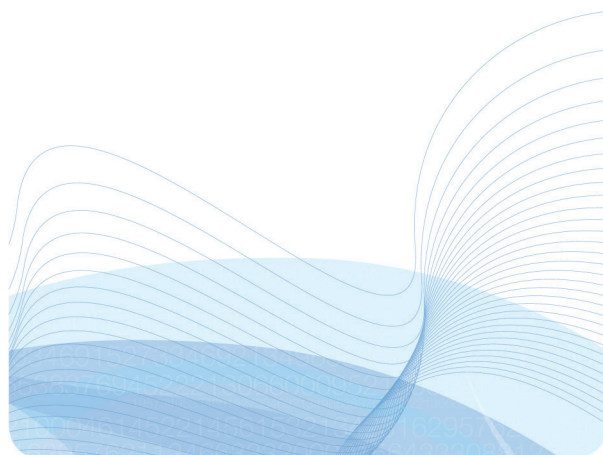


# ARGOS MID-MARKET Index December / Décembre 2013

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

### Big increase in the Index driven by trade buyers

The Argos Mid-Market Index registered strong growth in the fourth quarter up to 7.5x historical EBITDA (+12% compared with the 3<sup>rd</sup> quarter) showing a gradual return of M&A activity in the second half of the year.

Since 2009, the scepticism of investors towards the Eurozone blocked any kind of market recovery, in spite of increasingly favourable financial conditions (cost of capital, purged balance sheets, etc). The upswing observed in M&A activity is primarily linked to the easing of macro-economic risks in the Eurozone, the absence of any major shocks in financial markets as well as the gradual return of confidence to investors who have been burned in the financial crisis.

Therefore, in light of the different positive economic indications, the 4th quarter is seeing strong growth in acquisition multiples, especially on the trade buyers side (+25% to 7.6x EBITDA): quoted buyers are benefitting from the strong growth in European share markets<sup>(1)</sup> while American buyers seem to be active again in the Eurozone at the end of the year.

Prices paid by private equity funds continue to progress to 7.3x EBITDA, still benefitting from access to financing at very favourable conditions for quality assets.

### Forte hausse de l'Indice tirée par les acquéreurs industriels

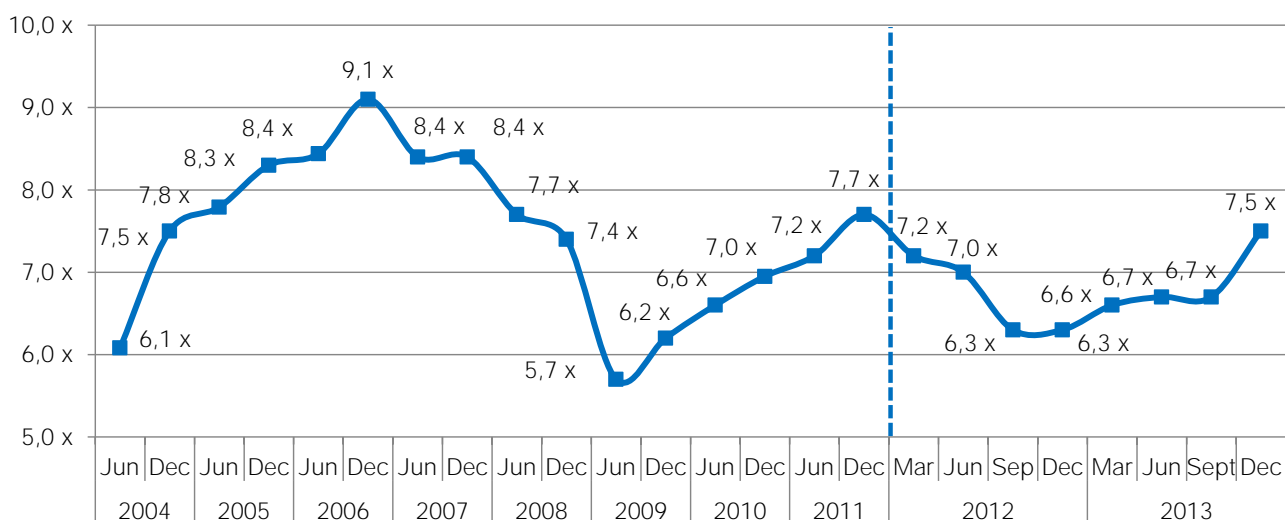
L'Indice Argos Mid-Market enregistre une forte progression au 4<sup>ème</sup> trimestre, à 7,5x l'EBITDA historique (+12% par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre), signe d'un retour progressif de l'activité M&A au 2<sup>nd</sup> semestre.

Depuis 2009, la défiance des investisseurs envers la zone euro bloquait toute reprise du marché, malgré des conditions financières de plus en plus favorables (coût du capital, bilans assainis, etc.). L'embellie de l'activité M&A est avant tout liée à la dissipation des risques macro-économiques sur la zone euro, l'absence de chocs majeurs sur les marchés financiers ainsi qu'au retour progressif de la confiance chez les investisseurs échaudés par la crise.

Le 4<sup>ème</sup> trimestre voit ainsi, au vu de différents indicateurs économiques positifs, augmenter fortement les multiples d'acquisition, notamment du côté des acquéreurs industriels (+25% à 7,6x l'EBITDA) : les acquéreurs cotés bénéficient en effet de la forte hausse des marchés actions européens<sup>(1)</sup> tandis que les acquéreurs américains semblent à nouveau actifs sur la zone euro en fin d'année.

Les prix payés par les fonds LBO continuent leur progression à 7,3x l'EBITDA, bénéficiant d'un accès au financement à des conditions toujours très favorables pour les actifs de qualité.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index December 2013 <sup>(\*)</sup>



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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

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

# LBO vs strategic buyers

## LBO vs acquéreurs industriels

### Rebound in multiples paid by trade buyers

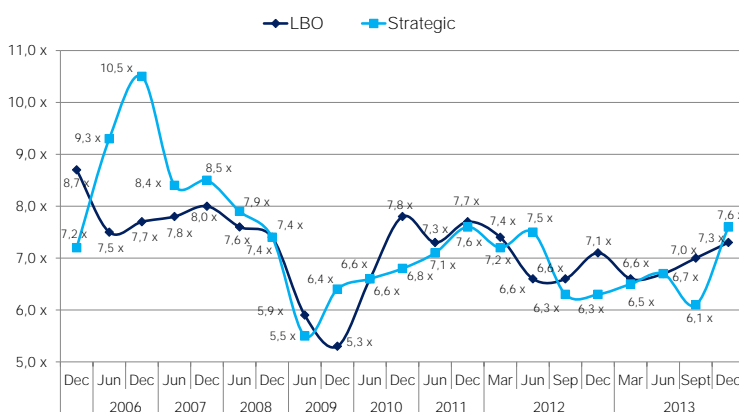
Multiples paid by trade buyers have jumped significantly with multiples of 7.6x EBITDA, an increase of 25% compared to the third quarter and 20% over the year.

The improvement in the economic environment in the Eurozone has renewed hopes of better perspectives for trade buyers, who are comforted by the higher cash reserves available. The recovery in prices paid by trade buyers is also linked to:

- the continued increase over the last couple of years in share markets and quoted multiples which filters gradually through to the private sector, with the continuous presence of quoted buyers (representing 47% of the trade buyers in the mid-market in the 2<sup>nd</sup> half of the year);
- the high proportion of overseas buyers in 2013, which has remained at about 40% of trade buyers since 2010 (vs 32% during 2004-2009). Finally, overseas investors, particularly Americans, have started to return to the Eurozone M&A market during the fourth quarter. For the first time since 2008 these represent the majority of overseas buyers with 51% of transactions compared to an historical average of 32%.

Multiples paid by private equity funds continue to progress to 7.3x EBITDA (+4.3% compared to the 3<sup>rd</sup> quarter), and an increase in leverage has been reported <sup>(1)</sup>.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

### Rebond des multiples payés par les industriels

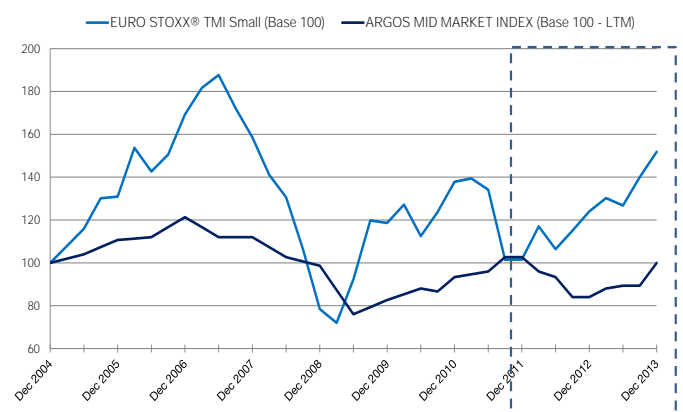
Les multiples payés par les acquéreurs industriels connaissent une forte hausse avec un multiple observé de 7,6x l'EBITDA, soit une augmentation de 25% par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre et de 20% sur l'année.

L'amélioration de l'environnement économique de la zone euro laisse progressivement entrevoir de nouvelles perspectives pour les acquéreurs industriels, confortés par des réserves de trésorerie disponibles importantes. Le rebond des prix payés par les industriels est aussi lié à :

- la hausse continue des marchés actions et des multiples boursiers depuis 2 ans qui se transmet progressivement au non coté, avec une présence continue des acquéreurs cotés (qui représentent au 2<sup>nd</sup> semestre 47% des acquéreurs industriels du mid market) ;
- la part élevée des acquéreurs étrangers en 2013, qui se maintient depuis 2010 autour de 40% des acquéreurs industriels (vs. 32% sur 2004-2009). Enfin, le 4<sup>ème</sup> trimestre a vu revenir sur le marché M&A de la zone euro les investisseurs étrangers notamment américains. Ceux-ci représentent pour la première fois depuis 2008 la majorité des acquéreurs étrangers avec 51% des transactions vs. une moyenne historique de 32%.

Les multiples payés par les fonds d'investissement continuent leur progression à 7,3x l'EBITDA (+4,3% par rapport au 3<sup>ème</sup> trimestre), avec une hausse du levier d'endettement constaté <sup>(1)</sup>.

Chart 3 : Comparative Evolution, EURO STOXX® TMI Small / Argos Mid-Market Index



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

<sup>(1)</sup> According to the CMBOR, 40% of European transactions were financed by debt (compared to 29% in 2012), with an average ratio of equity dropping 13 points to 53% (source L'Agefi, 02/01/2014) / Selon le CMBOR, 40% des opérations européennes 2013 étaient financées par de la dette (vs. 29% en 2012), avec un ratio moyen de fonds propres en baisse de 13 points à 53% (source L'Agefi, 02/01/2014)

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### Gradual recovery in the M&A mid-market

The activity in the 4<sup>th</sup> quarter of the M&A mid-market is pretty much in line with the 3<sup>rd</sup> quarter 2013 (-13% in volume, +3% in value) and confirms the gradual recovery in activity compared to the first half of 2013 (+18% in volume, +60% in value in the 2<sup>nd</sup> half).

However, this slight improvement should be kept in perspective with the year 2013 being weaker than 2012, with a fall of 11% in value terms and 6% in volume, which was the weakest year since 2003 in terms of completed deals. The macro-economic worries linked to the Euro-zone, particularly with regard to sovereign debt, have only really started to dissipate in the second half of the year.

Finally the market recovery has been supported by increasing LBO activity in the second half (+85% in volume, +94% in value compared to a particularly weak first half), boosted inter alia by the high levels of available capital<sup>(1)</sup> and attractive debt pricing.

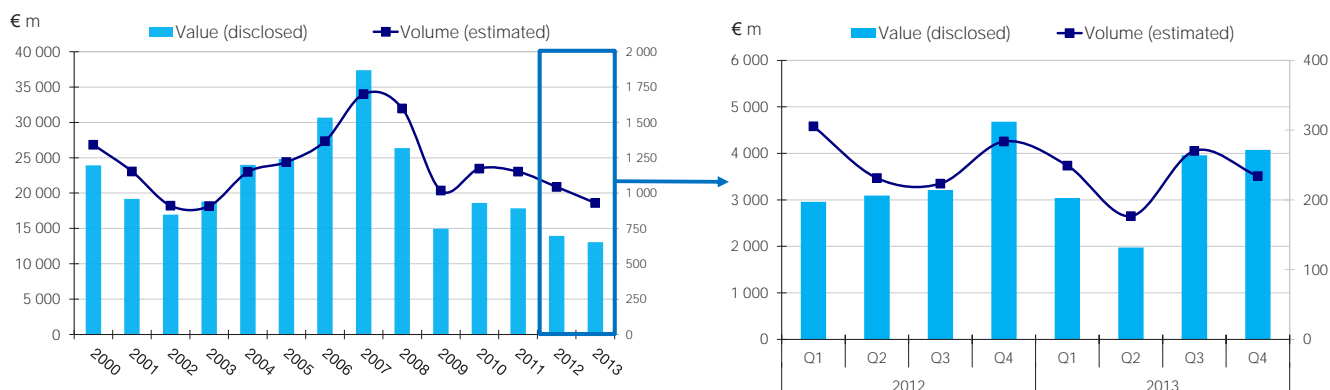
### Reprise progressive du marché M&A mid market

L'activité M&A mid-market du 4<sup>ème</sup> trimestre, globalement en ligne avec le 3<sup>ème</sup> trimestre 2013 (-13% en volume, +3% en valeur), confirme la reprise progressive de l'activité par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2013 (+18% en volume, +60% en valeur au 2<sup>nd</sup> semestre).

Cette légère embellie doit cependant être relativisée au vu d'une année 2013 en repli par rapport à 2012, avec une baisse de 11% en valeur et de 6% en volume, soit la plus faible année enregistrée depuis 2003 en termes de transactions réalisées. Les inquiétudes macro-économiques liées à la zone euro, notamment en termes de dettes souveraines, n'ont en effet commencé à se dissiper qu'à partir du 2<sup>nd</sup> semestre.

Enfin la reprise du marché a été soutenue par une activité LBO en hausse au 2<sup>nd</sup> semestre (+85% en volume, +94% en valeur par rapport à un 1<sup>er</sup> semestre particulièrement faible), notamment favorisée par des capitaux disponibles importants<sup>(1)</sup> et un coût de la dette attractif.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfirWorldwide

<sup>(1)</sup>The amount of «dry powder» held by European private equity companies increased by 19% in 2013 and is back to its 2007 level (estimate Preqin - L'Agefi 23/12/2013) / Le montant du «dry powder» des fonds d'investissement européens est en hausse de 19% en 2013 et retrouve son niveau de 2007 (estimations Preqin L'Agefi 23/12/2013)

# 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 2010	H2 2010	H1 2011	H2 2011	H1 2012	H2 2012	H1 2013	H2 2013	
<b>Samples size</b>									
Deals retained for the index	65	93	105	81	61	73	70	72	Taille des échantillons Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	44,6	64,4	59,3	56,2	63,9	58,6	56,0	54,3	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	91,1	105,6	97,3	103,0	103,3	106,1	119,0	74,0	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	14,5%	13,5%	12,7%	11,4%	11,1%	14,4%	16,0%	13,2%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	10,2%	9,9%	10,0%	7,9%	7,9%	10,6%	10,0%	11,9%	Marge d'EBIT (N-1)
<b>Breakdown by size (Equity Value)</b>									
[15-49] €m	65%	45%	59%	56%	49%	55%	52%	54%	Répartition par taille (Valeur d'Equity) [15-49] M€
[50-99] €m	26%	29%	20%	28%	28%	27%	38%	30%	[50-99] M€
[100-150] €m	9%	26%	21%	16%	23%	18%	10%	16%	[100-150] M€
<b>Breakdown by deal type</b>									
Acquisition	65%	69%	72%	73%	80%	77%	63%	80%	Répartition par type de transaction Acquisition
LBO	35%	31%	28%	27%	20%	23%	37%	20%	LBO
<b>Breakdown by country</b>									
France	25%	28%	35%	25%	33%	26%	40%	24%	Répartition par pays France
Germany	17%	11%	19%	23%	13%	17%	15%	23%	Allemagne
Italy	21%	26%	19%	18%	8%	16%	20%	14%	Italie
Benelux	14%	15%	12%	10%	25%	18%	11%	10%	Benelux
Spain-Portugal	11%	5%	10%	9%	11%	7%	3%	16%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	12%	15%	5%	15%	10%	16%	11%	13%	Autre (zone euro)
<b>Breakdown by sector</b>									
Energy, raw materials, chemicals	9%	2%	4%	9%	9%	19%	9%	10%	Répartition par secteur d'activité Energie, matières premières, chimie
Building, construction	8%	3%	4%	4%	7%	5%	3%	5%	BTP
Industrial equipment	17%	23%	12%	21%	16%	8%	17%	18%	Biens d'équipement
Consumer products	6%	3%	9%	7%	4%	1%	8%	4%	Produits de consommation courante
Agro-food	6%	11%	8%	15%	3%	3%	4%	9%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	8%	7%	5%	6%	13%	4%	12%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	12%	12%	11%	8%	6%	9%	14%	7%	Distribution
Transport	3%	11%	11%	6%	6%	8%	11%	7%	Transport
TMT	19%	22%	24%	10%	28%	24%	24%	25%	TMT
Business and consumer services	9%	5%	8%	11%	15%	10%	6%	3%	Services aux entreprises & particuliers
<b>Multiples (median)</b>									
EV / historic sales	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,2x	Multiples (médiane) EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	6,6x	7,0x	7,2x	7,7x	7,0x	6,3x	6,7x	7,5x	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	6,8x	6,7x	6,0x	6,8x	ns	6,7x	ns	7,4x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	7,5x	9,0x	9,4x	11,4x	8,6x	9,6x	8,2x	9,3x	EV / EBIT historique
Price to Book	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, 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 €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, 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 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

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