

# ARGOS MID-MARKET Index Déc / Dec 2009

L'indice mid-market de la zone euro  
The mid-market euro zone index



Réalisé par  
Prepared by  
Argos Soditic & Epsilon Research

Mars / March 2010

# Sommaire

## Table of contents

page 3

Méthodologie / Methodology

page 4

Évolution de l'Indice / Index trend

page 5

Activité M&A de la zone euro / Euro zone M&A trends

page 6

Évolution du LBO / LBO trend

page 7

Acquéreurs stratégiques / Strategic buyers

page 8

Analyse de l'échantillon / Sample analysis

page 9

Argos Soditic & Epsilon Research

# Méthodologie

## Methodology

L'indice Argos Mid-Market repose sur une méthodologie rigoureuse

**Définition** - L'indice Argos Mid-Market mesure l'évolution de la « valeur de marché » des sociétés mid-market non cotées de la zone euro. Réalisé par Epsilon Research pour Argos Soditic et publié chaque semestre, il correspond à la médiane sur 12 mois glissants du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusions-acquisitions mid-market de la zone euro.

Ce multiple nous semble 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.

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

- **Échantillon des transactions étudiées**

Un échantillon constitué de 942 transactions sur 1.870 étudiées (depuis janvier 2004), retenues 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 150M€),
- 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 de l'ensemble 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 prix des sociétés non cotées, qui n'a de sens qu'en valeur relative, et non un instrument de mesure pour valoriser une entreprise. 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, etc.

The Argos Mid-Market Index is based on a rigorous methodology

**Definition** - The Argos Mid-Market index measures the evolution of European private mid-market company prices. Carried out by Epsilon Research for Argos Soditic and published every six months, it reflects median EV/EBITDA multiples, on a twelve-month rolling basis, of mid-market M&A transactions in the euro zone.

We think this 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.

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

- **Sample of transactions analysed**

A sample of 942 transactions out of 1,870 transactions studied (since 2004) were retained 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 tracks price movements for unlisted businesses, indicating relative values. It is not designed as a business valuation tool.

Following its launch in December 2006, the Argos Mid-Market index has become a **leading reference for players in the private markets**, such as private equity funds, M&A advisors, investment banks, and accountants.

# Évolution de l'indice

## Index trend

### Ralentissement de la chute des valorisations, vers une amélioration ?

L'Indice Argos Mid-Market est de nouveau en baisse et se situe à fin décembre 2009 à 6.0x EBITDA historique, niveau le plus bas jamais atteint depuis sa création en décembre 2004. Toutefois, la baisse est plus limitée que pour la période précédente: -4% contre -17%. Signe d'une amélioration ou simple pause dans la chute ?

La baisse des valorisations concerne à la fois :

- les transactions réalisées par les acquéreurs industriels (6,2x contre 6,6x en juin), et
- les transactions réalisées par les fonds LBO (5,7x contre 6,1x en juin).

La baisse s'inscrit dans un marché M&A qui s'est effondré en 2009 (-45% par rapport à 2008) et dans lequel les fonds LBO n'ont réalisé que très peu d'acquisitions (cf. Activité M&A de la zone euro, p6).

Enfin, le contexte de crise qui a marqué l'année 2009 a eu un impact significatif sur la nature des transactions réalisées et par conséquent la composition de l'Indice :

- peu de transactions ont atteint des valorisations très élevées, la plus plupart des valeurs sont proches de la médiane (l'écart-type des multiples EV/EBITDA est le plus faible depuis 2004);
- beaucoup d'acquisitions ont concerné des sociétés en restructuration, non prises en compte dans l'Indice (EBITDA négatif); de fait, l'Indice n'est représentatif que d'une partie du marché.

### The decline in valuations slows, suggesting improvement?

The Argos Mid-Market Index is once again down to 6.0x EBITDA at the end of December 2009, its lowest point since the creation of the Index in December 2004. However, the decline is less severe than for the previous period: -4% compared to -17%. Is this a sign of improvement or merely a temporary halt in the decline?

The decline in valuations affects:

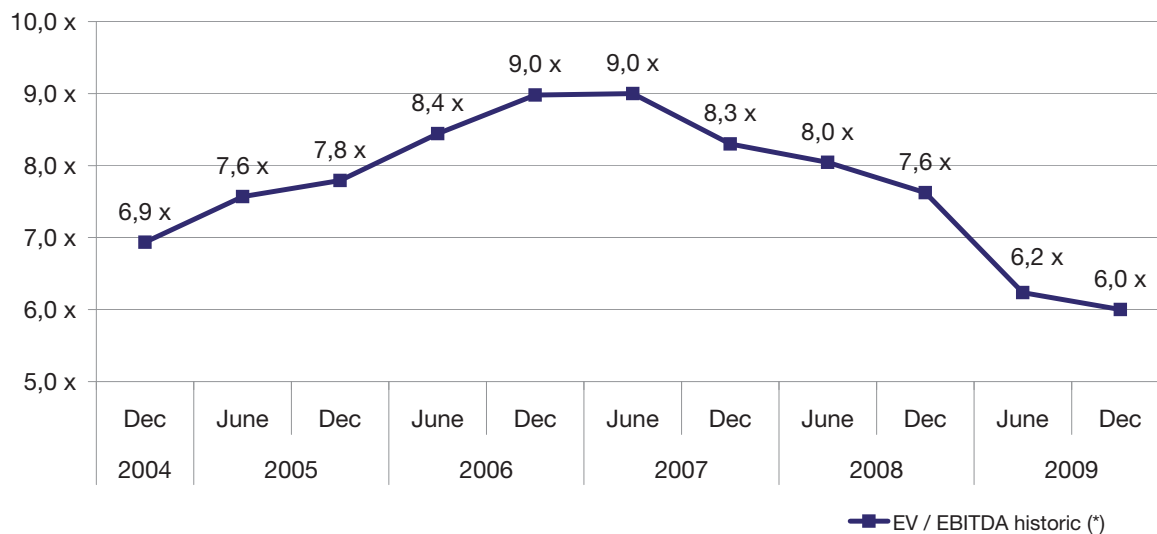
- transactions carried out by strategic buyers (6.2x compared to 6.6x in June) and
- transactions carried out by LBO funds (5.7x compared to 6.1x in June)

This decline comes in the context of an M&A market that collapsed in 2009 (-45% compared to 2008) and in which LBO funds made very few acquisitions. (cf. M&A activity in the Euro zone, p.6).

Finally, the crisis that marked 2009 had a significant impact on the kind of transactions carried out and, by consequence, on the composition of the Index :

- few transactions were with very high valuations; most were close to the median (the typical gap between EV/EBITDA multiples is the lowest since 2004).
- many transactions involved companies being restructured; these were not included in the Index (negative EBITDA); the Index thus represents only a part of the market.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index Dec 2009



(\*) médiane du multiple EV / EBITDA sur 12 mois glissants. (\*) median EV / EBITDA on a 12-month rolling basis

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

# Activité M&A de la zone euro

## Euro zone M&A trends

### L'activité M&A mid-market au plus bas depuis plus de 6 ans

Avec une baisse (en volume comme en valeur) de 45% par rapport à 2008 et de 60% par rapport à 2007, l'activité M&A mid-market sur la zone euro s'est effondrée en 2009. Elle atteint son plus bas niveau depuis plus de 6 ans (cf. Chart 2).

Cet effondrement du marché est avant tout lié à la chute brutale de l'activité économique, combinée aux difficultés d'accès aux financements d'acquisition et à l'absence persistante de visibilité des entreprises sur la sortie de crise qui réduit leur attractivité pour les acquéreurs.

En particulier, les fonds LBO ont été pratiquement absents du marché en 2009, avec un volume d'acquisitions en baisse de plus de 60% par rapport à 2008. La part des opérations de LBO dans le marché M&A mid-market est ainsi tombée à 9%, son niveau de 2001/2002.

Cependant, l'activité M&A augmente légèrement au second semestre 2009 (cf. Chart 3) du fait notamment :

- d'un retour des acquéreurs industriels qui renouent avec des acquisitions à caractère stratégique;
- de l'acceptation de la part des vendeurs d'une baisse des valorisations ce qui facilite les transactions.

### M&A mid-market activity at its lowest point in 6 years

With a decline, in volume as well as in value, of 45% compared with 2008 and 60% compared with 2007, mid-market M&A activity in the euro zone collapsed in 2009, reaching its lowest point in 6 years (cf Chart 2).

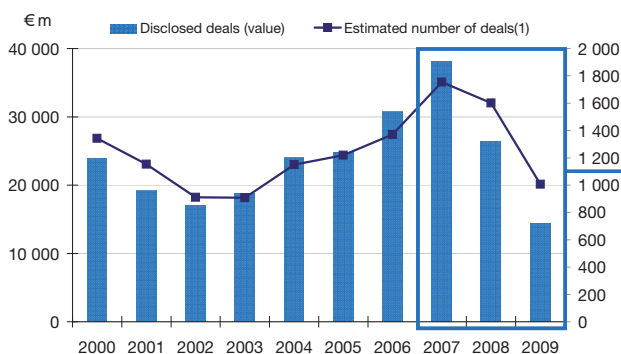
This collapse of the market is above all tied to the severe decline in economic activity, combined with the difficulty of obtaining financing for acquisitions and the continued lack of visibility concerning the end of the crisis for companies, all of which reduced their attractiveness for would-be buyers.

In particular, LBO funds were practically absent from the market in 2009, with the volume of acquisitions down nearly 60% compared with 2008. The percentage of LBO operations in the mid-market LBO M&A market thus fell 9%, to its level in 2001/2002.

However, M&A activity did increase slightly in the second half of 2009 (cf. Chart 3), due mostly to:

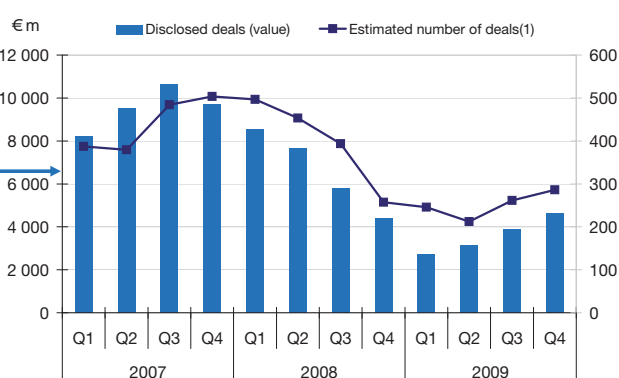
- a return of industrial buyers carrying out strategic acquisitions;
- the acceptance on the part of sellers of a decline in valuations, which has helped facilitate transactions.

Chart 2: Euro Zone M&A Mid-Market Activity



Source: Epsilon Research / CorpinWorldwide

Chart 3: Euro Zone M&A Mid-Market Activity - Quarterly



Source : Epsilon Research / CorpinWorldwide

(1) Estimation Epsilon du nombre de deals mid-market, sur la base du taux de deals renseignés de l'année.  
 (1) Epsilon estimate of the number of mid-market deals based on the reported deal ratio for the year.

# Évolution du LBO

## LBO trend

### Les prix des transactions LBO poursuivent leur chute

Les multiples d'acquisition payés par les fonds LBO pour leurs acquisitions ont continué leur chute à 5,7x l'EBITDA (cf Chart 4). Cela représente une baisse de 7% par rapport au semestre précédent.

La baisse est en particulier liée aux facteurs suivants :

- dégradation des performances et des perspectives de croissance des entreprises : ainsi sur notre échantillon, la médiane des marges d'EBITDA courant est de 10,4% contre une marge d'EBITDA historique de 11,4%.
- les fonds ont, encore plus que les acquéreurs industriels, souffert de la dégradation de l'accès et des conditions de financement de leurs opérations : les opérations réalisées ont été structurées avec des leviers bancaires très faibles, avec une part historiquement élevée de fonds propres (contribution moyenne de 56% sur Q1-Q3 2009 - cf. Chart 5).

Contrairement aux semestres précédents, la baisse des valorisations ne semble toutefois plus liée à un retrait des fonds LBO du marché M&A. En effet, disposant de fonds levés par le passé, les fonds LBO sont redevenus actifs en s'intéressant de nouveau à des acquisitions.

### LBO prices continue to fall

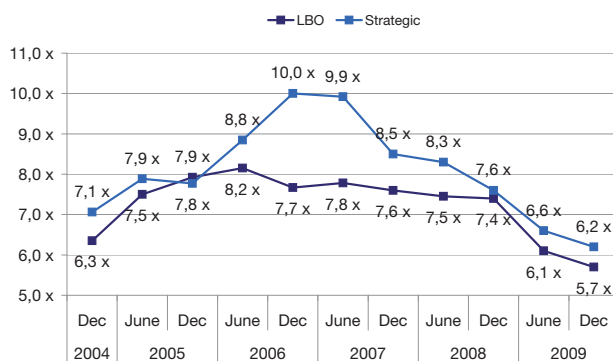
Multiples paid by LBO funds for their acquisitions continued to fall, to 5.7x EBITDA (cf. Chart 4). This represents a decline of 7% compared to the previous semester.

The decline is primarily linked to two factors:

- a deterioration of the companies' performances and of growth outlooks: our sample shows the running median of EBITDA margins at 10.4% compared to an historic EBITDA of 11.4%
- LBO funds, even more than strategic buyers, have suffered from the deterioration of access to financing, or of the conditions of obtained financing: the operations that were carried out were structured with very little leverage, with the part of equity at an historic high (on average, 56% for Q1-Q3 2009 cf. Chart 5).

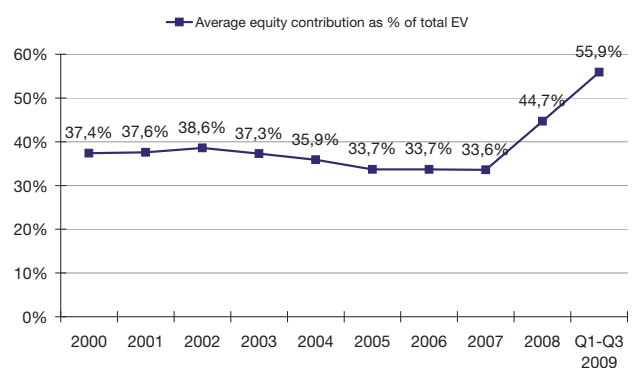
Contrary to previous semesters, the decline in valuations does not appear to be linked to a retreat of LBO funds from the M&A market. Since they still have funds at their disposal, LBO firms are once again becoming interested in making acquisitions.

Chart 4 : EV / Historic EBITDA, LBO vs Strategic Buyers



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 5: Evolution of the Equity Contribution 2000-Q3 2009



Source : S&P LCD in EVCA Barometer, Issue 70, Winter 2010

# Acquéreurs stratégiques

## Strategic buyers

### Baisse des prix payés par les acquéreurs industriels

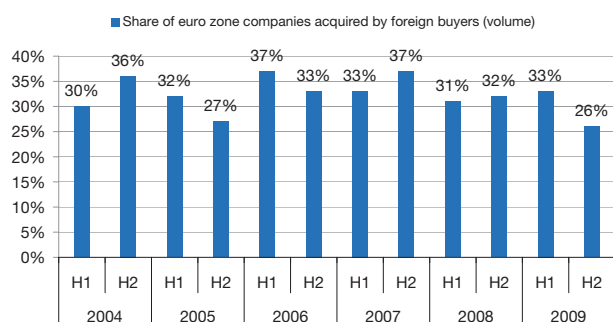
Les multiples payés par les acquéreurs industriels continuent leur baisse (-6%) à 6,2x en H2 2009 (cf. Chart 4). La chute des multiples est de 38% depuis le pic atteint fin 2006, début 2007, mais elle semble se stabiliser sur les derniers mois.

Les multiples des transactions restent ainsi largement décorrélés du marché boursier, qui a connu un fort rebond au cours de la même période<sup>(1)</sup> (cf. Chart 7.).

La baisse des prix des acquisitions industrielles s'est poursuivie par rapport au semestre précédent, le plus fort de leur activité étant dû aux sociétés non cotées de la zone euro plus qu'aux sociétés cotées ou aux acquéreurs étrangers, traditionnellement prêts à payer plus cher leurs acquisitions :

- seules 44% des acquisitions industrielles ont été réalisées par des sociétés cotées ce qui est inférieur à la moyenne historique, et limite ainsi l'impact favorable que la baisse du coût du capital<sup>(2)</sup> aurait pu avoir sur le niveau des multiples.
- la part des acquisitions réalisées par des entreprises étrangères (hors zone euro) a diminué à 25% (cf. Chart 6). Cette baisse est notamment liée au retrait des entreprises américaines dont la part a baissé de moitié au second semestre 2009 et atteint seulement 6% en volume.

Chart 6 : Cross-border Mid-Market Acquisitions, Euro Zone H1 2004 - H2 2009



Source: Epsilon Research / CorpinWorldwide

(1) EURO STOXX® TMI Small: +26% au cours du second semestre 2009

(2) Liée à la baisse de la prime de risque et au maintien des taux à 10 ans à des niveaux faibles.

(1) EURO STOXX® TMI Small: +26% in H2 2009

(2) Linked to lower risk premium and low level of long term interest rates

### A decline in prices paid by strategic buyers

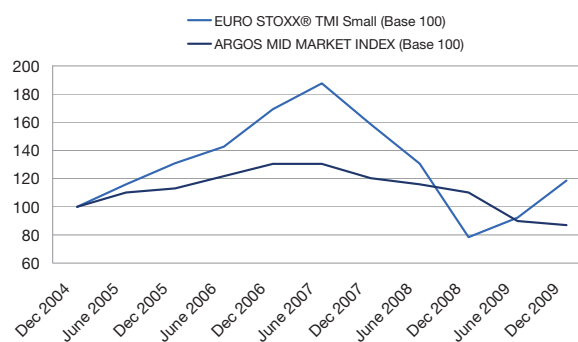
Multiples paid by strategic buyers continue to decline (-6%) to 6.2X en H2 2009 (cf. Chart 4). The decline in multiples is 38% since the peak reached in late 2006 and early 2007; however, it appears to have stabilized over the past few months.

Transaction multiples remain largely unconnected from the stock market, which has undergone a strong recovery over the same period<sup>(1)</sup> (cf. Chart 7).

The fall in the prices paid by strategic buyers continued compared to the previous semester, with most of their activity being carried out by unlisted companies in the euro zone, rather than listed companies or foreign buyers, who have traditionally been ready to pay higher prices for their acquisitions.

- just 44% of strategic acquisitions were made by listed companies, a percentage lower than the historic average, limiting the favorable impact that the lower cost of capital<sup>(2)</sup> could have had on the level of multiples.
- the percentage of acquisitions carried out by foreign companies (outside the euro zone) declined to 25% (cf Chart 6). This decline is mainly due to the retreat of American companies, whose part was down by half in the second semester 2009 to just 6% of volume.

Chart 7: Comparative Evolution, EURO STOXX® TMI Small / Argos Mid-Market Index, base 100, 2004 - 2009



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

# Analyse de l'échantillon

## Sample analysis

### 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.

### 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.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
<b>Taille des échantillons</b>							<b>Samples size</b>
Transactions étudiées	215	282	320	418	390	245	Deals studied
Transactions retenues pour l'indice	122	143	178	225	165	109	Deals retained for the index
<b>Valeur d'Equity moyenne (M€)</b>							<b>Average Equity Value (€m)</b>
Chiffre d'affaires moyen (M€)	87,2	84,2	79,7	87,2	89,5	97,3	Average sales (€m)
Marge d'EBITDA	15,5%	15,3%	11,6%	11,4%	13,4%	11,4%	EBITDA margin
Marge d'EBIT	9,4%	9,4%	8,4%	10,6%	9,7%	7,8%	EBIT margin
<b>Répartition par taille (Valeur d'Equity)</b>							<b>Breakdown by size (Equity Value)</b>
[15-49] M€	48%	52%	52%	54%	61%	69%	[15-49] €m
[50-99] M€	27%	26%	29%	31%	28%	23%	[50-99] €m
[100-150] M€	25%	22%	19%	15%	11%	8%	[100-150] €m
<b>Répartition par type de transaction</b>							<b>Breakdown by deal type</b>
Acquisition	68%	78%	81%	81%	78%	70%	Acquisition
LBO	32%	22%	19%	19%	22%	30%	LBO
<b>Répartition par pays</b>							<b>Breakdown by country</b>
France	29%	28%	28%	24%	27%	36%	France
Allemagne	23%	31%	16%	21%	18%	19%	Germany
Italie	18%	8%	12%	12%	16%	10%	Italy
Benelux	13%	9%	16%	10%	13%	13%	Benelux
Espagne	10%	14%	10%	16%	8%	8%	Spain
Autre (zone euro)	7%	9%	19%	17%	18%	14%	Other (euro zone)
<b>Répartition par secteur d'activité</b>							<b>Breakdown by sector</b>
Energie et matières premières	11%	7%	12%	5%	5%	7%	Energy and raw materials
Chimie	5%	7%	7%	3%	4%	3%	Chemicals
BTP	5%	6%	4%	5%	4%	3%	Building, construction
Biens d'équipement	11%	20%	7%	11%	10%	12%	Industrial equipment
Produits de consommation courante	5%	6%	2%	5%	16%	7%	Consumer products
Agroalimentaire	13%	2%	2%	11%	8%	8%	Agro-food
Santé - Pharma	14%	9%	5%	10%	6%	12%	Healthcare-Pharma
Distribution	3%	6%	12%	4%	9%	8%	Wholesale, retail
Transport	8%	8%	6%	9%	6%	6%	Transport
Médias, Communication	5%	5%	11%	7%	3%	4%	Media, Communication
Services aux entreprises & particuliers	9%	13%	9%	15%	15%	11%	Business and consumer services
Services informatiques & télécoms	7%	3%	11%	8%	5%	12%	IT services & telecoms
Logiciels	3%	7%	12%	9%	10%	7%	Software
<b>Multiples (médiane)</b>							<b>Multiples (median)</b>
EV / Chiffre d'Affaires historique	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x	0,7x	EV / historic sales
EV / EBITDA historique (indice Argos)	6,9x	7,8x	9,0x	8,3x	7,6x	6,0x	(Argos index) EV / historic EBITDA
EV / EBITDA courant	6,2x	6,7x	7,5x	7,8x	7,0x	5,1x	EV / current EBITDA
EV / EBIT historique	9,7x	9,3x	11,9x	11,0x	10,4x	8,4x	EV / historic EBIT
Price to Book	2,0x	3,1x	2,9x	2,9x	3,5x	1,9x	Price to Book

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

NB : Valeur d'Equity (Eq.) = prix payé pour 100% des actions / Valeur d'Entreprise (EV) = Eq. + dette financière nette  
Equity Value (Eq.) = price paid for 100% of the shares / Enterprise Value (EV) = Eq. + net financial debt



# Argos Soditic & Epsilon Research



Créé en 1989, Argos Soditic est un groupe de Capital Investissement européen indépendant établi à Paris, Genève et Milan. Argos Soditic développe

une stratégie d'investissement originale axée sur les opérations de reprise d'entreprises qui requièrent une implication particulière des actionnaires financiers aux côtés du management (MBO, MBI, BIMBO, spin-off, réorganisation, build-up).

Les interventions d'Argos Soditic portent sur des entreprises de taille moyenne (20 à 400M€ de CA), dans lesquelles les fonds gérés par Argos Soditic (420M€) prennent des participations majoritaires, pour un montant par transaction compris entre 5 et 50 M€. Les entreprises doivent bénéficier d'une position forte sur leur marché et d'un réel potentiel de croissance : Argos Soditic développe en effet une stratégie de création de valeur privilégiant la croissance à l'effet de levier.

Argos Soditic a ainsi signé des opérations telles que Buffet Crampon, Groupe Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même, Kermel ou Eau Ecarlate en France, Sparco et CH&F en Italie, et Maillefer et ORS en Suisse. En 2006, le groupe a réalisé le closing du fonds Argos Soditic V à 275 M€ qui a permis la réalisation de 13 transactions à ce jour : sept opérations de MBO (Driver/Sitour, GPP, FHB, Kägi, Orsyp, LEXSI et Misapor), quatre BIMBO (Axyntis, Marie Laure PLV, Alkan et Bellco), et deux MBI (Dinno Santé, Mertz).

Created in 1989, Argos Soditic is an independent European Private Equity firm with offices in Paris, Geneva and Milan, wholly owned and operated by its partners. The firm has developed a unique strategy of carrying out projects that require deep involvement with the financial shareholders and managers of companies (MBO, MBI, BIMBO, spin-off, reorganization, build-up) it acquires.

The group of funds managed by the firm (€420m) typically take majority stakes ranging from €5m to €50m in companies with revenues between €20 and €400m. Argos Soditic invests in companies with a leading market position or with the capacity to become a leader, focusing on growth rather than leverage in its value creation strategy.

The operations Argos Soditic has carried out include Buffet Crampon, Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même, Kermel and Eau Ecarlate in France, Sparco and CH&F in Italy, and Maillefer and ORS in Switzerland. In 2006, the firm announced the closing of a new €275m fund, Argos Soditic V, which allowed the firm to carry out 13 transactions to date: seven MBOs (Sitour, GPP, FHB, Kägi, Orsyp and LEXSI, Misapor), four BIMBOs (Axyntis, Marie Laure PLV, Alkan and Bellco), and two MBIs (Dinno Santé, Mertz).

**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](http://www.argos-soditic.com)



Epsilon Research est le premier bureau d'analyse financière spécialisé

dans les acquisitions de sociétés non cotées en Europe (fusions-acquisitions, capital investissement).

Son produit phare, e-MAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »), est une base unique de rapports d'analyse de transactions européennes, intégrant le calcul des multiples d'acquisition, et accessibles depuis une plateforme web. Elle est rapidement devenue pour ses clients (fonds d'investissement, banques, conseils) une source de référence en Europe sur les multiples d'acquisition du non coté.

Epsilon développe également des outils de compréhension du marché : bases de données (transactions M&A, comptes de société), indices sectoriels, études et analyses de marché, service pour l'évaluation trimestrielle du portefeuille de participations des fonds de capital investissement.

La société a été créée par deux professionnels du corporate finance, renforcée par une équipe d'analystes financiers basés à Paris et Londres. Elle a obtenu en 2008 pour sa base e-MAT le label de Finance Innovation, pôle de compétitivité de la place financière de Paris.

Epsilon Research is the first financial analysis bureau to specialise in European private company M&A/private equity transactions.

Its key product, e-MAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »), is a unique database of European deal analysis reports that includes the detailed calculation of acquisition multiples, accessible via its proprietary IT platform. It has quickly become for its customers (investment funds, banks, advisors) a reference source in Europe for private company acquisition multiples.

Epsilon has also developed a number of market intelligence tools : financial databases (M&A transactions, company accounts); sector indices; market studies and analysis; tailored service for private equity quarterly portfolio valuations.

Epsilon was set up by two corporate finance professionals, reinforced by a team of financial analysts Paris and London based. It has received for its e-MAT database the label of Finance Innovation, the Paris-based global financial services cluster.

**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)

## Argos Soditic

[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