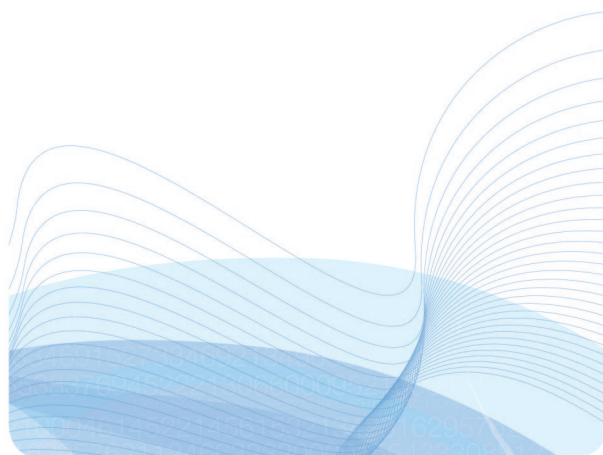


ARGOS MID-MARKET Index March / Mars 2012

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

LBO vs strategic buyers / LBO vs acquéreurs industriels

page 6

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

page 7

Sample analysis / Analyse de l'échantillon

page 8

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 three months, it reflects median EV/EBITDA multiples, on a six-month rolling basis, 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, used by private equity funds, M&A advisors, investment banks, and accountants.

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 trimestre, il correspond à la médiane sur 6 mois glissants du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusions-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 : fonds de private equity, conseils en fusions-acquisitions, banques d'affaires, experts-comptables.

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), 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 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

Fall in mid-market valuations in an M&A market at its lowest historical level

After five half-years of regular increases, the Argos Mid-Market Index for the first quarter of 2012 has fallen by 6.5%. It stands at 7.2x EBITDA, returning to its June 2011 level. Both the strategic buyers and the LBO funds have reduced the prices paid for their acquisitions, respectively to 7.2x and 7.4x EBITDA.

The fall in the Index is accompanied also by a sharp drop in M&A activity which declined by 23% in volume and 48% in value compared to the previous quarter. Within a context of deterioration of growth perspectives and the financial difficulties affecting the euro zone, M&A activity dropped to its lowest level since the creation of the Index.

NB : In order to better reflect the trends and ruptures in the evolution of the valuations of non-listed companies, we have modified the periodicity and the composition of the Argos Mid-Market Index. From now on it will be published quarterly and include transactions completed over the last 6 months.

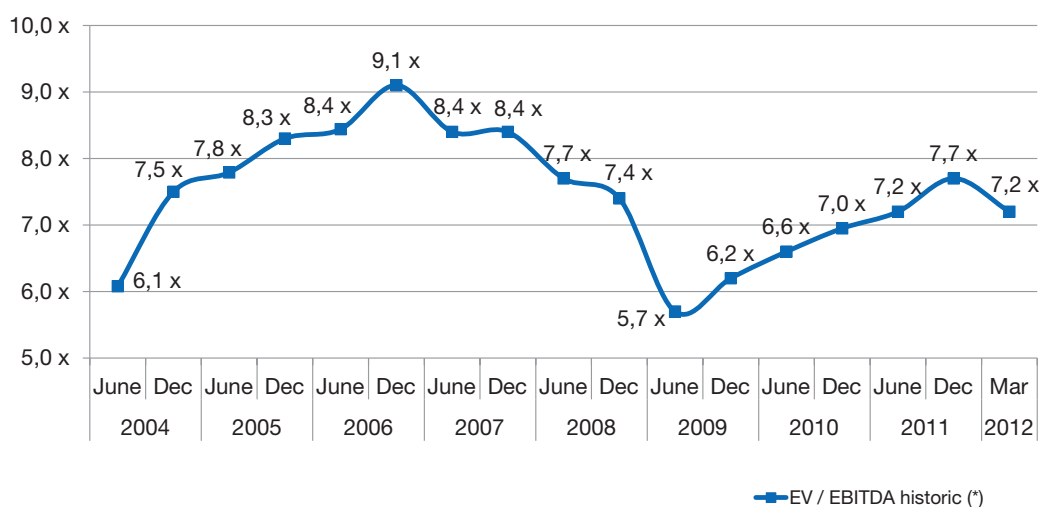
Baisse des valorisations mid market dans un marché M&A à son plus bas historique

Après cinq semestres de hausse régulière, l'Indice Argos Mid-Market du premier trimestre 2012 est en baisse de 6,5% : il s'élève à 7,2x l'EBITDA, retrouvant son niveau de juin 2011. Aussi bien les acquéreurs stratégiques que les fonds LBO ont réduit les prix payés pour leurs acquisitions, respectivement à 7,2x et 7,4x l'EBITDA.

La baisse de l'Indice s'accompagne également d'une forte chute de l'activité M&A qui décline de 23% en volume et de 48% en valeur par rapport au trimestre précédent. Dans un contexte de dégradation des perspectives de croissance et de difficultés financières touchant la zone euro, l'activité M&A atteint son niveau le plus faible depuis la création de l'Indice.

NB : Afin de mieux refléter les tendances et ruptures dans l'évolution des valorisations des sociétés non cotées, nous avons modifié la périodicité et la composition de l'Indice Argos Mid-Market. Il sera désormais publié trimestriellement et inclura les transactions réalisées sur 6 mois glissants.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index March 2012



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(*) median value for last 6 month transactions - médiane pour les transactions des 6 derniers mois

LBO vs strategic buyers

LBO vs acquéreurs industriels

The drop in multiples concerns both industrial buyers and the LBO funds

Notwithstanding the collapse in LBO activity this quarter, the prices paid by the funds only dropped by 5.3% to 7.4x EBITDA : the transactions concern a few (rare) quality companies, at high prices. The acquisition multiples thus remain, for the 4th consecutive half-year, higher than the multiples paid by the industrial buyers.

The multiples paid by industrial buyers have fallen by 4% to 7.2x EBITDA, following a regular rise over the previous 2.5 years.

Deterioration in company growth perspectives, risk of recession for several countries in the euro zone, sovereign debt crises, the difficulties in financing : the uncertainties aggravate and weigh on multiples, despite the fact that the large European enterprises continue to enjoy solid balance sheets.

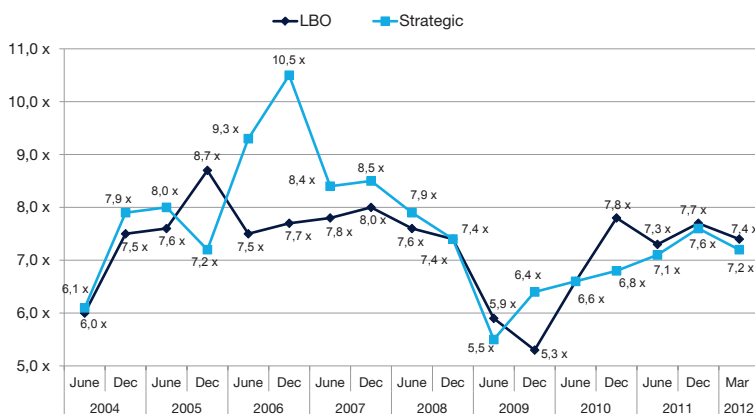
La baisse des multiples concerne à la fois les acquéreurs industriels et les fonds LBO

Malgré l'effondrement de l'activité LBO ce trimestre, les prix payés par les fonds ne baissent que de 4% à 7,4x l'EBITDA : les opérations portent sur quelques (rares) entreprises de qualité, à des prix élevés. Les multiples d'acquisition restent ainsi, pour le 4ème semestre consécutif, au-dessus des multiples payés par les industriels.

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont baissé de 5,3% à 7,2x l'EBITDA, après une hausse régulière depuis 2 ans et demi.

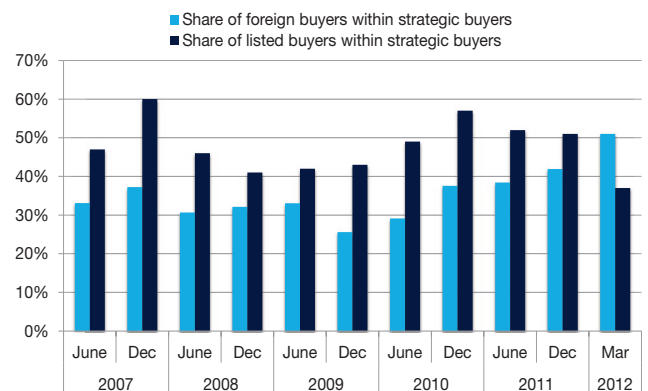
Dégradation des perspectives de croissance des entreprises, risque de récession pesant sur plusieurs pays de la zone euro, crise des dettes souveraines, difficultés de financement des entreprises : les incertitudes s'aggravent et pèsent sur les multiples, et ce bien que les grandes entreprises européennes continuent de bénéficier de bilans solides.

Chart 2 : EV / Historic EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 3 : Acquisitions of Euro zone mid market companies by strategic buyers



Source : Epsilon Research / CorptinWorldwide

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

Sharp fall in M&A activity and LBO mid market transactions

The mid market M&A activity fell sharply in the 1st quarter of 2012 : by 23% in volume and 48% in value compared to the preceding quarter, and thus reached its lowest level since 2009.

In particular, the listed industrial buyers abruptly reduced their M&A activity, their share of industrial acquisitions (37% in volume) was the lowest in more than 10 years. In the same way, there has been a sharp reduction in intra euro zone transactions, which has led the foreign industrial buyers' share to a record level 51% of strategic transactions.

The mid market LBO activity slumped in the first quarter : by 61% in volume, 85% in value ⁽¹⁾. LBO transactions thus represented only 8% of the M&A market, their weakest level since 2002. There are fewer investment opportunities and they are more difficult to handle owing to the lack of visibility relating to the activity of the enterprises, and their financing still remains complex.

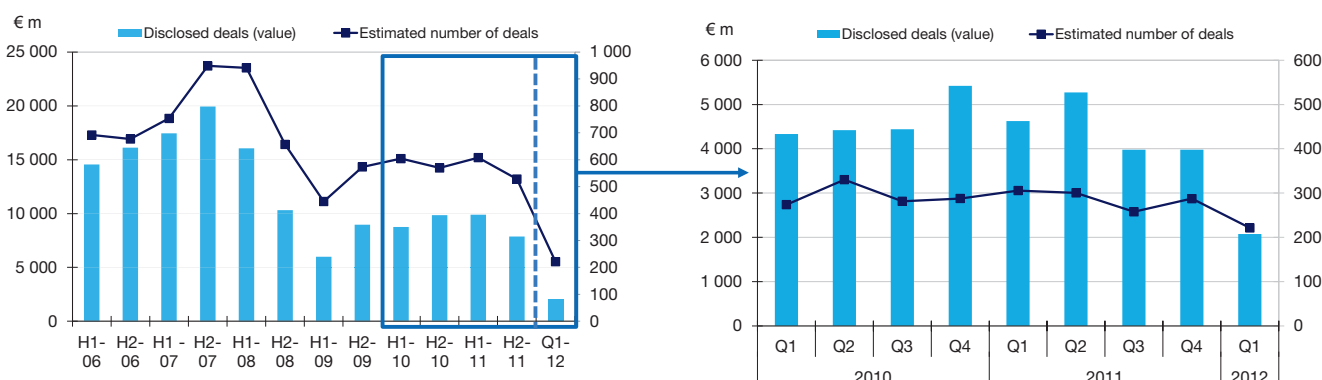
Forte chute de l'activité M&A et des opérations LBO mid market

L'activité M&A mid market a fortement baissé au 1er trimestre 2012 : de 23% en volume et de 48% en valeur par rapport au trimestre précédent et atteint ainsi un niveau proche des plus bas de 2009.

En particulier, les acquéreurs industriels cotés ont brutalement réduit leur activité M&A, leur part dans les acquisitions industrielles (37% en volume) étant la plus basse depuis plus de 10 ans. De même, les opérations intra-zone euro sont en net repli, conduisant ainsi la part des acquéreurs industriels étrangers à un niveau record de 51%.

L'activité LBO mid market s'est effondrée au premier trimestre : de 61% en volume, 85% en valeur ⁽¹⁾. Les opérations LBO ne représentent ainsi que 8% du marché M&A, leur plus faible niveau depuis 2002. Les opportunités d'investissement sont plus rares et plus difficiles à mener en raison du manque de visibilité sur l'activité des entreprises et l'accès aux financements demeure complexe.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



⁽¹⁾ Source : Epsilon Research / CorffinWorldwide

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.

	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010	H1 2011	H2 2011	Q1 2012	
Samples size								Taille des échantillons
Deals retained for the index	50	74	65	93	105	81	71	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	43,9	43,4	44,6	64,4	59,3	56,2	58,7	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	122,8	99,2	91,1	105,6	97,3	103,0	129,4	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	11,0%	11,9%	14,5%	13,5%	12,7%	11,4%	11,1%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	8,0%	8,2%	10,2%	9,9%	10,0%	7,9%	8,2%	Marge d'EBIT (N-1)
Breakdown by size (Equity Value)								Répartition par taille (Valeur d'Equity)
[15-49] €m	68%	69%	65%	45%	59%	56%	51%	[15-49] M€
[50-99] €m	24%	22%	26%	29%	20%	28%	31%	[50-99] M€
[100-150] €m	8%	9%	9%	26%	21%	16%	18%	[100-150] M€
Breakdown by deal type								Répartition par type de transaction
Acquisition	60%	72%	65%	69%	72%	73%	73%	Acquisition
LBO	40%	28%	35%	31%	28%	27%	27%	LBO
Breakdown by country								Répartition par pays
France	48%	24%	25%	28%	35%	25%	25%	France
Germany	12%	31%	17%	11%	19%	23%	23%	Allemagne
Italy	10%	11%	21%	26%	19%	18%	14%	Italie
Benelux	12%	11%	14%	15%	12%	10%	16%	Benelux
Spain	6%	10%	11%	5%	10%	9%	8%	Espagne
Other (euro zone)	12%	13%	12%	15%	5%	15%	14%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector								Répartition par secteur d'activité
Energy and raw materials	2%	15%	9%	2%	4%	9%	7%	Energie et matières premières
Chemicals	2%	3%	3%	0%	2%	4%	4%	Chimie
Building, construction	4%	1%	8%	3%	4%	4%	7%	BTP
Industrial equipment	12%	10%	17%	23%	12%	21%	17%	Biens d'équipement
Consumer products	10%	8%	6%	3%	9%	7%	4%	Produits de consommation courante
Agro-food	12%	4%	6%	11%	8%	15%	13%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	14%	8%	8%	7%	5%	4%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	9%	12%	12%	11%	8%	6%	Distribution
Transport	8%	5%	3%	11%	11%	6%	4%	Transport
TMT	20%	23%	19%	22%	24%	10%	20%	TMT
Business and consumer services	14%	8%	9%	5%	8%	11%	14%	Services aux entreprises & particuliers
Multiples (median)								Multiples (médiane)
EV / historic sales	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	5,7x	6,2x	6,6x	7,0x	7,2x	7,7x	7,2x	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	4,8x	5,6x	6,8x	6,7x	6,0x	6,8x	6,4x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	8,7x	8,3x	7,5x	9,0x	9,4x	11,4x	9,4x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,1x	1,8x	1,8x	2,4x	2,4x	2,6x	3,0x	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



Capital for your future ■■■

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.

With €700m under management, 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.

Argos Soditic est un groupe de capital investissement 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 400m€). Ses prises de participations majoritaires sont comprises entre 5 et 50m€.

Avec 700M€ sous gestion, 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 œuvre de leurs projets stratégiques.

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



Epsilon Research is an independent research and financial analysis bureau specialising in the M&A/private equity markets. It provides research, deal analysis and market intelligence on private company M&A and LBO transactions.

Its key product, EMAT («Epsilon Multiple Analysis Tool™»), is the largest database for European private company transaction multiples, with detailed analysis of 5,000+ M&A deals (1 to 500 m value) covering all industry sectors. It has quickly become a reference source for its customers (investment funds, banks, accountants, M&A advisors).

Epsilon Research est un bureau indépendant de recherche et d'analyse financière spécialisé sur les acquisitions d'entreprises non cotées. Epsilon publie des rapports de recherches, analyses de transactions et indices de marché sur les acquisitions d'entreprises non cotées (M&A/ LBO).

Son produit phare, EMAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ ») est la première base de multiples de transactions européennes non cotées, avec les rapports d'analyse de 5.000+ opérations M&A (d'une valeur de 1 à 500 m) sur tous secteurs d'activité. Elle est rapidement devenue une source de référence pour ses clients (fonds d'investissement, banques, experts-comptables, conseils).

Contact : Grégoire BUISSON

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



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