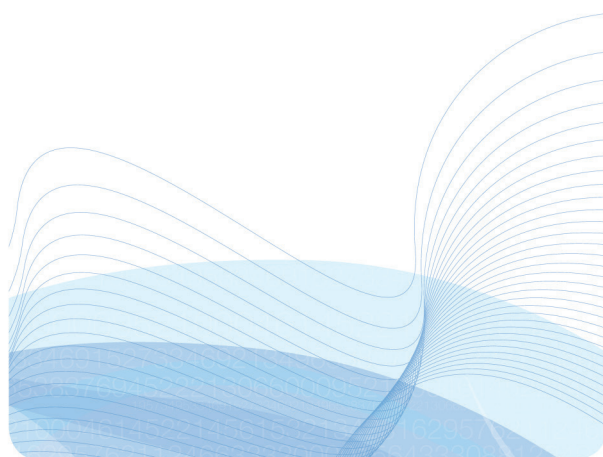


ARGOS MID-MARKET Index December / Décembre 2012

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

Stabilization of mid-market valuations in the last quarter of 2012, a drop of 18% over one year

At 6.3x EBITDA, the Argos Mid-Market Index remained stable in the 4th quarter while showing a drop of 18% over one year. M&A mid-market activity recovered slightly in the 4th quarter, both in volume and in value, but remains at an historically low level for the overall year 2012.

In spite of an increase in the activity of listed industrial and foreign buyers, the valuations of the transactions undertaken by strategic buyers remained stable. The foreign buyers, who, in the past 5 half-years, have had a high market share, seem to have profited from the withdrawal of the European industrials to acquire companies at a low price. The Asian buyers are the most active: for the first time, in the 2nd half of 2012, they were responsible for a third of the transactions, exceeded those undertaken by the American and European (out of Euro zone) purchasers.

The valuation of the transactions undertaken by the LBO funds grew in comparison to the level in the 3rd quarter of 2012, rising from 6.6x to 7.1x EBITDA. This increase is, however, less related to the progressive recovery of the market in the 4th quarter than to the characteristics of the enterprises acquired which showed growth and margins which were greatly superior to those of companies bought by industrial buyers.

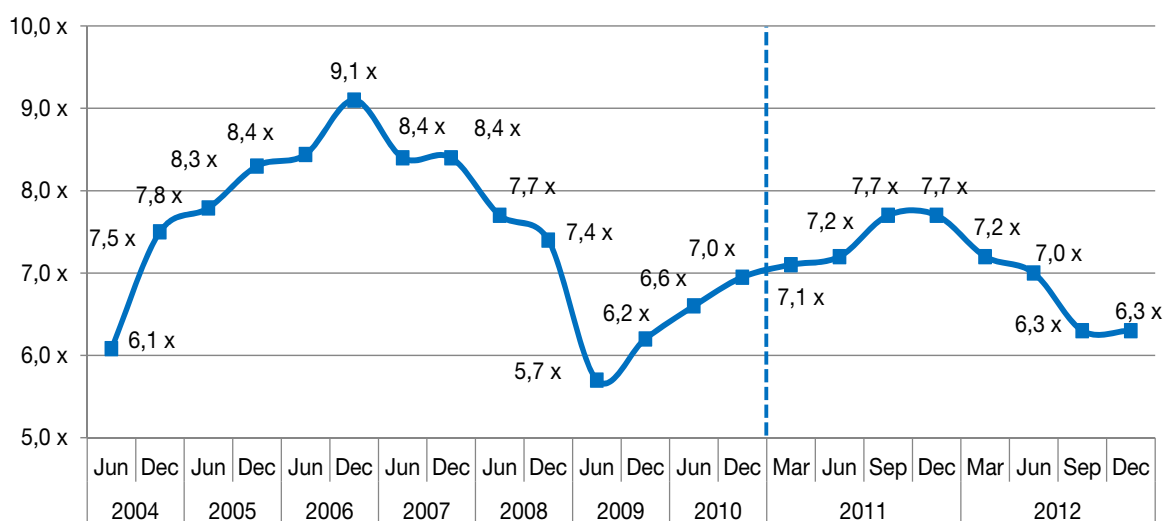
Stabilisation des valorisations mid market au dernier trimestre 2012, baisse de 18% sur un an

L'Indice Argos Mid-Market reste stable au 4ème trimestre à 6,3x l'EBITDA historique, soit une baisse de 18% sur un an. L'activité M&A mid market s'est légèrement redressée au 4ème trimestre, en volume comme en valeur, mais reste à un niveau historiquement bas sur l'ensemble de l'année 2012.

Malgré une activité accrue des acquéreurs industriels cotés et des étrangers, les valorisations des opérations réalisées par les acquéreurs stratégiques sont restées stables. Les acquéreurs étrangers, qui ont une part de marché élevée depuis maintenant 5 semestres, semblent profiter du retrait des industriels européens pour acquérir des sociétés à faible prix. Les acquéreurs asiatiques sont les plus actifs: au 2ème semestre 2012, ils ont représenté pour la première fois un tiers des opérations et dépassé les acquéreurs américains et européens (hors zone euro).

Les valorisations des opérations menées par les fonds LBO ont augmenté par rapport au niveau du 3ème trimestre 2012, passant de 6,6x à 7,1x l'EBITDA. Cette hausse est toutefois moins liée à la reprise progressive du marché au 4ème trimestre qu'aux caractéristiques des sociétés acquises, dont la croissance et les marges sont très supérieures aux sociétés reprises par les acquéreurs industriels.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index Dec 2012 (*)



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(*) EV / EBITDA median for transactions closed in last 6 months (last 12 months prior to December 2010) / médiane EV / EBITDA pour les transactions des 6 derniers mois (les 12 derniers mois avant décembre 2010)

LBO vs strategic buyers

LBO vs acquéreurs industriels

Multiples paid by the industrials were stable whereas prices of LBO transactions increased

The multiples paid by industrial buyers remained stable in the 4th quarter at 6.3x EBITDA.

In particular, listed companies returned cautiously to the market (their part in the mid-market transactions rose to 47% in the second half year), but without an immediate impact on the prices.

Foreign buyers remained active, but were also cautious concerning the prices paid. Their part in mid-market transactions returned to 37% in the half year, a level which has remained high for the past five half-years as it has maintained their volume of acquisitions in a market largely deserted by the Euro zone industrials.

The multiples paid by the LBO funds, on the other hand, grew by 7.5% from 6.6x to 7.1x EBITDA. In an LBO mid-market which remains historically weak, the funds concentrated in the 4th quarter on the companies with strong potential:

- median EBITDA margin of 16.9% vs. 11.7% for the acquisitions completed by the industrials;
- median growth in turnover of 7.5% vs. 3% for the acquisitions undertaken by the industrials

La stabilité des multiples payés par les industriels contraste avec la hausse des prix des opérations LBO

Les multiples payés par les acquéreurs industriels sont restés stables au 4ème trimestre à 6,3x l'EBITDA.

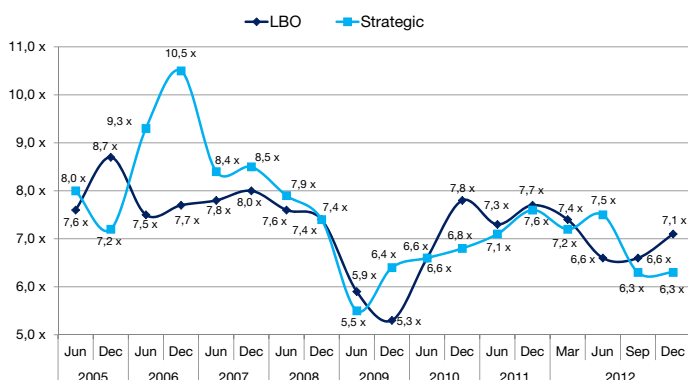
En particulier les sociétés cotées reviennent prudemment sur le marché (leur part dans les opérations mid market est remontée à 47% au 2ème semestre), mais sans impact immédiat sur les prix.

Les acquéreurs étrangers restent actifs, mais également prudents sur les prix payés. Leur part dans les opérations mid market est revenue à 37% sur le semestre, un niveau qui reste élevé depuis maintenant cinq semestres car ils maintiennent leur volume d'acquisitions dans un marché largement déserté par les industriels de la zone euro.

Les multiples payés par les fonds LBO ont, en revanche, augmenté de 7,5%, passant de 6,6x à 7,1x l'EBITDA. Dans un marché LBO mid market qui reste historiquement faible, les fonds se sont concentrés au 4ème trimestre sur les sociétés à plus fort potentiel :

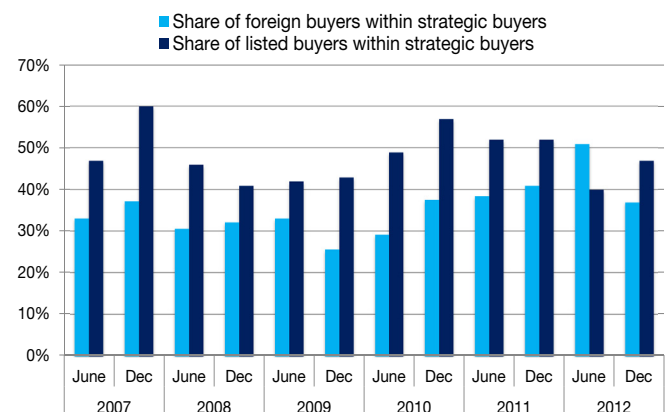
- marge d'EBITDA médiane de 16,9% vs. 11,7% pour les acquisitions réalisées par les industriels ;
- croissance médiane du chiffre d'affaires de 7,5% vs. 3% pour les acquisitions réalisées par les industriels

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

Trompe-l'oeil growth in M&A mid-market activity in the 4th quarter

M&A mid-market activity certainly recovered in the 4th quarter of 2012, by 28% in volume and 50% in value, but only when compared to a particularly weak 3rd quarter.

In half-yearly rhythm, the volume of activity in the 2nd half of 2012 was lower by 5% than that of the 1st half, and over the full year, the evolution was clearly negative: -10% in volume and -20% in value compared to 2011, which makes 2012 an historically weak year.

In particular, LBO activity rose in the 4th quarter by 58% in volume, 97% in value compared to the 3rd quarter, but this growth should be relativized as activity only regained the level it was at in the 2nd half of 2011.

In the same way, the lull in the situation of the Euro zone only had a limited effect on the environment as the purchasers remained extremely prudent because of the risks of a prolonged recession in the Euro zone.

The rise in the number of transactions thus seems to be related to the finalization of a certain number of operations which had remained in abeyance for several months due to the lack of visibility and the uncertainties weighing on the environment.

Croissance en trompe-l'œil de l'activité M&A mid market au 4ème trimestre

L'activité M&A mid market s'est certes redressée au 4ème trimestre 2012, de 28% en volume et de 50% en valeur, mais par rapport à un 3ème trimestre particulièrement faible.

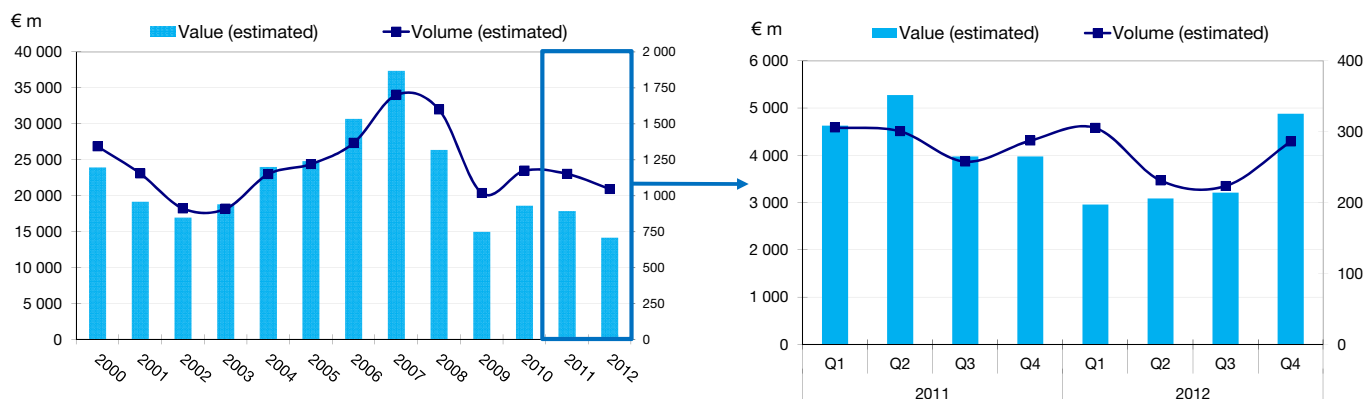
En rythme semestriel, le volume d'activité du 2ème semestre 2012 est inférieur de 5% à celui du 1er semestre, et sur l'ensemble de l'année, l'évolution est nettement négative : -10% en volume et -20% en valeur par rapport à 2011, ce qui fait de l'année 2012 une année historiquement faible.

En particulier, l'activité LBO est remontée au 4ème trimestre de 58% en volume, 97% en valeur par rapport au 3ème trimestre, mais cette hausse est à relativiser car l'activité ne fait que retrouver son niveau du 2ème semestre 2011.

De même, l'accalmie de la situation de la zone euro n'a eu qu'un effet limité sur l'environnement car les acquéreurs sont restés très prudents en raison des risques d'une récession prolongée pour la zone euro.

La hausse du nombre de transactions semble ainsi liée à la finalisation d'un certain nombre d'opérations restées en suspens depuis plusieurs mois du fait du manque de visibilité et des incertitudes pesant sur l'environnement.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

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	
Samples size Taille des échantillons									
Deals retained for the index	50	74	65	93	105	81	61	73	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	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	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%	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%	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%	49%	55%	[15-49] M€
[50-99] €m	24%	22%	26%	29%	20%	28%	28%	27%	[50-99] M€
[100-150] €m	8%	9%	9%	26%	21%	16%	23%	18%	[100-150] M€
Breakdown by deal type Répartition par type de transaction									
Acquisition	60%	72%	65%	69%	72%	73%	80%	77%	Acquisition
LBO	40%	28%	35%	31%	28%	27%	20%	23%	LBO
Breakdown by country Répartition par pays									
France	48%	24%	25%	28%	35%	25%	33%	26%	France
Germany	12%	31%	17%	11%	19%	23%	13%	17%	Allemagne
Italy	10%	11%	21%	26%	19%	18%	8%	16%	Italie
Benelux	12%	11%	14%	15%	12%	10%	25%	18%	Benelux
Spain-Portugal	6%	10%	11%	5%	10%	9%	11%	7%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	12%	13%	12%	15%	5%	15%	10%	16%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector Répartition par secteur d'activité									
Energy, raw materials, chemicals	2%	15%	9%	2%	4%	9%	9%	19%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	1%	8%	3%	4%	4%	7%	5%	BTP
Industrial equipment	12%	10%	17%	23%	12%	21%	16%	8%	Biens d'équipement
Consumer products	10%	8%	6%	3%	9%	7%	4%	1%	Produits de consommation courante
Agro-food	12%	4%	6%	11%	8%	15%	3%	3%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	14%	8%	8%	7%	5%	6%	13%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	9%	12%	12%	11%	8%	6%	9%	Distribution
Transport	8%	5%	3%	11%	11%	6%	6%	8%	Transport
TMT	20%	23%	19%	22%	24%	10%	28%	24%	TMT
Business and consumer services	14%	8%	9%	5%	8%	11%	15%	10%	Services aux entreprises & particuliers
Multiples (median) Multiples (médiane)									
EV / historic sales	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	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	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	4,8x	5,6x	6,8x	6,7x	6,0x	6,8x	ns	6,7x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	8,7x	8,3x	7,5x	9,0x	9,4x	11,4x	8,6x	9,6x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,1x	1,8x	1,8x	2,4x	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	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 €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 50m€.

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 – 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