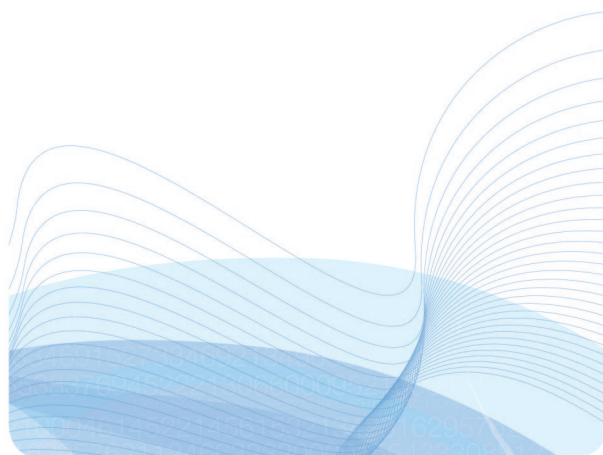


# ARGOS MID-MARKET Index Dec / Déc 2011

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 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), CompanyQuery (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

### Rise in mid market valuations driven by the industrial buyers

The rise in the Argos Mid-Market Index continues : in December 2011 it stood at 7.5x EBITDA i.e. an increase of 4% compared to June 2011, and of 14% compared to the December 2010 level (cf. Chart 1).

Unlike the evolution in June 2011, the rise in acquisition multiples is driven by the industrial buyers, with a median multiple of 7.5x against 6.9x in June 2011. This rise has been influenced notably by foreign industrial buyers whose market share has again increased.

On the other hand, the valuations of LBO transactions have remained stable at 7.5x EBITDA within the context of a sharp drop in the activity of the funds.

The overall progression of the Index is in contrast to the distinct decrease in M&A mid market activity in the 2nd half of 2011. Buyers concentrated on quality : the turnover of the companies which comprise the Index grew an average of 11% and their EBITDA margin is 12.2%.

### Progression des valorisations mid market tirée par les acquéreurs industriels

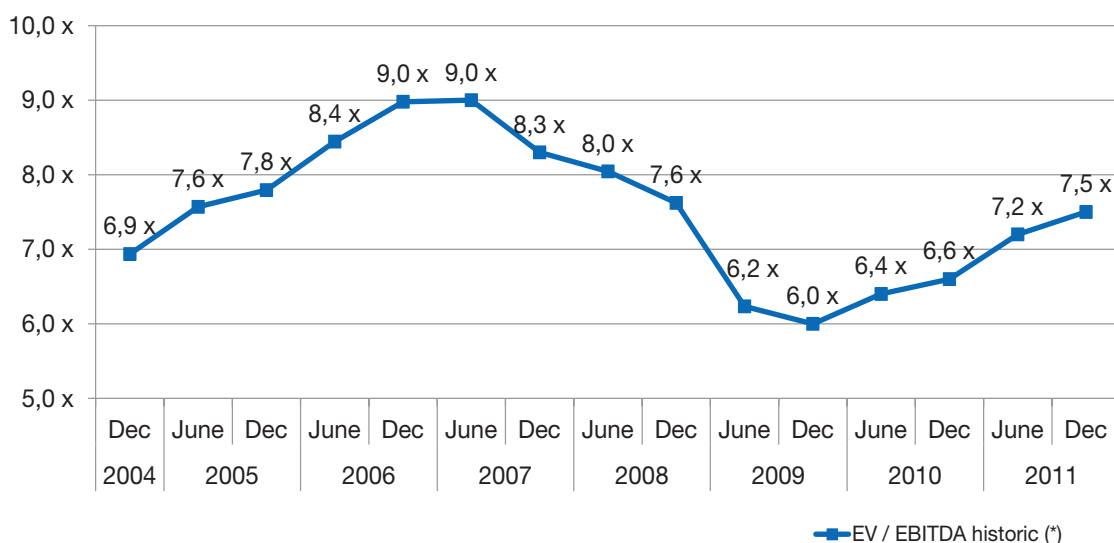
La hausse de l'Indice Argos Mid-Market se poursuit : en décembre 2011, il s'établit à 7,5x l'EBITDA, soit une augmentation de 4% par rapport à juin 2011, et de 14% par rapport au niveau de décembre 2010 (cf. Chart 1).

Contrairement à l'évolution de juin 2011, l'augmentation des multiples d'acquisition est tirée par les acquéreurs industriels, avec un multiple médian de 7,5x contre 6,9x en juin 2011, notamment sous l'influence des acquéreurs industriels étrangers dont la part de marché a encore augmenté.

En revanche, les valorisations des opérations LBO sont restées stables à 7,5x l'EBITDA dans un contexte de forte baisse de l'activité des fonds.

La progression globale de l'Indice contraste par ailleurs avec le net recul de l'activité M&A mid market au 2nd semestre 2011. Les acquéreurs ont concentré leur attention sur les entreprises de qualité : le chiffre d'affaires des entreprises composant l'Indice a progressé en moyenne de 11%, et leur marge d'EBITDA s'élève à 12,2%.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index Dec 2011



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(\*) median value for last 12 month transactions - médiane pour les transactions des 12 derniers mois

# LBO vs strategic buyers

## LBO vs acquéreurs industriels

### The multiples paid by the industrial buyers make up for the shortfall in LBO multiples

The multiples paid by the industrial buyers have grown by 9% since June 2011: at 7.5x EBITDA, they thus again reach the level of valuations of LBO transactions which have remained practically unchanged (cf. Chart 2).

If the listed industrial buyers seem to have remained prudent, with a slightly declining share of the industrial acquisitions (57% in December 2010, 51% in December 2011), the prices have been driven by foreign industrial buyers (in particular North American) who have continued to show a growing appetite for mid market companies in the Euro zone: they account for 42% of industrial acquisitions compared to 26% two years earlier (cf. Chart 3).

In spite of the strong downturn in activity and increasing difficulties of LBO financing which were felt in particular in the second half of the year, the prices paid by LBO funds remained at the same level. In fact, the funds continued to concentrate on enterprises of the highest quality, with a median EBITDA margin of 12.8% vs. 11.8% for industrial buyers, and growth in turnover of 15.7% vs. 7.6% <sup>(1)</sup>

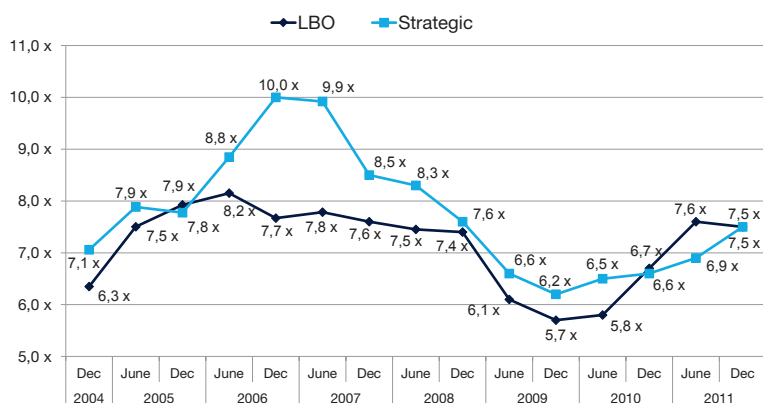
### Les multiples payés par les acquéreurs industriels rattrapent les opérations de LBO

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont progressé de 9% depuis juin 2011 : à 7,5x l'EBITDA, ils rejoignent ainsi les niveaux de valorisation des opérations LBO qui sont, eux, restés pratiquement inchangés (cf. Chart 2).

Si les acquéreurs industriels cotés semblent rester prudents, avec une part légèrement déclinante dans les acquisitions industrielles (57% en décembre 2010, 51% en décembre 2011), les prix ont été tirés par les acquéreurs industriels étrangers (notamment nord-américains) qui ont continué à montrer un appétit croissant pour les sociétés mid market de la zone Euro : ils réalisent désormais 42% des acquisitions industrielles contre 26% deux ans plus tôt (cf. Chart 3).

Malgré une forte chute d'activité et des difficultés accrues de financement LBO en particulier au second semestre de l'année, les prix payés par les fonds LBO se maintiennent au même niveau. En effet, les fonds continuent de se concentrer sur les entreprises de plus grande qualité, avec une médiane de la marge d'EBITDA de 12,8% vs. 11,8% pour les acquéreurs industriels, et une croissance du chiffre d'affaires de 15,7% vs. 7,6% <sup>(1)</sup>.

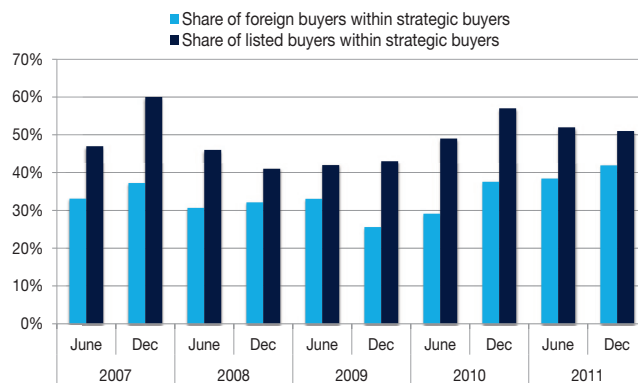
Chart 2 : EV / Historic EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(1) Argos Mid-Market Index estimates - Estimations Indice Argos Mid-Market

Chart 3 : Acquisitions of Euro zone mid market companies by strategic buyers



Source : Epsilon Research / CorpinWorldwide

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### Sharp decrease in M&A mid market activity

The poor overall economic outlook, and the difficulties in financing which have become worse since the summer of 2011, provoked a sharp decrease in M&A mid market activity in the 2nd half of 2011 : transactions fell by 13% in volume and by 21% in value compared to the previous half-year (cf. Chart 4). In particular, the 3rd quarter of 2011 was, except for the beginning of 2009, the weakest quarter in the last 6 years.

Although, during several semesters, European enterprises have maintained healthy fundamentals (balance sheet structure, level of cash, cash-flow), the number of completed acquisitions has remained low, owing to the macro-economic and financial uncertainties weighing on the Euro zone, and to the downturn in the outlook for growth.

In the same way, following an active first half-year, LBO mid market activity suffered a sharp downturn in the second half-year, with a drop respectively of 20% in volume and 42% in value. The slowdown was related as much to the difficulty in obtaining access to financing as to the fact that numerous LBO actors are preparing to enter a new fund raising phase, and are thus less active on the acquisitions side.

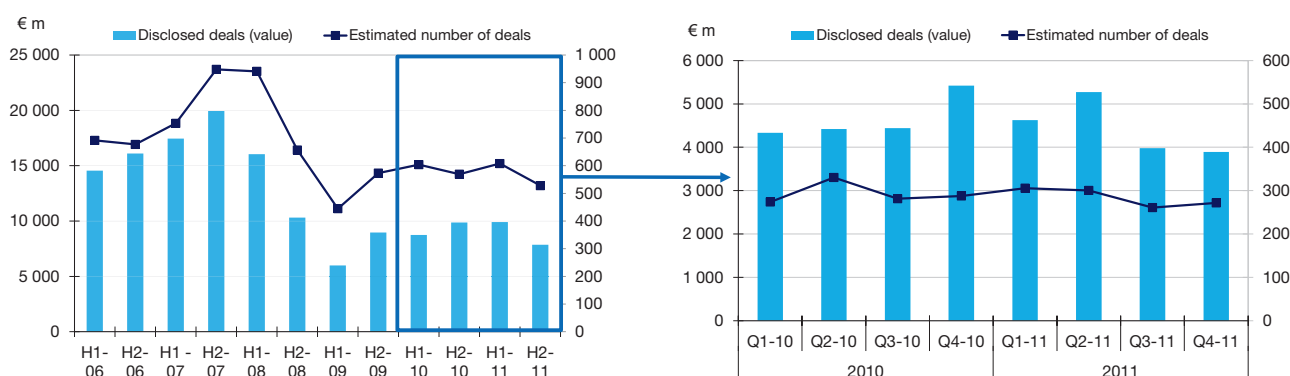
### Net recul de l'activité M&A mid market

Les mauvaises perspectives économiques générales, et les difficultés de financement qui se sont aggravées à partir de l'été 2011, ont entraîné un fort recul de l'activité M&A mid market au 2nd semestre 2011 : les opérations chutent de 13% en volume et de 21% en valeur par rapport au semestre précédent (cf. Chart 4). En particulier, le 3e trimestre 2011 a été, à l'exception du début 2009, le trimestre le plus faible depuis 6 ans.

Si les entreprises européennes conservent depuis plusieurs semestres des fondamentaux sains (structure de bilan, niveau de trésorerie, cash-flow), le nombre d'acquisitions qui se sont concrétisées est resté faible, du fait des incertitudes macro-économiques et financières pesant sur la zone Euro, et de la dégradation des perspectives de croissance.

De même, après un premier semestre 2011 actif, l'activité LBO mid market a fortement reculé au second semestre, avec une baisse respectivement de 20% en volume et 42% en valeur. Le ralentissement tient tant aux difficultés d'accès au financement, qu'au fait que de nombreux acteurs LBO se préparent à entrer en phase de levée d'un nouveau fonds, et sont donc moins actifs au niveau des acquisitions.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

# 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	2011	
<b>Samples size</b>									<b>Taille des échantillons</b>
Deals retained for the index	122	143	178	225	165	109	147	182	Transactions retenues pour l'indice
Average equity value (€m)	62,2	64,4	59,3	55,8	48,9	43,9	56,6	58,4	Valeur d'equity moyenne (M€)
Average sales (€m)	87,2	84,2	79,7	87,2	89,5	97,3	102,6	108,4	Chiffre d'affaires moyen (M€)
EBITDA margin	15,5%	15,3%	11,6%	11,4%	13,4%	11,4%	14,5%	12,2%	Marge d'EBITDA
EBIT margin	9,4%	9,4%	8,4%	10,6%	9,7%	7,8%	9,9%	8,5%	Marge d'EBIT
<b>Breakdown by size (equity value)</b>									<b>Répartition par taille (valeur d'equity)</b>
[15-49] €m	48%	52%	52%	54%	61%	69%	52%	56%	[15-49] M€
[50-99] €m	27%	26%	29%	31%	28%	23%	28%	24%	[50-99] M€
[100-150] €m	25%	22%	19%	15%	11%	8%	20%	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%	73%	Acquisition
LBO	32%	22%	19%	19%	22%	30%	34%	27%	LBO
<b>Breakdown by country</b>									<b>Répartition par pays</b>
France	29%	28%	28%	24%	27%	36%	23%	31%	France
Germany	23%	31%	16%	21%	18%	19%	13%	21%	Allemagne
Italy	18%	8%	12%	12%	16%	10%	27%	18%	Italie
Benelux	13%	9%	16%	10%	13%	13%	15%	12%	Benelux
Spain	10%	14%	10%	16%	8%	8%	8%	9%	Espagne
Other (euro zone)	7%	9%	19%	17%	18%	14%	14%	9%	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%	6%	Energie et matières premières
Chemicals	5%	7%	7%	3%	4%	3%	1%	3%	Chimie
Building, construction	5%	6%	4%	5%	4%	3%	5%	5%	BTP
Industrial equipment	11%	20%	7%	11%	10%	12%	20%	16%	Biens d'équipement
Consumer products	5%	6%	2%	5%	16%	7%	5%	6%	Produits de consommation courante
Agro-food	13%	2%	2%	11%	8%	8%	9%	10%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	14%	9%	5%	10%	6%	12%	8%	7%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	3%	6%	12%	4%	9%	8%	12%	11%	Distribution
Transport	8%	8%	6%	9%	6%	6%	5%	10%	Transport
Media, Communication	5%	5%	11%	7%	3%	4%	6%	2%	Médias, Communication
Business and consumer services	9%	13%	9%	15%	15%	11%	7%	7%	Services aux entreprises & particuliers
IT services, software & telecoms	10%	10%	23%	17%	15%	19%	16%	17%	Services IT, logiciels & télécoms
<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	0,9x	EV / Chiffre d'affaires historique
EV / historic EBITDA	6,9x	7,8x	9,0x	8,3x	7,6x	6,0x	6,6x	7,5x	EV / EBITDA historique
EV / current EBITDA	6,2x	6,7x	7,5x	7,8x	7,0x	5,1x	6,8x	6,3x	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	9,7x	9,3x	11,9x	11,0x	10,4x	8,4x	7,8x	10,0x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,0x	3,1x	2,9x	2,9x	3,5x	1,9x	1,9x	2,4x	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 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 €5m to €50m in companies with revenues of €20m to €400m.

With €700m under management, 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 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 de 20 à 400m€). Ses prises de participations majoritaires sont comprises entre 5 et 50m€.

Avec 700M€ sous gestion, 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 – 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



Epsilon Research is an independent research and financial analysis bureau specialising in the M&A/private equity markets. It provides research, deal analysis and market intelligence on private company M&A and LBO transactions.

Its key product, EMAT («Epsilon Multiple Analysis Tool™»), is the largest database for European private company transaction multiples, with detailed analysis of 5,000+ M&A deals (1 to 500 m value) covering all industry sectors. It has quickly become a reference source for its customers (investment funds, banks, accountants, M&A advisors).

Epsilon Research est un bureau indépendant de recherche et d'analyse financière spécialisé sur les acquisitions d'entreprises non cotées. Epsilon publie des rapports de recherches, analyses de transactions et indices de marché sur les acquisitions d'entreprises non cotées (M&A/ LBO).

Son produit phare, EMAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ ») est la première base de multiples de transactions européennes non cotées, avec les rapports d'analyse de 5.000+ opérations M&A (d'une valeur de 1 à 500 m) sur tous secteurs d'activité. Elle est rapidement devenue une source de référence pour ses clients (fonds d'investissement, banques, experts-comptables, conseils).

Contact : Grégoire BUISSON

Epsilon Research - 7, rue Ambroise Thomas – 75009 Paris, France - Tel. +33 1 47 70 30 24 - [www.epsilon-research.com](http://www.epsilon-research.com)





Capital for your future ■■■

[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