



ARGOS

INDEX

the mid market reference

June / Juin 2014

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

Acceleration of the increase in the Index

The Argos Mid-Market Index posted another sharp increase in the 2nd quarter of 2014 (+10%) compared with the 1st quarter to reach 8.6x historical EBITDA, a 28% year-on-year increase. The Argos Mid-Market Index thus grew closer to its record level achieved in December 2006.

This growth was supported by both trade buyers, whose proposed acquisition multiples continued their progress to 8.9x EBITDA, and buyout funds, with a 14% increase in prices paid to 8.3x EBITDA.

The inflation of mid-market valuations was tied to market conditions: continued rise of European equity markets, relatively low financing costs, as well as a widening gap between investor demand for quality assets and a more limited supply.

Euro zone M&A mid-market activity thus continued to stagnate this quarter at low levels in both transaction volume and value.

Accélération de la hausse de l'Indice

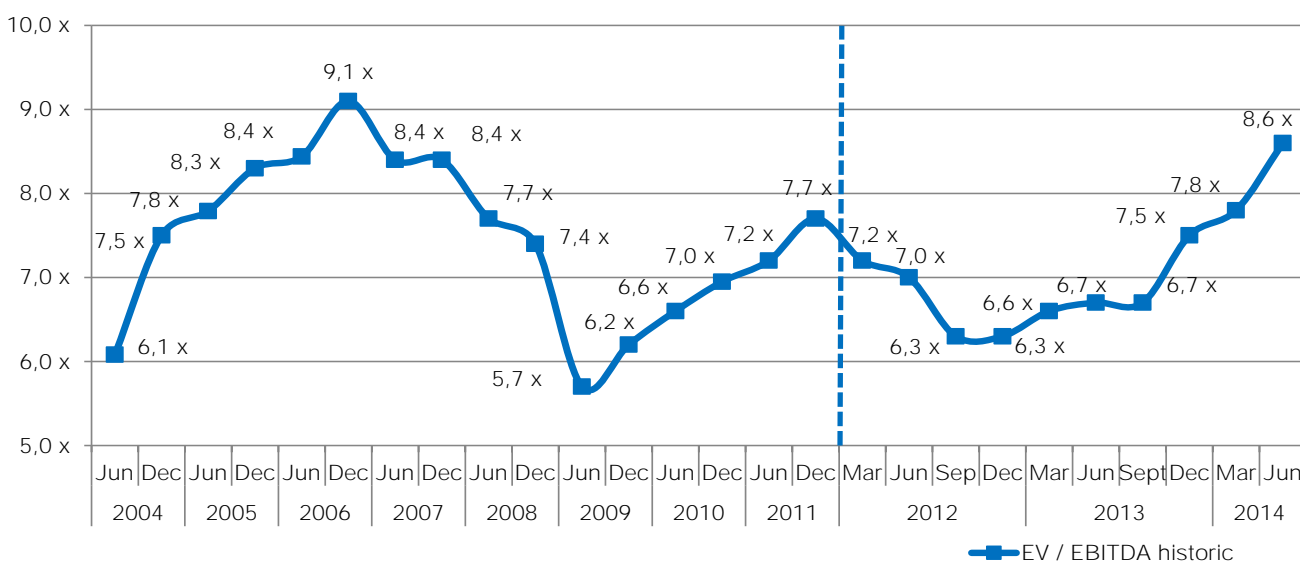
L'Indice Argos Mid-Market enregistre de nouveau une forte hausse au 2^{ème} trimestre 2014 (+10%) par rapport au 1^{er} trimestre, pour atteindre 8,6x l'EBITDA historique, soit une augmentation de 28% sur un an. L'Indice Argos Mid-Market se rapproche ainsi de son niveau historique atteint en décembre 2006.

Cette croissance est soutenue tant par les acquéreurs industriels, dont les multiples d'acquisitions proposés continuent leur progression à 8,9x l'EBITDA, que par les fonds de capital-transmission dont les prix payés augmentent de 14% à 8,3x l'EBITDA.

L'inflation des valorisations mid-market est liée aux conditions de marché : poursuite de la hausse des marchés actions européens, coûts de financement relativement bas, mais également décalage croissant entre la demande des investisseurs pour des actifs de qualité et une offre plus limitée.

L'activité M&A mid-market de la zone euro continue ainsi de stagner ce trimestre à des niveaux faibles, en volume d'opérations comme en valeur.

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



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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

Buyout vs strategic Capital-transmission vs industriels

Continued increase in the Index supported by trade acquisitions and buyout funds

Acquisition multiples paid by trade buyers continued to increase, to 8.9x historical EBITDA, posting a 7% increase compared with the 1st quarter of 2014. Among trade acquisitions, the proportion of listed buyers grew steadily to approach the record high reached in 2007 (60%). Trade buyers continued to pass on the price of their external growth operations, their own valuation multiple supported by the rise of equity markets.

Prices paid by buyout funds also increased by 14% during the 2nd quarter of 2014 to reach 8.3x EBITDA. This significant increase in prices can be explained by the contrast between, on the one hand, the growing momentum of funds associated with attractive financing terms and the large amount of dry powder⁽¹⁾ and, on the other hand, the limited supply of quality assets.

In a more competitive M&A mid-market industry characterised by a flat transaction volume, trade buyers again paid for their acquisitions at higher multiples than funds. The market share of funds (as a percentage of completed transactions) decreased from 20% in 2013 to 15% in the 1st half of 2014.

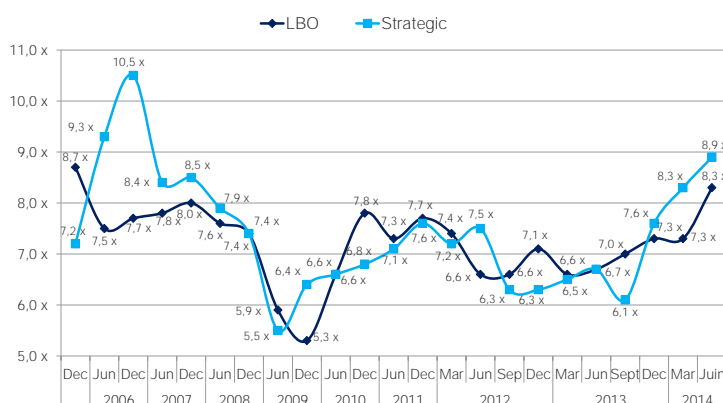
Poursuite de la hausse de l'Indice soutenue par les industriels et les fonds de capital-transmission

Les multiples d'acquisition payés par les acquéreurs industriels continuent leur progression, à 8,9x l'EBITDA historique, enregistrant une augmentation de 7% par rapport au 1^{er} trimestre 2014. Parmi les industriels, la proportion d'acquéreurs cotés n'a cessé de croître pour approcher le niveau le plus élevé atteint en 2007 (60%). Les acquéreurs industriels continuent de répercuter, sur le prix de leurs opérations de croissance externe, leur propre multiple de valorisation lui-même soutenu par la hausse des marchés actions.

Les prix payés par les fonds de capital-transmission ont également augmenté de 14% au cours du 2^{ème} trimestre 2014 pour atteindre 8,3x l'EBITDA. Cette hausse significative des prix peut s'expliquer par le contraste entre d'une part, le dynamisme croissant des fonds lié aux conditions de financement intéressantes et au montant important de *dry powder*⁽¹⁾ et d'autre part, à l'offre limitée d'actifs de qualité.

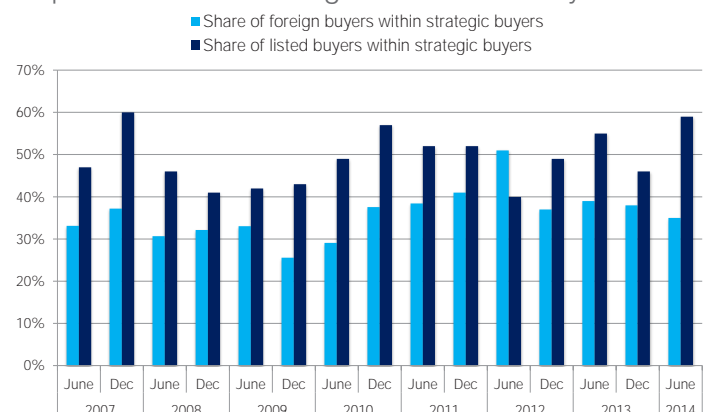
Sur un marché M&A mid-market plus concurrentiel et marqué par un volume étale de transactions, les industriels payent à nouveau leurs acquisitions à des multiples plus élevés que les fonds. Ces derniers ont ainsi vu leur part du marché (en pourcentage des transactions réalisées) passer de 20% en 2013 à 15% au 1^{er} semestre 2014.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs Buyout



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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



Source: Epsilon Research / Corpfm Worldwide

⁽¹⁾ Buyout funds targeting Europe had \$585 billion of dry powder at the end of 2013, the highest amount since 2009, according to Preqin (FT, 20.02.2014) / Les fonds de capital-transmission ciblent l'Europe disposaient de \$585bn de dry powder fin 2013, montant le plus élevé depuis 2009 selon Preqin (FT, 20/02/2014)

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

M&A mid-market activity is slow to pick back up

In the 2nd quarter of 2014, Eurozone M&A mid-market activity was in line with the 1st quarter. For the past year, it averaged 250 transactions per quarter for a total value of around €4 billion, a low level, 15% lower than the January 2010 - June 2011 period.

Buyout activity made no further progress: it stagnated in volume with just under 40 referenced deals over the quarter; it increased by 26% in value but remained down 35% in the 1st half of 2014, in both value and volume, compared with the previous sixth-month period. Strategic buyer activity on the mid-market segment recovered gradually: +15% in transaction volume and +12% in value in the 1st half of 2014.

The contrast was still significant with the strong rebound of large-scale M&A deals (+90% in value in the 1st half of 2014⁽¹⁾). This rebound, driven by renewed investor confidence, the continued rise in equity markets, and the low cost of capital and debt, still did not result in an increase in the total volume of mid-market transactions, due in particular to the increasing scarcity of quality assets on the market.

In addition, large European companies reduced their asset disposals, which represented 37% of disposals on the mid-market in the 1st half of 2014 versus an average of 48% over the past 10 years⁽¹⁾.

L'activité M&A mid-market tarde à redémarrer

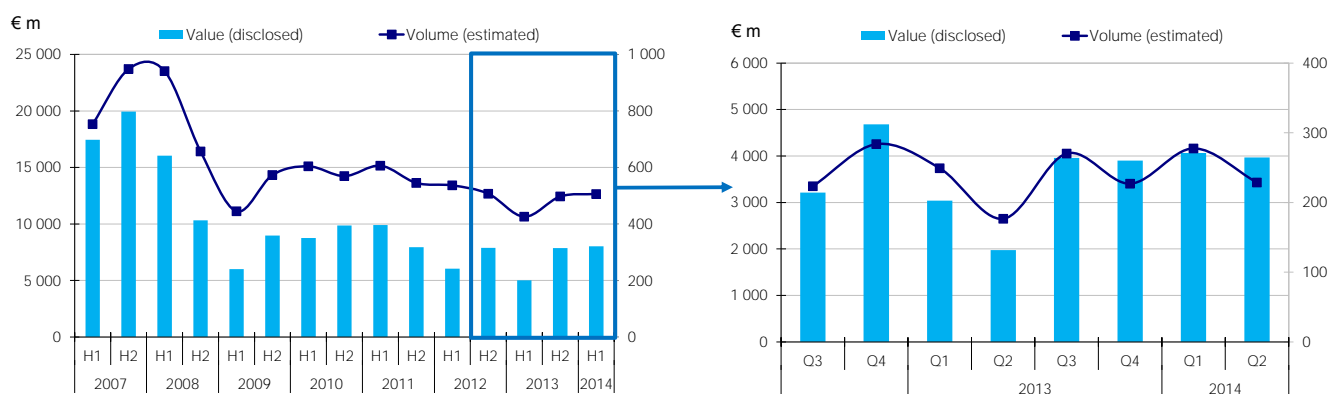
Au 2^{ème} trimestre 2014, l'activité M&A mid-market de la zone euro est en ligne avec le 1^{er} trimestre. Depuis un an, elle est en moyenne de 250 transactions par trimestre pour environ 4 Mds€ de valeur totale, un niveau faible, inférieur de 15% à la période Janvier 2010 - Juin 2011.

L'activité du capital-transmission ne progresse pas davantage : elle stagne en volume avec un peu moins de 40 opérations référencées sur le trimestre ; elle augmente de 26% en valeur, mais reste en repli de 35% au 1^{er} semestre 2014, en valeur comme en volume, par rapport au semestre précédent. L'activité des acquéreurs stratégiques sur le segment mid-market reprend progressivement : +15% en volume de transactions et +12% en valeur au 1^{er} semestre 2014.

Le contraste reste significatif avec la forte reprise des opérations d'envergure (+90% en valeur au 1^{er} semestre 2014⁽¹⁾). Cette reprise portée par le regain de confiance des investisseurs, la hausse continue des marchés actions et le faible coût du capital et de la dette, ne s'est pas encore traduite par une progression du volume total de transactions mid-market, due notamment à une raréfaction d'actifs de qualité sur le marché.

En complément, les grandes entreprises européennes ont réduit leurs cessions d'actifs, qui ont représenté 37% des cessions sur le mid-market au 1^{er} semestre 2014, contre une moyenne de 48% au cours des 10 dernières années⁽¹⁾.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

⁽¹⁾ Source Epsilon / CorpfinDeals

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	H1 2014	
Samples size								Taille des échantillons
Deals retained for the index	105	81	61	73	70	72	71	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	59,3	56,2	63,9	58,6	56,0	54,3	58,2	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	97,3	103,0	103,3	106,1	119,0	74,0	90,8	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	12,7%	11,4%	11,1%	14,4%	16,0%	13,2%	13,9%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	10,0%	7,9%	7,9%	10,6%	10,0%	11,9%	9,6%	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%	53%	[15-49] M€
[50-99] €m	20%	28%	28%	27%	38%	30%	27%	[50-99] M€
[100-150] €m	21%	16%	23%	18%	10%	16%	20%	[100-150] M€
Breakdown by deal type								Répartition par type de transaction
Acquisition	72%	73%	80%	77%	63%	80%	75%	Acquisition
LBO	28%	27%	20%	23%	37%	20%	25%	LBO
Breakdown by country								Répartition par pays
France	35%	25%	33%	26%	40%	24%	27%	France
Germany	19%	23%	13%	17%	15%	23%	14%	Allemagne
Italy	19%	18%	8%	16%	20%	14%	18%	Italie
Benelux	12%	10%	25%	18%	11%	10%	7%	Benelux
Spain-Portugal	10%	9%	11%	7%	3%	16%	11%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	5%	15%	10%	16%	11%	13%	23%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector								Répartition par secteur d'activité
Energy, raw materials, chemicals	4%	9%	9%	19%	9%	10%	5%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	4%	7%	5%	3%	5%	7%	BTP
Industrial equipment	12%	21%	16%	8%	17%	18%	11%	Biens d'équipement
Consumer products	9%	7%	4%	1%	8%	4%	4%	Produits de consommation courante
Agro-food	8%	15%	3%	3%	4%	9%	5%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	7%	5%	6%	13%	4%	12%	13%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	11%	8%	6%	9%	14%	7%	7%	Distribution
Transport	11%	6%	6%	8%	11%	7%	16%	Transport
TMT	24%	10%	28%	24%	24%	25%	22%	TMT
Business and consumer services	8%	11%	15%	10%	6%	3%	10%	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	8,6x	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	11,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	2,5x	2,6x	2,0x	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, 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