

# ARGOS MID-MARKET Index March / Mars 2013

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



Prepared by  
Réalisé par  
Argos Soditic & Epsilon Research

# Table of contents

## Sommaire

page 3

Methodology / Méthodologie

page 4

Index trend / Évolution de l'Indice

page 5

LBO vs strategic buyers / LBO vs acquéreurs industriels

page 6

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

page 7

Sample analysis / Analyse de l'échantillon

page 8

Argos Soditic & Epsilon Research

# Methodology

# Méthodologie

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

Following its launch in December 2006, the Argos Mid-Market Index has become a leading reference for private transactions, used by private equity funds, M&A advisors, investment banks, and accountants.

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

- **Choice of the relevant multiple**

The EV/EBITDA multiple is the most suitable for a European index as it is not impacted by the target's financial structure nor by its policies regarding depreciation and provisioning (which vary in time and between countries). It is also the closest readily available proxy for operating cash flow.

- **Sample of transactions analysed**

A sample of transactions studied since 2004, using the following criteria :

- acquisition of a majority stake,
- target based in a euro zone country,
- mid market (equity value in the €15-150m range),
- certain activities excluded (financial services, real estate, high-tech),
- availability of relevant target financial data.

- **Information sources** are those used by Epsilon Research to prepare analysis reports on transactions available in its e-MAT database :

- professional partner databases : CorpfinDeals (transactions), CompanyQuery (company accounts),
- publicly available information : company accounts, press releases, annual reports (buyers / sellers), press articles, etc.

- **Comprehensive analysis of each transaction identified** : research covering all available information; verifying, cross-checking, restating financial data; analysis of target activity and of the context of the deal; calculating and analysing acquisition multiples; rating the reliability of multiples.

**The index in perspective** : The Argos Mid-Market Index is intended to reflect the evolution of valuations of private mid market companies. It is not designed as a business valuation tool.

L'Indice Argos Mid-Market mesure l'évolution des valorisations des sociétés mid market non cotées de la zone euro. Réalisé par Epsilon Research pour Argos Soditic et publié chaque trimestre, il correspond à la médiane sur 6 mois glissants du multiple EV/EBITDA historique des opérations de fusions-acquisitions mid-market de la zone euro.

Publié pour la première fois en décembre 2006, l'Indice Argos Mid-Market est devenu une référence pour les acteurs du non coté : fonds de private equity, conseils en fusions-acquisitions, banques d'affaires, experts-comptables.

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

- **Choix du multiple**

Le multiple EV/EBITDA est le plus pertinent pour un indice européen dans la mesure où il n'est influencé ni par la structure financière de la cible ni par les politiques d'amortissement et de provision (qui diffèrent dans le temps et entre pays). Il constitue par ailleurs la meilleure approximation du cash flow opérationnel.

- **Échantillon des transactions étudiées**

Un échantillon constitué depuis janvier 2004 selon les critères suivants :

- prise de participation majoritaire,
- cible domiciliée dans un pays de la zone euro,
- mid market (valeur d'équité entre 15 et 150 M€),
- exclusion des activités spécifiques (services financiers, immobilier, high-tech),
- existence d'éléments financiers pertinents sur la cible.

- **Les sources d'information** sont celles utilisées par Epsilon Research pour rédiger les rapports d'analyse de transactions disponibles dans sa base e-MAT :

- bases de données professionnelles dont Epsilon est partenaire : CorpfinDeals (transactions), CompanyQuery (comptes de sociétés),
- informations publiques : comptes de sociétés, communiqués de presse, rapports annuels (acquéreurs / cédants), articles de presse, etc.

- **Analyse exhaustive de chaque transaction identifiée** : recherche des informations disponibles ; vérification, croisement, retraitement des données chiffrées ; analyse de l'activité de la cible et du contexte de l'opération ; calcul et analyse des multiples d'acquisition ; rating de la fiabilité des multiples.

**Mise en perspective** : l'Indice Argos Mid-Market est un indicateur de l'évolution des valorisations des sociétés non cotées et non un instrument de mesure pour valoriser une entreprise.

# Index trend

## Évolution de l'indice

### A slight recovery in mid-market valuations due largely to listed industrial buyers

Following a drop of 18% over the full year 2012, the Argos Mid-Market Index rose in the first quarter of 2013 to 6.6x EBITDA, i.e. an increase of 5% compared to the previous quarter.

On the other hand, mid-market M&A activity fell sharply in the first quarter of 2013, by 13% in volume and 36% in value, illustrating a long-lasting degradation in the situation of the M&A market in the Euro zone. The notable exception to this trend is the volume of acquisitions by foreign buyers which remains constant as they continue to benefit from the withdrawal of the European industrial buyers.

In this context, the rise in the index is related mainly to the increase in the prices paid by industrial buyers, and in particular by the listed buyers, encouraged by the strong rise in the Stock Markets since January 2012. This has enabled them both to access capital more easily to finance their acquisitions, and to limit the diluting effect of the acquisition multiples paid.

However, although LBO activity continues to slump, by 12% in volume compared to the previous quarter, and the prices paid by the LBO fund have fallen to 6.6x EBITDA, multiples remain almost identical to the multiples paid by the industrial buyers. In fact, the funds have continued to concentrate on the most attractive companies with the highest valuations.

### Légère reprise des valorisations mid-market tirée par les acquéreurs industriels cotés

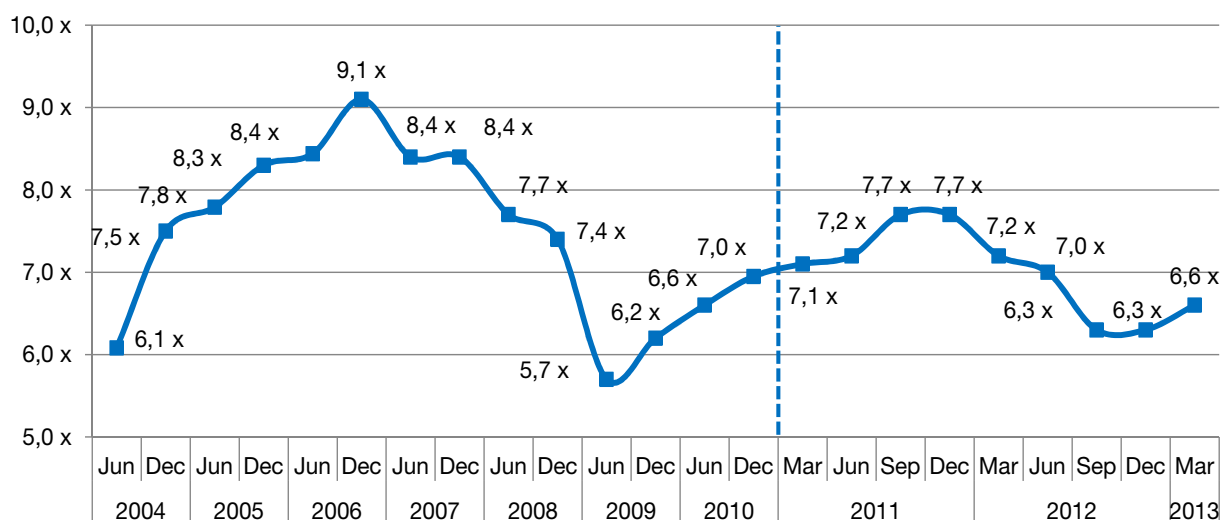
Après une baisse de 18% sur l'ensemble de l'année 2012, l'Indice Argos Mid-Market remonte au 1er trimestre 2013 à 6,6x l'EBITDA, soit une augmentation de 5% par rapport au trimestre dernier.

En revanche, l'activité M&A mid-market a fortement rechuté au 1er trimestre 2013, de 13% en volume et 36% en valeur, illustrant la situation durablement dégradée du marché M&A de la zone euro, à l'exception notable du maintien du volume d'acquisition des acquéreurs étrangers qui continuent de profiter du retrait des acquéreurs industriels européens.

Dans ce contexte, la hausse de l'indice est liée principalement à la hausse des prix payés par les acquéreurs industriels, et notamment par les acquéreurs cotés, poussés par la forte hausse des marchés boursiers depuis janvier 2012. Celle-ci leur permet à la fois d'accéder plus facilement à des capitaux pour financer leurs acquisitions, et de limiter l'effet dilutif des multiples d'acquisition payés.

Par ailleurs, si l'activité LBO est toujours en baisse, de 12% en volume par rapport au trimestre précédent, et les prix payés par les fonds LBO ont baissé à 6,6x l'EBITDA, les multiples restent pratiquement identiques aux multiples payés par les acquéreurs industriels. En effet, les fonds ont continué de se concentrer sur les sociétés les plus attractives - et à plus forte valorisation.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index March 2013 (\*)



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

(\*) EV / EBITDA median for transactions closed in last 6 months (last 12 months prior to December 2010) / médiane EV / EBITDA pour les transactions des 6 derniers mois (les 12 derniers mois avant décembre 2010)

# LBO vs strategic buyers

## LBO vs acquéreurs industriels

### A moderate recovery in the multiples paid by the industrial buyers

The multiples paid by industrial buyers have risen by 3% in the 1st quarter of 2013, to 6.5x EBITDA

Driven by the recovery in the share markets, which have risen by 28% since 1st January 2012<sup>(1)</sup>, listed companies have returned progressively to the M&A market : their share in mid-market transactions continues to increase, and is at 56% for the past six months. This rise has driven up valuation multiples, although the impact is still limited.

On the other hand, the multiples paid by the LBO funds show a renewed drop this quarter, to 6.6x EBITDA and have returned to their level in the 2nd and 3rd quarters of 2012. They remain, however, close to those paid by industrial buyers, owing to the fact that the funds have continued to concentrate on companies which are in better health than the average on the market : average EBITDA margin of 16.3% vs. 11,0% for acquisitions undertaken by industrial buyers

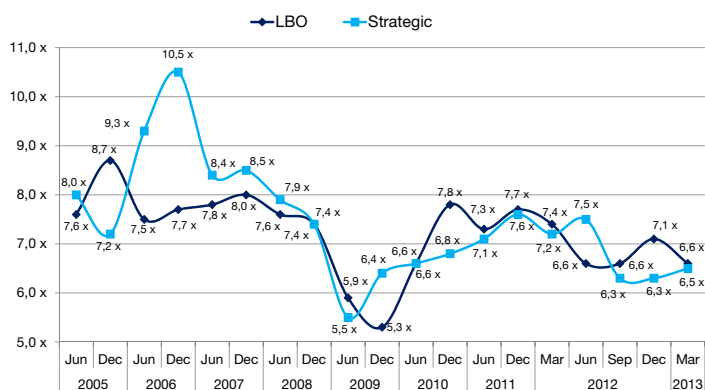
### Une reprise mesurée des multiples payés par les acquéreurs industriels

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont augmenté de 3% au 1er trimestre 2013, à 6,5x l'EBITDA.

Poussées par la reprise des marchés actions, en hausse de 28% depuis le 1er janvier 2012<sup>(1)</sup>, les sociétés cotées reviennent progressivement sur le marché M&A : leur part dans les opérations mid-market a continué de remonter, et se situe à 56% sur les six derniers mois, tirant ainsi les multiples de valorisation à la hausse, même si l'impact est encore limité.

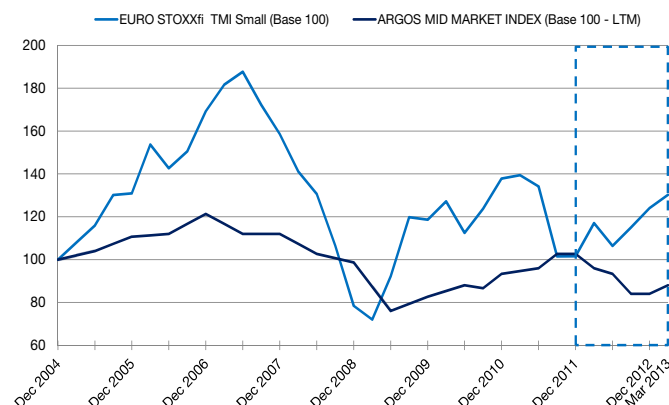
Les multiples payés par les fonds LBO ont en revanche rebaisé ce trimestre, à 6,6x l'EBITDA et sont revenus à leur niveau des 2e et 3e trimestres 2012. Ils restent cependant voisins de ceux payés par les acquéreurs industriels, car les fonds ont continué de se concentrer sur des sociétés plus solides que la moyenne du marché : marge d'EBITDA moyenne de 16,3% vs. 11% pour les acquisitions réalisées par les acquéreurs industriels.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

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



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

<sup>(1)</sup> Evolution in the EURO STOXX® TMI Small between 1st January and 31st March, 2013 / Evolution de l'EURO STOXX® TMI Small entre le 1er janvier 2012 et le 31 mars 2013

# Euro zone M&A trends

## Activité M&A de la zone euro

### A renewed slump in M&A mid-market activity in the 1st quarter

The recovery in M&A mid-market activity was short-lived : following the rise in the 4th quarter of 2012, activity dropped by 13% in volume and 36% in value in the 1st quarter of 2013 thus returning to the level of the 2nd and 3rd quarters of 2012. The trend is identical for LBO activity which fell by 12% in volume this quarter.

It is both the persistence of macro-economic uncertainties – banking in Cyprus, political in Italy – and the more and more likely prospect of a recession in the Euro zone – which have curbed M&A activity and in particular buyers based in the Euro zone. Only foreign buyers have maintained their level of M&A activity and their share in mid-market transactions remains high (37% this quarter).

The market thus remains in a phase which is indeed stable but with weak activity, which has been the case for more than 5 years. M&A mid-market activity sits lastingly below 600 transactions per half-year, a level which is lower by a third than that of 2007.

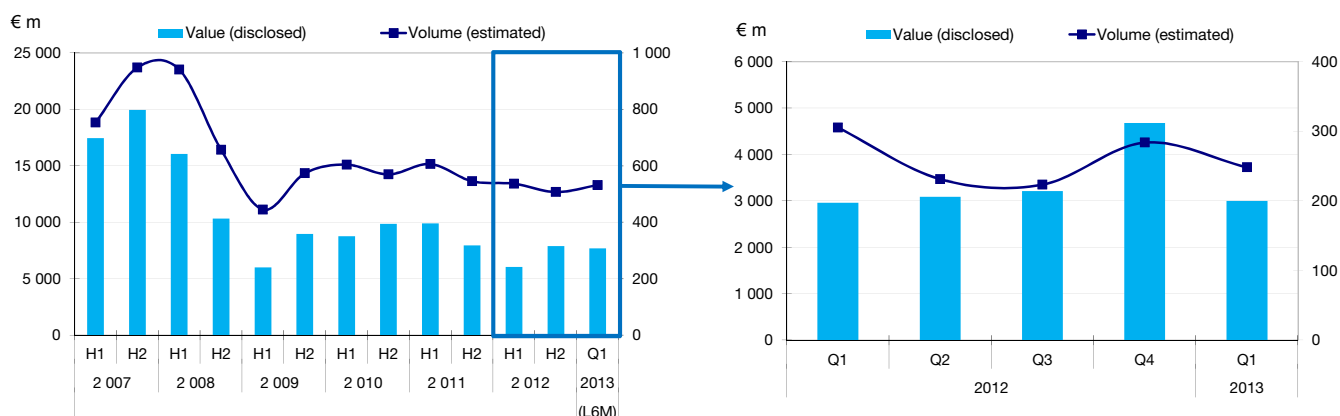
### Rechute de l'activité M&A mid-market au 1er trimestre

La reprise de l'activité M&A mid-market a fait long feu : après la hausse du 4e trimestre 2012, l'activité baisse de 13% en volume et de 36% en valeur au 1er trimestre 2013, et revient ainsi à son niveau des 2e et 3e trimestres 2012. La tendance est identique pour l'activité LBO qui baisse de 12% en volume ce trimestre.

C'est à la fois la persistance des incertitudes macro-économiques de la zone euro - bancaires à Chypre, politiques en Italie - et les perspectives de plus en plus confirmées d'une récession de la zone euro – qui ont freiné l'activité M&A, en particulier des acquéreurs situés en zone Euro. Seuls les acquéreurs étrangers ont maintenu leur niveau d'activité M&A et leur part dans les opérations mid market se maintient à un niveau élevé (37% ce trimestre).

Ainsi, le marché demeure dans une phase certes stable mais avec une activité faible, qui dure depuis plus de 5 ans. L'activité M&A mid-market s'est établie durablement sous les 600 transactions par semestre, un niveau qui reste inférieur d'un tiers à celui de 2007.

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.

	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010	H1 2011	H2 2011	H1 2012	H2 2012	Q1 2013	
<b>Samples size</b>										<b>Taille des échantillons</b>
Deals retained for the index	50	74	65	93	105	81	61	73	72	Transactions retenues pour l'indice
Average Equity Value (€m)	43,9	43,4	44,6	64,4	59,3	56,2	63,9	58,6	57,9	Valeur d'Equity moyenne (M€)
Average N-1 sales (€m)	122,8	99,2	91,1	105,6	97,3	103,0	103,3	106,1	110,2	Chiffre d'affaires moyen (N-1)
N-1 EBITDA margin	11,0%	11,9%	14,5%	13,5%	12,7%	11,4%	11,1%	14,4%	14,0%	Marge d'EBITDA (N-1)
N-1 EBIT margin	8,0%	8,2%	10,2%	9,9%	10,0%	7,9%	7,9%	10,6%	11,4%	Marge d'EBIT (N-1)
<b>Breakdown by size (Equity Value)</b>										<b>Repartition par taille (Valeur d'Equity)</b>
[15-49] €m	68%	69%	65%	45%	59%	56%	49%	55%	56%	[15-49] M€
[50-99] €m	24%	22%	26%	29%	20%	28%	28%	27%	29%	[50-99] M€
[100-150] €m	8%	9%	9%	26%	21%	16%	23%	18%	15%	[100-150] M€
<b>Breakdown by deal type</b>										<b>Repartition par type de transaction</b>
Acquisition	60%	72%	65%	69%	72%	73%	80%	77%	70%	Acquisition
LBO	40%	28%	35%	31%	28%	27%	20%	23%	30%	LBO
<b>Breakdown by country</b>										<b>Repartition par pays</b>
France	48%	24%	25%	28%	35%	25%	33%	26%	24%	France
Germany	12%	31%	17%	11%	19%	23%	13%	17%	14%	Allemagne
Italy	10%	11%	21%	26%	19%	18%	8%	16%	13%	Italie
Benelux	12%	11%	14%	15%	12%	10%	25%	18%	23%	Benelux
Spain-Portugal	6%	10%	11%	5%	10%	9%	11%	7%	7%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	12%	13%	12%	15%	5%	15%	10%	16%	19%	Autre (zone euro)
<b>Breakdown by sector</b>										<b>Repartition par secteur d'activité</b>
Energy, raw materials, chemicals	2%	15%	9%	2%	4%	9%	9%	19%	10%	Energie, matières premières, chimie
Building, construction	4%	1%	8%	3%	4%	4%	7%	5%	3%	BTP
Industrial equipment	12%	10%	17%	23%	12%	21%	16%	8%	20%	Biens d'équipement
Consumer products	10%	8%	6%	3%	9%	7%	4%	1%	2%	Produits de consommation courante
Agro-food	12%	4%	6%	11%	8%	15%	3%	3%	3%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	14%	8%	8%	7%	5%	6%	13%	9%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	9%	12%	12%	11%	8%	6%	9%	8%	Distribution
Transport	8%	5%	3%	11%	11%	6%	6%	8%	11%	Transport
TMT	20%	23%	19%	22%	24%	10%	28%	24%	27%	TMT
Business and consumer services	14%	8%	9%	5%	8%	11%	15%	10%	7%	Services aux entreprises & particuliers
<b>Multiples (median)</b>										<b>Multiples (mediane)</b>
EV / historic sales	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,2x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	<b>5,7x</b>	<b>6,2x</b>	<b>6,6x</b>	<b>7,0x</b>	<b>7,2x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,3x</b>	<b>6,6x</b>	EV / EBITDA historique (indice Argos)
EV / current EBITDA	4,8x	5,6x	6,8x	6,7x	6,0x	6,8x	ns	6,7x	ns	EV / EBITDA courant
EV / historic EBIT	8,7x	8,3x	7,5x	9,0x	9,4x	11,4x	8,6x	9,6x	9,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,1x	1,8x	1,8x	2,4x	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	2,6x	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 €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 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 675m€ sous gestion dédiés à la transmission d'entreprises, le groupe développe une stratégie d'investissement originale axée sur des opérations complexes privilégiant la transformation et la croissance des entreprises à l'effet de levier.

Son approche entrepreneuriale se caractérise par une forte proximité avec les équipes dirigeantes et par un soutien important pour les accompagner dans la mise en œuvre de leurs projets stratégiques.

Contacts : Gilles MOUGENOT – 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)





[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