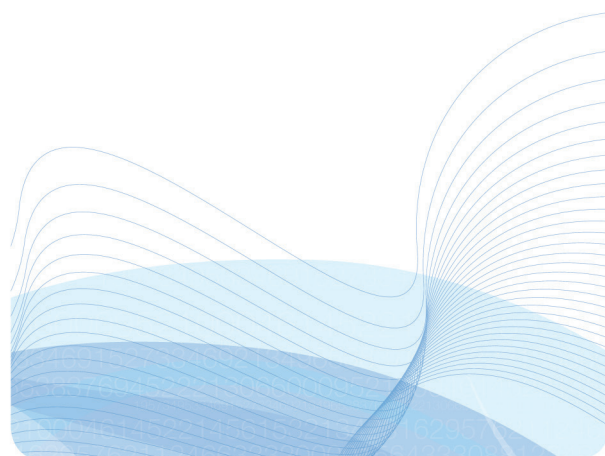


ARGOS MID-MARKET Index June / Juin 2010

The mid-market euro zone index
L'indice mid-market de la zone euro



Prepared by
Réalisé par
Argos Soditic & Epsilon Research

Table of contents

Sommaire

page 3

Methodology / Méthodologie

page 4

Index trend / Évolution de l'Indice

page 5

Euro zone M&A trends / Activité M&A de la zone euro

page 6

LBO trend / Évolution du LBO

page 7

Strategic buyers / Acquéreurs stratégiques

page 8

Sample analysis / Analyse de l'échantillon

page 9

Argos Soditic & Epsilon Research

Methodology

Méthodologie

The Argos Mid-Market Index is based on a rigorous methodology

Definition - The Argos Mid-Market index measures the evolution of European private mid-market company valuations. Carried out by Epsilon Research for Argos Soditic and published every six months, it reflects median EV/EBITDA multiples, on a twelve-month rolling basis, of mid-market M&A transactions in the euro zone.

This multiple is the most suitable for a European index as it is not impacted by the target's financial structure nor by its policies regarding depreciation and provisioning (which vary in time and between countries). It is also the closest readily available proxy for operating cash flow.

The preparation of the Argos Mid-Market index is based on a rigorous methodology and in-depth scrutiny of transactions making up the sample :

- **Sample of transactions analysed**

A sample of transactions studied since 2004, using the following criteria :

- acquisition of a majority stake,
- target based in a euro zone country,
- mid market (Equity Value in the €15-150m range),
- certain activities excluded (financial services, real estate, high-tech),
- availability of relevant target financial data.

- **Information sources** are those used by Epsilon Research to prepare analysis reports on transactions available in its e-MAT database :

- professional partner databases : CorpfInDeals (transactions), CompanyQuery (company accounts),
- publicly available information : company accounts, press releases, annual reports (buyers / sellers), press articles, etc.

- **Comprehensive analysis of each transaction identified** : research covering all available information; verifying, cross-checking, restating financial data; analysis of target activity and of the context of the deal; calculating and analysing acquisition multiples; rating the reliability of multiples.

- **The index in perspective** : The Argos Mid-Market Index tracks price movements for unlisted businesses, indicating relative values. It is not designed as a business valuation tool.

Following its launch in December 2006, the Argos Mid-Market index has become a **leading reference for players in the private markets**, such as private equity funds, M&A advisors, investment banks, and accountants.

L'indice Argos Mid-Market repose sur une méthodologie rigoureuse

Définition - L'indice Argos Mid-Market mesure l'évolution des valorisations des sociétés mid-market non cotées de la zone euro. Réalisé par Epsilon Research pour Argos Soditic et publié chaque semestre, il correspond à la médiane sur 12 mois glissants du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusions-acquisitions mid-market de la zone euro.

Ce multiple est le plus pertinent pour un indice européen dans la mesure où il n'est influencé ni par la structure financière de la cible ni par les politiques d'amortissement et de provision (qui diffèrent dans le temps et entre pays). Il constitue par ailleurs la meilleure approximation du cash flow opérationnel.

La réalisation de l'indice Argos Mid-Market repose sur une méthodologie rigoureuse et l'examen individuel approfondi des transactions composant l'échantillon :

- **Échantillon des transactions étudiées**

Un échantillon constitué depuis janvier 2004 selon les critères suivants :

- prise de participation majoritaire,
- cible domiciliée dans un pays de la zone euro,
- mid-market (valeur d'équité entre 15 et 150M€),
- exclusion des activités spécifiques (services financiers, immobilier, high-tech),
- existence d'éléments financiers pertinents sur la cible.

- **Les sources d'information** sont celles utilisées par Epsilon Research pour rédiger les rapports d'analyse de transactions disponibles dans sa base e-MAT :

- bases de données professionnelles dont Epsilon est partenaire : CorpfInDeals (transactions), CompanyQuery (comptes de sociétés),
- informations publiques : comptes de sociétés, communiqués de presse, rapports annuels (acquéreurs / cédants), articles de presse, etc.

- **Analyse exhaustive de chaque transaction identifiée** : recherche de l'ensemble des informations disponibles ; vérification, croisement, retraitement des données chiffrées ; analyse de l'activité de la cible et du contexte de l'opération ; calcul et analyse des multiples d'acquisition ; rating de la fiabilité des multiples.

- **Mise en perspective** : l'indice Argos Mid-Market est un indicateur de l'évolution des prix des sociétés non cotées, qui n'a de sens qu'en valeur relative, et non un instrument de mesure pour valoriser une entreprise.

Publié pour la première fois en décembre 2006, l'indice Argos Mid-Market est devenu **une référence pour les acteurs du non coté** : fonds de private equity, conseils en fusions-acquisitions, banques d'affaires, experts-comptables, etc.

Index trend

Évolution de l'indice

Mid-market valuations rise following three years of decline

Following 5 consecutive half years of decline, the Argos Mid-Market Index rose to 6.4x historical EBITDA, an increase of 7% over its level recorded in December 2009.

This increase in mid-market valuations occurs in an M&A market where activity remained weak during the first half year (cf. Euro Zone M&A trends p.5), with the exception of mid-market LBO transactions which were more numerous compared to previous periods.

The increase in multiples is driven essentially by strategic buyers (6.5x compared to 6.2x in December 2009) who are returning progressively to the market (cf. Strategic buyers, p.7).

On the other hand, the multiples paid by the LBO funds show only a marginal increase: 5.8x compared to 5.7x in December 2009 (cf. LBO trend, p.6). However, this apparent stability masks a double trend: on the one hand a rise in the multiples for profitable companies which withstood the crisis period, on the other, a further decrease for companies whose results have not attained their pre-crisis level, and whose valuation remains weak.

Remontée des valorisations mid-market après trois années de baisse

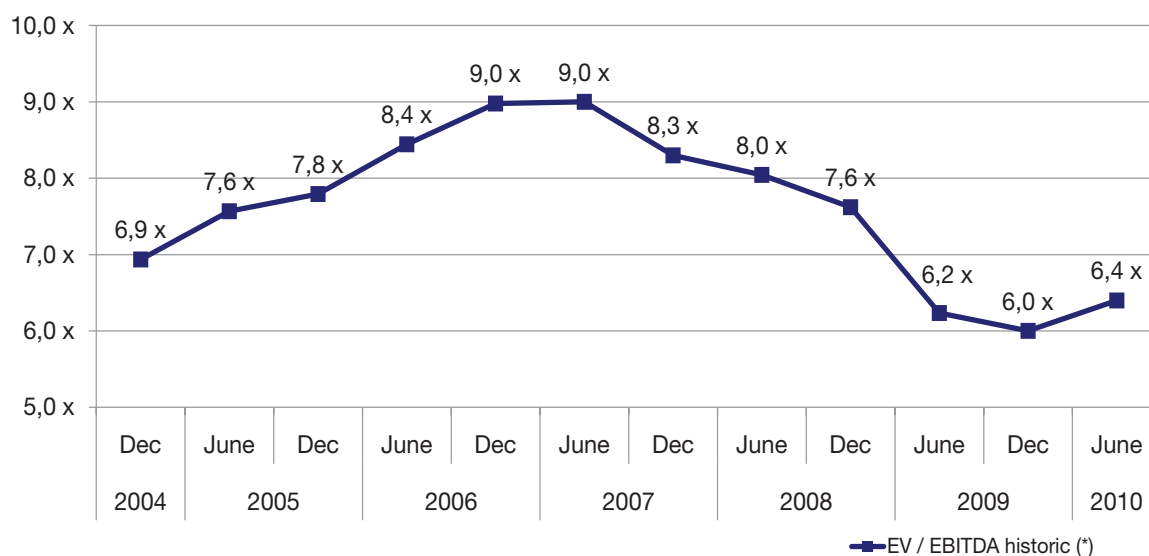
Après 5 semestres consécutifs de baisse, l'Indice Argos Mid-Market remonte et s'établit à 6,4x EBITDA historique, soit une augmentation de 7% par rapport au niveau enregistré en décembre 2009.

Cette reprise des valorisations mid-market s'inscrit dans un marché M&A dont l'activité reste faible au premier semestre (cf. Activité M&A de la zone euro p.5), à l'exception des opérations de LBO mid market dont le nombre est en hausse par rapport aux périodes précédentes.

L'augmentation des multiples est tirée essentiellement par les acquéreurs industriels (6,5x contre 6,2x en décembre 2009), qui reviennent progressivement sur le marché (cf. Acquéreurs stratégiques, p.7).

En revanche, les multiples payés par les fonds LBO n'ont augmenté que marginalement : 5,8x contre 5,7x en décembre 2009 (cf. Evolution du LBO, p.6). Cette apparente stabilité masque toutefois une double dynamique : d'une part une hausse des multiples payés pour les sociétés performantes qui ont résisté en période de crise, d'autre part une nouvelle baisse pour les sociétés dont les résultats n'ont pas renoué avec leur niveau d'avant crise, et qui restent faiblement valorisées.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index June 2010



(*) median EV / EBITDA on a 12-month rolling basis - médiane du multiple EV / EBITDA sur 12 mois glissants

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

Moderate resumption in M&A mid-market activity

M&A activity in the euro zone remained at the same level as that of the second half of 2009 (both in volume and in value) and confirmed the slight upturn in the market since its low point in the first semester of 2009. Although activity in the second quarter of 2010 is higher by 40% compared to the second half of 2009, volumes still remain significantly lower than for the period 2004-2007 (cf. Chart 2).

Spurred by more favorable market conditions (historically low interest rates, low valuations), both trade buyers and LBO funds are resuming their M&A activity:

- after having focused on recovering their margins, trade buyers are once again showing interest in acquisitions, particularly as the prospects of internal growth remain weak in the euro zone ⁽¹⁾ ;
- with considerable amounts available for investment and having stabilized their investment portfolios, the LBO funds resumed their acquisitions in the first half of 2010 (+15% in volume, +35% in value), notably in the secondary LBO segment (+50%) ⁽²⁾ ;
- acquisition opportunities have again become more numerous since the beginning of the year, as certain sellers did not wish to delay any longer the sale of their company.

However, the resumption in M&A activity remains moderate : purchasers continue to be cautious, and the time taken to complete transactions has lengthened. Thus, a large number of transactions begun during the semester have not yet been concluded.

Reprise mesurée de l'activité M&A mid-market

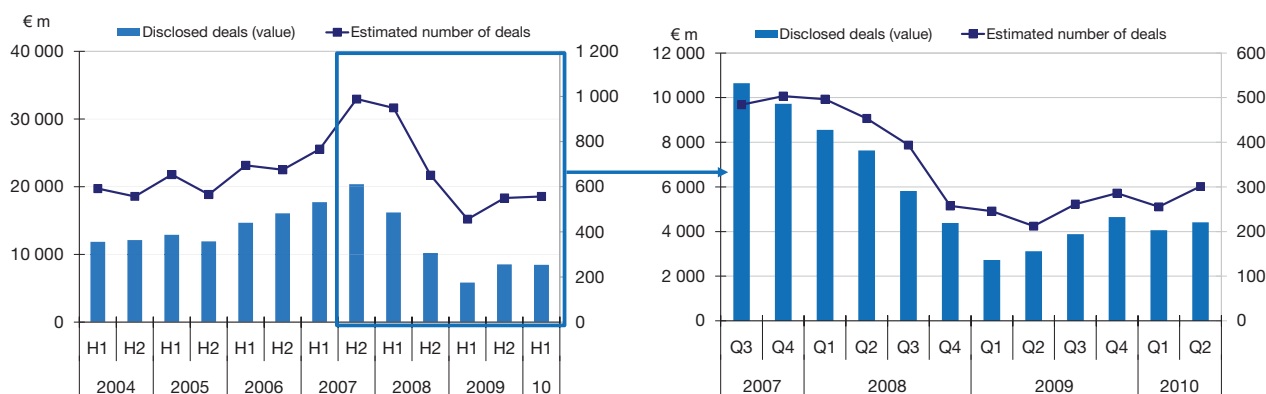
L'activité M&A de la zone euro est restée à son niveau du second semestre 2009 (en volume comme en valeur) et confirme la légère reprise du marché depuis son point bas du premier semestre 2009. L'activité du deuxième trimestre 2010 est certes supérieure de 40% à celle du deuxième semestre 2009, mais reste très en deçà des volumes de la période 2004-2007 (cf. Chart 2).

Poussés par des conditions de marché plus favorables (taux d'intérêt historiquement bas, valorisations faibles), les acteurs industriels comme les fonds LBO reprennent leur activité M&A :

- après s'être concentrés sur le redressement de leurs marges, les acquéreurs industriels sont de nouveau attentifs aux acquisitions, d'autant que les perspectives de croissance interne restent faibles dans la zone euro ⁽¹⁾ ;
- disposant d'un niveau important de fonds à investir et ayant stabilisé leurs portefeuilles de participations, les fonds LBO ont repris leurs acquisitions au premier semestre 2010 (+15% en volume, +35% en valeur), notamment sur le segment des LBO secondaires (+50%) ⁽²⁾ ;
- les opportunités d'acquisition sont redevenues plus nombreuses depuis le début de l'année, certains vendeurs ne souhaitant retarder plus longtemps la cession de leur entreprise.

Cependant, la reprise de l'activité M&A reste mesurée : les acquéreurs sont encore prudents, et les délais de réalisation des opérations se sont allongés. Ainsi, un nombre élevé d'opérations entamées au cours du semestre ne se sont pas encore concrétisées.

Chart 2: Euro Zone M&A mid-market activity (half-yearly and quarterly)



Source : Epsilon Research / CorpfmWorldwide

(1) Eurozone GDP growth +1.0% in 2010, +1.2% in 2011 (ECB 06/2010) / Croissance du PIB de la zone Euro +1.0% en 2010, +1.2% en 2011 (BCE 06/2010)

(2) Source : Epsilon Research / Corpfm Wolrdwide

LBO trend

Évolution du LBO

The valuations of LBO transactions remain low

The acquisition multiples paid by mid-market LBO funds remain at an historically low level, 5.8x EBITDA compared to 5.7x at end December 2009 (cf. Chart 3).

The apparent stability in price nonetheless masks a double dynamic:

- on the one hand, transactions concerning high performance companies which have shown strong resistance during the crisis.

For these transactions, valuations are very high, spurred in particular by competition among the funds, which have not sufficiently invested the record vehicles raised in 2006-2007 (although the amounts invested largely exceed those of funds raised since the beginning of 2008 – cf. Chart 4) which are approaching the end of their investment period. Accordingly, the average multiple of the first quartile went from 9.7x to 11.0x EBITDA, nearly double the global multiple for LBO transactions.

- on the other hand, transactions concerning those companies which suffered most from the crisis and whose performance has not recovered.

For these transactions, valuations have continued to decrease: the average multiple for the last quartile went from 3.9x to 3.7x between December 2009 and June 2010. The LBO funds have not, however, completely neglected these companies as they may constitute interesting opportunities if they succeed in resuming growth.

Les valorisations des opérations LBO restent faibles

Les multiples d'acquisition payés par les fonds LBO mid-market sont restés à un niveau historiquement faible, à 5,8x l'EBITDA contre 5,7x à fin décembre 2009 (cf. Chart 3).

L'apparente stabilité des prix masque néanmoins une double dynamique :

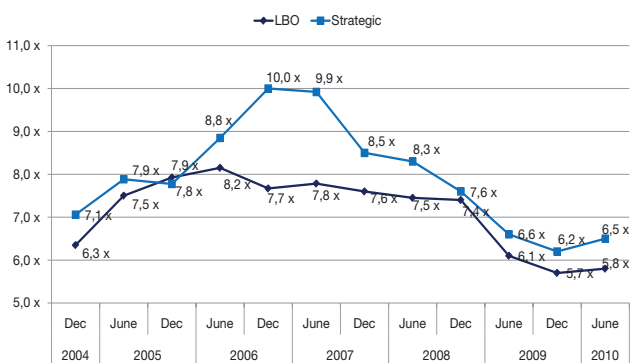
- d'une part des transactions portant sur les sociétés les plus performantes, ayant montré une forte résistance pendant la crise.

Pour ces opérations, les valorisations atteignent un niveau très élevé, poussées en particulier par la concurrence entre les fonds, qui n'ont pas suffisamment investi les véhicules records levés en 2006-2007 (bien que les montants investis dépassent largement ceux des fonds levés depuis début 2008 – cf Chart 4) qui approchent désormais de la fin de leur période d'investissement. Ainsi, le multiple moyen du premier quartile est passé de 9,7x à 11,0x EBITDA, près du double du multiple global des opérations de LBO.

- d'autre part des transactions portant sur les sociétés ayant plus souffert de la crise et n'ayant pas redressé leurs performances.

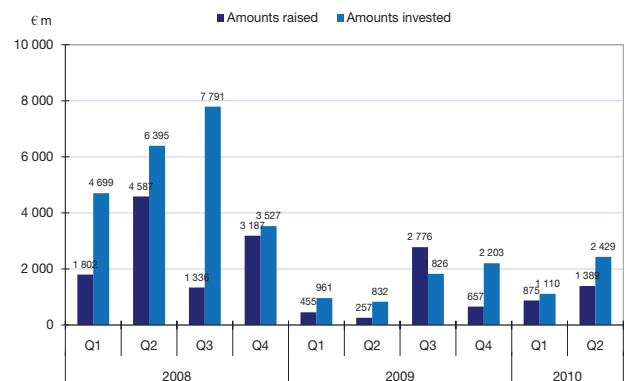
Pour ces opérations, les valorisations ont continué de baisser : le multiple moyen du dernier quartile est passé de 3,9x à 3,7x entre décembre 2009 et juin 2010. Les fonds n'ont cependant pas totalement délaissé ces sociétés car elles peuvent constituer des opportunités intéressantes si elles parviennent à renouer avec la croissance.

Chart 3 : EV / Historic EBITDA, LBO vs strategic buyers



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 4: Euro Zone buyout funds raised and invested



Source: EVCA

Strategic buyers

Acquéreurs stratégiques

The Argos Index is boosted by the increase in the prices paid by strategic buyers

The acquisition multiples paid by trade buyers increased by 5%, to 6.5x EBITDA, following a continuous decline in valuations during the previous 5 semesters. Multiples are increasing but the M&A market nonetheless remains very quiet for trade buyers.

Taking into account the prospect of weak internal growth, a resuming level of LBO exits (+78% in volume, cf. Chart 5) and valuations which could have been seen as attractive, conditions seemed to be right for trade buyers to again engage in transactions aimed at external growth, after a period centered on maintaining or recovering margins.

Nonetheless, the number and the valuations of transactions carried out by trade buyers have only risen slightly and still remain well below the high levels of recent years and under the Stock Exchange indices (cf. Chart 6). On transactions concerning the most attractive companies, their level is even below that of the LBO funds.

This seems to indicate a prudent or even wait-and-see approach, in particular on the part of foreign buyers who remain, with 29% of transactions, below the average for the last five years.

L'Indice Argos est tiré par la hausse des prix payés par les acquéreurs industriels

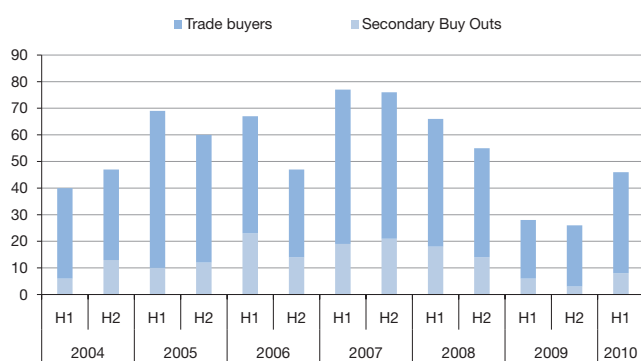
Les multiples d'acquisition payés par les acquéreurs industriels ont augmenté de 5%, à 6,5x EBITDA, après une chute continue des valorisations depuis 5 semestres. Les multiples sont en hausse sur un marché M&A pourtant encore peu actif pour les acquéreurs industriels.

Les conditions étaient a priori réunies pour que les acquéreurs industriels reprennent à nouveau des opérations de croissance externe après une période axée sur le maintien ou le redressement des marges : perspectives d'une faible croissance interne, reprise des sorties de portefeuille des fonds (+78% en volume, cf. Chart 5) et valorisations pouvant être perçues comme attractives.

Néanmoins, le nombre et les valorisations des opérations menées par les acquéreurs industriels ne remontent que légèrement et restent encore loin des niveaux élevés des dernières années et en deçà des indices boursiers (cf. Chart 6). Sur les transactions portant sur les sociétés les plus attractives, leur niveau est même inférieur à celui des fonds LBO.

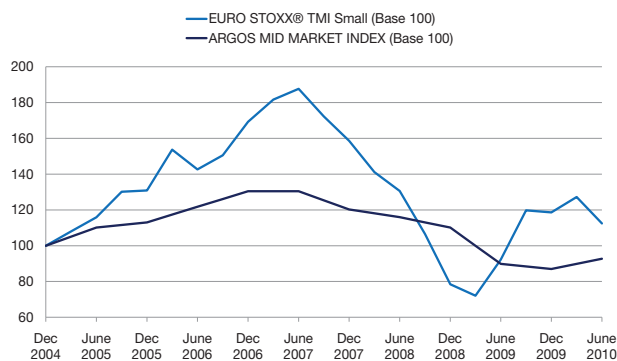
Cela semble témoigner d'une approche prudente voire attendiste, en particulier de la part des acquéreurs étrangers qui restent, avec 29% des opérations, sous la moyenne des cinq dernières années.

Chart 5 : Euro Zone private equity exits



Source: Epsilon Research / CorpinWorldwide (estimated number of deals)

Chart 6: EURO STOXX® TMI Small vs Argos Mid-Market Index



Source: Argos Mid-Market Index / Epsilon Research / Stoxxx.com

Sample analysis

Analyse de l'échantillon

Stability of the transaction sample used to compile the Index

Sample characteristics - size and type of deals, countries and sectors involved - are very stable from one Index to the next.

The following table shows the main characteristics of each index since 2004.

Stabilité de l'échantillon de transactions retenu pour l'indice

Les caractéristiques de l'échantillon – taille et type de transaction, répartition par pays et par secteur – montrent une grande stabilité d'un Indice à l'autre.

Le tableau suivant reprend les principales caractéristiques de chaque indice depuis 2004.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	H1 2010	
Samples size								Taille des échantillons
Deals studied	215	282	320	418	390	245	290	Transactions étudiées
Deals retained for the index	122	143	178	225	165	109	130	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	62,2	64,4	59,3	55,8	48,9	43,9	41,9	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average sales (€m)	87,2	84,2	79,7	87,2	89,5	97,3	87,0	Chiffre d'affaires moyen (M€)
EBITDA margin	15,5%	15,3%	11,6%	11,4%	13,4%	11,4%	13,6%	Marge d'EBITDA
EBIT margin	9,4%	9,4%	8,4%	10,6%	9,7%	7,8%	9,0%	Marge d'EBIT
Breakdown by size (Equity Value)								Répartition par taille (Valeur d'Equity)
[15-49] €m	48%	52%	52%	54%	61%	69%	69%	[15-49] M€
[50-99] €m	27%	26%	29%	31%	28%	23%	22%	[50-99] M€
[100-150] €m	25%	22%	19%	15%	11%	8%	9%	[100-150] M€
Breakdown by deal type								Répartition par type de transaction
Acquisition	68%	78%	81%	81%	78%	70%	71%	Acquisition
LBO	32%	22%	19%	19%	22%	30%	29%	LBO
Breakdown by country								Répartition par pays
France	29%	28%	28%	24%	27%	36%	22%	France
Germany	23%	31%	16%	21%	18%	19%	26%	Allemagne
Italy	18%	8%	12%	12%	16%	10%	18%	Italie
Benelux	13%	9%	16%	10%	13%	13%	12%	Benelux
Spain	10%	14%	10%	16%	8%	8%	9%	Espagne
Other (euro zone)	7%	9%	19%	17%	18%	14%	13%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector								Répartition par secteur d'activité
Energy and raw materials	11%	7%	12%	5%	5%	7%	12%	Energie et matières premières
Chemicals	5%	7%	7%	3%	4%	3%	4%	Chimie
Building, construction	5%	6%	4%	5%	4%	3%	5%	BTP
Industrial equipment	11%	20%	7%	11%	10%	12%	16%	Biens d'équipement
Consumer products	5%	6%	2%	5%	16%	7%	5%	Produits de consommation courante
Agro-food	13%	2%	2%	11%	8%	8%	4%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	14%	9%	5%	10%	6%	12%	13%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	3%	6%	12%	4%	9%	8%	10%	Distribution
Transport	8%	8%	6%	9%	6%	6%	5%	Transport
Media, Communication	5%	5%	11%	7%	3%	4%	2%	Médias, Communication
Business and consumer services	9%	13%	9%	15%	15%	11%	7%	Services aux entreprises & particuliers
IT services & telecoms	7%	3%	11%	8%	5%	12%	8%	Services informatiques & télécoms
Software	3%	7%	12%	9%	10%	7%	9%	Logiciels
Multiples (median)								Multiples (médiane)
EV / historic sales	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x	0,7x	1,0x	EV / Chiffre d'Affaires historique
EV / historic EBITDA	6,9x	7,8x	9,0x	8,3x	7,6x	6,0x	6,4x	EV / EBITDA historique
EV / current EBITDA	6,2x	6,7x	7,5x	7,8x	7,0x	5,1x	6,8x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	9,7x	9,3x	11,9x	11,0x	10,4x	8,4x	8,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,0x	3,1x	2,9x	2,9x	3,5x	1,9x	1,8x	Price to Book

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Equity value = price paid for 100% of the shares ; Valeur d'equity = prix payé pour 100% des actions
Enterprise value (EV) = Equity value + net financial debt ; Valeur d'entreprise (EV) = Valeur d'equity + dette financière nette

Argos Soditic & Epsilon Research



Created in 1989, Argos Soditic is an independent European Private Equity firm with offices in Paris, Geneva and Milan, wholly owned and operated by

its partners. The firm has developed a unique strategy of carrying out projects that require deep involvement with the financial shareholders and managers of companies (MBO, MBI, BIMBO, spin-off, reorganization, build-up) it acquires.

The group of funds managed by the firm (€420m) typically take majority stakes ranging from €5m to €50m in companies with revenues between €20 and €400m. Argos Soditic invests in companies with a leading market position or with the capacity to become a leader, focusing on growth rather than leverage in its value creation strategy.

The operations Argos Soditic has carried out include Buffet Crampon, Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même, Kermel and Eau Eclarlate in France, Sparco and GPP in Italy, and Maillefer and ORS in Switzerland. In 2006, the firm announced the closing of a new €275m fund, Argos Soditic V, which allowed the firm to carry out 15 transactions to date.

Créé en 1989, Argos Soditic est un groupe de Capital Investissement européen indépendant établi à Paris, Genève et Milan. Argos Soditic développe une stratégie d'investissement originale axée sur les opérations de reprise d'entreprises qui requièrent une implication particulière des actionnaires financiers aux côtés du management (MBO, MBI, BIMBO, spin-off, réorganisation, build-up).

Les interventions d'Argos Soditic portent sur des entreprises de taille moyenne (20 à 400M€ de CA), dans lesquelles les fonds gérés par Argos Soditic (420M€) prennent des participations majoritaires, pour un montant par transaction compris entre 5 et 50 M€. Les entreprises doivent bénéficier d'une position forte sur leur marché et d'un réel potentiel de croissance : Argos Soditic développe en effet une stratégie de création de valeur privilégiant la croissance à l'effet de levier.

Argos Soditic a ainsi signé des opérations telles que Buffet Crampon, Groupe Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même, Kermel ou Eau Eclarlate en France, Sparco et GPP en Italie, et Maillefer et ORS en Suisse. En 2006, le groupe a réalisé le closing du fonds Argos Soditic V à 275 M€ qui a permis la réalisation de 15 transactions à ce jour.

Contacts : Gilles MOUGENOT – Karel KROUPA

Argos Soditic - 14, rue de Bassano - 75783 Paris Cedex 16, France - Tel. +33 1 53 67 20 50 - www.argos-soditic.com



Epsilon Research is the first financial analysis bureau to specialise in

European private company M&A/private equity transactions.

Its key product, e-MAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »), is a unique database of European deal analysis reports that includes the detailed calculation of acquisition multiples, accessible via its proprietary IT platform. It has quickly become for its customers (investment funds, banks, advisors) a reference source in Europe for private company acquisition multiples.

Epsilon has also developed a number of market intelligence tools : financial databases (M&A transactions, company accounts); sector indices; market studies and analysis; tailored service for private equity quarterly portfolio valuations.

Epsilon was set up by two corporate finance professionals, reinforced by a team of financial analysts Paris and London based. It has received for its e-MAT database the label of Finance Innovation, the Paris-based global financial services cluster.

Epsilon Research est le premier bureau d'analyse financière spécialisé dans les acquisitions de sociétés non cotées en Europe (fusions-acquisitions, capital investissement).

Son produit phare, e-MAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »), est une base unique de rapports d'analyse de transactions européennes, intégrant le calcul des multiples d'acquisition, et accessibles depuis une plateforme web. Elle est rapidement devenue pour ses clients (fonds d'investissement, banques, conseils) une source de référence en Europe sur les multiples d'acquisition du non coté.

Epsilon développe également des outils de compréhension du marché : bases de données (transactions M&A, comptes de société), indices sectoriels, études et analyses de marché, service pour l'évaluation trimestrielle du portefeuille de participations des fonds de capital investissement.

La société a été créée par deux professionnels du corporate finance, renforcée par une équipe d'analystes financiers basés à Paris et Londres. Elle a obtenu en 2008 pour sa base e-MAT le label de Finance Innovation, pôle de compétitivité de la place financière de Paris.

Contact : Grégoire BUISSON

Epsilon Research - 7, rue Ambroise Thomas - 75009 Paris, France - Tel. +33 1 47 70 30 24 - www.epsilon-research.com

Argos Soditic

www.argos-soditic.com

14, rue de Bassano
75783 Paris Cedex 16
Tel : +33 1 53 67 20 50
Fax : +33 1 53 67 20 55

Piazza Diaz 5
20123 Milano
Tel : +39 02 00 660 700
Fax : +39 02 00 660 799

118, rue du Rhône
1204 Genève
Tel : +41 22 849 66 33
Fax : +41 22 849 66 27