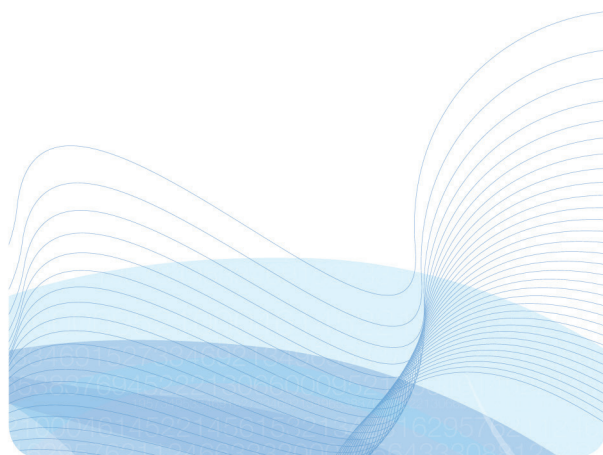


# ARGOS MID-MARKET Index September / Septembre 2013

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

### Index stable, growth in M&A activity driven by LBO's

The Argos Mid-Market Index is stable in the 3<sup>rd</sup> quarter at 6.7x EBITDA in an M&A mid-market showing an increase of 37% in volume terms compared to the previous quarter, but only 9% compared to the 3<sup>rd</sup> quarter 2012.

The gradual recovery in M&A activity is primarily as a result of macroeconomic risk mitigation in the Eurozone, linked to the emergence from recession in the second quarter and the reform programmes implemented in Southern Europe.

However, the apparent price stability masks two different dynamics:

- an increase in multiples paid by funds to 7.0x EBITDA, linked to the clear upturn in LBO operations in the 3<sup>rd</sup> quarter
- a decrease in multiples paid by trade buyers to 6.1x EBITDA in a context of weak M&A activity (+11% in volume in the 3<sup>rd</sup> quarter compared to an historically low 2<sup>nd</sup> quarter). Large European corporations have continued to focus on organic growth, with less risk, or on acquisitions in emerging markets, with stronger growth.

Finally, the impact of the declining French market should be noted with trade buyers paying prices 22% lower in the first three quarters of 2013 compared to 2012.

### Stabilité apparente de l'indice, croissance de l'activité M&A tirée par le LBO

L'indice Argos Mid-Market du 3<sup>ème</sup> trimestre 2013 se stabilise à 6,7x l'EBITDA historique, dans un marché M&A mid-market en hausse de 37% en volume par rapport au trimestre précédent mais de seulement 9% par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre 2012.

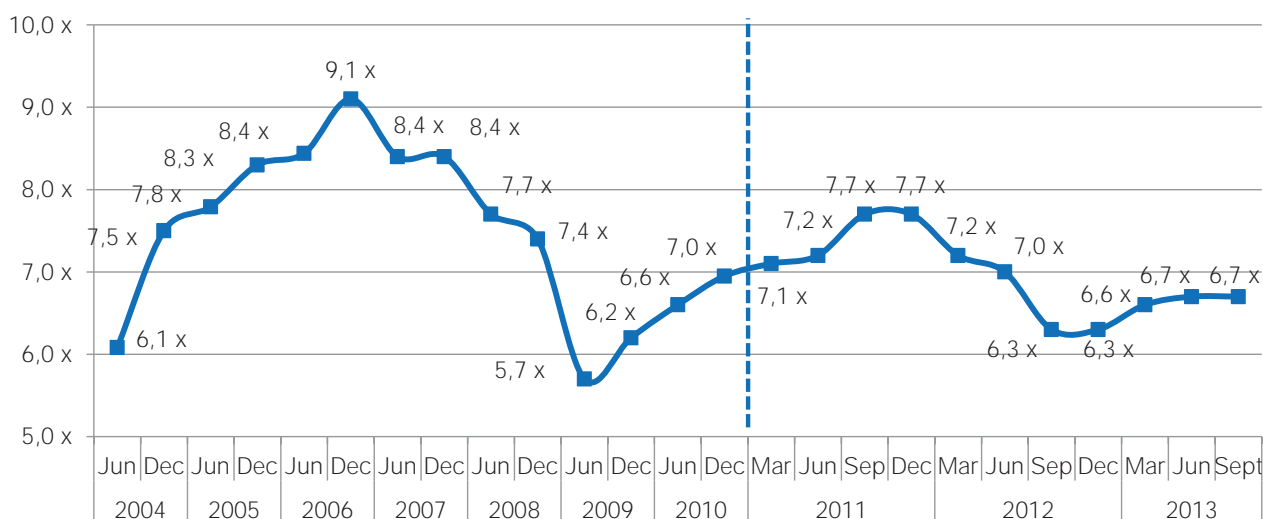
La reprise progressive de l'activité M&A tient essentiellement à l'atténuation des risques macroéconomiques sur la zone euro, liée à la sortie de la récession depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre et la mise en place de programmes d'ajustement en Europe du Sud.

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

- une augmentation des multiples payés par les fonds à 7,0x l'EBITDA, liée à la nette reprise des opérations LBO au 3<sup>ème</sup> trimestre ;
- une baisse des multiples payés par les acquéreurs industriels à 6,1x l'EBITDA, dans un contexte de relative atonie de l'activité M&A (+11% en volume au 3<sup>ème</sup> trimestre par rapport à un 2<sup>ème</sup> trimestre toutefois au plus bas). Les grandes sociétés européennes ont continué de privilégier la croissance organique, moins risquée, ou les acquisitions dans les pays émergents, en plus forte croissance.

Il faut enfin noter l'impact du repli du marché français avec des prix payés par les industriels en baisse de 22% sur les trois premiers trimestres 2013 vs. 2012.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index September 2013 (\*)



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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

# LBO vs strategic buyers

## LBO vs acquéreurs industriels

### Divergent evolution of multiples paid by trade buyers and private equity funds

Multiples paid by trade buyers and by private equity funds have seen an opposite evolution: a decrease of 9% to 6.1x EBITDA for trade buyers, an increase of 4.5% to 7.0x for funds.

A few key elements explain the fall in multiples paid by trade buyers in the mid-market:

- 20% contraction of industrial player M&A volumes over the first three quarters of 2013 compared to 2012 as opposed to an increase of 50% in LBO's;
- decrease of over 22% of prices paid by trade buyers for French companies (in the first three months of 2013 compared to 2012);
- the withdrawal of quoted companies following a correction in the equity markets in May/June<sup>(1)</sup> with nearly 45% of transactions realised by strategic buyers in the 3<sup>rd</sup> quarter compared to 54% in the 1<sup>st</sup> half.

Finally, the increase in multiples paid by funds is linked to the strong recovery in LBO activity in a market with few quality assets, with transactions concentrated on companies with strong potential and for which competition between investors is intense.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

### Evolution divergente des multiples payés par les industriels et par les fonds LBO

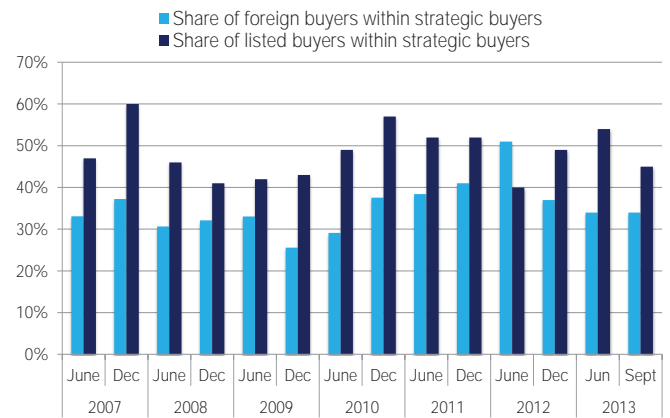
Les multiples payés par les acquéreurs industriels et par les fonds LBO ont connu au 3<sup>ème</sup> trimestre une évolution croisée : baisse de 9% à 6,1x l'EBITDA pour les industriels, augmentation de 4.5% à 7,0x l'EBITDA pour les fonds.

Plusieurs éléments sont de nature à expliquer la baisse des multiples payés par les industriels sur le mid-market :

- la contraction de 20% en volume de l'activité M&A des acquéreurs industriels sur les 3 premiers trimestres 2013 par rapport à 2012 contre une hausse de 50% des LBOs ;
- La baisse de 22% (sur les trois premiers trimestres 2013, par rapport à 2012) des prix payés par les industriels pour les sociétés françaises ;
- le retrait relatif des acquéreurs cotés suite à la correction des marchés actions en mai-juin<sup>(1)</sup> avec près de 45% des opérations réalisées par les acquéreurs stratégiques au 3<sup>ème</sup> trimestre contre 54% au 1<sup>er</sup> semestre.

Enfin, la hausse des multiples payés par les fonds est liée à la forte reprise de l'activité LBO sur un marché avec un nombre d'actifs de qualité restreint, les opérations étant toujours concentrées sur les sociétés à plus fort potentiel, pour lesquelles la concurrence entre investisseurs reste vive.

Chart 3 : Acquisitions of Euro zone mid-market companies - share of foreign vs. Euro zone buyers



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

<sup>(1)</sup> Fall in EURO STOXX® TMI Small of 18% between 10<sup>th</sup> April and 24<sup>th</sup> June 2013 / Baisse de l'EURO STOXX® TMI Small de 18% entre le 10 avril et le 24 juin 2013

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### Recovery in the M&A mid-market in the 3<sup>rd</sup> quarter, driven by LBO activity

M&A mid-market operations have picked up in the 3<sup>rd</sup> quarter, with an increase of 37% in volumes and 87% in value, driven by the recovery in LBO's which have doubled compared to the 2<sup>nd</sup> quarter. This increase should be put in perspective in light of particularly low levels of completed transactions in the 2<sup>nd</sup> quarter. When compared to the 3<sup>rd</sup> quarter 2012, M&A activity only increased by 9% in volume and 14% in value terms. Finally, M&A activity in the first three months of 2013 decreased by 12% in volume compared to the same period in 2012.

The recovery in the M&A market in the 3<sup>rd</sup> quarter is linked to the improving macroeconomic environment in the Eurozone. The emergence from recession seems to be confirmed with some positive signs after 6 quarters of falling GDP<sup>(1)</sup>: improved results published by European banks for the 2<sup>nd</sup> quarter, recovery of manufacturing activity<sup>(2)</sup>, stabilisation of inflation, gradual restoration of investor confidence<sup>(3)</sup>.

The M&A mid-market was supported by the relative buoyancy of LBO activity this quarter with more than 30% of transactions. After several semesters of weak activity, funds are benefitting from the improvement in economic conditions to resume acquisitions as quickly as possible. It should be noted that the amount of capital raised by funds but not invested remains high, even though the amounts raised in the buyout segment were consistently lower than amounts invested since 2007<sup>(4)</sup>.

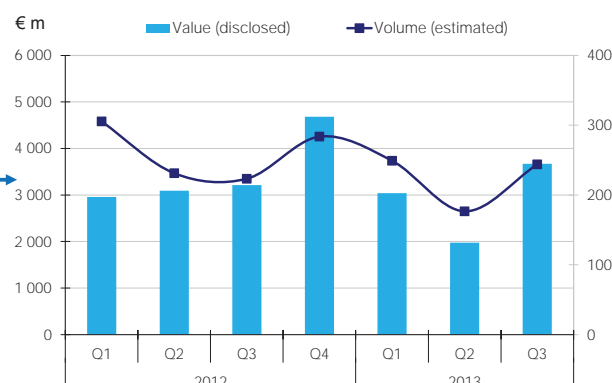
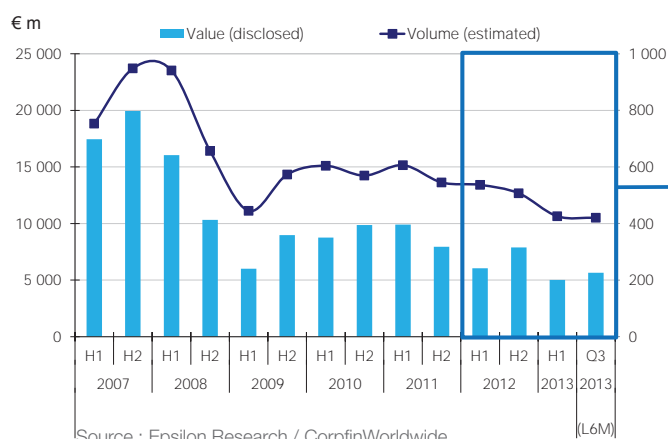
### Reprise du marché M&A mid-market au 3<sup>ème</sup> trimestre tirée par l'activité LBO

Les opérations de M&A mid-market reprennent au 3<sup>ème</sup> trimestre, avec une hausse de 37% en volume et 87% en valeur tirée par la reprise du LBO dont l'activité a doublé par rapport au 2<sup>ème</sup> trimestre. Cette hausse doit cependant être relativisée au vu d'un 2<sup>ème</sup> trimestre 2013 particulièrement bas en termes de transactions réalisées. Par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre 2012, l'activité M&A n'augmente que de 9% en volume et 14% en valeur. Enfin, sur les trois premiers trimestres de l'année 2013, l'activité M&A est en repli de 12% en volume par rapport à 2012.

La reprise du marché M&A au 3<sup>ème</sup> trimestre est notamment liée à l'amélioration de l'environnement macroéconomique sur la zone euro. La sortie de récession semble se confirmer après six trimestres de repli du PIB<sup>(1)</sup> avec quelques signaux positifs : hausse des résultats publiés par les banques européennes au 2<sup>ème</sup> trimestre 2013, reprise de l'activité manufacturière<sup>(2)</sup>, stabilisation de l'inflation, redressement progressif de la confiance des investisseurs<sup>(3)</sup>.

Le marché M&A mid-market a été soutenu ce trimestre par le relatif dynamisme de l'activité LBO avec plus de 30% des opérations. Après plusieurs semestres de faible activité, les fonds ont profité de l'embellie économique pour reprendre rapidement leurs acquisitions. Il est à noter que le montant de capitaux levés par les fonds mais non engagés reste encore élevé, bien que les montants levés sur le segment de capital-transmission aient été systématiquement inférieurs aux montants investis depuis 2007<sup>(4)</sup>.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



<sup>(1)</sup>+0.3% increase in GDP in the 2<sup>nd</sup> quarter (Eurostat) and forecast at +0.2% in the 3<sup>rd</sup> quarter (European Commission, May 2013) / Progression de 0,3% du PIB au 2<sup>ème</sup> trimestre (Eurostat) et prévision à 0,2% au 3<sup>ème</sup> trimestre (Commission européenne, mai 2013) /

<sup>(2)</sup>The combined SME index reached its highest level in two years in July 2013 at 50.5 / L'Indice PMI composite a atteint en juillet 2013 son plus haut niveau à 50.5 depuis deux ans

<sup>(3)</sup> The monthly Investor Confidence Index published by the European Commission picked up at the end of July at 92.5, its highest level in 15 months / Indice mensuel de confiance des investisseurs publié par la Commission européenne à 92.5 fin juillet, son plus haut niveau depuis 15 mois

<sup>(4)</sup> Between 2007 and 1<sup>st</sup> semester 2013 the total net amount is €70 billion (Source Epsilon Research/EVCA) / Entre 2007 et le 1<sup>er</sup> semestre 2013, le montant total est de 70Md€ (Source Epsilon Research/EVCA)

# 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	H1 2012	H2 2012	H1 2013	Q3 2013	
<b>Samples size</b>											<b>Taille des échantillons</b>
Deals retained for the index	50	74	65	93	105	81	61	73	70	77	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	43,9	43,4	44,6	64,4	59,3	56,2	63,9	58,6	56,0	53,5	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	122,8	99,2	91,1	105,6	97,3	103,0	103,3	106,1	119,0	102,9	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	11,0%	11,9%	14,5%	13,5%	12,7%	11,4%	11,1%	14,4%	16,0%	12,9%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	8,0%	8,2%	10,2%	9,9%	10,0%	7,9%	7,9%	10,6%	10,0%	8,1%	Marge d'EBIT (N-1)
<b>Breakdown by size (Equity Value)</b>											<b>Répartition par taille (Valeur d'Equity)</b>
[15-49] €m	68%	69%	65%	45%	59%	56%	49%	55%	52%	51%	[15-49] M€
[50-99] €m	24%	22%	26%	29%	20%	28%	28%	27%	38%	41%	[50-99] M€
[100-150] €m	8%	9%	9%	26%	21%	16%	23%	18%	10%	8%	[100-150] M€
<b>Breakdown by deal type</b>											<b>Répartition par type de transaction</b>
Acquisition	60%	72%	65%	69%	72%	73%	80%	77%	63%	71%	Acquisition
LBO	40%	28%	35%	31%	28%	27%	20%	23%	37%	29%	LBO
<b>Breakdown by country</b>											<b>Répartition par pays</b>
France	48%	24%	25%	28%	35%	25%	33%	26%	40%	26%	France
Germany	12%	31%	17%	11%	19%	23%	13%	17%	15%	21%	Allemagne
Italy	10%	11%	21%	26%	19%	18%	8%	16%	20%	22%	Italie
Benelux	12%	11%	14%	15%	12%	10%	25%	18%	11%	10%	Benelux
Spain-Portugal	6%	10%	11%	5%	10%	9%	11%	7%	3%	12%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	12%	13%	12%	15%	5%	15%	10%	16%	11%	9%	Autre (zone euro)
<b>Breakdown by sector</b>											<b>Répartition par secteur d'activité</b>
Energy, raw materials, chemicals	2%	15%	9%	2%	4%	9%	9%	19%	9%	10%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	1%	8%	3%	4%	4%	7%	5%	3%	7%	BTP
Industrial equipment	12%	10%	17%	23%	12%	21%	16%	8%	17%	14%	Biens d'équipement
Consumer products	10%	8%	6%	3%	9%	7%	4%	1%	8%	3%	Produits de consommation courante
Agro-food	12%	4%	6%	11%	8%	15%	3%	3%	4%	5%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	14%	8%	8%	7%	5%	6%	13%	4%	6%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	9%	12%	12%	11%	8%	6%	9%	14%	11%	Distribution
Transport	8%	5%	3%	11%	11%	6%	6%	8%	11%	11%	Transport
TMT	20%	23%	19%	22%	24%	10%	28%	24%	24%	27%	TMT
Business and consumer services	14%	8%	9%	5%	8%	11%	15%	10%	6%	6%	Services aux entreprises & particuliers
<b>Multiples (median)</b>											<b>Multiples (médiane)</b>
EV / historic sales	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	0,8x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	5,7x	6,2x	6,6x	7,0x	7,2x	7,7x	7,0x	6,3x	6,7x	6,7x	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	4,8x	5,6x	6,8x	6,7x	6,0x	6,8x	ns	6,7x	ns	6,8x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	8,7x	8,3x	7,5x	9,0x	9,4x	11,4x	8,6x	9,6x	8,2x	9,4x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,1x	1,8x	1,8x	2,4x	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	2,5x	2,6x	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 €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 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 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 – Jérémie FALZONE

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



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





[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