



ARGOS

INDEX

the mid market reference

March / Mars 2014

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

Prepared by
Réalisé par

Argos Soditic & Epsilon Research



Capital for your future ■■■

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

The Index continues to climb, driven by industrial buyers

The Argos Mid-Market Index grew by 4% in the 1st quarter 2014 compared to the final quarter of 2013 to 7.8x historical EBITDA. This is a second consecutive increase after the 12% growth recorded in the previous quarter and in spite of relatively stable activity (in terms of volume of transactions).

This increase in the Index comes alongside the continued divergence of trade acquisitions and buyout transactions where acquisition multiples remain stable even though the number of transactions has fallen in the first quarter. The Index is effectively driven by the continual growth of the acquisition multiples offered by industrial players to 8.3x historical EBITDA.

In addition to the relative improvement of the economic situation in the Eurozone, the growth of the Index demonstrates higher confidence levels for quoted buyers as they benefit from the continued improvement in European stock markets⁽¹⁾ and overseas buyers, particularly north Americans, who have a market share at its highest level since 2007.

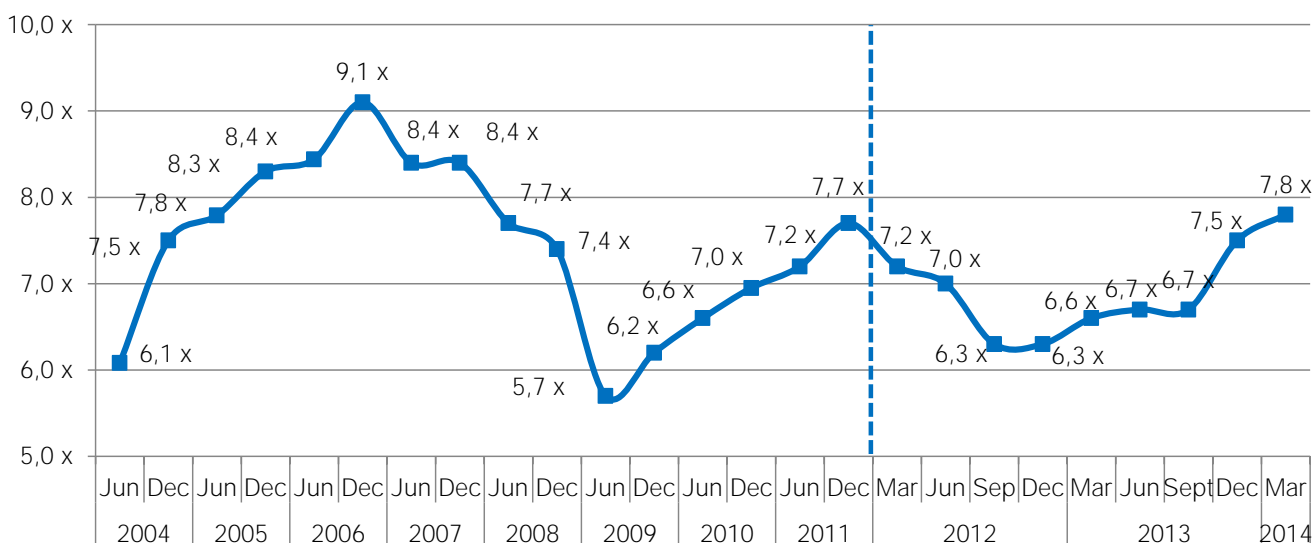
Poursuite de la hausse de l'Indice, soutenue par les acquéreurs industriels

L'Indice Argos Mid-Market est en progression de 4% au 1^{er} trimestre 2014 par rapport au 4^{ème} trimestre 2013, à 7,8x l'EBITDA historique. Il s'agit d'une seconde hausse consécutive après l'augmentation de 12% enregistrée au trimestre précédent, et ce malgré une activité plutôt stable (en volume de transactions).

Cette hausse de l'Indice s'accompagne d'une divergence soutenue entre les acquisitions stratégiques et les opérations de capital-transmission, dont les multiples d'acquisition restent à un niveau stable alors que le nombre de transactions est en baisse au 1^{er} trimestre. L'Indice est effectivement tiré par la progression constante des multiples d'acquisition offerts par les industriels, à 8,3x l'EBITDA historique.

Au-delà de l'amélioration relative des conditions économiques de la zone euro, la croissance de l'Indice témoigne d'un regain de confiance des acquéreurs côtés qui bénéficient de la hausse continue des marchés actions européens⁽¹⁾, et de celle des acquéreurs étrangers, en particulier nord-américains, dont la part du marché est au plus haut depuis 2007.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index March 2014 ^(*)



^(*) Median EV / EBITDA on a 6 months rolling basis / Multiple médian EV / EBITDA sur 6 mois glissants

⁽¹⁾ Growth in the EURO STOXX® TMI Small Index of 22.4% in 2013 and by 50% since 1st January 2011 / Progression de l'indice EURO STOXX® TMI Small de 22,4% sur 2013 et de 50% depuis le 1^{er} janvier 2011

Buyout vs strategic

Capital-transmission vs industriels

Continued increase in prices paid by trade buyers

Acquisition multiples paid by industrial buyers have continued to rise to 8.3x historical EBITDA, recording an increase in 9% compared to the 4th quarter 2013 and 30% up since December 2012.

Several factors explain this evolution:

- positive equity markets encourage quoted buyers to offer valuation multiples for unquoted companies in line with their own multiples. This trend is even more pronounced as the proportion of quoted companies among the industrial players is at a record level previously reached in December 2007 (61% in the 1st quarter 2014).
- the increasing share of overseas buyers (45% of trade buyers in the 1st quarter 2014), in particular North Americans (50% of overseas buyers in the last 6 months) who tend to offer higher multiples
- the use of surplus cash flow by European companies, increasingly oriented to M&A⁽¹⁾.

Prices paid by mid-market buyout funds have remained stable, at 7.3x historical EBITDA. This valuation level remains stable through an increasing diversification of financing sources, weak interest rates as well as relatively tight financing margins and commissions. The gap is even more pronounced with large cap buyout transactions, driven by access to high yield debt and so leverage has increased significantly⁽²⁾.

Progression continue des prix payés par les industriels

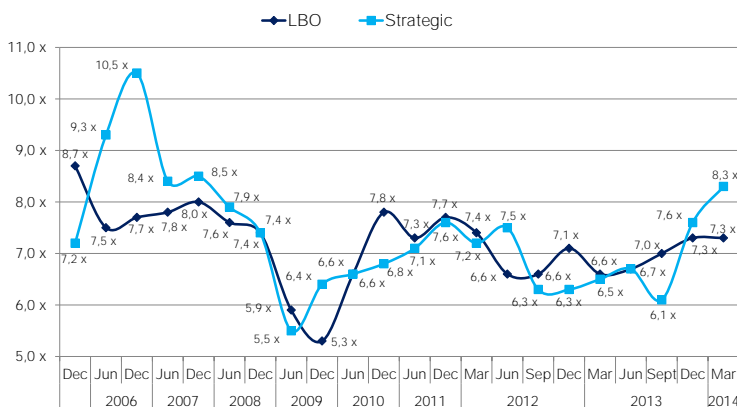
Les multiples d'acquisition payés par les acquéreurs industriels continuent leur progression, à 8,3x l'EBITDA historique, enregistrant une augmentation de 9% par rapport au 4^{ème} trimestre 2013 et supérieure à 30% depuis décembre 2012.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer cette évolution:

- la bonne tenue des marchés actions incite les acquéreurs cotés à proposer des multiples de valorisation pour les sociétés non-cotées en ligne avec leurs propres multiples. Cette tendance est d'autant plus nette que la part des acquéreurs cotés parmi les acquéreurs industriels a atteint son niveau record établi en décembre 2007 (61% au 1^{er} trimestre 2014).
- la part croissante des acquéreurs étrangers (45% des acquéreurs industriels au 1^{er} trimestre 2014), en particulier nord-américains (50% des acquéreurs étrangers sur les 6 derniers mois), ayant pour habitude de proposer des multiples plus élevés.
- l'utilisation de la trésorerie excédentaire des entreprises européennes, davantage orientées vers le M&A⁽¹⁾.

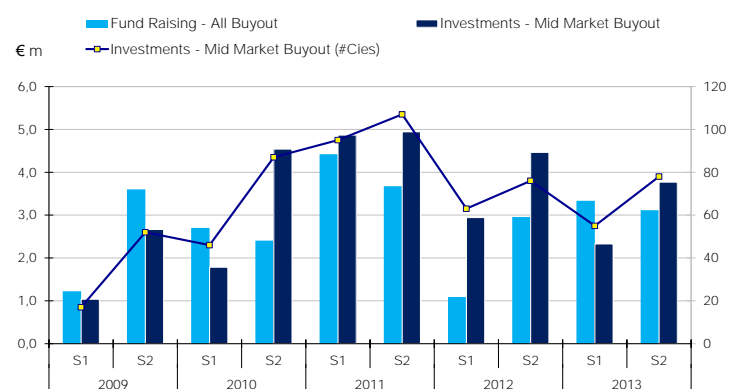
Les prix payés par les fonds de capital-transmission mid-market sont restés à un niveau stable, à 7,3x l'EBITDA historique. Ce niveau de valorisation reste soutenu par une diversification croissante des sources de financement, des taux d'intérêt faibles, ainsi que des marges et commissions de financement relativement serrées. Le décalage est encore plus significatif avec les opérations de capital-transmission large cap, dopées par l'accès à la dette high yield et dont le levier a augmenté significativement⁽²⁾.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs Buyout



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 3 : Eurozone buyout activity flow



Source : Epsilon Research / EVCA PEREP Analytics

⁽¹⁾ Predicted increase in M&A expenditure for European companies in 2014: +25% to €150bn according to Goldman Sachs, Les Echos, 31 March 2014 / Augmentation des dépenses des entreprises européennes en M&A prévues sur 2014 : +25% à 150 Md€ selon Goldman Sachs / in Les Echos, 31 mars 2014

⁽²⁾ According to S&P Capital IQ LCD, in Europe the issuance of high yield debt grew from €36.4bn to €70.4bn between 2012 and 2013 ; the ratio debt/EBITDA increased from 4.7x in 2013 to 5.4x at the beginning of 2014 (source : Forbes, 1st February 2014) / Selon S&P CapitalIQ LCD, les émissions de dette high yield sont passées en Europe de 36,4 Md€ à 70,4 Md€ entre 2012 et 2013 ; le ratio dette/EBITDA ayant évolué de 4,7x en 2013 à 5,4x début 2014 (source : Forbes, 1^{er} février 2014)

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

M&A mid-market remains stable

The M&A mid-market has seen relatively stable activity compared to the two previous quarters (with transaction volumes equivalent to the levels reached in the 3rd quarter of 2013).

Buyout activity has actually decreased by 28% compared to the 4th quarter 2013, despite the recovery confirmed by fund raising in the second half of 2013 (>€3 billion over 3 semesters).

Following the reduction in macro-economic risks since the 2nd half of 2013, growth prospects have improved for the Eurozone particularly for periphery countries.

The improved investor confidence, which up to now has resulted in an increase in stock markets, a recovery in initial public offerings and major M&A transactions, has only partially filtered through to the Mid-Market.

The slow and tentative recovery in activity seems to be linked to a weak appetite to sell:

- managers of SME's might have an interest to delay the sale of their business: re-investment options are limited and their returns are lower. In addition some managers are waiting for their company accounts to show a material return to growth and better profitability before committing to an exit process.
- big companies with clean balance sheets (low debt / high cash levels) have less pressure to sell assets.
- initial public offerings have once again become a credible alternative for buyout funds looking to sell their investments.

Le marché M&A mid-market reste stable

L'activité M&A mid-market au 1^{er} trimestre 2014 est relativement stable par rapport aux deux trimestres précédents (volume de transactions équivalent au niveau atteint lors du 3^{ème} trimestre 2013).

L'activité du capital-transmission est même en baisse de 28% par rapport au 4^{ème} trimestre 2013 malgré la reprise confirmée des levées de fonds au 2nd semestre 2013 (> 3 Md€ depuis trois semestres).

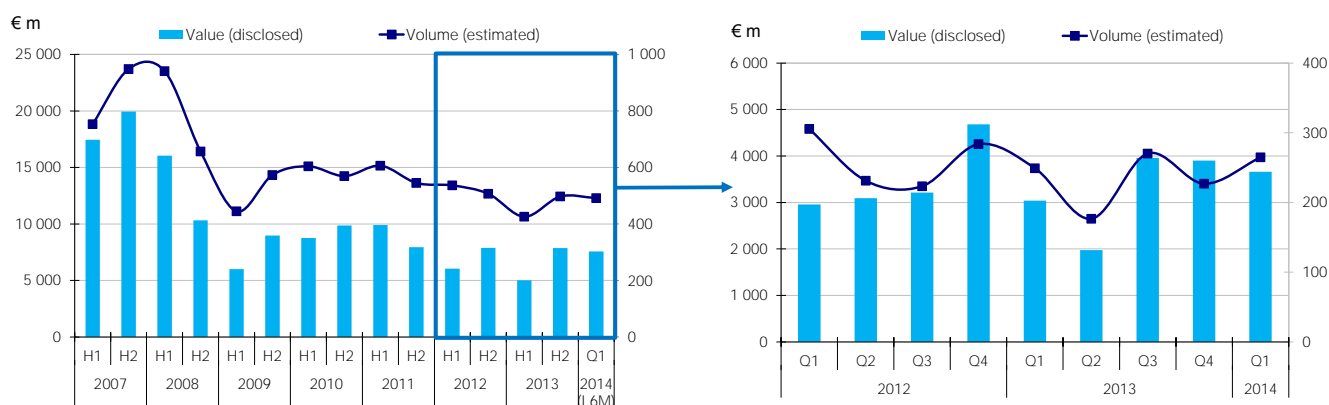
Après une dissipation des risques macro-économiques depuis le 2nd semestre 2013, les perspectives de croissance s'améliorent pour la zone euro, en particulier pour les pays en périphérie.

Le regain de confiance des investisseurs, qui s'est traduit jusqu'à présent par une hausse des marchés actions, une reprise des introductions en bourse et l'annonce d'opérations M&A d'envergure, ne se transmet que partiellement au mid-market.

La reprise timide de l'activité semble liée à la faible appétence des vendeurs :

- les dirigeants de PME peuvent avoir intérêt à retarder la cession de leur entreprise : les options de réinvestissement sont limitées et présentent un rendement plus faible. Certains dirigeants attendent également que les comptes de leur société présentent un retour matériel à la croissance et à un niveau de rentabilité supérieur avant d'engager un processus de sortie.
- les grandes entreprises, dont les bilans sont sains (faible endettement / niveau élevé de trésorerie), ont moins de pression pour vendre des actifs.
- l'introduction en bourse est redevenue une alternative crédible pour les fonds de capital-transmission souhaitant céder leurs participations.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



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 2011	H2 2011	H1 2012	H2 2012	H1 2013	H2 2013	Q1 2014	
Samples size								Taille des échantillons
Deals retained for the index	105	81	61	73	70	72	78	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	59,3	56,2	63,9	58,6	56,0	54,3	53,2	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	97,3	103,0	103,3	106,1	119,0	74,0	84,7	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	12,7%	11,4%	11,1%	14,4%	16,0%	13,2%	14,2%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	10,0%	7,9%	7,9%	10,6%	10,0%	11,9%	8,4%	Marge d'EBIT (N-1)
Breakdown by size (Equity Value)								Répartition par taille (Valeur d'Equity)
[15-49] €m	59%	56%	49%	55%	52%	54%	60%	[15-49] M€
[50-99] €m	20%	28%	28%	27%	38%	30%	24%	[50-99] M€
[100-150] €m	21%	16%	23%	18%	10%	16%	15%	[100-150] M€
Breakdown by deal type								Répartition par type de transaction
Acquisition	72%	73%	80%	77%	63%	80%	81%	Acquisition
LBO	28%	27%	20%	23%	37%	20%	19%	LBO
Breakdown by country								Répartition par pays
France	35%	25%	33%	26%	40%	24%	29%	France
Germany	19%	23%	13%	17%	15%	23%	21%	Allemagne
Italy	19%	18%	8%	16%	20%	14%	13%	Italie
Benelux	12%	10%	25%	18%	11%	10%	15%	Benelux
Spain-Portugal	10%	9%	11%	7%	3%	16%	9%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	5%	15%	10%	16%	11%	13%	13%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector								Répartition par secteur d'activité
Energy, raw materials, chemicals	4%	9%	9%	19%	9%	10%	7%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	4%	7%	5%	3%	5%	4%	BTP
Industrial equipment	12%	21%	16%	8%	17%	18%	10%	Biens d'équipement
Consumer products	9%	7%	4%	1%	8%	4%	8%	Produits de consommation courante
Agro-food	8%	15%	3%	3%	4%	9%	7%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	7%	5%	6%	13%	4%	12%	11%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	11%	8%	6%	9%	14%	7%	6%	Distribution
Transport	11%	6%	6%	8%	11%	7%	12%	Transport
TMT	24%	10%	28%	24%	24%	25%	31%	TMT
Business and consumer services	8%	11%	15%	10%	6%	3%	4%	Services aux entreprises & particuliers
Multiples (median)								Multiples (médiane)
EV / historic sales	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,2x	1,0x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	7,2x	7,7x	7,0x	6,3x	6,7x	7,5x	7,8x	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	6,0x	6,8x	ns	6,7x	ns	7,4x	ns	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	9,4x	11,4x	8,6x	9,6x	8,2x	9,3x	10,7x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	2,5x	2,6x	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



Capital for your future ■■■

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

Since its creation in 1989, Argos Soditic has carried out more than 60 transactions focusing on management buy-outs and buy-ins in small and medium companies. Argos Soditic typically takes majority stakes ranging from €10m to €60m in companies with revenues of €20m to €400m.

With €675m under management for MBO (€400m for the last fund), 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, Genève et Bruxelles.

Depuis sa création en 1989, le groupe a réalisé plus de 60 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 10 et 60m€.

Avec 675m€ sous gestion dédiés à la transmission d'entreprises, 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 – Raphaël BAZIN

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

Avenue Louise 391, Boîte 1
1050 Bruxelles
Tel : +32 2 554 12 40
Fax : +32 2 554 12 49