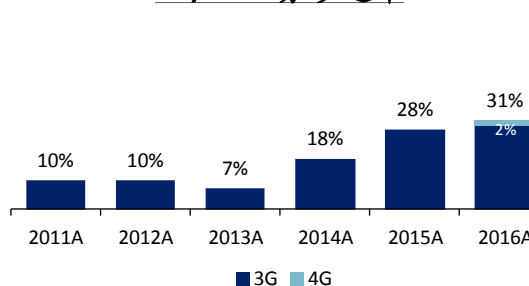
### 无线业务渗透率



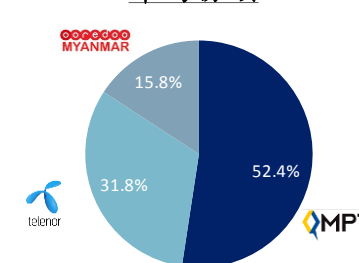
### 无线业务用户 (百万人)



### 3G/4G业务渗透率



### 市场份额

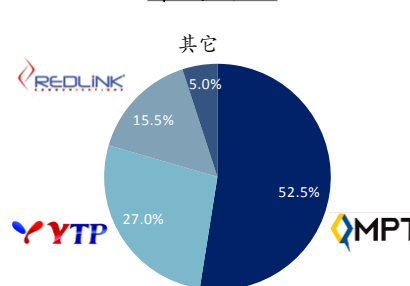


## 固定宽带

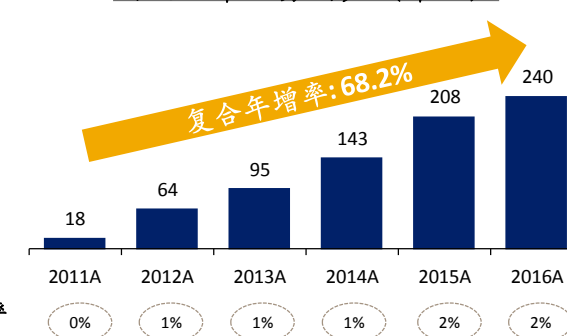
- 缅甸的电信基础设施不发达，因此互联网市场（特别是固定宽带业务）相对较小，家庭渗透率只有2.0%
- 多年来，互联网服务只由两家政府控制的服务提供商（Yatanarpon Teleport和缅甸邮政电信）提供，执政的军政府利用两家公司严格控制互联网的连接
- 固定宽带市场的未来发展似乎不可能超出主要城市和企业用户的高端系统的范围



### 市场份额



### 固定宽带业务用户 (千人)



资料来源: 美银美林的全球无线业务矩阵报告及Telegeography

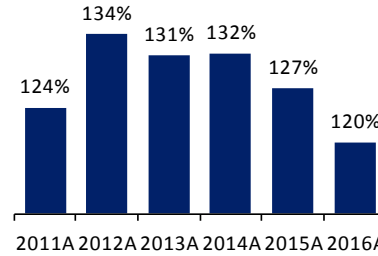
# 马来西亚 - 市场概述

## 无线

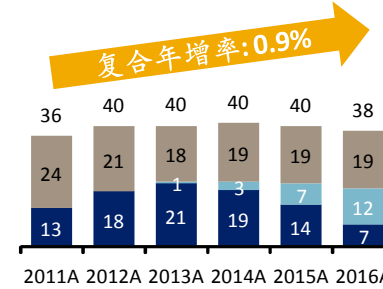
- 经过2002-2004年的广泛合并之后，马来西亚无线行业从6家运营商精简为3家，即Maxis Mobile、Celcom和DiGi Telecommunications，第4家新公司是MCMC，即将开业
- 全部4家移动网络运营商在竞争日益激烈之际，均在不断扩大和升级各自的3G基础设施，其注意力甚至已转向了更先进的技术部署
- 目前，所有公司均已推出4G LTE网络，并且正面临进一步强化网络的日益激烈的竞争

## 无线

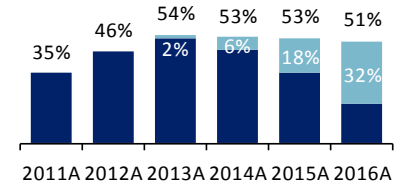
### 无线业务渗透率



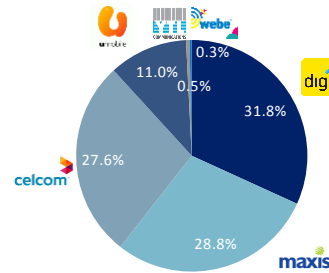
### 无线业务用户 (百万人)



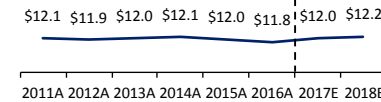
### 3G/4G业务渗透率



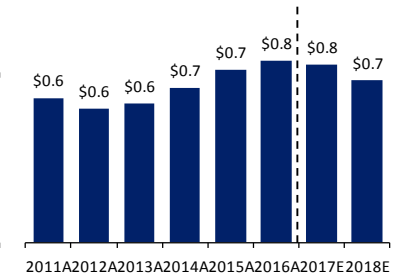
### 市场份额



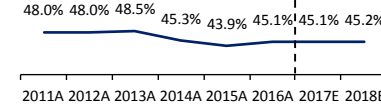
### 每用户平均收入



### 资本支出



### EBITDA 利润率

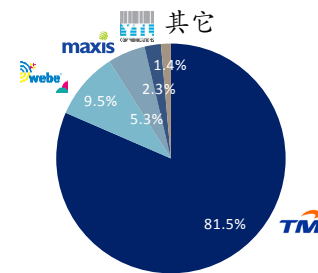


## 固定宽带

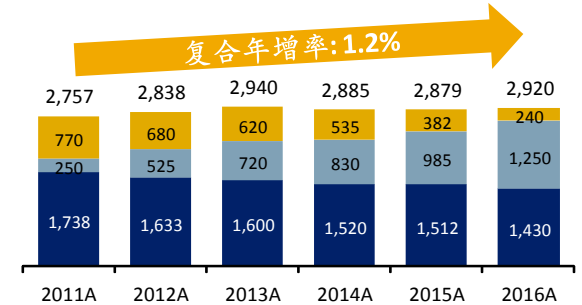
- 之前具有垄断地位的运营商Telekom Malaysia继续主导该国的固定电话市场，声称截至2015年底几乎控制了所有主要服务线路（尽管它的第一个对手早在1994年就进入了市场）
- 政府制订的“第11个马来西亚计划”旨在提高数字基础设施的覆盖面、质量和负荷能力，并为基础设施提供商在构筑网络方面提供了一系列激励措施
- 2015年2月，马来西亚通信与多媒体委员会支持当时该国通讯部长对降低通讯服务价格的呼吁，尽管监管当局似乎不太情愿现在对价格进行监管，在其最终报告中仍表示其将继续监督宽带定价，无论是基础还是高速服务

## 固定宽带

### 市场份额



### 固定宽带业务用户 (千人)



### 家庭渗透率



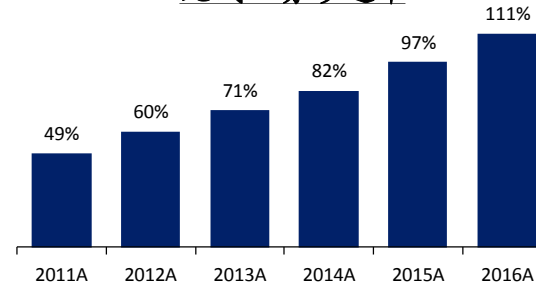
资料来源: 美银美林的全球无线业务矩阵报告及Telegeography

## 无线

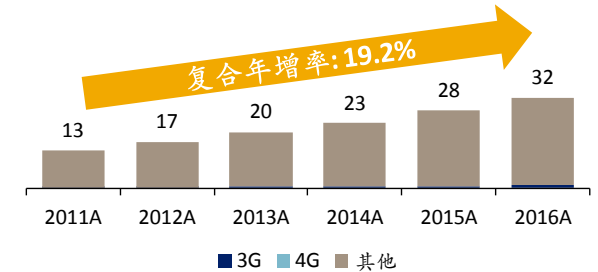
- 考虑到未来数年通话领域的收益很可能有日益增强的下行压力，数据领域将成为两大现有企业，以及新进入市场的企业Smart Telecom的主要战场，而移动业务公司正积极扩充以3G为基础的产品以满足市场，顺应智能手机和平板电脑在价格平民化后数量的增加，导致移动数据需求上升
- 有3家主要电信运营商已向NTA申请批准使用频谱运营4G LTE服务
- 政府有计划引进无源网络共享，鼓励各运营商日后在服务中断时相互协调以恢复通信服务，并同时减少需要在建筑物上兴建所需电塔的数量（因地震时，建筑物上的电塔可能产生更大的危机）

无线

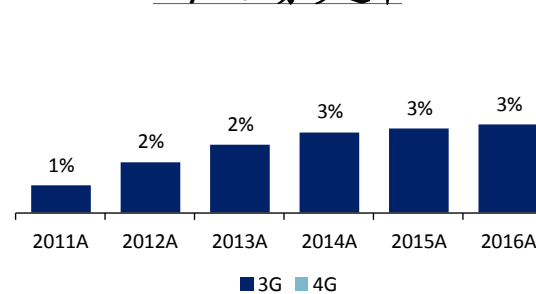
### 无线业务渗透率



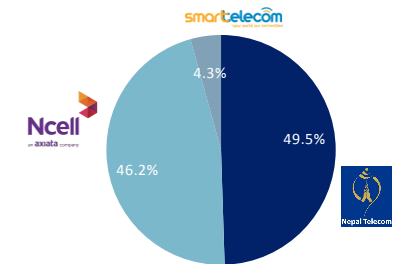
### 无线业务用户 (百万人)



### 3G/4G业务渗透率



### 市场份额

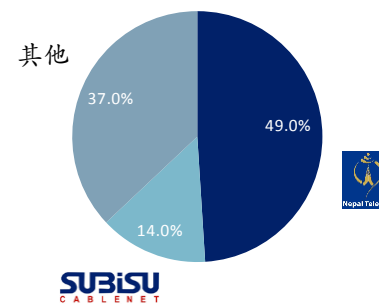


## 固定宽带

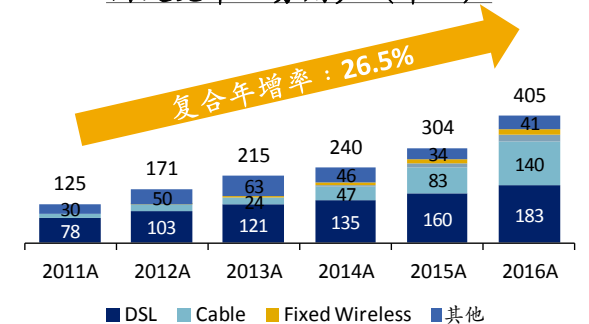
- NT是目前有线市场的主要运营商，PSTN用户量达679,699人，远超United Telecom Limited、Nepal Satellite Telecom、CG Communications（原名STM Telecom Sanchar）
- 如果不计算移动数据和拨号上网，于2016年底真正固定宽带线的使用人数仅是405,380人（去年同期为303,803人），家庭渗透率约6%

固定宽带

### 市场份额



### 固定宽带业务用户 (千人)



### 家庭渗透率



资料来源: 美银美林的全球无线矩阵报告和Telegeography

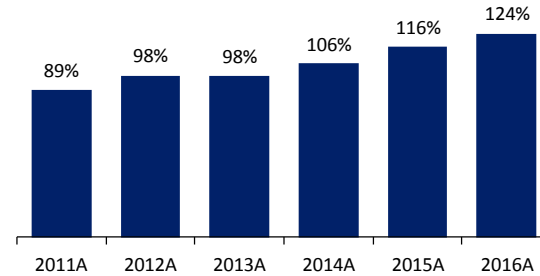
# 斯里兰卡 - 市场概述

## 无线

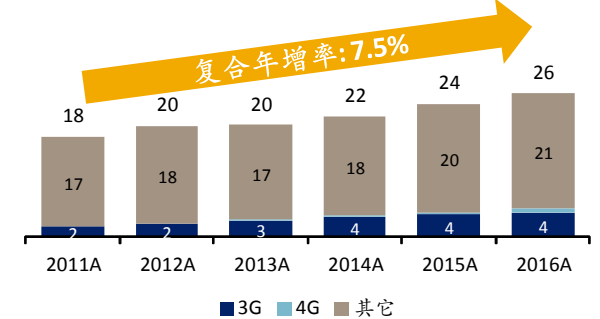
- 斯里兰卡移动市场正经历变动，主要是因为最近出现一轮关于企业并购的传闻
- 斯里兰卡的移动市场已饱和，无线用户渗透率早在2013/14年就已超过100%，且渗透率百分比仍在不断上升，于2016年9月30日达到116%。在如此拥挤，但相对小规模的市场（总人口约2,100万人），出现供应商合并的传闻是无可避免的
- 以3G和3.5G（如DC-HSPA+）技术为基础的移动宽带已在斯里兰卡盛行多年
- Dialog于2016年9月在全国推出首家的LTE语音服务，通过旗下的4G网络提供超高质量的语音和视频通话，而其他供应商也已开始提供4G服务

无线

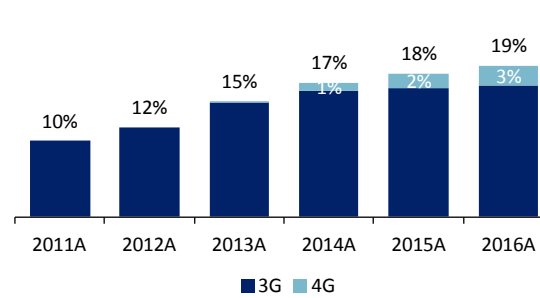
无线业务渗透率



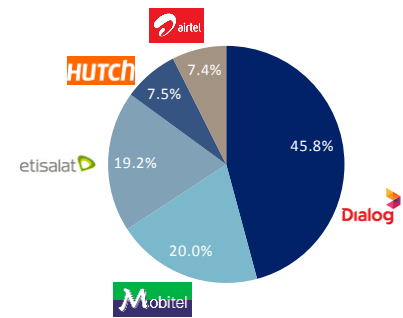
无线业务用户（百万人）



3G/4G业务渗透率



市场份额

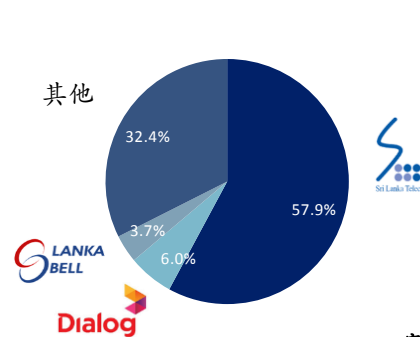


## 固定宽带

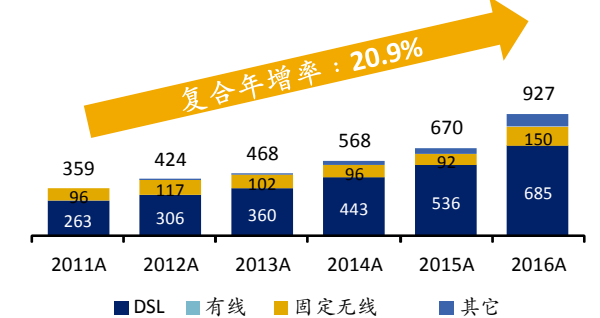
- 斯里兰卡在近年已大力改善其国际光纤连接服务。SLT（16家国际运营商中的一家）于2006年在国内通过亚欧4号国际海底光缆推出商业服务，并与印度BSNL成立合资企业，开设连系斯里兰卡和印度的新海底连线
- 尽管以CDMA为基础的Will平台因更快和更便宜而大受欢迎，但在移动服务取代的趋势下CMDA服务已开始衰退

固定宽带

市场份额



固定宽带业务用户（千人）



家庭渗透率



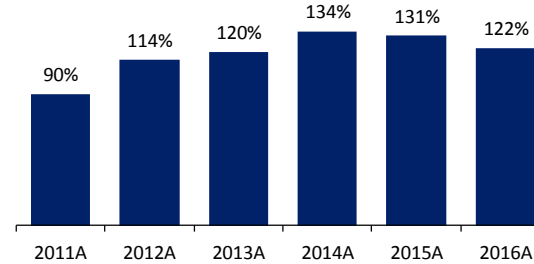
资料来源: 美银美林的全球无线矩阵报告和Telegeography

## 无线

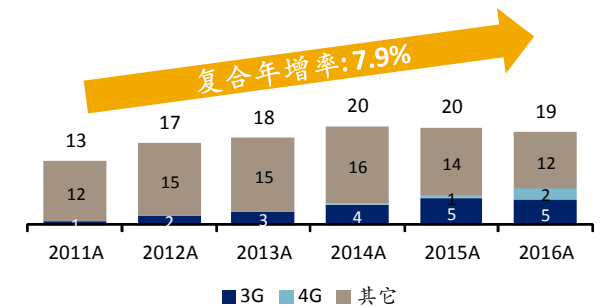
- 在柬埔寨，向无线网络运营商发出牌照是一项相对特殊的事务。直至在2015年12月引进电信法之前。移动频谱许可按照先到先得原则授予。根据新法例，柬埔寨港口和通信局通过新的公开“比较竞价流程”分配全国移动频率执照
- 柬埔寨移动市场的激烈竞争和过分拥挤令终端用户的受价持续走低，但近年市场整合和破产令无线运营商数量由2010年底高峰时的9家减少至6家

无线

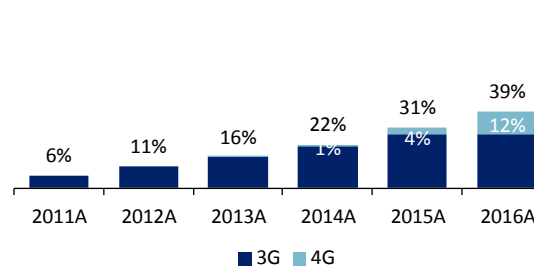
### 无线业务渗透率



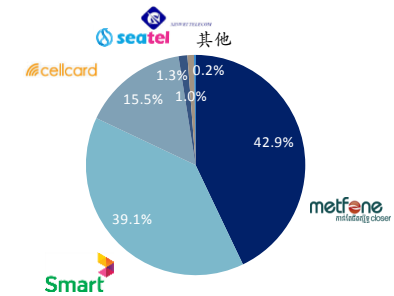
### 无线业务用户 (百万人)



### 3G/4G业务渗透率



### 市场份额

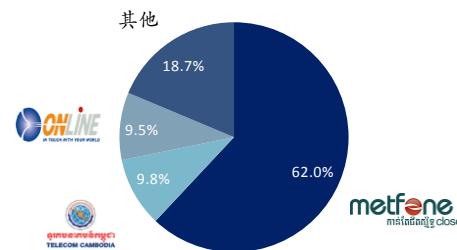


## 固定宽带

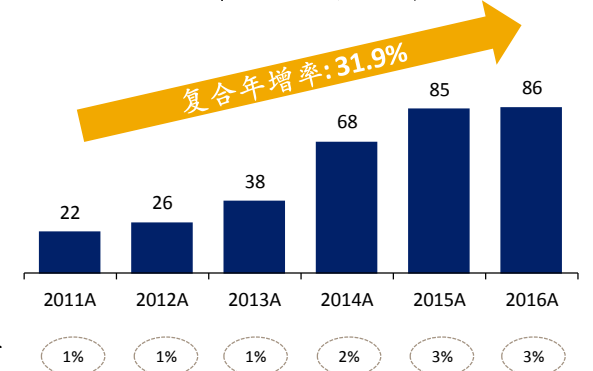
- 柬埔寨港口和通信局在2010年初将强制性互联网交换机中心交给国企Telecom Cambodia运营，民企在输送所有国内信息时均需付费
- 监管机构向大量公司发出牌照运营WiMAX网络，包括Chuan Wei (Wizion, 于2008年6月获授予专营权运营全国性移动WiMAX)、Ezecom、CityLink和Smart Axiata
- 政府的目标是在2020年将市区和郊区的宽带互联网覆盖率分别提高至100%和70%，可使用互联网的家庭比率提高至30%

固定宽带

### 市场份额



### 固定宽带业务用户 (千人)



家庭渗透率



资料来源: 美银美林的全球无线矩阵报告和Telegeography

## 无线

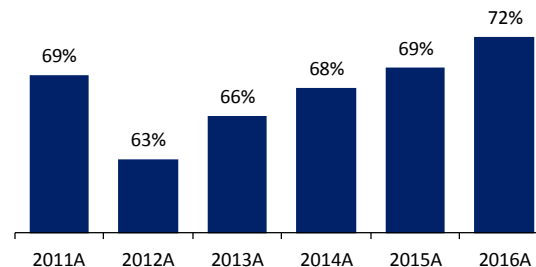
- 老挝的移动市场是该国电信行业中竞争最剧烈和增长最迅猛的
- 移动市场的垄断情况于2001年结束，当时另一家本地供应商ETL进入市场
  - 再有两家企业在2001年和2003年推出全球手机通讯服务，提高了国内的竞争
- 到目前为止，共有3家主要企业，其中一家网络运营商于2015年4月开始率先提供4G服务，随后有很多其他的运营商也开始提供此服务

## 固定宽带

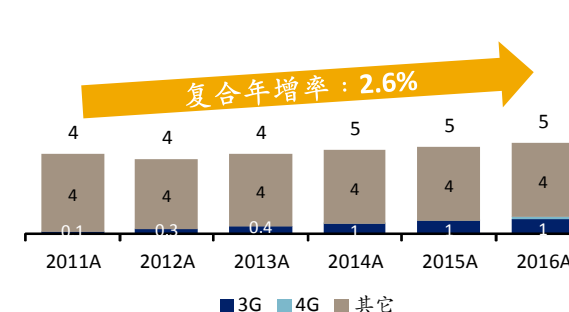
- 老挝的互联网市场仍在起步阶段，原因包括对于普遍贫穷人口来说昂贵的联网费用，以及国家固定电话线路的低普及率
- 以光纤为基础的服务似乎是运营商的下一个战场
  - 于2016年1月，市场开始提供下载流量最高为100Mbps的服务，价格由每月45万老挝币起（3Mbps），高端服务价格则高达令人难以接受的4,000万老挝币
  - Rivals LTC, Unitel, ETL和Sky Telecom都在推销他们的FTTH服务，但各供应商的速度和成本各有不同



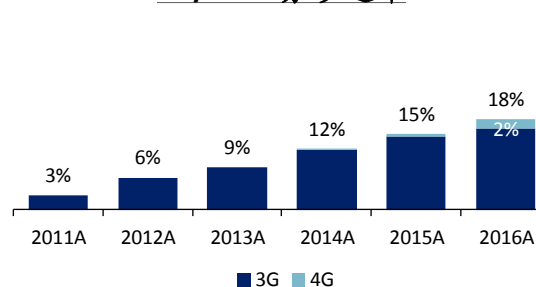
### 无线业务渗透率



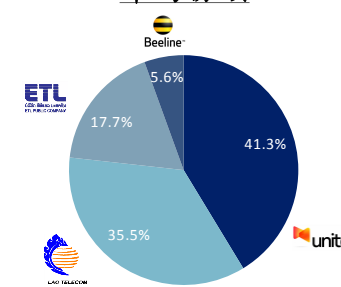
### 无线业务用户 (百万人)



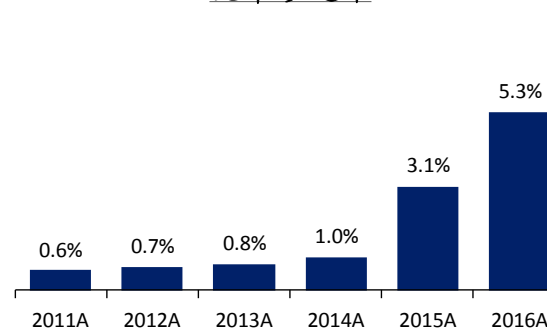
### 3G/4G业务渗透率



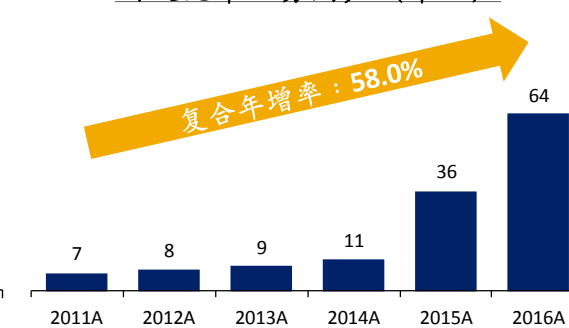
### 市场份额



### 宽带渗透率



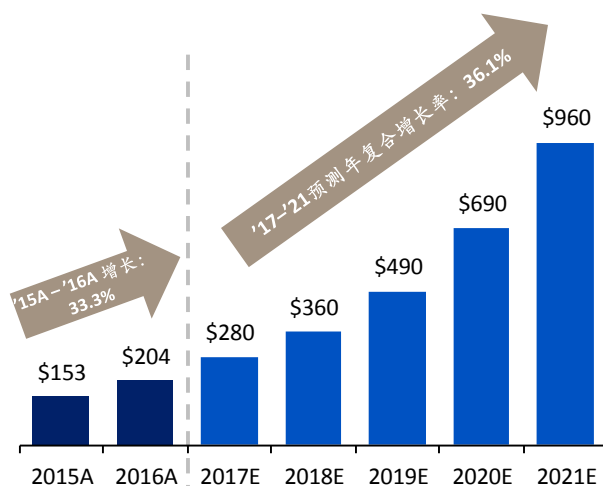
### 固定宽带业务用户 (千人)



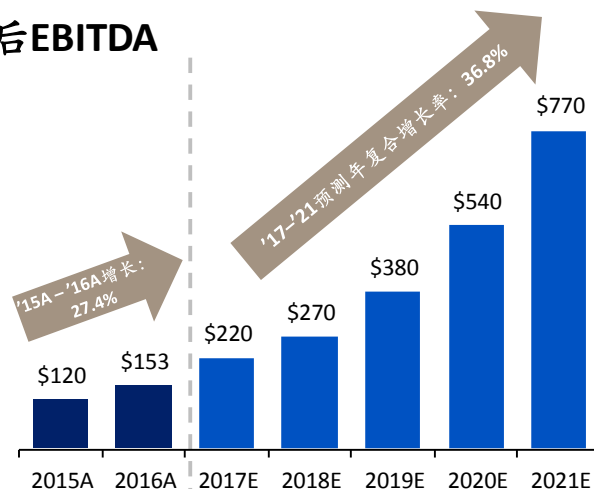
资料来源: 美银美林的全球无线矩阵报告和Telegeography

# 详细估值信息

## 收入



## 调整后EBITDA



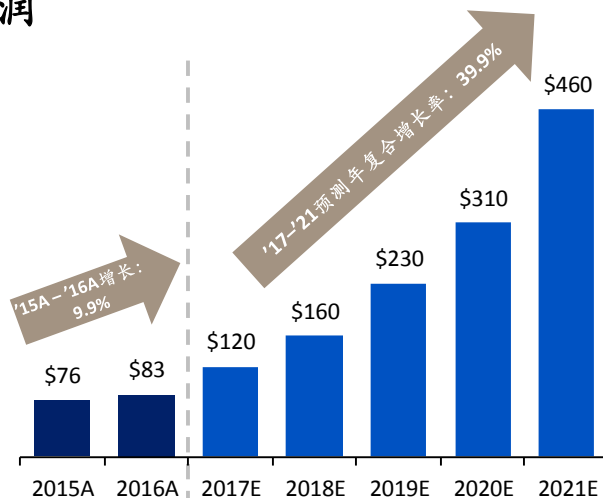
## 财务数据概览

|     | 2016A | 2017E | 2018E |
|-----|-------|-------|-------|
| 收入  | \$204 | \$280 | \$360 |
| 增长率 | 33.3% | 37.0% | 28.6% |

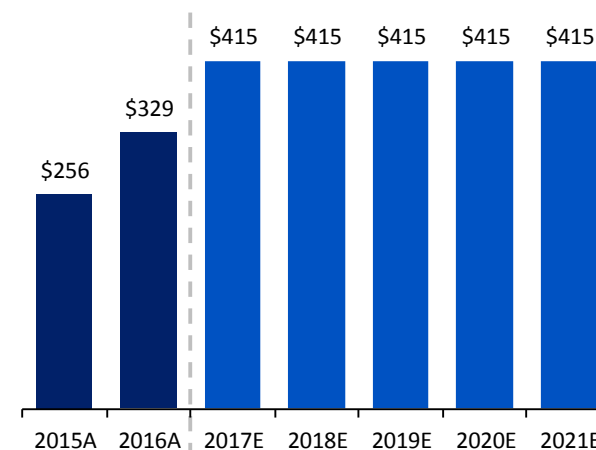
|        | 2016A | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|
| EBITDA | \$153 | \$220 | \$270 |
| 增长率    | 27.4% | 44.2% | 22.7% |
| 利润率    | 74.6% | 78.6% | 75.0% |

|       | 2016A | 2017E | 2018E |
|-------|-------|-------|-------|
| 净利润   | \$83  | \$120 | \$160 |
| 占收入比例 | 40.6% | 42.9% | 44.4% |

## 净利润



## 资本支出



## 自由现金流

|              |  |                |                |
|--------------|--|----------------|----------------|
| 净利润          |  | \$120          | \$160          |
| 加: 折旧        |  | 73             | 84             |
| 减: 资本支出      |  | (415)          | (415)          |
| <b>自由现金流</b> |  | <b>(\$222)</b> | <b>(\$171)</b> |

|     |      |      |      |
|-----|------|------|------|
| 现金  | \$80 | \$50 | \$50 |
| 总债务 | 423  | 615  | 786  |
| 净负债 | 343  | 565  | 736  |

|            |      |      |      |
|------------|------|------|------|
| 净负债/EBITDA | 2.2x | 2.6x | 2.7x |
|------------|------|------|------|

# 过往交易选录

| 公布日期                | 收购公司                   | 收购目标                   | 交易价值               | 未考虑协同效应的<br>企业价值 / 过去12个月EBITDA | 考虑协同效应的<br>企业价值 / 过去12个月EBITDA |
|---------------------|------------------------|------------------------|--------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| 2017年7月18日          | Crown Castle           | Lighttower             | \$7,100            | 14.2x                           | 14.2x <sup>(1)</sup>           |
| 2017年4月17日          | Crown Castle           | Wilcon Holdings        | \$600              | 20.0x <sup>(2)</sup>            | NA <sup>(2)</sup>              |
| 2017年4月10日          | Uniti Group (CS&L)     | Southern Light         | 700                | 17.1x <sup>(3)</sup>            | 13.7x <sup>(3)</sup>           |
| 2017年2月23日          | Uniti Group (CS&L)     | Hunt Telecom           | 170                | 11.3x                           | 9.7x                           |
| 2016年11月1日          | Crown Castle           | FiberNet               | 1,500              | 13.3x <sup>(2)</sup>            | NA <sup>(2)</sup>              |
| 2016年10月31日         | CenturyLink            | Level 3 Communications | 34,000             | 12.0x                           | 9.3x                           |
| 2016年6月20日          | Uniti Group (CS&L)     | Tower Cloud            | 230 <sup>(4)</sup> | 16.4x <sup>(4)</sup>            | 11.5x <sup>(3)</sup>           |
| 2016年2月22日          | Verizon                | XO Communications      | 1,800              | 9.0x                            | NA                             |
| 2016年1月7日           | Uniti Group (CS&L)     | PEG Bandwidth          | 409                | 11.7x <sup>(3)</sup>            | NA                             |
| 2015年4月30日          | Crown Castle           | Sunesys                | 1,000              | 16.0x <sup>(2)</sup>            | NA <sup>(2)</sup>              |
| 2015年4月27日          | Lighttower             | Fibertech Networks     | 1,900              | NA                              | NA                             |
| 2014年6月16日          | Level 3 Communications | tw telecom             | 7,300              | 13.2x                           | 9.7x                           |
| 平均值 (包含/不包含最高值和最低值) |                        |                        |                    | 14.0x / 13.9x                   | 11.3x / 10.8x                  |
| 中间值 (包含/不包含最高值和最低值) |                        |                        |                    | 13.3x / 13.3x                   | 10.6x / 9.7x                   |
| 最高值                 |                        |                        |                    | 20.0x                           | 14.2x                          |
| 最低值                 |                        |                        |                    | 9.0x                            | 9.3x                           |

资料来源: 公司报备材料、新闻发布材料和FactSet

注: 百万美元

(1) Crown Castle 假设 Lighttower 交易没有带来协同效应

(2) 表现为未调整的EBITDA倍数

(3) 基于上一季度的实际EBITDA

(4) 为初始的交易对价

# 加权平均资本成本分析

## 美元加权平均资本成本

| 因素                 | 美元加权平均资本成本   | 来源/备注  |
|--------------------|--------------|--|
| • 无风险利率            | 2.7%         |  |
| <b>无风险总计(A)</b>    | <b>2.7%</b>  | 彭博资讯<br>(美国20年期国债)                                     |
| <b>杠杆Beta(B)</b>   | <b>0.96</b>  | 彭博资讯<br>(光纤可比公司加权平均值)                                  |
| • 市场风险溢价(US)       | 6.0%         | 美银美林预估<br>(5.0% - 7.0%的中间值)                            |
| • 市场溢价             | 6.0%         | Damodaran<br>(孟加拉国、柬埔寨、印尼、马来西亚、斯里兰卡、泰国) <sup>(1)</sup> |
| <b>市场风险溢价总计(C)</b> | <b>12.0%</b> | 市场风险溢价+ 市场溢价   |
| <b>小型股票溢价(D)</b>   | <b>1.0%</b>  | Duff & Phelps<br>2016年估值手册: 资本成本指南                     |
| <b>股票成本</b>        | <b>15.2%</b> | <b>A + B * C + D</b>                                   |
| • 美国债务成本(税前)       | 6.5%         | 美银美林预估<br>(彭博资讯美国复合B+ 收益率曲线 - 10年期)                    |
| • 国家违约利差           | 4.7%         | Damodaran<br>(孟加拉国、柬埔寨、印尼、马来西亚、斯里兰卡、泰国) <sup>(1)</sup> |
| <b>借贷成本(税前)</b>    | <b>11.2%</b> |  |
| • 税                | 21.5%        | Damodaran<br>(孟加拉国、柬埔寨、印尼、马来西亚、斯里兰卡、泰国) <sup>(1)</sup> |
| <b>债务成本(税后)</b>    | <b>8.8%</b>  |  |
| • 股票加权比例           | 75.0%        | 美银美林预估   |
| • 债务加权比例           | 25.0%        | 美银美林预估   |
| <b>加权平均资本成本</b>    | <b>13.6%</b> |  |

# 折现现金流分析

|                       | 管理层预测       |       |       |         |        |       | 美银美林预测 |         |         |         |         |         |         | 正常化     | 17-21年预计<br>复合年增长率 | 22-27年预计<br>复合年增长率 |
|-----------------------|-------------|-------|-------|---------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------|--------------------|
|                       | 财年截止至12月31日 |       |       |         |        |       |        |         |         |         |         |         |         |         |                    |                    |
|                       | 2015A       | 2016A | 2017E | 2018E   | 2019E  | 2020E | 2021E  | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |         |                    |                    |
| 收入                    | \$153       | \$204 | \$280 | \$360   | \$490  | \$690 | \$960  | \$1,281 | \$1,637 | \$1,998 | \$2,325 | \$2,573 | \$2,702 | \$2,702 | 65.5%              | 16.1%              |
| 增长率                   | 74.5%       | 33.3% | 37.0% | 28.6%   | 36.1%  | 40.8% | 39.1%  | 33.4%   | 27.8%   | 22.1%   | 16.4%   | 10.7%   | 5.0%    |         |                    |                    |
| 调整后EBITDA             | \$120       | \$153 | \$220 | \$270   | \$380  | \$540 | \$770  | \$1,025 | \$1,309 | \$1,598 | \$1,860 | \$2,059 | \$2,162 | \$2,162 | 68.2%              | 16.1%              |
| 利润率                   | 78.1%       | 74.6% | 78.6% | 75.0%   | 77.6%  | 78.3% | 80.2%  | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   | 80.0%   |                    |                    |
| 增长率                   | 69.5%       | 27.4% | 44.2% | 22.7%   | 40.7%  | 42.1% | 42.6%  | 33.1%   | 27.8%   | 22.1%   | 16.4%   | 10.7%   | 5.0%    | 5.0%    |                    |                    |
| 减: 折旧与摊销              | (40)        | (53)  | (73)  | (84)    | (105)  | (130) | (157)  | (192)   | (245)   | (300)   | (349)   | (386)   | (405)   | (270)   | 75.3%              | 16.1%              |
| EBIT                  | \$80        | \$99  | \$147 | \$186   | \$275  | \$410 | \$613  | \$833   | \$1,064 | \$1,299 | \$1,511 | \$1,673 | \$1,756 | \$1,891 |                    |                    |
| 减: 现金税 <sup>(1)</sup> | (17)        | (21)  | (32)  | (40)    | (59)   | (88)  | (132)  | (179)   | (229)   | (279)   | (325)   | (360)   | (378)   | (407)   |                    |                    |
| 净利润                   | \$63        | \$78  | \$115 | \$146   | \$216  | \$322 | \$481  | \$654   | \$835   | \$1,019 | \$1,186 | \$1,313 | \$1,379 | \$1,485 |                    |                    |
| 加: 折旧与摊销              |             |       |       | 84      | 105    | 130   | 157    | 192     | 245     | 300     | 349     | 386     | 405     | 270     |                    |                    |
| 减: 资本支出               |             |       |       | (415)   | (415)  | (415) | (415)  | (415)   | (415)   | (415)   | (399)   | (350)   | (270)   | (270)   |                    |                    |
| 无杠杆自由现金流              |             |       |       | (\$185) | (\$94) | \$37  | \$223  | \$431   | \$666   | \$904   | \$1,136 | \$1,349 | \$1,514 | \$1,485 |                    |                    |

## 终值倍数法

| 折现率   | 现金流现值<br>18-27年预测 | 按最终EBITDA倍数计算的终值现值 |         |         | 按最终EBITDA倍数计算的企业价值 <sup>(2)</sup> |         |          | 按以下最终倍数计算的隐含永久性增长率 |       |       |
|-------|-------------------|--------------------|---------|---------|-----------------------------------|---------|----------|--------------------|-------|-------|
|       |                   | 10.0x              | 11.0x   | 12.0x   | 10.0x                             | 11.0x   | 12.0x    | 10.0x              | 11.0x | 12.0x |
| 12.5% | \$2,266           | \$6,657            | \$7,322 | \$7,988 | \$8,973                           | \$9,639 | \$10,304 | 5.3%               | 5.9%  | 6.4%  |
| 13.5% | 2,107             | + 6,093            | 6,702   | 7,311   | 8,250                             | 8,859   | 9,468    | 6.2%               | 6.8%  | 7.4%  |
| 14.5% | 1,960             | 5,581              | 6,139   | 6,697   | 7,591                             | 8,149   | 8,707    | 7.1%               | 7.8%  | 8.3%  |

资料来源: 管理层预测和美银美林预测

注: 百万美元。假设年中折现

(1) 假设税率为23.5%，孟加拉国、柬埔寨、印尼、马来西亚、斯里兰卡和泰国的加权平均值

(2) 企业价值包括AAE-1投资账面价值5,000万美元