



ARGOS

INDEX

the mid market reference

September / Septembre 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

Buyout vs strategic / Capital-transmission vs 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.

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.

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.

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.

The preparation of the Argos Mid-Market Index is based on a rigorous methodology and in-depth scrutiny of transactions making up the sample:

La réalisation de l'Indice Argos Mid-Market repose sur une méthodologie rigoureuse et l'examen individuel approfondi des transactions composant l'échantillon :

- **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.

- **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.

- **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.

- **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.

- **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.

- **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), Company-Query (comptes de sociétés),
- informations publiques : comptes de sociétés, communiqués de presse, rapports annuels (acquéreurs / cédants), articles de presse, 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.

- **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.

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.

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 declines to its 1st quarter level

In the 3rd quarter, the Argos Mid-Market Index has decreased by 7%, compared to the prior quarter, to 8.0x historical EBITDA. After a 30% increase over the course of one year, the Index is back to the same level as the 1st quarter of 2014.

This downturn is linked to the fall in multiples paid by industrial buyers to 7.9x EBITDA (-11% compared to the 2nd quarter). This is a consequence of the stock market correction in the 3rd quarter and the negative outlook weighing on the Eurozone – zero growth, deflation risks and geopolitical uncertainty – which have fuelled the loss of investor confidence.

In contrast, prices paid by private equity funds have stabilised at 8.4x EBITDA this quarter in a market which remains very competitive. Funds have a high level of dry powder and are benefitting from historically low financing conditions in a market where the number of quality deals available is very limited.

M&A Mid-Market activity in the Eurozone has increased slightly in the 3rd quarter and is marked by the return of larger transactions. Activity continues to be sustained by two years of weak interest rates, more financing options and increases in stock market values.

Repli de l'Indice à son niveau du 1^{er} trimestre

L'Indice Argos Mid-Market est en baisse de 7% au 3^{ème} trimestre 2014 par rapport au trimestre précédent, à 8,0x l'EBITDA historique. Après une augmentation de 30% en un an, l'Indice retrouve ainsi son niveau du 1^{er} trimestre 2014.

Cette baisse est liée à la chute des multiples payés par les acquéreurs industriels à 7,9x l'EBITDA (-11% par rapport au 2^{ème} trimestre), conséquence de la correction des marchés actions au 3^{ème} trimestre et des perspectives négatives pesant sur la zone euro – croissance nulle, risque de déflation et incertitudes géopolitiques – qui ont alimenté la défiance des investisseurs.

En revanche, les prix offerts par les fonds de capital-transmission se sont stabilisés ce trimestre à 8,4x l'EBITDA, sur un marché toujours très concurrentiel : les fonds disposent d'un montant élevé de *dry powder* et bénéficient de conditions de financement historiquement faibles alors que le nombre d'actifs de qualité reste toujours limité à l'achat.

L'activité M&A Mid-Market de la zone euro, en légère augmentation au 3^{ème} trimestre, est marquée par la reprise des opérations d'envergure, et reste soutenue depuis deux ans par la faiblesse des taux d'intérêt, la multiplication des sources de financement et l'augmentation des valorisations sur les marchés actions.

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



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

Buyout vs strategic

Capital-transmission vs industriels

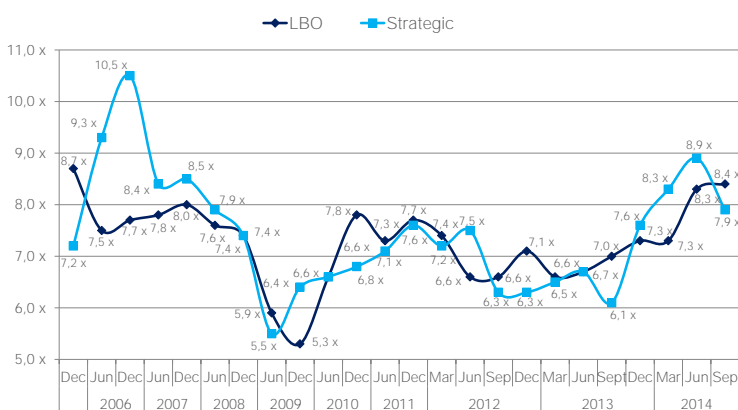
Sharp contraction in prices paid by trade buyers

Acquisition multiples paid by trade buyers have dropped sharply in the 3rd quarter 2014 (-11%) to reach 7.9x EBITDA, ending the large increase seen over the last year (+50% between 3rd quarter 2013 and 2nd quarter 2014).

Trade buyers, of which publically quoted companies remain a high proportion (57% in the 3rd quarter), have been hit by i) the decreases in stock markets since June 2014 (EuroStoxx TMI Small has dropped by 10% since its highest level of 9th June 2014) and ii) the increasingly gloomy economic outlook in the Eurozone.

On the other hand, prices offered by private equity funds have stabilised at a relatively high level in the 3rd quarter (8.4x EBITDA). These valuations are sustained by a highly competitive market environment, which is still benefitting from a high amount of capital to invest⁽¹⁾ and particularly favourable financing conditions⁽²⁾ over a limited number of deals which are available.

Chart 2: EV / EBITDA, strategic buyers vs Buyout



Source: Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

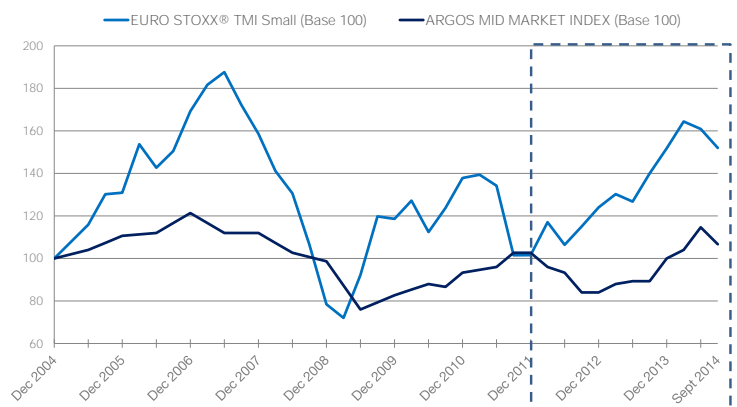
Baisse marquée des prix payés par les industriels

Les multiples d'acquisition payés par les acquéreurs industriels sont en forte baisse au 3^{ème} trimestre 2014 (-11%) pour atteindre 7,9x l'EBITDA, mettant ainsi fin à une hausse marquée des multiples depuis un an (+50% entre le 3^{ème} trimestre 2013 et le 2^{ème} trimestre 2014).

Les acquéreurs industriels, dont la part de sociétés cotées reste très élevée (57% au 3^{ème} trimestre), ont répercuté rapidement i) la baisse des marchés actions depuis Juin 2014 (l'EuroStoxx TMI Small est en baisse de 10% depuis son plus haut niveau du 9 juin 2014), et ii) la dégradation des perspectives économiques sur la zone euro.

En revanche, les prix offerts par les fonds de capital-transmission se sont stabilisés au 3^{ème} trimestre à un niveau élevé (8,4x l'EBITDA). Ces valorisations sont soutenues par une concurrence forte entre les fonds, bénéficiant d'un montant toujours élevé de capitaux à investir⁽¹⁾ et de conditions de financement particulièrement favorables⁽²⁾, et portant sur un nombre limité d'actifs disponibles.

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



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

(1) According to Preqin, European private equity funds have \$143bn of dry powder in the 3rd quarter of 2014, an increase of 10% compared to 2013 / Les fonds de capital-transmission européens disposaient selon Preqin de 143 Mds\$ de dry powder au 3^{ème} trimestre 2014, une augmentation de 10% par rapport à 2013.

(2) According to a study by S&P for the Financial Times (8-Sept-14) the percentage of Buyout transactions that are financed with a debt/EBITDA ratio over 6x has increased from 13% in 2013 to 25% in 2014 / Selon une étude de S&P pour le Financial Times (8-sept-14), la part des LBO financés avec un ratio de dette/EBITDA >6x est passée de 13% en 2013 à 25% en 2014.

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

Limited growth in M&A Mid-Market activity

Following several quarters of stagnation, M&A Mid-Market activity in the Eurozone has increased slightly in the 3rd quarter of 2014 (+6% in volume and +20% in value terms compared to the 2nd quarter), largely due to a 10% increase in the number of private equity transactions. Even though activity is boosted by several large transactions, it still remains below the levels of 2010-2011, and doesn't reflect, in the same proportions, the recovery of M&A activity in Europe (+54% in value terms⁽¹⁾).

M&A Mid-Market activity in the Eurozone is positively underpinned by financial factors (ample liquidity, low interest rates), but remains hampered by continuing economic difficulties in the Eurozone.

Seller profiles have also evolved over the past few years. Subsidiaries of industrial groups represent 40% of the number of companies sold (compared to 60% in the 2nd quarter of 2009). Private company activity (i.e. those companies held by families or private equity companies) has risen from 30% of the total activity in the second half of 2009 to 45% of the activity today⁽²⁾. In addition, private equity funds have realized an increasing number of portfolio exits through a stock market listing.

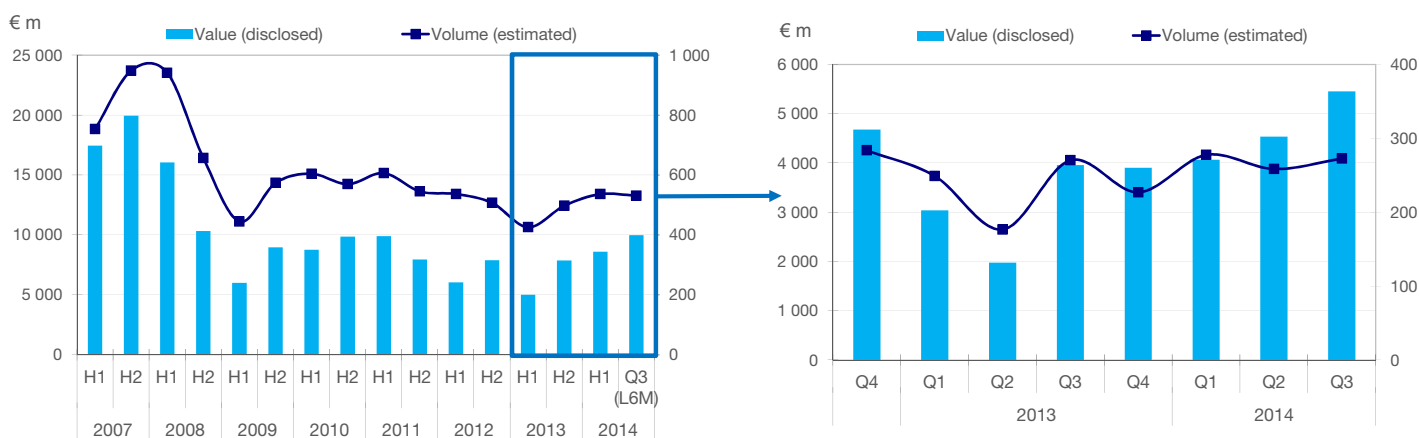
Croissance mesurée de l'activité M&A Mid-Market

Après plusieurs trimestres de stagnation, l'activité M&A Mid-Market de la zone euro est en légère progression au 3^{ème} trimestre 2014 (+6% en volume et +20% en valeur par rapport au 2^{ème} trimestre), portée notamment par l'augmentation de 10% du nombre d'opérations de capital-transmission. Bien que l'activité soit soutenue par quelques opérations d'envergure, elle reste cependant en deçà de son niveau de 2010-2011, et ne traduit pas, dans les mêmes proportions, la reprise de l'activité M&A en Europe (+54% en valeur⁽¹⁾).

L'activité M&A Mid-Market de la zone euro est davantage soutenue par des facteurs financiers (liquidités abondantes, faiblesse des taux), mais reste néanmoins entravée par les difficultés économiques récurrentes de la zone euro.

La nature des cédants a également évolué depuis plusieurs années. Les filiales de groupes industriels représentent aujourd'hui 40% du nombre de sociétés cédées (contre 60% au 2^{ème} semestre 2009) ; la part de sociétés privées (i.e. détenues par des familles ou par des fonds d'investissement) est passée de 30% au 2^{ème} semestre 2009 à 45% aujourd'hui⁽²⁾. De plus, les fonds de capital-transmission ont réalisé une part croissante de sorties de portefeuille par introduction en bourse.

Chart 4: Euro zone M&A mid market activity



Source: Epsilon Research / CorpfInWorldwide

(1) In Europe, the increase in the M&A market is 54% in value terms to €400bn over the first 3 quarters of 2014, compared to 2013 / En Europe, l'augmentation du marché M&A est ainsi de 54% en valeur à 400 Mds€ sur les 3 premiers trimestres 2014, par rapport à 2013.

(2) In absolute value, sales of subsidiaries of industrial groups have fallen (in volume) by 40% since the 2nd quarter of 2009. Conversely, private company sales have increased by 33% since the 2nd half of 2009 / En valeur absolue, les cessions de filiales de groupes industriels ont baissé (en volume) de 40% depuis le 2^{ème} semestre 2009. A l'inverse, les cessions de sociétés privées ont augmenté de 33% depuis le 2^{ème} semestre 2009.

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 2011.

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 2011.

	H2 2011	H1 2012	H2 2012	H1 2013	H2 2013	H1 2014	Q3 2014 (L6M)	
Samples size								Taille des échantillons
Deals retained for the index	81	61	73	70	72	71	70	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	56,2	63,9	58,6	56,0	54,3	58,2	56,0	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	103,0	103,3	106,1	119,0	74,0	90,8	72,1	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	11,4%	11,1%	14,4%	16,0%	13,2%	13,9%	13,1%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	7,9%	7,9%	10,6%	10,0%	11,9%	9,6%	9,5%	Marge d'EBIT (N-1)
Breakdown by size (Equity Value)								Répartition par taille (Valeur d'Equity)
[15-49] €m	56%	49%	55%	52%	54%	53%	54,0%	[15-49] M€
[50-99] €m	28%	28%	27%	38%	30%	27%	27,0%	[50-99] M€
[100-150] €m	16%	23%	18%	10%	16%	20%	19,0%	[100-150] M€
Breakdown by deal type								Répartition par type de transaction
Acquisition	73%	80%	77%	63%	80%	75%	76%	Acquisition
LBO	27%	20%	23%	37%	20%	25%	24%	LBO
Breakdown by country								Répartition par pays
France	25%	33%	26%	40%	24%	27%	29,0%	France
Germany	23%	13%	17%	15%	23%	14%	10,0%	Allemagne
Italy	18%	8%	16%	20%	14%	18%	20,0%	Italie
Benelux	10%	25%	18%	11%	10%	7%	19,0%	Benelux
Spain-Portugal	9%	11%	7%	3%	16%	11%	10,0%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	15%	10%	16%	11%	13%	23%	12,0%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector								Répartition par secteur d'activité
Energy, raw materials, chemicals	9%	9%	19%	9%	10%	5%	11%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	7%	5%	3%	5%	7%	3%	BTP
Industrial equipment	21%	16%	8%	17%	18%	11%	16%	Biens d'équipement
Consumer products	7%	4%	1%	8%	4%	4%	5%	Produits de consommation courante
Agro-food	15%	3%	3%	4%	9%	5%	7%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	5%	6%	13%	4%	12%	13%	14%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	6%	9%	14%	7%	7%	8%	Distribution
Transport	6%	6%	8%	11%	7%	16%	10%	Transport
TMT	10%	28%	24%	24%	25%	22%	17%	TMT
Business and consumer services	11%	15%	10%	6%	3%	10%	9%	Services aux entreprises & particuliers
Multiples (median)								Multiples (médiane)
EV / historic sales	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	1,2x	1,0x	1,1x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	7,7x	7,0x	6,3x	6,7x	7,5x	8,6x	8,0x	EV / EBITDA historique (Indice Argos)
EV / current EBITDA	6,8x	ns	6,7x	ns	7,4x	ns	ns	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	11,4x	8,6x	9,6x	8,2x	9,3x	11,2x	11,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,6x	2,8x	2,7x	2,5x	2,6x	2,0x	2,3x	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 400 M€). Ses prises de participations majoritaires sont comprises entre 10 et 60 M€.

Avec 675 M€ 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 (€1m to €500m 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