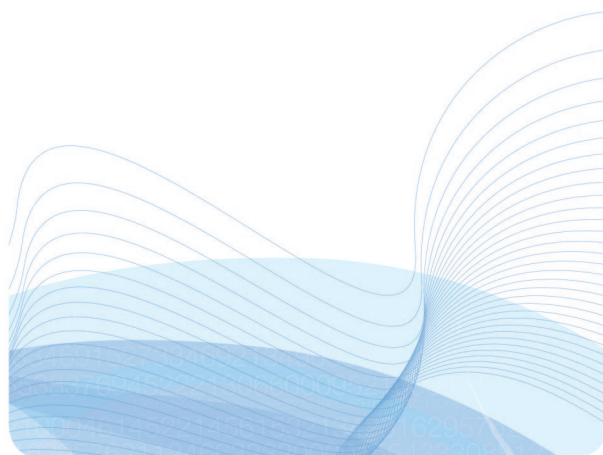


ARGOS MID-MARKET Index September / Septembre 2012

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

Unlisted mid-market valuations losing ground

The fall in the Argos Mid-Market Index, begun in the first quarter of 2012, accelerated in the 3rd quarter with a drop of 10% compared to the previous quarter, reaching 6.3x EBITDA or a cumulative slump of 18% since the beginning of the year.

During this quarter it was the valuations of transactions completed by strategic buyers (-16% at 6.3x EBITDA) which pulled the Index down.

The price paid by the LBO funds remained stable at 6.6x EBITDA but 2012 LBO activity remained at an historically low level, in particular for primary LBOs.

In terms of activity, the M&A mid-market suffered a new slump this quarter, both in volume and in value. It is close to its lowest level since the creation of the Euro zone. This weakness reflects the current economic crisis affecting most of the countries where activity is traditionally strong, among which France, and more generally the weak motivation of sellers and buyers to engage in M&A transactions in an uncertain economic and fiscal environment.

Décrochage des valorisations mid market non cotées

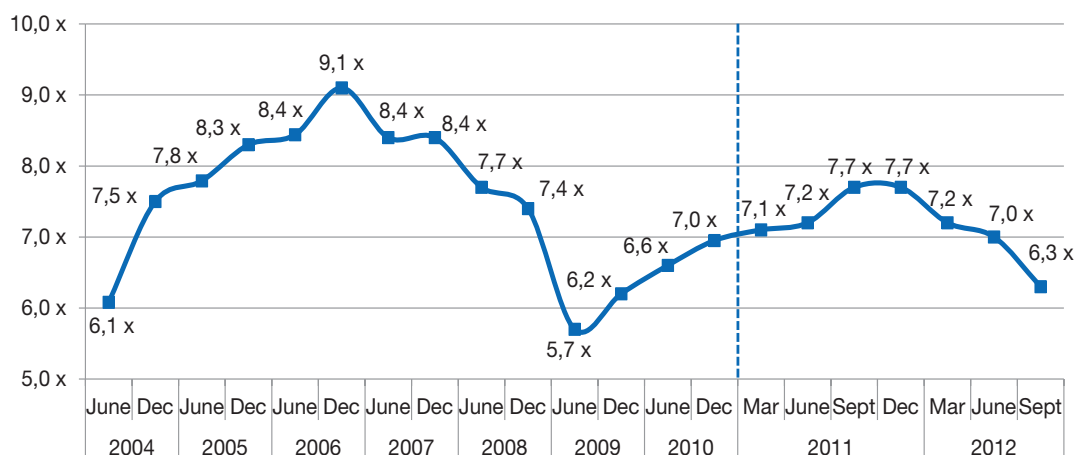
La baisse de l'Indice Argos Mid-Market, entamée au premier trimestre 2012, s'accélère au 3e trimestre avec une chute de 10% par rapport au semestre précédent à 6,3x l'EBITDA, soit une baisse cumulée de 18% depuis le début de l'année.

Ce sont les valorisations des opérations réalisées par les acquéreurs stratégiques (-16% à 6,3x l'EBITDA) qui ont tiré, ce trimestre, le niveau de l'Indice à la baisse.

Le prix payé par les fonds LBO est resté stable à 6,6x l'EBITDA mais l'activité LBO reste en 2012 à un niveau historiquement faible, notamment pour les LBO primaires.

En termes d'activité, le M&A mid market a connu une nouvelle baisse ce trimestre, en volume comme en valeur, et se situe à un niveau proche des plus bas depuis la création de la zone euro. Cette faiblesse reflète la crise économique que traversent la plupart des pays où l'activité est traditionnellement forte, dont la France, et plus généralement la faible motivation des vendeurs et des acquéreurs à des opérations M&A dans un environnement économique et fiscal incertain.

Chart 1 : Argos Mid-Market Index Sept 2012 (*)



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

Collapse in prices paid by industrial buyers

The multiples paid by industrial buyers have fallen by 16% in the third quarter compared to the previous one i.e. from 7.5x to 6.3x EBITDA and are again below the multiples paid by the LBO funds although these concern few transactions.

The confirmation of a recession in 2012⁽¹⁾ and the weak visibility for the year 2013, in addition to the uncertainties relating to the unresolved situation of the Euro zone, have continued to sap the confidence of economic actors and to weigh on the valuations of companies.

The multiples paid by the LBO funds have remained stable this quarter at 6.6x EBITDA, but at a level which remains historically weak. Over and above the elements related to the Euro zone economic crisis, LBOs are experiencing difficulty in raising funds (Cf. Chart 3) notably because of the disengagement of banks and insurers from private equity funds and because of reinforced European regulations.

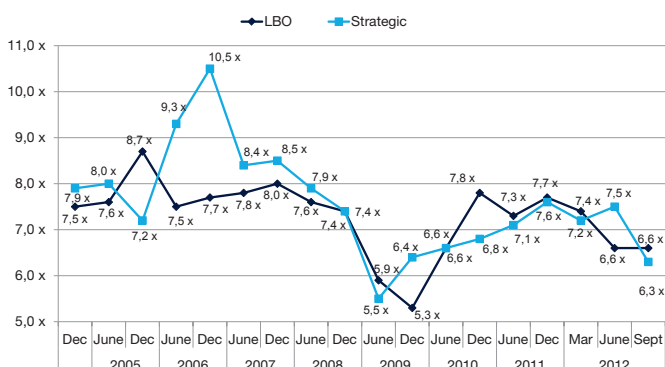
Chute des prix payés par les acquéreurs industriels

Les multiples payés par les acquéreurs industriels ont baissé de 16% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, de 7,5x à 6,3x l'EBITDA et repassent sous les multiples payés par les fonds LBO, concernant toutefois peu d'opérations.

Les perspectives confirmées d'une récession en 2012⁽¹⁾ et la faible visibilité sur l'année 2013, tout comme les incertitudes liées à la situation non résolue de la zone euro, ont continué de saper la confiance des acteurs économiques et de peser sur les prix des sociétés.

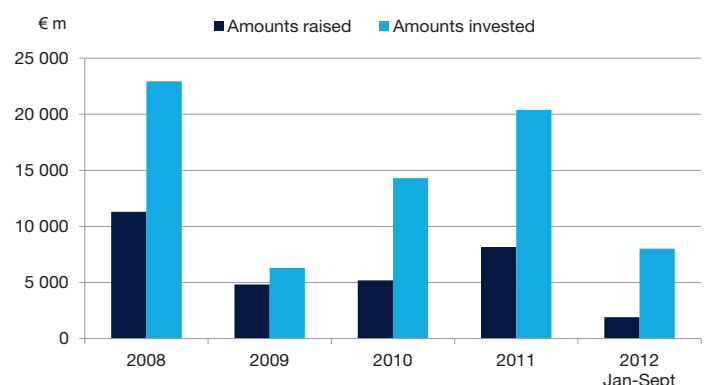
Les multiples payés par les fonds LBO sont restés stables ce trimestre à 6,6x l'EBITDA, mais à un niveau qui reste historiquement faible. Au-delà des éléments conjoncturels liés à crise économique de la zone euro, le LBO souffre de la difficulté à lever des fonds (Cf. Chart 3) notamment du fait d'un désengagement des banques et assurances des fonds de private equity et d'une réglementation européenne renforcée.

Chart 2 : EV / EBITDA, strategic buyers vs LBO



Source : Argos Mid-Market Index / Epsilon Research

Chart 3 : Euro zone LBO Activity



Source : Epsilon Research / CorpinWorldwide

⁽¹⁾ Estimate by the ECB of the growth in GDP in the Euro zone (Sept.2012) :-0.4% in 2012 / Estimation de la BCE sur la croissance du PIB de la zone euro (Sept.2012) : -0,4% en 2012

Euro zone M&A trends

Activité M&A de la zone euro

M&A mid-market activity still weakening

M&A mid-market activity continued its uninterrupted fall of the past 3 years when it dropped in the third quarter of 2012 by 7% in volume and 3% in value compared to the previous quarter. The first three quarters of 2012 are thus at an extremely low level, close to the lowest ever recorded since the creation of the Euro zone. LBO mid-market activity in particular fell to 47% in volume and in value compared to the same period in 2011⁽¹⁾.

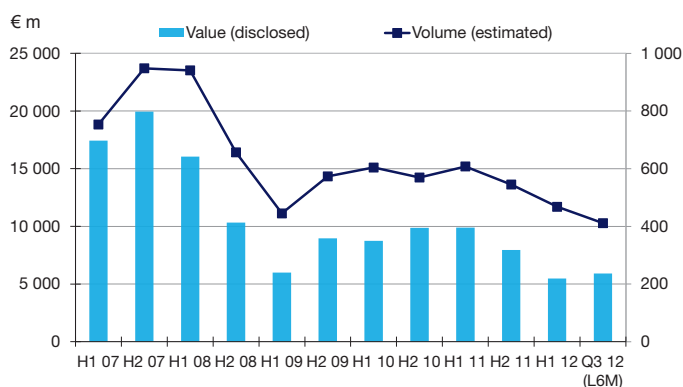
The M&A and LBO markets in the Euro zone have shown little activity for nearly 5 years now, reflecting the general weakness in the perspectives for growth in the Euro zone and an uncertain environment limiting the will of sellers and buyers to engage in M&A transactions. A clear sign of this wariness is the fact that European companies, many of which have numerous projects for external growth which are on hold, have continued to increase their liquidity to record levels: from €1,200 billion in 2007 to €2,400 billion in mid-2012⁽²⁾.

L'activité M&A mid market toujours plus faible

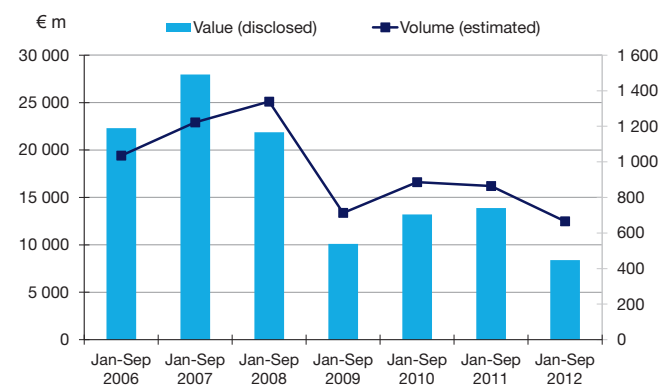
L'activité M&A mid market poursuit sa baisse ininterrompue depuis 3 ans, en diminuant au troisième trimestre 2012 de 7% en volume et de 3% en valeur par rapport au trimestre précédent. Les trois premiers trimestres de 2012 sont ainsi à des niveaux très bas, proche des plus bas jamais enregistrés depuis la création de la zone euro. L'activité LBO mid market s'est en particulier effondrée de 47% en volume et en valeur par rapport à la même période en 2011⁽¹⁾.

Les marchés M&A et LBO de la zone Euro sont peu actifs depuis maintenant près de 5 ans reflétant la faiblesse générale des perspectives de croissance de la zone euro et un environnement incertain limitant la volonté des vendeurs et des acquéreurs de s'engager dans des opérations M&A. Signe de cette défiance, les sociétés européennes, dont nombre de projets de croissance externe restent en suspens, ont continué d'augmenter leur trésorerie à des niveaux records, de €1.200mld en 2007 à €2.400mld à la mi-2012⁽²⁾.

Chart 4 : Euro zone M&A mid market activity



Source : Epsilon Research / CorpfinWorldwide



⁽¹⁾ Source : EVCA / PEREP Analytics

⁽²⁾ Source : Thomson Reuters Datastream, in the Financial Times, 02.11.2012, «European Corporate Buybacks Sink to 2009 Lows»

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 | Q3-12 L6M | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---|
| Samples size | | | | | | | | | Taille des échantillons |
| Deals retained for the index | 50 | 74 | 65 | 93 | 105 | 81 | 61 | 63 | Transactions retenues pour l'indice |
| Average Equity Value (€m) | 43,9 | 43,4 | 44,6 | 64,4 | 59,3 | 56,2 | 63,9 | 61,4 | Valeur d'Equity moyenne (M€) |
| Average N-1 sales (€m) | 122,8 | 99,2 | 91,1 | 105,6 | 97,3 | 103,0 | 103,3 | 99,7 | Chiffre d'affaires moyen (N-1) |
| N-1 EBITDA margin | 11,0% | 11,9% | 14,5% | 13,5% | 12,7% | 11,4% | 11,1% | 14,1% | Marge d'EBITDA (N-1) |
| N-1 EBIT margin | 8,0% | 8,2% | 10,2% | 9,9% | 10,0% | 7,9% | 7,9% | 10,7% | Marge d'EBIT (N-1) |
| Breakdown by size (Equity Value) | | | | | | | | | Répartition par taille (Valeur d'Equity) |
| [15-49] €m | 68% | 69% | 65% | 45% | 59% | 56% | 49% | 54% | [15-49] M€ |
| [50-99] €m | 24% | 22% | 26% | 29% | 20% | 28% | 28% | 27% | [50-99] M€ |
| [100-150] €m | 8% | 9% | 9% | 26% | 21% | 16% | 23% | 19% | [100-150] M€ |
| Breakdown by deal type | | | | | | | | | Répartition par type de transaction |
| Acquisition | 60% | 72% | 65% | 69% | 72% | 73% | 80% | 73% | Acquisition |
| LBO | 40% | 28% | 35% | 31% | 28% | 27% | 20% | 27% | LBO |
| Breakdown by country | | | | | | | | | Répartition par pays |
| France | 48% | 24% | 25% | 28% | 35% | 25% | 33% | 37% | France |
| Germany | 12% | 31% | 17% | 11% | 19% | 23% | 13% | 22% | Allemagne |
| Italy | 10% | 11% | 21% | 26% | 19% | 18% | 8% | 6% | Italie |
| Benelux | 12% | 11% | 14% | 15% | 12% | 10% | 25% | 21% | Benelux |
| Spain-Portugal | 6% | 10% | 11% | 5% | 10% | 9% | 11% | 10% | Espagne-Portugal |
| Other (euro zone) | 12% | 13% | 12% | 15% | 5% | 15% | 10% | 5% | Autre (zone euro) |
| Breakdown by sector | | | | | | | | | Répartition par secteur d'activité |
| Energy, raw materials, chemicals | 2% | 15% | 9% | 2% | 4% | 9% | 9% | 19% | Energie, matières premières, chimie |
| Building, construction | 4% | 1% | 8% | 3% | 4% | 4% | 7% | 5% | BTP |
| Industrial equipment | 12% | 10% | 17% | 23% | 12% | 21% | 16% | 11% | Biens d'équipement |
| Consumer products | 10% | 8% | 6% | 3% | 9% | 7% | 4% | 4% | Produits de consommation courante |
| Agro-food | 12% | 4% | 6% | 11% | 8% | 15% | 3% | 3% | Agroalimentaire |
| Healthcare-Pharma | 8% | 14% | 8% | 8% | 7% | 5% | 6% | 5% | Santé - Pharma |
| Wholesale, retail | 8% | 9% | 12% | 12% | 11% | 8% | 6% | 12% | Distribution |
| Transport | 8% | 5% | 3% | 11% | 11% | 6% | 6% | 7% | Transport |
| TMT | 20% | 23% | 19% | 22% | 24% | 10% | 28% | 21% | TMT |
| Business and consumer services | 14% | 8% | 9% | 5% | 8% | 11% | 15% | 13% | Services aux entreprises & particuliers |
| Multiples (median) | | | | | | | | | Multiples (médiane) |
| EV / historic sales | 0,7x | 0,7x | 1,0x | 1,1x | 0,9x | 0,9x | 0,9x | 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 | EV / EBITDA historique (indice Argos) |
| EV / current EBITDA | 4,8x | 5,6x | 6,8x | 6,7x | 6,0x | 6,8x | ns | 7,0x | EV / EBITDA courant |
| EV / historic EBIT | 8,7x | 8,3x | 7,5x | 9,0x | 9,4x | 11,4x | 8,6x | 8,0x | EV / EBIT historique |
| Price to Book | 2,1x | 1,8x | 1,8x | 2,4x | 2,4x | 2,6x | 2,8x | 1,9x | 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

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