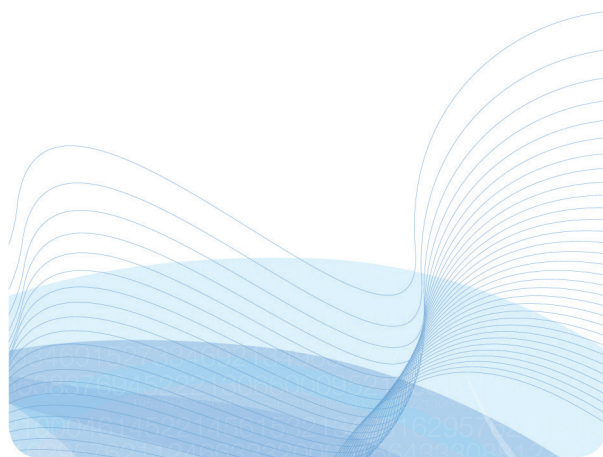


ARGOS MID-MARKET Index June / Juin 2013

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

Stable mid-market valuations in a significantly falling M&A market

The Argos Mid-Market Index increased slightly in the 2nd quarter of 2013 to 6.7x EBITDA, an increase of 1.5% over the previous quarter.

Multiples have stabilised in a market which has significantly dropped: M&A activity has fallen, both in volume and value terms by over 40% this quarter and by 23% and 40% (respectively) over the first half. The M&A market continues to be impacted by the confirmed recessional outlook in the Eurozone. The lack of visibility of a way out of this crisis has led to "wait and see" behaviour from both sellers and investors.

In a difficult European economic environment, the stability of multiples paid by private equity funds and trade buyers can be explained by sustained activity from quoted companies buying in the mid-market who continue to benefit from improvements in stock markets during the last 18 months. Finally, private equity activity is characterised by a concentration of transactions by funds into a small number of companies with a strong growth potential.

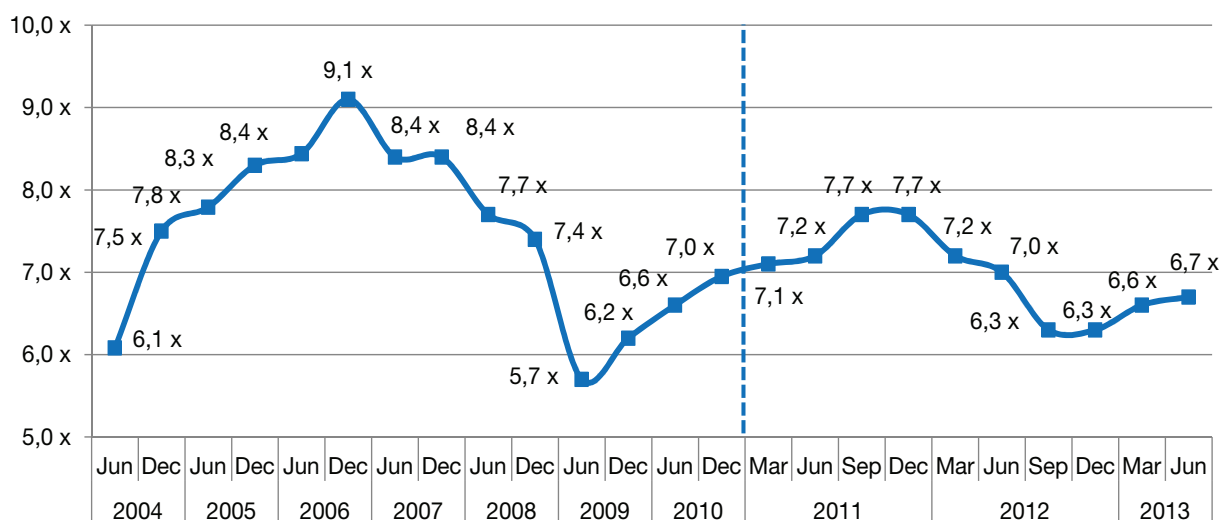
Maintien des valorisations mid-market dans un marché M&A en forte baisse

L'Indice Argos Mid-Market progresse très légèrement au 2^{ème} trimestre 2013 à 6,7x l'EBITDA historique, soit une augmentation de 1,5% par rapport au trimestre dernier.

Les multiples se stabilisent dans un marché pourtant en très forte baisse : l'activité M&A mid-market chute, en volume comme en valeur, de plus de 40% ce trimestre et de respectivement -23% et -40% sur le semestre. Le marché M&A reste durablement affecté par les perspectives confirmées de récession de la zone Euro. L'absence de visibilité sur une sortie de crise prochaine a ancré les comportements attendistes des vendeurs et des investisseurs.

Dans un environnement économique européen difficile, le maintien des multiples d'acquisition payés par les fonds LBO et les acquéreurs industriels s'explique notamment par l'activité soutenue sur le marché mid-market des acquéreurs cotés qui continuent de bénéficier de la reprise des marchés boursiers depuis 18 mois. Enfin, l'activité LBO se distingue toujours par une concentration des opérations d'investissement des fonds sur un petit nombre de sociétés à fort potentiel de croissance.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index June 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

Minimal increase of multiples paid by both trade buyers and LBO transactions

Multiples paid by trade buyers have increased by 3% in the 2nd quarter 2013 to 6.7x EBITDA.

In an M&A market with significantly lower activity, transactions by quoted companies remain dominant et represent nearly 54% of all industrial acquisitions realised in the Eurozone during the 1st half. Their activity meant that valuation multiples could continue their gradual increase, and was driven by a 25% improvement in the stock markets since 1st January 2012⁽¹⁾ and the search for accretive acquisitions. The decline in stock markets since mid-May has not had a long term effect on this recovery.

Elsewhere, in spite of worries over the future of the Eurozone, foreign buyers retained their share of the M&A market with nearly 34% of transactions by strategic buyers.

Finally, multiples paid by LBO transactions have improved by 1.5% this quarter to 6.7x EBITDA, in spite of the collapse in LBO activity. Private equity houses have continued to concentrate on more robust companies⁽²⁾ than the market average.

Faible progression des multiples payés par les industriels comme par les fonds LBO

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont augmenté de 3% au 2^{ème} trimestre 2013, à 6,7x l'EBITDA.

Sur un marché M&A dont l'activité baisse fortement, les transactions réalisées par les acquéreurs cotés demeurent prépondérantes et représentent près de 54% des acquisitions réalisées par les industriels au 1^{er} semestre 2013 dans la zone Euro. Leur activité a permis de maintenir légèrement à la hausse les multiples de valorisation, poussés par la reprise des marchés actions de 25% depuis le 1er janvier 2012⁽¹⁾ et la recherche d'acquisitions relatives. Le mouvement de repli des bourses depuis mi-mai n'a pas affecté durablement cette reprise.

Par ailleurs, malgré les inquiétudes sur l'évolution de la zone Euro, les acquéreurs étrangers maintiennent leur part sur le marché M&A avec près de 34% des opérations réalisées par les acquéreurs stratégiques.

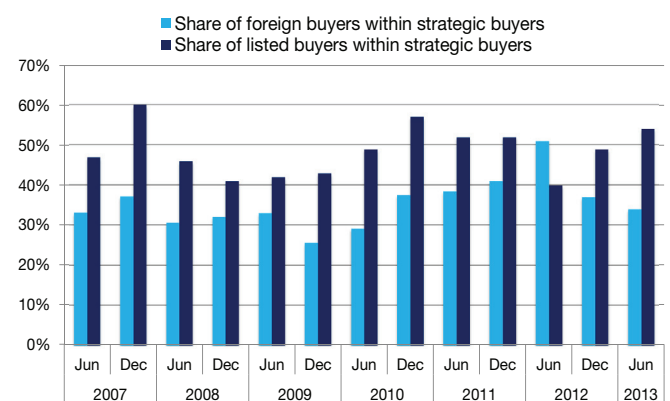
Enfin, les multiples payés par les fonds LBO ont progressé de 1,5% ce trimestre, à 6,7x l'EBITDA, malgré l'effondrement de l'activité LBO. Les fonds ont en effet continué de se concentrer sur des sociétés plus solides⁽²⁾ que la moyenne du marché.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 3 : Acquisitions of Euro zone mid-market companies - share of foreign vs. Euro zone buyers



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide

⁽¹⁾ Evolution of 'EURO STOXX® TMI Small between 1st January and 30 June 2013 / Evolution de l'EURO STOXX® TMI Small entre le 1er janvier 2012 et le 30 juin 2013

⁽²⁾ EBITDA Margin average of 19.3% vs 14.9% for acquisitions by trade buyers / Marge d'EBITDA moyenne de 19,3% vs. 14,9% pour les acquisitions réalisées par les industriels

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

M&A activity continues to fall in the 2nd quarter

Once again M&A activity has fallen significantly, with a drop of 42% in volume terms and 45% in value terms in the 2nd quarter compared to the 1st quarter.

This unprecedented collapse of mid-market activity against an already weak level of activity since 2009, leaves the market at its lowest level in both volume and value terms in the last ten years (H2 2002), with less than 400 transactions recorded in the first half of 2013.

The drop in LBO transactions is even more significant. Volumes dropped by 63%, with an 82% decrease in value terms in the 2nd quarter (-31% and -13% respectively over the first half).

In the current prolonged recessionary economic environment, the mitigation of systemic risk for financial stability in the Eurozone has not been enough to reassure the market. The wait-and-see approach of vendors combined with long term uncertainty for investors remains. This means a recovery in M&A activity is not very likely although there have been some positive economic signs – historically weak interest rates, restored treasury reserves, increasing access to bond markets, improving stock markets – which don't seem to be having any impact.

Chute continue de l'activité M&A mid-market au 2^{ème} trimestre

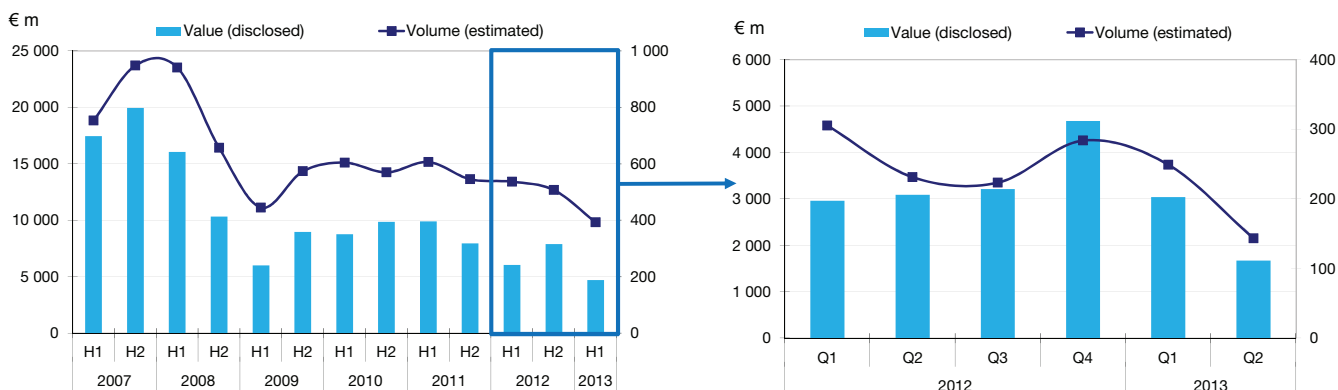
L'activité M&A mid-market affiche à nouveau une baisse importante, avec une chute de 42% en volume et de 45% en valeur au 2^{ème} trimestre par rapport au 1^{er} trimestre.

Cet effondrement historique de l'activité mid-market par rapport à un niveau d'activité déjà faible depuis 2009 place le marché à son plus bas niveau en volume et en valeur depuis 10 ans (2^{ème} semestre 2002), avec moins de 400 transactions enregistrées au 1^{er} semestre 2013.

Le recul de l'activité LBO est encore plus marqué : il est de 63% en volume et de 82% en valeur au 2^{ème} trimestre, soit une baisse respective de 31% et de 13% sur le semestre.

Dans un contexte de récession et d'incertitudes économiques prolongées, l'atténuation de risques systémiques pour la stabilité financière de la zone Euro n'a pas suffi à rassurer le marché. L'attentisme des vendeurs conjugué aux incertitudes durables des investisseurs demeure, et rend peu probable un redémarrage de l'activité M&A en dépit de quelques signaux économiques positifs – taux d'intérêt historiquement faibles, réserves de trésorerie reconstituées, accès croissant au financement obligataire, marchés boursiers en hausse – qui paraissent inopérants.

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	H1 2013	
Samples size										Taille des échantillons
Deals retained for the index	50	74	65	93	105	81	61	73	70	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	56,0	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	119,0	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%	16,0%	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%	10,0%	Marge d'EBIT (N-1)
Breakdown by size (Eq. Value)										Repartition par taille (Valeur d'Equity)
[15-49] €m	68%	69%	65%	45%	59%	56%	49%	55%	52%	[15-49] M€
[50-99] €m	24%	22%	26%	29%	20%	28%	28%	27%	38%	[50-99] M€
[100-150] €m	8%	9%	9%	26%	21%	16%	23%	18%	10%	[100-150] M€
Breakdown by deal type										Repartition par type de transaction
Acquisition	60%	72%	65%	69%	72%	73%	80%	77%	63%	Acquisition
LBO	40%	28%	35%	31%	28%	27%	20%	23%	37%	LBO
Breakdown by country										Repartition par pays
France	48%	24%	25%	28%	35%	25%	33%	26%	40%	France
Germany	12%	31%	17%	11%	19%	23%	13%	17%	15%	Allemagne
Italy	10%	11%	21%	26%	19%	18%	8%	16%	20%	Italie
Benelux	12%	11%	14%	15%	12%	10%	25%	18%	11%	Benelux
Spain-Portugal	6%	10%	11%	5%	10%	9%	11%	7%	3%	Espagne-Portugal
Other (euro zone)	12%	13%	12%	15%	5%	15%	10%	16%	11%	Autre (zone euro)
Breakdown by sector										Repartition par secteur d'activité
Energy, raw materials, chemicals	2%	15%	9%	2%	4%	9%	9%	19%	9%	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%	17%	Biens d'équipement
Consumer products	10%	8%	6%	3%	9%	7%	4%	1%	8%	Produits de consommation courante
Agro-food	12%	4%	6%	11%	8%	15%	3%	3%	4%	Agroalimentaire
Healthcare-Pharma	8%	14%	8%	8%	7%	5%	6%	13%	4%	Santé - Pharma
Wholesale, retail	8%	9%	12%	12%	11%	8%	6%	9%	14%	Distribution
Transport	8%	5%	3%	11%	11%	6%	6%	8%	11%	Transport
TMT	20%	23%	19%	22%	24%	10%	28%	24%	24%	TMT
Business and consumer services	14%	8%	9%	5%	8%	11%	15%	10%	6%	Services aux entreprises & particuliers
Multiples (median)										Multiples (mediane)
EV / historic sales	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,0x	EV / Chiffre d'Affaires historique
(Argos index) EV / historic EBITDA	5,7x	6,2x	6,6x	7,0x	7,2x	7,7x	7,0x	6,3x	6,7x	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	8,2x	EV / EBIT historique
Price to Book	2,1x	1,8x	1,8x	2,4x	2,4x	2,6x	2,8x	2,7x	2,5x	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 €60m in companies with revenues of €20m to €400m.

With €675m under management for MBO (€400m for the last fund), the firm has developed a track record of unusual, complex and off-market transactions where the firm's combination of local presence and international experience is able to add value to the small and medium-sized businesses it invests in.

Argos Soditic est un groupe de capital investissement indépendant établi à Paris, Milan 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 60m€.

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 – Jérémie FALZONE

Argos Soditic - 14, rue de Bassano – 75783 Paris Cedex 16, France - Tel. +33 1 53 67 20 50 - www.argos-soditic.com

Epsilon Research



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

Its key product, EMAT («Epsilon Multiple Analysis Tool™»), is the largest database for European private company transaction multiples, with detailed analysis of 5,000+ M&A deals (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



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