

# Argos Index<sup>®</sup>

The mid-market reference

# Argos Index<sup>®</sup>

## The mid-market reference

Argos Index<sup>®</sup>ミッドマーケットは、ユーロ圏ミッドマーケット非上場企業の価値評価の推移を示す指数です。Argos Wityuが、非上場企業のM&A取引管理のためのオンラインプラットフォームEpsilon Researchとともに、2006年末に発表しました。以降四半期ごとに作成され、過去3か月間のミッドマーケットセクターの企業買収を数値化しています。

2023年第3四半期

9.1x

「Argos Indexは、堅固なメソドロジーに基づき、かつ用いられる情報の質が保証された非上場市場のベンチマークを定めたいという意志から生まれました。この堅固さという考え方が Argos Indexの本質そのものです。」 — ルイ・ゴドロン

**Louis Godron,**  
Managing Partner, France

「企業のCEOが『今が売るべきタイミングか』と迷う時に、Argos Indexはその判断をサポートし、景気循環の変化について欠かすことのできない情報を提供します。Argos Indexの揺るぎない正当性は、その存続と独立性によって裏付けられています。」 — フランク・ヘルマン

**Frank Hermann,**  
Managing Partner, DACH

「Argos Indexが今日欧州における指標となっているのは、私たちがEMAT(Epsilon Multiple Analysis Tool) データベースに蓄積された、信頼性が保証されたデータを使っているからです。このメソドロジーがArgos Indexの歴史の基盤です。個々の取引について文書を検索し、年次レポートを調査し、オペレーションを再構成し、仮定を立てるという緻密な作業を私たちは行っています。」 — グレゴワール・ビュイツソン

**Grégoire Buisson,**  
Founder & CEO, Epsilon Research

## 主な結論

- Argos Index®は8%下落して9.1x EBITDAに。
- ミッドマーケットのセグメント間で価格が同水準に収束。
- 投資ファンド、ストラテジックバイヤー共に支払価格のマルチプルは下落。
- EBITDAマルチプルが7倍を下回る取引の割合が過去最大に。
- M&Aの取引金額は減少しているが、取引件数は抵抗力を見せている。流動性が再び枯渇している市場の上層部と比較して、ローワー・ミッドマーケットは引き続き、その流動性が強靱であることを示している。

### 01 | Argos Index®は8%下落して 9.1x EBITDAに

Argos Index®は3四半期にわたって比較的安定していたが、2023年第3四半期に9.1x EBITDAに下落した。2021年第2四半期の最高値から20%の下落であり、2018年第1四半期の水準に戻っている（新型コロナの感染が拡大した2020年上半期は除く）。

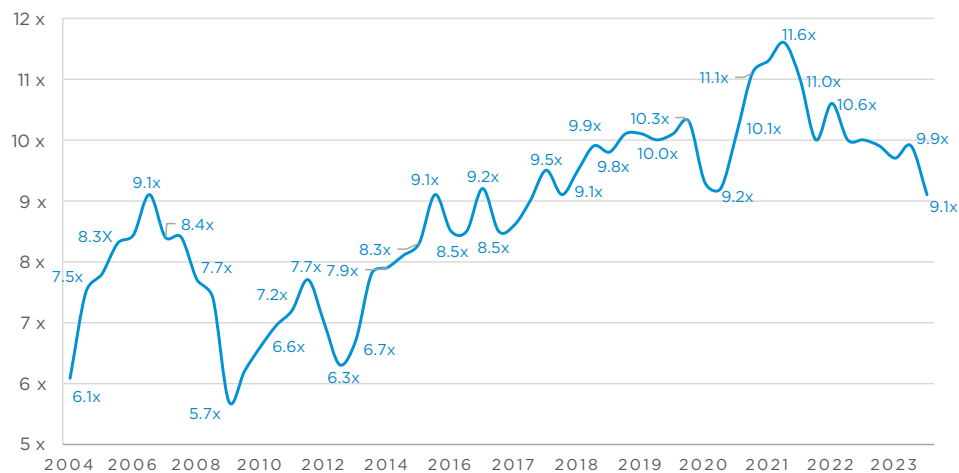
ミッドマーケットの全セグメントで価格が低下しているが、アッパー・ミッドマーケットは特に下落幅が大きく、前四半期比で20%の価格下落となった。価格はセグメント間で収束を見せており、アッパー・ミッドマーケットとローワー・ミッドマーケットの差は1.8x EBITDAまで縮まった。また、EBITDAマルチプルが15倍を上回る取引の割合は、わずか14%となっている。同様に、プライベートエクイティファンドとストラテジックバイヤーの支払価格のマルチプルの差も、0.3x EBITDAに縮小している。

非常に緊迫した地政学的状況に加えて、持続するインフレ、経済成長の減速、欧州中央銀行（ECB）によるユーロ史上最速のペースでの金利引き上げなどのマクロ経済環境の悪化が、ミッドマーケットの全セグメントに影響を及ぼしている。EBITDAマルチプルが7倍を下回る取引が過去最大の割合を占めていることからわかるように、売り手の価格はこの新たな環境に適応し始めている。

借入コストの増加、レバレッジへのアクセスの減少、資金調達が難しくなっていること、金利が長期間にわたって高止まりする見通しから、プライベートエクイティファンドの取引形成と支払価格は引き続き減退している。とは言い、プライベートエクイティファンドは依然として、記録的な水準にあるドライパウダーの恩恵を受けている。

M&Aサイクルの減速もまた、価格に影響を及ぼした。ミッドマーケットの2023年第1～第3四半期の取引金額は、2022年比で40%減少しており、欧州市場全体では45%減少している。ミッドマーケットの取引件数は第3四半期に14%減少したが、第1～第3四半期ではわずか9%の減少であり、下降基調にある世界的なM&A市場よりも高い強靭性を改めて示している。

### Argos Index®ミッドマーケット EV/EBITDA倍率中央値の6カ月移動平均値



出所: Argos Index®ミッドマーケット / Epsilon Research

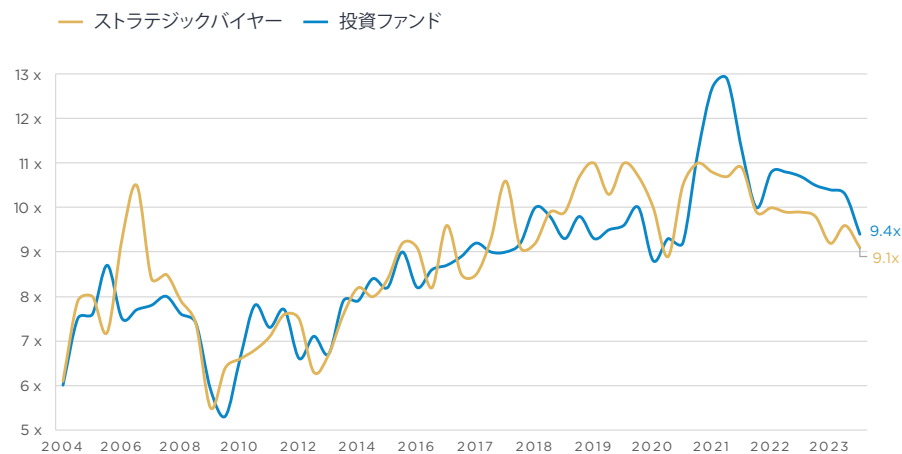
## 02 | 投資ファンド、ストラテジックバイヤー共に支払価格のマルチプルは下落

当四半期は、経済状況の悪化、M&A市場の減速、公開市場株式の下落<sup>①</sup>を背景に、ストラテジックバイヤーの支払価格のマルチプルが9.1x EBITDAに落ち込んだ。その一方で、大企業は引き続き、低価格の成長機会を探している。その結果、2023年第2・第3四半期のM&A市場では、大企業が大きなシェアを占め(件数・金額において85%)、EBITDAマルチプルが7倍を下回る取引の割合も過去最大となっている。

投資ファンドの支払価格のマルチプルは下落を継続し、9.4x EBITDAとなった。金利の引き上げによって買収の資金調達のための借入コストが増加し、ファンドに大きな影響を与えている。

投資ファンドとストラテジックバイヤーの支払価格の差は縮小している(0.3x EBITDA)。投資ファンドは市場において以前ほど活発でないが、依然として質の高い(高価格の)資産を優先しており、その選別基準は厳しくなっている。

### 企業価値/ 実績EBITDA



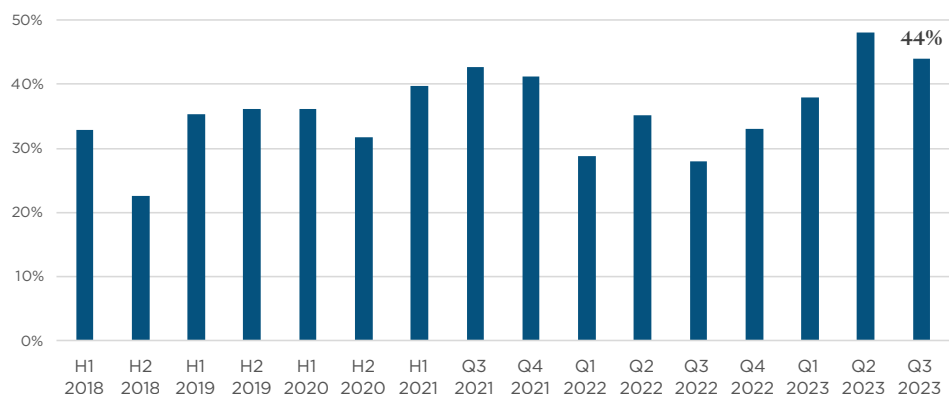
出所: Argos Index® ミッドマーケット / Epsilon Research

<sup>①</sup>EURO STOXX® TMI Smallは、2023年第3四半期に4.5%下落している。

### 03 | EBITDAマルチプルが7倍を下回る取引の割合が過去最大に

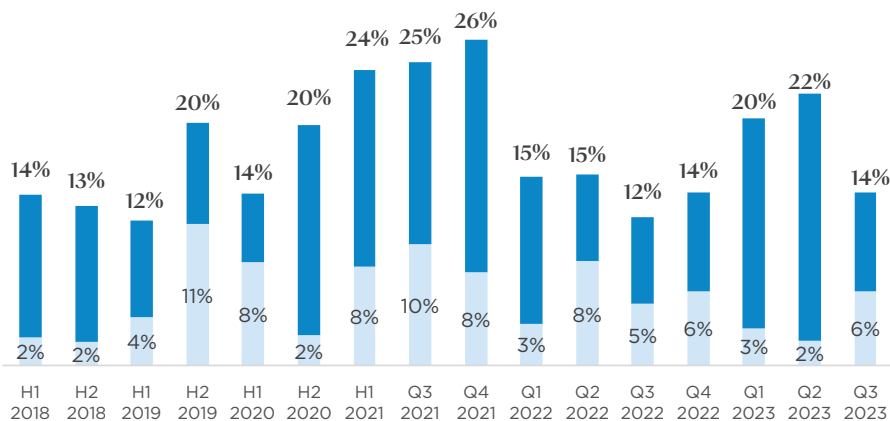
2023年第3四半期は、EBITDAマルチプルが極端な水準（7倍未満または15倍を上回る）にある取引が全体の44%を占め、前四半期からは減少したが、依然として大きな割合を占めている。その一方で、価格が下落しながら同水準に収束している中、EBITDAマルチプルが15倍を上回る取引の割合は過去最低に近い水準にある。

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが高低両極端にある取引の割合



出所: Argos Index®ミッドマーケット / Epsilon Research

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが15x EBITDA を上回る取引の割合

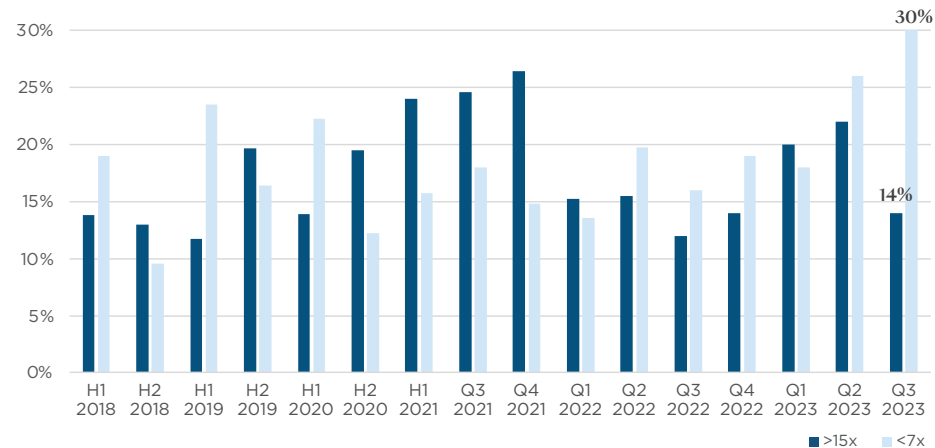


出所: Argos Index®ミッドマーケット / Epsilon Research

Incl. >20x ■ 15x-20x ■ >15x

マルチプルが高低両極端の値にある取引の割合が大きい理由として、EBITDAマルチプルが7倍未満の取引が急増し、分析の対象となった取引の30%を占め、過去最高の水準にあることが挙げられる。

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが<7x EBITDAおよび>15x EBITDAの取引の割合



出所: Argos Index®ミッドマーケット / Epsilon Research

### 04 | ミッドマーケットのM&A活動は、低水準で安定

ユーロ圏の第3四半期のM&A活動は、第2四半期の修正値と比較して、取引件数が14%、取引金額が11%減少した。2023年第1～第3四半期では、取引金額が40%減少（2022年比）したが、取引件数は9%の減少にとどまっている（480件から440件）。

地政学的リスク、経済成長の減速、持続するインフレ、ECBによる過去最大規模の金利引き上げ<sup>(1)</sup>がブレーキとなって、M&Aサイクルの減速は継続している。世界的なM&A活動は第1～第3四半期に28%減少して全世界で2兆ドルとなり、欧州では45%減の3,840億ドルとなった<sup>(2)</sup>。

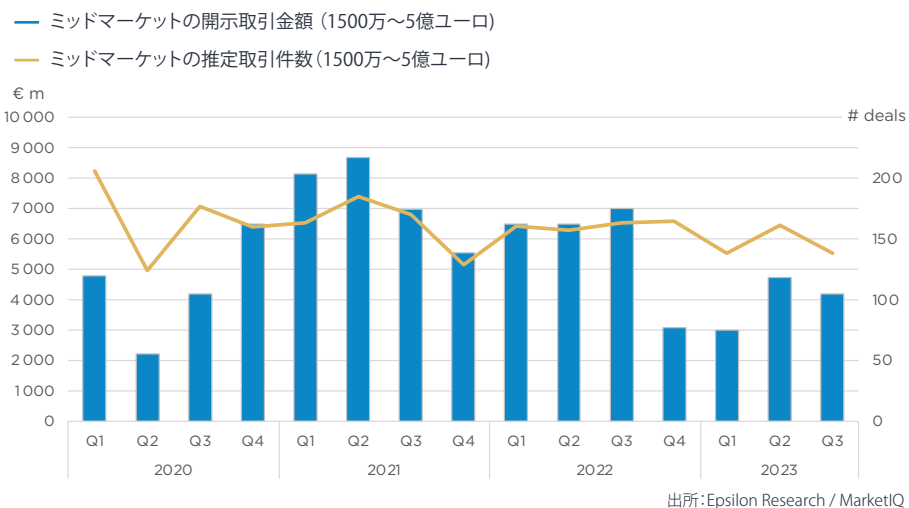
<sup>(1)</sup>ECBは2022年7月以来、10回にわたって合計4.5%の利上げを行い、ユーロの導入以降最速ペースの金利引き上げとなっている。

<sup>(2)</sup> 出所: Refinitiv in Les Echos, 2023/10/17

投資ファンドは過去数年間、M&A活動の原動力となっていたが、負債コストの増加<sup>(1)</sup>や、金利が長期間にわたって高止まりするという見通し、資金調達の減速<sup>(2)</sup>により、プライベートエクイティの活動は減退している。2023年第1～第3四半期に、プライベートエクイティファンドの取引金額は、世界市場では39%<sup>(3)</sup>、ミッドマーケットでは50%減少した。

注目すべき点として、市場が減速する中、ローワー・ミッドマーケットは当四半期も強靱な流動性を見せている。大規模な取引が流動性を急激に失った一方で、ローワー・ミッドマーケットでは、資本の流入と流出が適度なペースで継続している。

### ユーロ圏ミッドマーケット(1500万～5億ユーロ)取引件数と取引金額

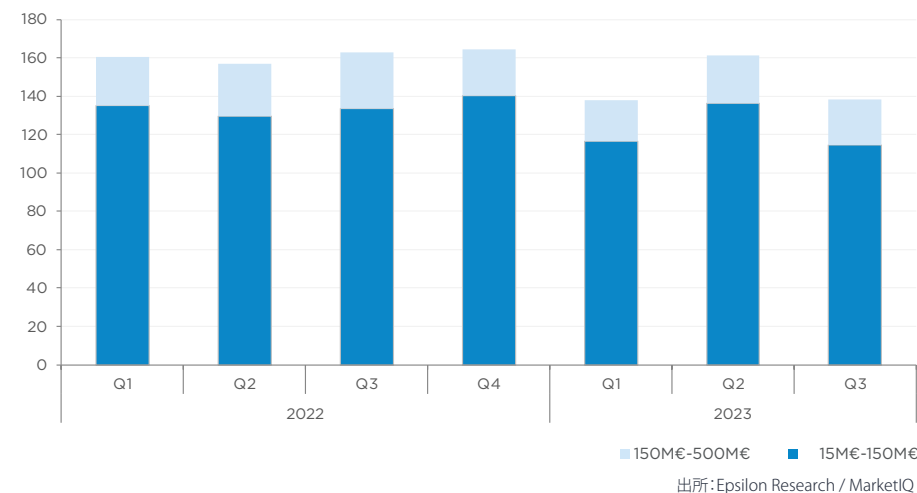


<sup>(1)</sup> ECBの2023年10月の銀行貸出調査(BLS)参照。

<sup>(2)</sup> 資金調達は2023年上半年に30%減少し(出所: Pitchbook)、資金調達にかかる平均期間は過去最高の20カ月となった(出所: Preqin)。

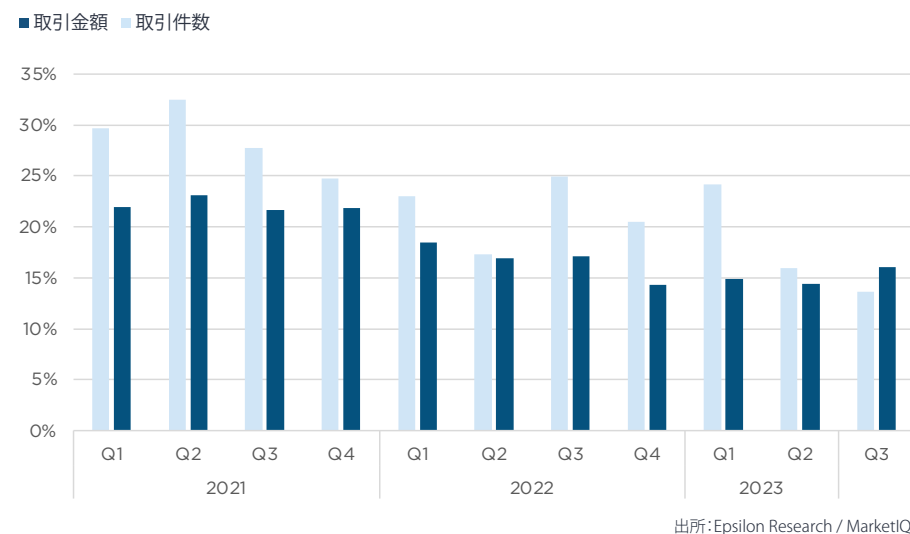
<sup>(3)</sup> 出所: Refinitiv in Les Echos, 2023/10/17

### Eurozone Mid-market - Number of deals



プライベートエクイティファンドの活動は引き続き減退し、第3四半期のミッドマーケットのM&Aにおけるシェア<sup>(1)</sup>は、取引件数・取引金額共に15%程度と、記録的に低い水準にとどまった。

### ユーロ圏ミッドマーケットにおけるLBOのシェア



<sup>(1)</sup> ビルドアップは含まない。

# Argos Index<sup>®</sup> とは

## ARGOS INDEX<sup>®</sup> ミッドマーケット

Argos Index<sup>®</sup>ミッドマーケットは、ユーロ圏ミッドマーケット非上場企業の価値評価の推移を示す指数です。Argos Wityuが、非上場企業のM&A取引管理のためのオンラインプラットフォームEpsilon Researchとともに、2006年末に発表しました。以降四半期ごとに作成され、過去3か月間のミッドマーケットセクターの企業買収を数値化しています。

非上場セクターのプロフェッショナルが参照する指標として、厳密なメソッドロジックと取引の詳細な分析を基盤に作成されており、この分析においては個々の取引について、オペレーションの構造や企業の活動(修正再表示された財務情報)、取引のマルチプルが精査されています。Argos Index<sup>®</sup>は、10000件以上のM&Aの分析レポートが蓄積されたEpsilon ResearchのデータベースEMAT (Epsilon Multiple Analysis Tool) のデータを基に計算されています。

各四半期に、Epsilon Researchは信頼できる財務情報に基づき、指数の対象となる条件(自己資本の価値が1500万~5億ユーロのユーロ圏内企業の過半数株式取得)を満たす取引の約25%を詳細に分析しています。

## Argos Wityu について

1つの企業、2つの戦略。Argos Wityuは、欧州の独立系プライベートエクイティ・グループであり、中規模企業の成長をサポートし、その経営陣を支援します。14億ユーロを超える運用資産と30年以上の経験、90社以上の企業をサポートしてきた実績に支えられ、Argos Wityuは、ブリュッセル、フランクフルト、ジュネーブ、ルクセンブルク、ミラノ、パリのオフィスから事業を展開しています。当グループは過半数株式の取得を目的とし、以下の2つの戦略の各投資において、1000万~1億ユーロを投資しています

- ミッドマーケット・ファンドは、企業が成長の加速に向けて所有権の移行を実施するサポートをします。
- クライメート・アクション・ファンドは、「グレーからグリーンへ」の移行を実現することにより、欧州の持続可能性のリーダーを形成することを目指しています。

## Epsilon research

Epsilon Researchは、プロフェッショナルに向けた非上場企業のM&A取引管理に資する初のオンラインプラットフォームを開発しました。このプラットフォームでは、非上場企業の価値評価と投資管理に欠かせないデータや分析レポート、ソフトウェアツールやサービスが提供されています。欧州内の取引のマルチプルに関する最大のデータベースであるEMATには、全産業セクターの100万~5億ユーロ規模のM&A取引7500件以上の分析レポートが蓄積されています。また、Argos指数を含むEpsilonが定期的に発表する指数や調査を参照し、コンタクトやM&Aプロジェクト、類似評価プロジェクト、プライベートエクイティファンドのポートフォリオを管理するクラウドベースのソフトウェアを利用することができます。



# Contacts

## Louis Godron

Argos Wityu  
lgo@argos.fund  
+33 1 53 67 20 50

## Coralie Cornet

Head of Communications  
ccc@argos.fund  
+33 1 53 67 20 63

## Grégoire Buisson

Epsilon Research  
gregoire.buisson@epsilon-research.com  
+33 1 83 62 90 36

## France

112, av. de Wagram  
75017 Paris  
+33 1 53 67 20 50

## Italy

Piazza Diaz 5  
20122 Milan  
+39 02 00 660 700

## Germany

Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
+49 69 5977217 30

## Switzerland

114 rue du Rhône  
1204 Genève  
+41 22 849 66 33

## Belgium

Av. Louise - Bt. 2  
1050 Bruxelles  
+32 2 554 12 40

## Luxembourg

1-B rue Jean Piret  
2350 Luxembourg  
+352 2484 01 60

## Amsterdam

Officia I (4th floor)  
De Boelelaan 7  
1083 HJ, Amsterdam  
The Netherlands  
+32 460 97 10 60

[argos.wityu.fund](https://argos.wityu.fund)