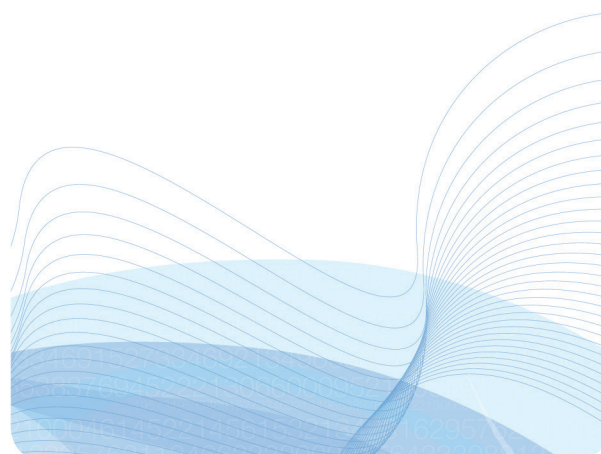


# ARGOS MID-MARKET Index Dec / Déc 2010

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

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

page 6

LBO trend / Évolution du LBO

page 7

Strategic buyers / Acquéreurs stratégiques

page 8

Sample analysis / Analyse de l'échantillon

page 9

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 six months, it reflects median EV/EBITDA multiples, on a twelve-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 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.

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

### Mid market valuations continue to rise in a declining M&A market

The rise in the Argos Mid-Market Index continues but remains moderate: in December 2010 the Index stood at 6.6x historical EBITDA, i.e. an increase of 3% compared to June 2010, and of 10% compared to the lowest recorded in December 2009.

The increase in acquisition multiples is driven essentially by the LBO funds (6.7x compared to 5.8x in June 2010) which paid higher prices for their acquisitions than did the industrial buyers (cf. LBO Trend, p.6).

Indeed, contrary to the trend in previous semesters, prices paid by strategic buyers have remained stable at 6.6x EBITDA. And the return to the euro zone of quoted and foreign buyers, in terms of number of transactions, has not had an impact on multiples (cf. Strategic buyers, p.7).

The increase in the Argos Mid-Market Index occurs within the context of a decline of 10% (in volume) in mid market M&A activity in the euro zone compared to its level in the first half of 2010 (cf. Euro zone M&A trends p.5). Only LBO funds have been more active than was previously the case.

### Poursuite de la remontée des valorisations mid market dans un marché M&A en baisse

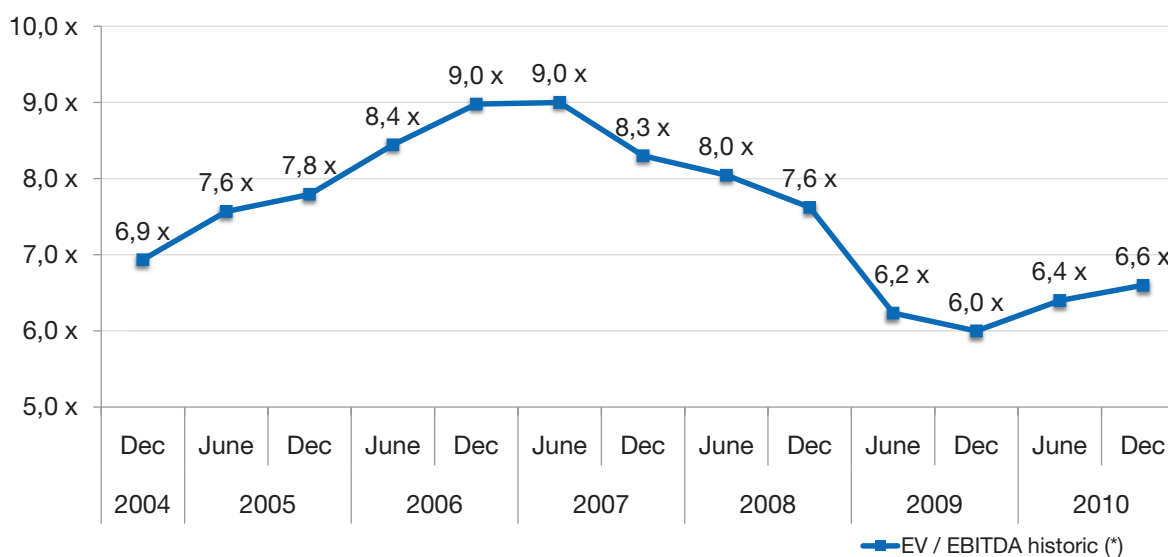
La hausse de l'Indice Argos Mid-Market se poursuit mais reste très mesurée : en décembre 2010, l'Indice s'établit à 6,6x l'EBITDA historique, soit une augmentation de 3% par rapport à juin 2010, et de 10% par rapport au plus bas enregistré en décembre 2009.

L'augmentation des multiples d'acquisition est tirée essentiellement par les fonds LBO (6,7x contre 5,8x en juin 2010), qui ont payé leurs acquisitions plus cher que les acquéreurs industriels (cf. Evolution du LBO, p.6).

En effet, les prix payés par les acquéreurs stratégiques sont, contrairement aux semestres précédents, restés stables à 6,6x l'EBITDA. Et le retour des acquéreurs cotés comme des acquéreurs étrangers dans la zone euro, en termes de volume d'activité, n'a pas eu d'impact sur les multiples (cf. Acquéreurs stratégiques, p.7).

La progression de l'Indice Argos Mid-Market s'inscrit dans le contexte d'une baisse de l'activité M&A mid market dans la zone euro, de 10% (en volume) par rapport à son niveau du 1er semestre 2010 (cf. Activité M&A de la zone euro p.5), seuls les fonds LBO ayant été plus actifs que précédemment.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index Dec 2010



(\*) median EV / EBITDA on a 12-month rolling basis - médiane du multiple EV / EBITDA sur 12 mois glissants  
Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### Aborted recovery in mid market M&A activity

The year 2010 remains a weak year for mid market M&A activity in the euro zone, with a second half stable in value (-0.3% compared to the previous semester), unchanged since mid-2009, but with a decrease of 10% in volume (cf. Chart 2).

Contrary to the evolution of larger transactions, the increase in mid market M&A activity seen at the end of 2009 did not continue in 2010.

Numerous factors did, however, favour recovery :

- better availability of bank acquisition financing<sup>(1)</sup>, in spite of decreasing leverage and rising margins;
- the level of cash reconstituted by the large European enterprises<sup>(2)</sup> or which is still at the disposal of LBO funds;
- expected consolidation in numerous economic sectors, with the weak outlook for growth in the euro zone.

However, only the activity of LBO funds grew in the second half year : by 8.6% in volume and by 45% in value compared to the previous semester. The LBO share thus went from 11% to 13% of the M&A mid market in volume, and from 11% to 16% in value<sup>(3)</sup>.

### Reprise avortée de l'activité M&A mid market

L'année 2010 est restée une année faible pour l'activité M&A mid market de la zone euro, avec un 2ème semestre 2010 stable en valeur (-0,3% par rapport au semestre précédent), au même niveau depuis mi-2009, mais en baisse de 10% en volume (cf. Chart 2).

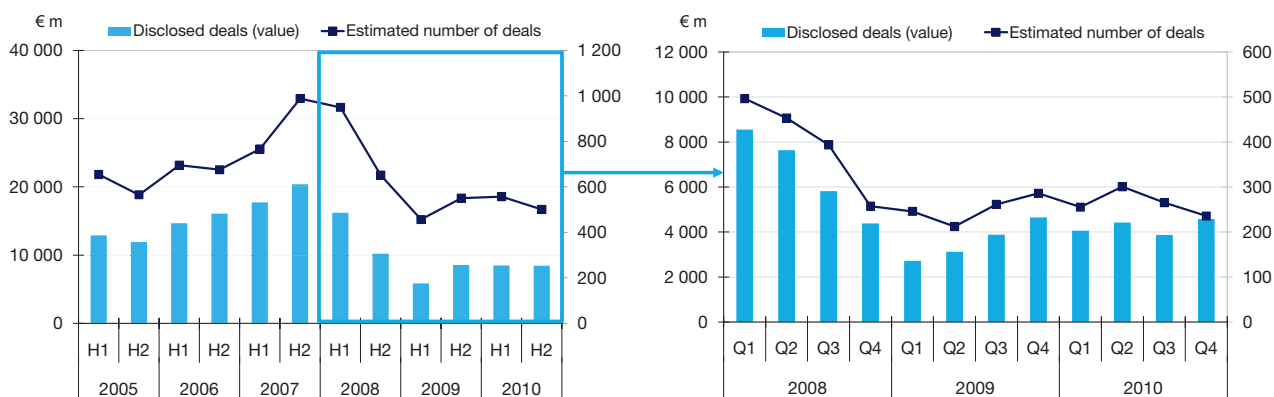
Contrairement à l'évolution des transactions de plus grande taille, l'augmentation de l'activité M&A mid market observée à la fin de l'année 2009 ne s'est donc pas poursuivie en 2010.

De nombreux facteurs favorisaient pourtant la reprise :

- reprise du financement bancaire d'acquisition<sup>(1)</sup>, malgré des leviers en baisse et des marges en augmentation ;
- niveau de trésorerie qu'ont reconstitué les grandes entreprises européennes<sup>(2)</sup> ou dont disposent encore les fonds LBO ;
- consolidation anticipée dans plusieurs secteurs économiques, avec la perspective d'une croissance faible sur la zone euro.

Mais seule l'activité des fonds LBO a progressé au second semestre : de 8,6% en volume et de 45% en valeur par rapport au semestre précédent. La part du LBO passe ainsi de 11% à 13% du M&A mid market en volume, et de 11% à 16% en valeur<sup>(3)</sup>.

Chart 2: Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfmWorldwide

(1) ECB "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area", October 2010 / BCE "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area", Octobre 2010

(2) 22% increase in 2010, according to BCG, « M&A : Back to the New Reality » (Nov 2010) / Hausse de 22% en 2010, selon BCG, « M&A : Back to the New Reality » (Nov 2010)

(3) Source Epsilon Research / Corpfm Worldwide

# LBO trend

## Évolution du LBO

### Strong increase in valuations of LBO transactions

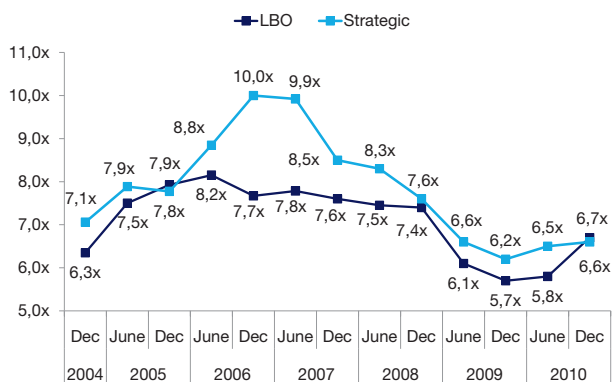
The acquisition multiples paid by the mid market LBO funds grew by more than 15% compared to their level in June 2010 (cf. Chart 3) : at 6.7x EBITDA, they are higher than the multiples paid by industrial buyers (6.6x EBITDA) for the 1st time since December 2005.

This recovery in the funds' multiples is due to two factors which are specific to LBO :

- the progressive return of LBO funds to the M&A market, and especially secondary transactions, after 18 months of weak activity and with the desire of LBO funds to accelerate their rhythm of activity (investments and exits) : a number of them are, in fact, approaching the end of their investment period and will be entering into a fund raising phase, where a good track record will be a deciding factor, with fundraising at its lowest since 2004 (cf. Chart 4).

- the mid market M&A market is decreasing and the number of attractive opportunities remains weak, thus creating a "scarcity effect" around certain transactions and pushing valuations up, in spite of the fact that bank leverage has become more strict (equity accounts for close to 50% of transaction values).

Chart 3 : EV / Historic EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

### Forte hausse des valorisations des opérations LBO

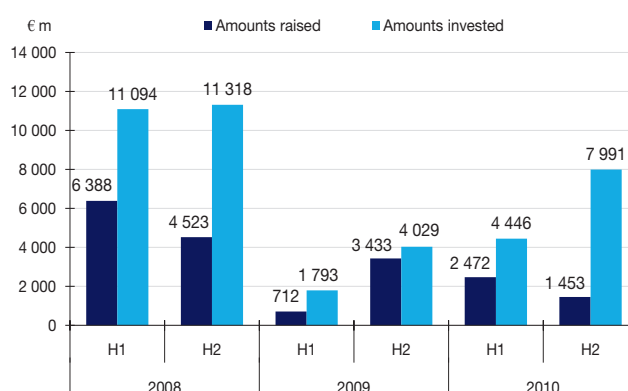
Les multiples d'acquisition payés par les fonds LBO mid market ont progressé de plus de 15% par rapport à leur niveau de juin 2010 (cf. Chart 3) : à 6,7x l'EBITDA, ils se situent au-dessus des multiples payés par les acquéreurs industriels (6,6x l'EBITDA) pour la 1ère fois depuis décembre 2005.

Cette reprise des multiples des fonds tient à deux facteurs propres au LBO :

- le retour progressif des fonds LBO sur le marché M&A, et notamment des opérations secondaires, après 18 mois de faible activité et avec la volonté des fonds LBO d'accélérer leur rythme d'activité (investissements et cessions) : nombre d'entre eux approchent en effet de la fin de leur période d'investissement ou vont entrer dans une phase de levée de fonds, où un bon track record sera déterminant au vu des levées de fonds au plus bas depuis 2004 (cf. Chart 4).

- le marché M&A mid market est en baisse et le nombre d'opportunités attractives demeure faible, créant ainsi un « effet rareté » sur certaines transactions et poussant les valorisations à la hausse, et ce malgré des leviers bancaires devenus plus stricts (la part des fonds propres avoisine les 50% des valeurs de transaction).

Chart 4: Euro zone buyout funds raised and invested



Source : EVCA

# Strategic buyers

## Acquéreurs stratégiques

### Stability in the multiples paid by strategic buyers

The multiples paid by strategic buyers have remained stable at 6.6x EBITDA, a level below that of LBO funds.

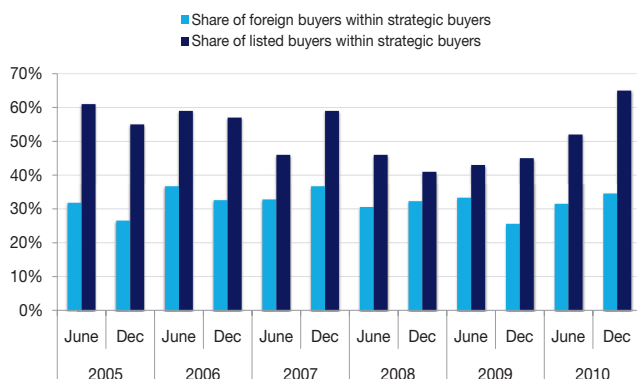
The industrial buyers, in particular private euro zone companies, have been a lot more influenced by the uncertain economic context than have the LBO funds and have not benefited from a situation favourable to external growth (reconstituted cash reserves, increase in free cash flow, access to bank financing, weak internal growth prospects).

The foreign buyers' share did grow in the second semester to 35% of industrial acquisitions (cf. Chart 5), owing notably to the return of North American buyers, who make up 37% of foreign buyers<sup>(1)</sup>.

In the same way, there was strong growth in quoted companies' share of the M&A market in the second semester: they accounted for 65% of the transactions carried out by industrial buyers, an historically high share, due both to their strong cash position and to an increase in their stock exchange share price (cf. Chart 6).

Nevertheless, this increase in the activity of foreign and quoted company buyers, who traditionally contribute to an increase in valuations, did not this time push up the multiples.

Chart 5 : Acquisition of euro zone companies - share of foreign & listed buyers



Source: Epsilon Research / CorpinWorldwide (estimated number of deals)

### Stabilité des multiples payés par les acquéreurs industriels

Les multiples payés par les acquéreurs stratégiques sont restés stables à 6,6x l'EBITDA, un niveau inférieur à celui des fonds LBO.

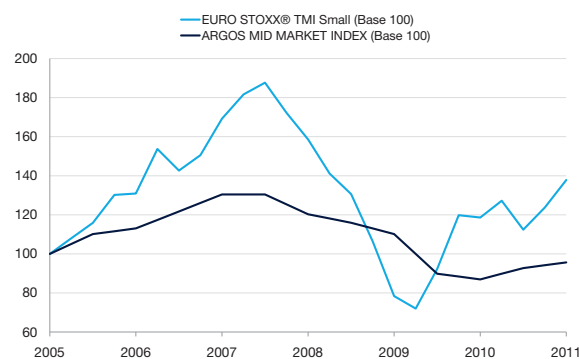
Les industriels, en particulier les sociétés non cotées de la zone euro, ont été, bien plus que les fonds LBO, influencés par le contexte d'incertitude économique et n'ont pas profité d'une situation favorable à la croissance externe (réserves de cash reconstituées, hausse du cash flow opérationnel, accès au crédit bancaire, faibles perspectives de croissance interne).

Certes, la part de marché des acquéreurs étrangers a progressé au second semestre à 35% des acquisitions industrielles (cf. Chart 5), notamment du fait d'un retour des acquéreurs nord-américains, qui représentent 37% des acquéreurs étrangers<sup>(1)</sup>.

De même, la part des sociétés cotées a fortement progressé au second semestre pour représenter 65% des acquisitions industrielles, une part historiquement élevée, grâce à la fois à leur forte position de cash et à une hausse de leurs cours boursiers (cf. Chart 6).

Cependant, cet accroissement de l'activité des acquéreurs étrangers et cotés, traditionnellement contributeurs à la hausse des valorisations, n'a pas cette fois-ci poussé les multiples à la hausse.

Chart 6: EURO STOXX® TMI Small vs Argos Mid-Market Index



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

(1) Estimates Epsilon Research / Corpin Worldwide - Estimations Epsilon Research / Corpin Worldwide

# 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.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
<b>Samples size</b>								<b>Taille des échantillons</b>
Deals studied	215	282	320	418	390	245	182	Transactions étudiées
Deals retained for the index	122	143	178	225	165	109	147	Transactions retenues pour l'indice
Average equity value (€m)	62,2	64,4	59,3	55,8	48,9	43,9	56,6	Valeur d'équity moyenne (M€)
Average sales (€m)	87,2	84,2	79,7	87,2	89,5	97,3	102,6	Chiffre d'affaires moyen (M€)
EBITDA margin	15,5%	15,3%	11,6%	11,4%	13,4%	11,4%	14,5%	Marge d'EBITDA
EBIT margin	9,4%	9,4%	8,4%	10,6%	9,7%	7,8%	9,9%	Marge d'EBIT
<b>Breakdown by size (equity value)</b>								<b>Répartition par taille (valeur d'équity)</b>
[15-49] €m	48%	52%	52%	54%	61%	69%	52%	[15-49] M€
[50-99] €m	27%	26%	29%	31%	28%	23%	28%	[50-99] M€
[100-150] €m	25%	22%	19%	15%	11%	8%	20%	[100-150] M€
<b>Breakdown by deal type</b>								<b>Répartition par type de transaction</b>
Acquisition	68%	78%	81%	81%	78%	70%	66%	Acquisition
LBO	32%	22%	19%	19%	22%	30%	34%	LBO
<b>Breakdown by country</b>								<b>Répartition par pays</b>
France	29%	28%	28%	24%	27%	36%	23%	France
Germany	23%	31%	16%	21%	18%	19%	13%	Allemagne
Italy	18%	8%	12%	12%	16%	10%	27%	Italie
Benelux	13%	9%	16%	10%	13%	13%	15%	Benelux
Spain	10%	14%	10%	16%	8%	8%	8%	Espagne
Other (euro zone)	7%	9%	19%	17%	18%	14%	14%	Autre (zone euro)
<b>Breakdown by sector</b>								<b>Répartition par secteur d'activité</b>
Energy and raw materials	11%	7%	12%	5%	5%	7%	6%	Energie et matières premières
Chemicals	5%	7%	7%	3%	4%	3%	1%	Chimie
Building, construction	5%	6%	4%	5%	4%	3%	5%	BTP
Industrial equipment	11%	20%	7%	11%	10%	12%	20%	Biens d'équipement
Consumer products	5%	6%	2%	5%	16%	7%	5%	Produits de consommation courante
Agro-food	13%	2%	2%	11%	8%	8%	9%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	14%	9%	5%	10%	6%	12%	8%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	3%	6%	12%	4%	9%	8%	12%	Distribution
Transport	8%	8%	6%	9%	6%	6%	5%	Transport
Media, Communication	5%	5%	11%	7%	3%	4%	6%	Médias, Communication
Business and consumer services	9%	13%	9%	15%	15%	11%	7%	Services aux entreprises & particuliers
IT services & telecoms	7%	3%	11%	8%	5%	12%	7%	Services informatiques & télécoms
Software	3%	7%	12%	9%	10%	7%	9%	Logiciels
<b>Multiples (median)</b>								<b>Multiples (médiane)</b>
EV / historic sales	1,0x	1,0x	1,1x	1,0x	0,9x	0,7x	1,0x	EV / Chiffre d'affaires historique
EV / historic EBITDA	6,9x	7,8x	9,0x	8,3x	7,6x	6,0x	6,6x	EV / EBITDA historique
EV / current EBITDA	6,2x	6,7x	7,5x	7,8x	7,0x	5,1x	6,8x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	9,7x	9,3x	11,9x	11,0x	10,4x	8,4x	7,8x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,0x	3,1x	2,9x	2,9x	3,5x	1,9x	1,9x	Price to Book

Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Equity value = price paid for 100% of the shares ; Valeur d'équity = prix payé pour 100% des actions  
Enterprise value (EV) = Equity value + net financial debt ; Valeur d'entreprise (EV) = Valeur d'équity + dette financière nette



# Argos Soditic & Epsilon Research



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 €10m to €50m in companies with revenues of €20m to €400m.

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's past transactions include Buffet Crampon, Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même and Eau Eclarlate in France, Termoindustriale, GPP and Bellco in Italy, and Kägi, Maillefer and ORS in Switzerland.

At the end of 2010, Argos Soditic raised its new fund Euroknights VI at his hard cap of €400m. The firm has assets under management of €750m allocated to its lower mid market buy-out funds and Argos Expansion, the firm's minority equity and expansion capital fund which held a first close in 2010.

Argos Soditic est un groupe de capital investissement européen 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 allant de 20 et 400 M€). Ses prises de participations majoritaires sont comprises entre 10 et 50 M€.

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 oeuvre de leur projet stratégique.

Argos Soditic a ainsi signé des opérations telles que Buffet Crampon, Groupe Roc-Eclerc, Oxbow, Du Pareil au Même, ou Eau Eclarlate en France, Termoindustriale, GPP et Bellco en Italie, et Kägi, Maillefer et ORS en Suisse.

Fin 2010, le groupe a réalisé le closing de son sixième fonds Euroknights VI à 400 M€. Il gère désormais 750 M€ à travers ses fonds LBO et Argos Expansion, son fonds de capital développement et de mezzanine sponsorless qui a réalisé son premier closing en juillet 2010.

**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 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.

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 créé 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.

**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