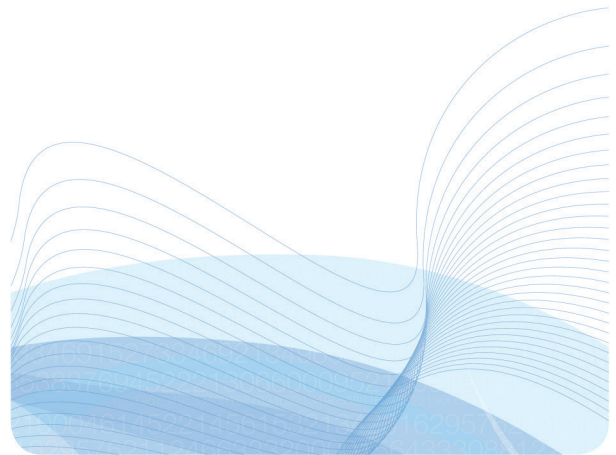


# ARGOS MID-MARKET Index June / Juin 2011

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 measures the evolution of euro zone private mid market company valuations. Carried out by Epsilon Research for Argos Soditic and published every six months, it reflects median historic EV/EBITDA multiples of mid market M&A transactions in the euro zone.

Following its launch in December 2006, the Argos Mid-Market Index has become a leading reference for private transactions.

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

- Choice of the relevant multiple

The EV/EBITDA 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.

- 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 is intended to reflect the evolution of valuations of private mid market companies. It is not designed as a business valuation tool.

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 du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusion-acquisitions mid-market de la zone euro.

Publié pour la première fois en décembre 2006, l'Indice Argos Mid-Market est devenu une référence pour les acteurs du non coté.

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

- Choix du multiple

Le multiple EV/EBITDA 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.

- 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 150 M€),
- 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), Company- Query (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 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 valorisations des sociétés non cotées et non un instrument de mesure pour valoriser une entreprise.

# Index trend

## Évolution de l'indice

### Mid market valuations return to their pre-crisis level

The Argos Mid-Market Index has risen sharply: at the end of June 2011 it rose to 7.2x historic EBITDA, an increase of +9% compared to December 2010 bringing it back to its historical average since the creation of the Index.

The rise in the Index is driven by the increase in acquisition multiples in LBO transactions which reached 7.6x EBITDA, i.e. +13.5% compared to December 2010. The LBO funds have thus paid 10% more for their acquisitions than have strategic buyers, for which acquisition multiples only rose marginally to 6.9x EBITDA.

This increase in multiples surprisingly occurs within the context of a fresh stagnation in euro zone M&A Mid Market activity. It is above all the industrial buyers who continue, in spite of their favourable financial situation, to delay their M&A transactions because of macroeconomic uncertainties.

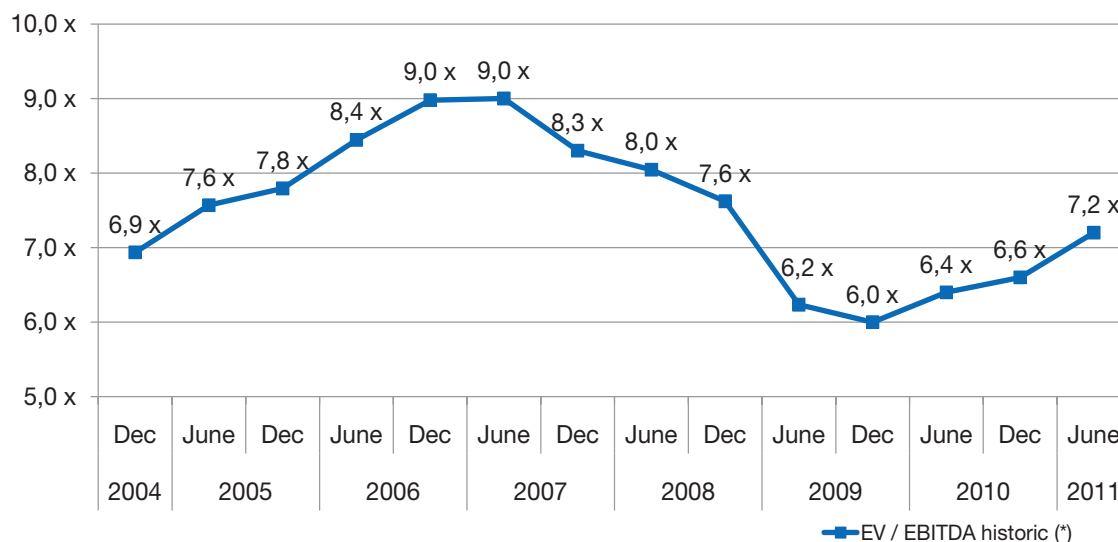
### Retour des valorisations mid market à leur niveau d'avant crise

L'indice Argos Mid-Market est en forte hausse : il s'établit à fin juin 2011 à 7,2x l'EBITDA historique, soit +9% par rapport à son niveau de décembre 2010, retrouvant ainsi sa moyenne historique depuis sa création.

La hausse de l'Indice est tirée par l'augmentation des valorisations des opérations LBO qui s'élèvent à 7,6x l'EBITDA, soit +13,5% par rapport à décembre 2010. Les fonds LBO ont ainsi payé leurs acquisitions 10% plus cher que les acquéreurs stratégiques, dont les multiples d'acquisition n'ont progressé que légèrement pour atteindre 6,9x l'EBITDA.

La hausse des multiples s'inscrit de manière surprenante dans un contexte de nouvelle stagnation du marché M&A mid market de la zone euro. Ce sont avant tout les acquéreurs industriels qui continuent, malgré une situation financière favorable, de repousser leurs opérations de M&A en raison des incertitudes macroéconomiques.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index June 2011



(\*) median value for last 12 month transactions - médiane pour les transactions des 12 derniers mois

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### Unexpected stagnation in mid market M&A activity

There has been little evolution in mid market M&A activity in the euro zone, either in volume or in value, since the last half year. For the last 18 months it has remained at its 2003/2004 level. The volume of activity, which showed signs of life in the first quarter of 2011 (+13% compared to the previous quarter) decreased again in the second quarter (-21%) (cf. Chart 2).

The factors which seemed to encourage a revival in activity, in particular for industrial buyers (availability of financing, level of available cash), only had a limited influence in the face of macroeconomic uncertainties and market volatility which led companies to delay their M&A projects.

LBO fund activity was also only maintained at the same level as in the second half of 2010. Only portfolio exits show a strong increase, of 16% in volume, 50% in value.

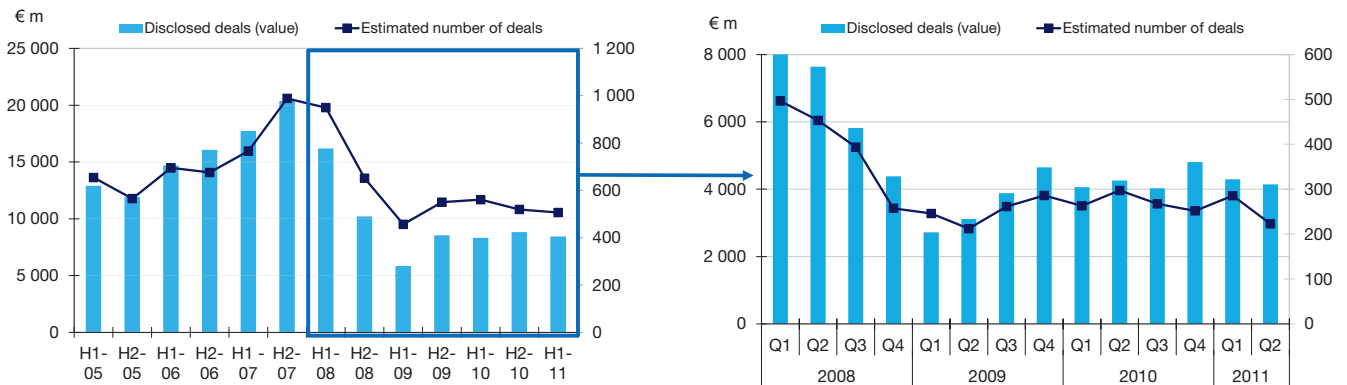
### Stagnation inattendue de l'activité M&A mid market

L'activité M&A mid market de la zone euro a peu évolué, en volume comme en valeur, depuis le semestre dernier et reste depuis 18 mois à son niveau de 2003/2004. Le volume d'activité, qui semblait repartir au premier trimestre 2011 (+13% par rapport au trimestre précédent), est retombé au deuxième (-21%) (cf. Chart 2).

Les facteurs qui semblaient pouvoir favoriser la reprise des opérations, en particulier pour les acquéreurs industriels (disponibilité du financement, niveau de trésorerie), n'ont eu qu'un effet limité face aux incertitudes macroéconomiques et à la volatilité des marchés qui ont poussé les entreprises à différer leurs projets M&A.

L'activité des fonds LBO s'est, elle, également seulement maintenue à son niveau du second semestre 2010. Seules les sorties de portefeuille sont en forte hausse, de 16% en volume, 50% en valeur.

Chart 2 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfmWorldwide

# LBO trend

## Évolution du LBO

### Strong increase in valuations of mid market LBO transactions

The prices paid by the LBO funds continue to progress, with an increase of 13.5% in the half year and 31% over 1 year. At 7.6x EBITDA, valuations have returned to their pre-crisis level (7.6x for the period 2005-2008).

In consequence and for the first time, valuation multiples of LBO mid market transactions are 10% higher than those of industrial acquisitions.

This rapid rise in LBO valuations is related principally to two factors :

- increased competition for attractive companies in a stagnant M&A market and the high level of cash which the funds still have, and
- anticipation of a return to growth (the valuations only evolve slightly in multiple of expected future results).

### Forte hausse des valorisations des opérations LBO mid market

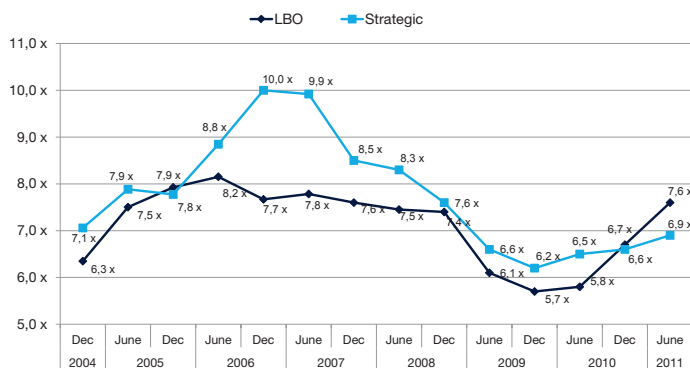
Les prix payés par les fonds LBO ont continué à progresser, avec une hausse de 13,5% sur le semestre et de 31% sur un an. A 7,6x l'EBITDA, les valorisations sont revenues à leur niveau d'avant la crise (7,6x sur la période 2005-2008).

Les multiples de valorisation des opérations LBO mid market s'établissent ainsi, pour la première fois, 10% au-dessus de ceux des acquisitions industrielles.

Cette hausse rapide des valorisations LBO est liée principalement à deux facteurs :

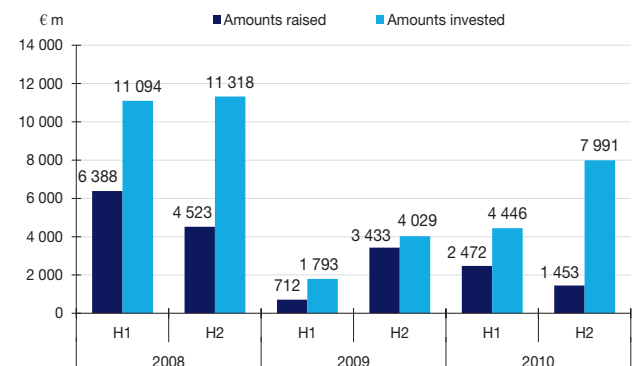
- la concurrence accrue pour les entreprises de qualité dans un marché M&A stagnant et avec des liquidités importantes dont disposent encore les fonds, et
- l'anticipation d'un retour des entreprises à la croissance (les valorisations n'évoluent que peu en multiple des résultats futurs attendus).

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



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 4 : Euro zone buyout funds raised and invested



Source: EVCA

# Strategic buyers

## Acquéreurs stratégiques

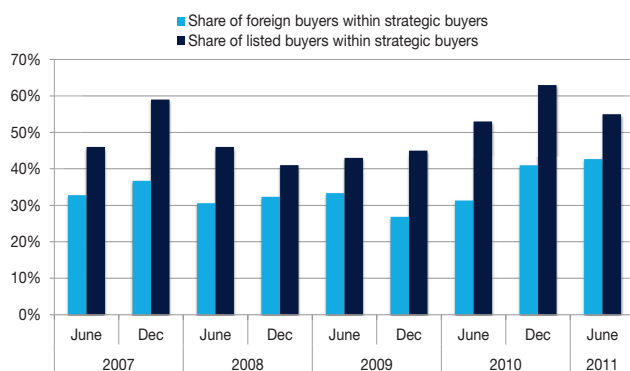
### Moderate increase in the prices paid by strategic buyers

The multiples paid by strategic buyers continued to grow at a moderate rate, of 5% compared to December 2010 and reached 6.9x EBITDA.

In spite of the fact that, for a number of half years, companies have enjoyed conditions more favourable to a recovery in M&A activity, notably a low level of debt<sup>(1)</sup>, they have remained prudent because of the macroeconomic uncertainties weighing on the euro zone, and the stagnation in the stock markets in the 1st half of 2011(cf. Chart 6).

In particular, foreign or listed buyers, whose market share remains high (cf. Chart 5), paid 5% less for their acquisitions than non-listed buyers.

Chart 5 : Acquisition of euro zone companies - share of foreign & listed buyers



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

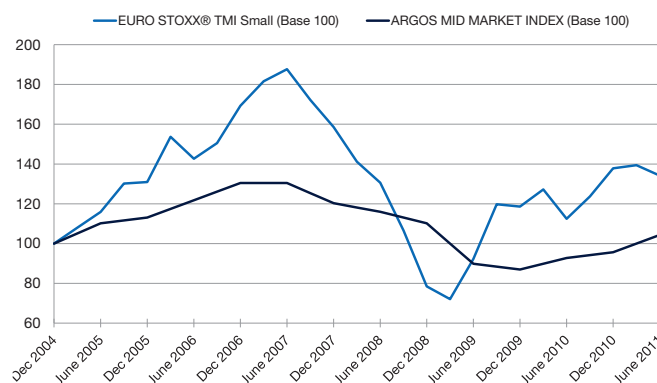
### Augmentation mesurée des prix payés par les acquéreurs industriels

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont continué leur croissance à un rythme mesuré, de 5% par rapport à décembre 2010, à 6,9x l'EBITDA.

Bien que les entreprises bénéficient depuis plusieurs semestres de conditions plus favorables à la reprise des opérations M&A, notamment d'un faible niveau d'endettement<sup>(1)</sup>, elles sont restées prudentes en raison des incertitudes macroéconomiques pesant sur la zone euro, et de la stagnation des marchés boursiers au 1er semestre 2011 (cf. Chart 6).

En particulier, les acquéreurs étrangers ou cotés dont les parts de marché restent élevées (cf. Chart 5), ont payé leurs acquisitions 5% moins cher que les acquéreurs non cotés.

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



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

<sup>(1)</sup> The debt/equity ratio of non-financial companies is at an historically low level: 42% vs 70% for the period 1990-2003 (Source : Financial Times, 23.05.11) / Le ratio dette/fonds propres des entreprises non-financières est à un niveau historiquement bas, à 42% vs. 70% sur la période 1990-2003 (Source Financial Times, 23.05.2011)

# 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	2010	June 2011	
<b>Samples size</b>									<b>Taille des échantillons</b>
Deals retained for the index	122	143	178	225	165	109	147	185	Transactions retenues pour l'indice
Average equity value (€m)	62,2	64,4	59,3	55,8	48,9	43,9	56,6	62,2	Valeur d'equity moyenne (M€)
Average sales (€m)	87,2	84,2	79,7	87,2	89,5	97,3	102,6	90,2	Chiffre d'affaires moyen (M€)
EBITDA margin	15,5%	15,3%	11,6%	11,4%	13,4%	11,4%	14,5%	13,2%	Marge d'EBITDA
EBIT margin	9,4%	9,4%	8,4%	10,6%	9,7%	7,8%	9,9%	9,9%	Marge d'EBIT
<b>Breakdown by size (equity value)</b>									<b>Répartition par taille (valeur d'equity)</b>
[15-49] €m	48%	52%	52%	54%	61%	69%	52%	52%	[15-49] M€
[50-99] €m	27%	26%	29%	31%	28%	23%	28%	24%	[50-99] M€
[100-150] €m	25%	22%	19%	15%	11%	8%	20%	24%	[100-150] M€
<b>Breakdown by deal type</b>									<b>Répartition par type de transaction</b>
Acquisition	68%	78%	81%	81%	78%	70%	66%	70%	Acquisition
LBO	32%	22%	19%	19%	22%	30%	34%	30%	LBO
<b>Breakdown by country</b>									<b>Répartition par pays</b>
France	29%	28%	28%	24%	27%	36%	23%	31%	France
Germany	23%	31%	16%	21%	18%	19%	13%	14%	Allemagne
Italy	18%	8%	12%	12%	16%	10%	27%	22%	Italie
Benelux	13%	9%	16%	10%	13%	13%	15%	15%	Benelux
Spain	10%	14%	10%	16%	8%	8%	8%	8%	Espagne
Other (euro zone)	7%	9%	19%	17%	18%	14%	14%	10%	Autre (zone euro)
<b>Breakdown by sector</b>									<b>Répartition par secteur d'activité</b>
Energy and raw materials	11%	7%	12%	5%	5%	7%	6%	3%	Energie et matières premières
Chemicals	5%	7%	7%	3%	4%	3%	1%	1%	Chimie
Building, construction	5%	6%	4%	5%	4%	3%	5%	4%	BTP
Industrial equipment	11%	20%	7%	11%	10%	12%	20%	17%	Biens d'équipement
Consumer products	5%	6%	2%	5%	16%	7%	5%	5%	Produits de consommation courante
Agro-food	13%	2%	2%	11%	8%	8%	9%	10%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	14%	9%	5%	10%	6%	12%	8%	8%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	3%	6%	12%	4%	9%	8%	12%	13%	Distribution
Transport	8%	8%	6%	9%	6%	6%	5%	9%	Transport
Media, Communication	5%	5%	11%	7%	3%	4%	6%	5%	Médias, Communication
Business and consumer services	9%	13%	9%	15%	15%	11%	7%	5%	Services aux entreprises & particuliers
IT services, software & telecoms	10%	10%	23%	17%	15%	19%	16%	20%	Services IT, logiciels & télécoms
<b>Multiples (median)</b>									<b>Multiples (médiane)</b>
EV / historic sales	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x	0,7x	1,0x	1,0x	EV / Chiffre d'affaires historique
EV / historic EBITDA	6,9x	7,8x	9,0x	8,3x	7,6x	6,0x	6,6x	7,2x	EV / EBITDA historique
EV / current EBITDA	6,2x	6,7x	7,5x	7,8x	7,0x	5,1x	6,8x	6,7x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	9,7x	9,3x	11,9x	11,0x	10,4x	8,4x	7,8x	9,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,0x	3,1x	2,9x	2,9x	3,5x	1,9x	1,9x	2,4x	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



Argos Soditic is an independent European private equity group with offices in Paris, Milan and Geneva.

Since its creation in 1989, Argos Soditic has carried out more than 50 transactions focusing on management buy-outs and buy-ins in small and medium companies. Argos Soditic typically takes majority stakes ranging from €5m to €50m in companies with revenues of €20m to €400m.

The firm has developed a track record of unusual, complex and off-market transactions where the firm's combination of local presence and international experience is able to add value to the small and medium-sized businesses it invests in.

At the end of 2010, Argos Soditic raised its new fund Euroknights VI at his hard cap of €400m. The firm has assets under management of €750m allocated to its lower mid market buy-out funds and Argos Expansion, the firm's minority equity and expansion capital fund.

Argos Soditic est un groupe de capital investissement européen indépendant établi à Paris, Milan et Genève.

Depuis sa création en 1989, le groupe a réalisé plus de 50 opérations de MBO et MBI portant sur des entreprises de taille moyenne (chiffre d'affaires de 20 à 400 M€). Ses prises de participations majoritaires sont comprises entre 5 et 50 M€.

Le groupe développe une stratégie d'investissement originale axée sur des opérations complexes privilégiant la transformation et la croissance des entreprises à l'effet de levier. Son approche entrepreneuriale se caractérise par une forte proximité avec les équipes dirigeantes et par un soutien important pour les accompagner dans la mise en oeuvre de leur projet stratégique.

Fin 2010, le groupe a réalisé le closing de son sixième fonds Euroknights VI à 400 M€. Il gère désormais 750 M€ à travers ses fonds LBO et Argos Expansion, son fonds de capital développement et de mezzanine sponsorless.

**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](http://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 créé 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](http://www.epsilon-research.com)

## Argos Soditic

[www.argos-soditic.com](http://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