

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS, LES BSA ET LES BSAAR DE LA SOCIETE**



**INITIEE PAR
Penthièvre SAS
PRESENTEE PAR**



PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE



Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'AMF le 2 mai 2016, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF].

**LE PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE
D'INFORMATION EN REPONSE RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF**

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet NG Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- **DEMOS**, 1 Parvis de la Défense, Paris la Défense, 92000 Nanterre, et
- **Portzamparc Société de Bourse**, 13, rue de la Brasserie, 44100 Nantes.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Demos seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
2.1.	Acquisition du capital de l'Initiateur par Weidong auprès de Montefiore	5
2.2.	Acquisition de BSA auprès de la Famille Wemaëre	6
2.3.	Protocoles d'accord portant sur les BSA et les actions gratuites entre Penthièvre et les porteurs de ces titres	6
2.4.	Déclaration de franchissement de seuils	8
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	9
3.1	Composition du Conseil	9
3.2	Décision du Conseil	10
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DEMOS	12
5.	AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE	12
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	13
6.1.	Remboursement de la dette bancaire de Demos	13
6.2.	Pacte d'actionnaires entre Penthièvre, Weidong et la Famille Wemaëre	16
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	17
7.1.	Structure et répartition du capital de la Société	17
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions	19
7.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	19
7.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	19
7.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
7.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	20
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	20
7.8.	Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	20
7.9.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	22
7.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	22
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	22

- 9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE_ 23**
- 10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE _____ 23**

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier et conformément au titre III du livre II et en particulier aux dispositions des articles 231-1, 233-1 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, Penthievre, société par actions simplifiée au capital de 5 400 100 euros, dont le siège social est situé au 1 Parvis de la Défense, Paris la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 753 919 497 (l'"**Initiateur**" ou "**Penthievre**") s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de la Société Demos, société anonyme au capital de 3 013 709,25 euros dont le siège social est situé au 1 Parvis de la Défense, Paris la Défense, 92000 Nanterre, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 722 030 277 ("**Demos**" ou la "**Société**") d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**") :

- i) la totalité des actions de la Société, admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010474130 et le mnémonique ALDMO (les "**Actions**"), non détenues par le Concert (tel que ce terme est défini ci-après), à l'exception des 52 427 actions auto-détenues par la Société, soit un nombre maximum de 5 023 909 Actions représentant 41,68% du capital de la Société, au prix de 0,41 euro par Action (le "**Prix de l'Offre par Action**") payable exclusivement en numéraire ;
- ii) la totalité des bons de souscriptions d'actions émis par la Société en 2013 (les « **BSA 2013** ») non détenus par le Concert, soit un nombre maximum de 630 000 BSA 2013, au prix de 1 euro par lot de BSA payable exclusivement en numéraire, les BSA étant répartis en 3 classes :
 - a. les BSA 2013 classe 1 sont exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, au prix de 4,90 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 Action ("**BSA 2013 classe 1**") ;
 - b. les BSA 2013 classe 2 sont exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, au prix de 7,36 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 Action ("**BSA 2013 classe 2**") ;
 - c. les BSA 2013 classe 3 sont exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, au prix de 9,81 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 Action ("**BSA 2013 classe 3**") ;
- iii) la totalité des bons de souscriptions d'actions émis par la Société en 2014 (les « **BSA 2014** ») non détenus par le Concert, soit un nombre maximum de 100 000 BSA 2014, au prix de 0,092 euro par BSA payable exclusivement en numéraire. Les BSA 2014 sont exerçables à tout moment jusqu'au 31 décembre 2024, au prix de 2,00 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1 Action Demos ; et
- iv) la totalité des bons de souscriptions et/ou d'acquisitions d'actions émis par la Société et admis aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0010778902, mnémonique DMOBR (les « **BSAAR** ») non détenus par le Concert, soit un nombre maximum de 490 348 BSAAR, au prix de 0,01 euro par BSAAR payable exclusivement en numéraire. Les BSAAR sont exerçables à tout moment jusqu'au 28 juillet 2016, au prix de 12,50 euros, chaque BSAAR donnant droit, par exercice, à 1,086 Action Demos ;

les Actions, les BSA 2013, les BSA 2014 et les BSAAR étant ci-après désignés ensemble les « **Titres** ».

L'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement en hausse des seuils de 50% du capital et des droits de vote de Demos résultant d'une part de l'acquisition, par la société Hong Kong Weidong Cloud Education Group, de l'intégralité du capital de l'Initiateur et d'autre part de la conclusion, entre ladite société, l'Initiateur et la famille Wemaëre¹ (ci-après la "**Famille Wemaëre**"), principal actionnaire de Demos, d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société (ci-après le "**Concert**"). La société Hong Kong Weidong Cloud Education Group, Company Limited, société de droit hongkongais dont le siège social est situé Queen's RD Central, Hong-Kong, ("**Weidong**") contrôlée par le groupe Weidong Cloud Education, lui-même contrôlé par Monsieur Duanrui Wang, détient 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur depuis le 13 janvier 2016, l'Initiateur étant préalablement détenu par le FCPR Montefiore Investment II, représenté par la société de gestion Montefiore Investment (ci-après "**Montefiore**").

La Famille Wemaëre a consenti à ne pas apporter ses titres à l'Offre. Les administrateurs de la Société ont précisé ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre. Il est précisé que le Groupe Weidong est seul responsable du financement de l'Offre.

Il n'est pas dans l'intention de l'Initiateur de demander, le cas échéant, un retrait obligatoire.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est présentée par Portzamparc Société de Bourse qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociations.

L'Offre vise la totalité des Titres non détenus directement ou indirectement par le Concert, à l'exception des Actions auto-détenues, à la date des présentes.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. Acquisition du capital de l'Initiateur par Weidong auprès de Montefiore

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'acquisition de l'intégralité du capital de l'Initiateur par Weidong auprès de Montefiore, le 13 janvier 2016 (ci-après l'"**Acquisition**").

A la date de l'Acquisition, Penthievre avait émis (i) 5 400 100 actions ordinaires, (ii) 6 100 000 obligations convertibles en actions Penthievre le 30 novembre 2012 (ci-après les "**OC1**") et (iii) 6 134 402 obligations convertibles en actions Penthievre le 19 décembre 2014 (ci-après les "**OC2**") (ci-après les "**Titres Penthievre**").

A la date de l'Acquisition, Penthievre détenait (i) 3 272 217 Actions représentant 27,14% du capital et 25,64% des droits de vote de la Société, (ii) 3 200 000 obligations convertibles en Actions émises en 2012² (ci-après les "**OCA 2012**") ; (iii) 3 450 000 obligations convertibles en Actions émises en 2014³

¹ La Famille Wemaëre comprend Jean Wemaëre, Financière Wemaëre, Geneviève Wemaëre, Albert Wemaëre, Paule Gauffriau, François Wemaëre et Jacques Wemaëre, agissant de concert mais non solidairement. La Famille Wemaëre détient directement et indirectement 3 706 254 actions représentant 30,74 % du capital et 41,74 % des droits de vote de la Société, ainsi que 239 207 bons de souscriptions et/ou d'acquisition d'actions remboursables autonomes et 24 000 bons de souscriptions et/ou d'acquisition d'actions remboursables managers.

² L'émission le 18 octobre 2012 des 3 200 000 OCA 2012 au prix unitaire de 2,50 € entièrement souscrite par Penthievre a été autorisée par l'assemblée générale de la Société du 5 octobre 2012. Les OCA sont convertibles en Actions nouvelles, à raison de 1,019 Action par OCA, à tout moment jusqu'au 18 octobre 2019. Les OCA portent intérêt au taux nominal annuel de 8%, intérêts capitalisés chaque année et payables en numéraire à l'échéance ou à la date de conversion des obligations convertibles en actions.

("OCA 2014") ; (iv) 170 000 BSA 2013 répartis en 42 500 BSA 2013 classe 1, 63 750 BSA 2013 classe 2 et 63 750 BSA 2013 classe 3 ; et (v) 200 000 BSA 2014.

Le Groupe Weidong a payé en numéraire, à la date de l'Acquisition, 15 916 164,97 euros à Montefiore pour l'acquisition de Penthievre (ci-après le "**Prix d'Acquisition**"), égal à la somme (i) du prix d'acquisition des Titres Penthievre de 15 880 000 euros et (ii) de la trésorerie disponible nette des emprunts de Penthievre à la date d'Acquisition, soit 36 164,97 euros.

Par transparence, le Prix d'Acquisition a été calculé en retenant pour valeur des actifs de Penthievre (i) 0,41 euro par Action Demos, (ii) 3,21 euros par OCA 2012, et (iii) 1,24 euros par OCA 2014.

Il est précisé que les accords relatifs à l'Acquisition ne prévoient pas de complément de prix au bénéfice de Montefiore dans le cadre des opérations de changement de contrôle.

2.2. Acquisition de BSA auprès de la Famille Wemaëre

Dans le cadre de l'Acquisition, Penthievre a acquis i) auprès de Jean Wemaëre, 250 000 BSA 2013 pour un montant total de 1 euro, et ii) auprès de la Financière Wemaëre, 1 750 000 BSA 2013 pour un montant total de 1 euro et 600 000 BSA 2014 au prix de 0,046 euro par BSA 2014 soit un montant total de 27 600 euros.

Tableau : Acquisition de BSA 2013 et BSA 2014 auprès de la Famille Wemaëre

	Nombre de BSA 2013 classe 1	Nombre de BSA 2013 classe 2	Nombre de BSA 2013 classe 3	Total BSA 2013	Montant payé pour l'ensemble des BSA 2013 par porteur (€)
Porteurs de BSA					
Jean Wemaëre	250 000	0	0	250 000	1,00
Financière Wemaëre	250 000	750 000	750 000	1 750 000	1,00
Total	500 000	750 000	750 000	2 000 000	2,00

	Nombre de BSA 2014	Prix par BSA 2014 (€)	Montant payé pour l'ensemble des BSA 2014 par porteur (€)
Porteurs de BSA			
Financière Wemaëre	600 000	0,046	27 600

2.3. Protocoles d'accord portant sur les BSA et les actions gratuites entre Penthievre et les porteurs de ces titres

Accords portant sur les BSA

Dans le cadre de l'Acquisition, Penthievre s'est engagé le 8 janvier 2016 à acquérir l'ensemble des BSA détenus auprès de Monsieur Franck Lebouchard, FL Croissance, contrôlée par Monsieur Franck Lebouchard, Monsieur Dominique Le Brigant, ELPISIA, contrôlée par Monsieur Dominique Le

³ L'émission le 1er juillet 2014 des 3 450 000 OCA 2014 au prix unitaire de 1,10 € entièrement souscrite par Penthievre a été autorisée par l'assemblée générale de la Société du 30 juin 2014. Les OCA sont convertibles en Actions nouvelles, à raison de 1 Action par OCA, à tout moment jusqu'au 1er juillet 2021. Les OCA portent intérêt au taux nominal annuel de 4%, intérêts capitalisés chaque année et payables en numéraire à l'échéance ou à la date de conversion des obligations convertibles en actions, intérêts complétés le cas échéant par une prime de non conversion de 4% par an.

Brigant, Monsieur Olivier Ferhat, Ferhat Patrimoine, contrôlée par Monsieur Olivier Ferhat, Monsieur Eric Darras, Monsieur Sylvestre Perrault et SP Conseil, contrôlée par Monsieur Sylvestre Perrault (ci-après les "**Cédants de BSA**").

A la date du présent document, Penthievre a acquis 1 130 000 BSA 2013 pour un montant total de 4 euros auprès des Cédants de BSA.

Tableau : Acquisition de BSA 2013 auprès des Cédants de BSA

Porteurs de BSA	Nombre de BSA 2013 classe 1	Nombre de BSA 2013 classe 2	Nombre de BSA 2013 classe 3	Total BSA 2013	Montant payé pour l'ensemble des BSA 2013 par porteur (€)
Franck Lebouchard	232 500	348 750	348 750	930 000	1,00
Olivier Ferhat	25 000	37 500	37 500	100 000	1,00
Eric Darras	12 500	18 750	18 750	50 000	1,00
Sylvestre Perrault	12 500	18 750	18 750	50 000	1,00
Total	282 500	423 750	423 750	1 130 000	4,00

Penthievre a également acquis 2 100 000 BSA 2014 pour un montant total de 124 200 euros auprès des Cédants de BSA.

Tableau : Acquisition de BSA 2014 auprès des Cédants de BSA

Porteurs de BSA	Nombre de BSA 2014	Prix par BSA 2014 (€)	Montant payé pour l'ensemble des BSA 2014 par porteur (€)
FL Croissance (Franck Lebouchard)	1 500 000	0,046	69 000,00
ELPISIA (Dominique Le Brigant)	200 000	0,092	18 400,00
Ferhat Patrimoine (Olivier Ferhat)	200 000	0,092	18 400,00
Eric Darras	100 000	0,092	9 200,00
SP Conseil (Sylvestre Perrault)	100 000	0,092	9 200,00
Total	2 100 000	0,059	124 200,00

Weidong s'est également engagé à informer de l'acquisition les autres porteurs de BSA et leur acheter directement ou indirectement via Penthievre les BSA détenus par les autres porteurs ayant exercés leur droit de sortie conjointe, conformément aux accords signés entre Penthievre et les porteurs de BSA lors de l'émission des BSA.

A l'issue de l'Acquisition et de l'exercice des promesses, Penthievre détient 3 300 000 BSA 2013⁴ et 2 900 000 BSA 2014.

Par ailleurs, Penthievre a proposé début 2016 :

- A chaque détenteur de BSA 2013 de racheter ses BSA 2013 au prix d'un euro par lot de BSA 1, BSA 2 et BSA 3, conformément à un pacte conclu le 15 février 2013,
- A chaque détenteur de BSA 2014 de racheter ses BSA 2014 au prix unitaire de 0,092 euro par bon conformément à un pacte conclu le 28 novembre 2014.

Dans ce cadre, l'un des porteurs de BSA 2014 a décidé de céder 100 000 BSA 2014 à Penthievre. La finalisation de cette opération est en cours.

⁴ Dont 825 000 BSA 1, 1 237 500 BSA 2 et 1 237 500 BSA 3.

Accords portant sur les actions gratuites

Dans le cadre de l'Acquisition, Penthievre s'est engagé à acquérir 448 000 actions gratuites attribuées par la Société auprès de Messieurs Franck Lebouchard, Dominique Le Brigant, Olivier Ferhat et Sylvestre Perrault⁵ (ci-après les « Cédants d'Actions Gratuites ») à la fin de leurs périodes de conservation respectives.

Il est précisé que sur ces 448 000 actions :

- 200 000 actions gratuites ont fait l'objet d'une attribution définitive et sont en période de conservation,
- 248 000 actions gratuites sont en période d'acquisition

Le prix d'acquisition des actions gratuites ne pourra pas être supérieur à 0,472 euro par Action, soit le maximum entre 0,575 euro et 115% du Prix de l'Offre par Action égal à 0,472 euro. Réciproquement, les Cédants d'Actions Gratuites se sont engagés à céder à Penthievre leurs actions gratuites à la fin de leurs périodes de conservation respectives à un prix de cession qui ne pourra pas être inférieur à 0,425 euro par Action, soit le maximum entre 0,425 euro et 85% du Prix de l'Offre par Action égal à 0,349 euro.

Synthèse de l'Acquisition et des protocoles d'accord

Titres	Nombre de titres	Prix par titre (€)	Total (€)
<u>Actions</u>	<u>3 272 247</u>	<u>0,410</u>	<u>1 341 621,27</u>
<u>OCA 2012</u>	<u>3 200 000</u>	<u>3,210</u>	<u>10 272 000</u>
<u>OCA 2014</u>	<u>3 450 000</u>	<u>1,240</u>	<u>4 278 000</u>
<u>BSA 2013</u>	<u>3 300 000</u>	<u>0,000</u>	<u>6</u>
dont détenus par Penthievre	170 000	0,000	0
dont cédés par la famille Wemaëre	2 000 000	0,000	2
dont cédés par les Cédants de BSA	1 130 000	0,000	4
<u>BSA 2014</u>	<u>2 900 000</u>	<u>0,052</u>	<u>151 800</u>
dont détenus par Penthievre	200 000	0,000	0
dont cédés par la famille Wemaëre	600 000	0,046	27 600
dont cédés par les Cédants de BSA	2 100 000	0,059	124 200
Total			16 195 233,27

2.4. Déclaration de franchissement de seuils

Par courrier reçu le 19 janvier 2016, la société de droit hongkongais Hong Kong Weidong Cloud Education Group, Company Limited (ci-après : « Groupe Weidong ») (Queen's RD Central, Hong-Kong) a déclaré à la société et à l'AMF (Avis AMF n°216C0209) avoir franchi, le 13 janvier 2016, en hausse, de concert avec la famille Wemaëre, les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la société DEMOS et détenir de concert 6 978 501 actions DEMOS représentant 11 941 084 droits de vote, soit 57,89% du capital et 67,38% des droits de vote de cette société⁶, répartis comme suit :

	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de
--	---------	-----------	----------------	-------------

⁵ Dont 270 000 actions gratuites attribuées à Monsieur Franck Lebouchard, 80 000 attribuées à Monsieur Dominique Le Brigant, 92 000 attribuées à Monsieur Olivier Ferhat et 6 000 attribuées à Monsieur Sylvestre Perrault.

⁶ Sur la base d'un capital composé de 12 054 837 actions représentant 17 721 817 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général

				vote
Jean Wemaëre	1 578 944	13,10	3 157 888	17,82
Financière Wemaëre	1 503 649	12,47	3 007 298	16,97
Geneviève Wemaëre	560 956	4,65	1 121 912	6,33
Albert Wemaëre	26 000	0,22	38 092	0,21
Paule Gauffriau	12 605	0,10	24 210	0,14
François Wemaëre	12 548	0,10	24 116	0,14
Jacques Wemaëre	11 552	0,10	23 104	0,13
Total Famille Wemaëre	3 706 254	30,74	7 396 620	41,74
Penthièvre SAS	3 272 247	27,14	4 544 464	25,64
Total concert	6 978 501	57,89	11 941 084	67,38

Ce franchissement de seuils résulte de l'acquisition, par le Groupe Weidong, de l'intégralité du capital de la société Penthièvre SAS⁷ et de la conclusion, entre ledit groupe et la famille Wemaëre, d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la société DEMOS⁸.

Par ailleurs, le concert a précisé détenir, au titre de l'article 223-14 III et IV du règlement général :

- 239 207 bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (BSAAR) autonomes⁹ exerçables à tout moment jusqu'au 28 juillet 2016, chaque bon pouvant donner droit, par exercice au prix de 12,50 €, à 1,086 action DEMOS ;
- 24 000 BSAAR managers¹⁰ exerçables à tout moment jusqu'au 28 juillet 2016, chaque bon pouvant donner droit, par exercice au prix de 12,50 €, à 1,086 action DEMOS ;
- 3 300 000 BSA¹¹, répartis en trois catégories (BSA 1, BSA 2 et BSA 3) exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, aux prix respectifs de 4,90 € pour les BSA 1, 7,36 € pour les BSA 2 et 9,81 € pour les BSA 3, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action DEMOS ;
- 2 900 000 BSA 2014 détenus par Penthièvre SAS et exerçables à tout moment jusqu'au 31 décembre 2024, chaque bon pouvant donner droit, par exercice au prix de 2 €, à 1 action DEMOS ;
- 3 200 000 obligations convertibles en actions (OCA 2012) détenues par Penthièvre SAS, convertibles à tout moment jusqu'au 18 octobre 2019, chaque obligation donnant droit par conversion à 1,019 action DEMOS ; et
- 3 450 000 obligations convertibles en actions (OCA 2014) détenues par Penthièvre SAS, convertibles à tout moment jusqu'au 1er juillet 2021, chaque obligation donnant droit par conversion à 1 action DEMOS.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

3.1 Composition du Conseil

Les membres du Conseil d'Administration de la société Demos (la « **Société** »), se sont réunis en Conseil, le 15 avril 2016, pour examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par PENTHIEVRE décrite ci-avant et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'Offre, au regard d'un rapport du cabinet NG FINANCE, expert indépendant (lequel figure en annexe 1 du présent projet de note en réponse), conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF.

⁷ 2 Société préalablement détenue par le FCPR Montefiore Investment II, représenté par sa société de gestion Montefiore Investment (Cf. D&I 212C1285 du 3 octobre 2012 et D&I 212C1505 du 14 novembre 2012)

⁸ Cf. notamment communiqué diffusé par la société et le groupe Weidong le 13 janvier 2016

⁹ Dont 108 098 détenus par Jean Wemaëre, 40 426 détenus par Geneviève Wemaëre, 90 666 détenus par Financière Wemaëre, 16 détenus par Albert Wemaëre et 1 détenu par François Wemaëre

¹⁰ Dont 10 000 détenus par Jean Wemaëre, 10 000 détenus par Geneviève Wemaëre et 4 000 détenus par Albert Wemaëre

¹¹ Dont 825 000 BSA 1, 1 237 500 BSA 2 et 1 237 500 BSA 3 détenus par Penthièvre SAS

Les administrateurs ayant participé à cette réunion sont les suivants :

- ◆ Monsieur Jean WEMAERE, Président du Conseil d'Administration,
- ◆ Madame YanXia ZHANG, Vice-Président du Conseil d'Administration,
- ◆ La société PENTHIEVRE SAS représentée par Monsieur Duanrui WANG, Administrateur,
- ◆ Madame Geneviève WEMAERE, Administrateur,
- ◆ Madame Anna WANG, Administrateur,
- ◆ Monsieur Dai SHEN, Administrateur,
- ◆ Monsieur Kim Sen LIW, Administrateur,
- ◆ Monsieur François WEMAERE, Administrateur.

3.2 Décision du Conseil

Extrait du Procès-verbal du Conseil d'administration de Demos en date du 15 avril 2016 :

« Présentation de l'offre »

En application des dispositions légales et réglementaires, Penthievre, s'est irrévocablement engagée à acquérir la totalité des actions Demos (et toutes les autres valeurs mobilières donnant accès au capital de la société Demos) non détenues par le concert Weidong/Wemaère soit un nombre maximum de 5 076 336 actions Demos représentant 42,11% du capital de la Société, au prix de 0,41 euro par action Demos payable exclusivement en numéraire.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en raison du franchissement en hausse des seuils de 50% du capital et des droits de vote de Demos résultant d'une part de l'acquisition, par la société Hong Kong Weidong Cloud Education Group, de l'intégralité du capital de l'Initiateur et d'autre part de la conclusion, entre ladite société, l'Initiateur et la famille Wemaère, d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société.

La Famille Wemaère a consenti à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Il n'est pas dans l'intention de l'Initiateur de demander, le cas échéant, un retrait obligatoire.

L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est présentée par Portzamparc Société de Bourse qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociations.

Intérêts de l'Offre

L'opération permet à Demos de disposer, avec Weidong, actionnaire de référence de l'Initiateur, d'un partenaire de premier plan pour accompagner son développement. L'opération permettra également à la société de renforcer son bilan.

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Demos et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Demos en matière d'emploi. Les salariés continueront à bénéficier du même statut collectif et individuel.

Evaluation et rapport de l'expert Indépendant

Le conseil d'administration prend connaissance de l'évaluation des titres Demos faite par la société Portzamparc.

La synthèse des éléments d'appréciation du prix est reproduite ci-dessous :

Méthodes retenues

Pour apprécier le prix offert par l'Initiateur, la valorisation a été menée par Portzamparc Société de Bourse dans le cadre d'une approche multicritères. Les méthodes suivantes ont été jugées pertinentes dans le cadre de l'activité de DEMOS :

1. *appréciation par les cours de Bourse,*
2. *transactions récentes sur le capital,*
3. *comparaison de multiples boursiers de sociétés comparables,*
4. *actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs ("Discounted Cash Flows").*

Hypothèses retenues pour la valorisation

Portzamparc Société de Bourse a effectué son évaluation de la société DEMOS à partir :

- *Des informations publiques propres à une société cotée, en l'espèce les états financiers consolidés des cinq dernières années (de 2011 à 2015) audités et certifiés par les commissaires aux comptes et publiés par DEMOS*
- *D'entretiens avec la direction de DEMOS*
- *En matière d'informations prévisionnelles, à partir des éléments communiqués par la Société dans son plan d'affaires.*

Synthèse :

Le prix de l'offre de 0,41€ se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus.

Il fait ressortir une prime de 33% sur la moyenne pondérée des différentes méthodes.

Portzamparc Société de Bourse appliqué une equipondération aux différentes méthodes de valorisation.

Méthode	Valeur	Prime (décote)	Coefficient de pondération
Cours de bourse	0,45 €	-9%	1
Transactions récentes sur le capital	0,41 €	0%	1
Comparables boursiers	0,14 €	203%	1
Ratios moyens	0,14 €	203%	
VE/CA	0,56 €	-27%	
VE/EBE	-0,29 €	-239%	
DCF	0,24 €	69%	1
Valeur moyenne pondérée	0,31 €	33%	

Le conseil d'administration prend également connaissance du rapport de la société NG FINANCE, expert indépendant nommé par la société qui conclut, au terme de son rapport, à l'équité du prix proposé. [...]

Avis de Comité d'Entreprise

Le projet d'offre a été soumis à une procédure d'information-consultation du comité d'entreprise conformément à la loi. Le comité d'entreprise a sollicité l'avis d'un expert, le cabinet EURO COMPTA ANALYSE, qui a rendu son rapport au comité dans les délais requis.

Au regard des informations qui lui ont été données et du rapport de l'expert qu'il a désigné, le Comité d'entreprise a émis un avis favorable relatif au projet d'offre publique.

A cet égard, M. Riotte (délégué du Comité d'Entreprise) prend la parole pour remercier le Conseil d'administration, et en particulier le Directeur Général M. Shen, pour la collaboration transparente et efficace avec l'expert EURO COMPTA ANALYSE dans le cadre de sa mission.

M. Riotte précise en outre qu'il se réjouit du climat de partage, échange et coopération instauré par la nouvelle direction du Groupe DEMOS avec le Comité d'Entreprise.

Avis du Conseil

Le Conseil d'Administration de la société, après avoir effectué toutes ces constatations, connaissance prise du rapport de l'expert indépendant et de l'avis du comité d'entreprise, estime à l'unanimité des membres présents que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;
- les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la société.

Ainsi, au vu de ces éléments et après en avoir délibéré, le Conseil d'Administration, à l'unanimité des membres présents, **émet un avis favorable sur le projet d'Offre publique d'achat simplifiée au prix de 0.41 euros par action**, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de Demos, de ses actionnaires et de ses salariés.

En conséquence, le Conseil d'Administration recommande, à l'unanimité de ses membres présents, aux actionnaires de Demos d'apporter leurs actions à l'Offre. »

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DEMOS

Lors de sa réunion du 15 avril 2016, le Conseil d'administration a constaté, à l'unanimité, que les membres du Conseil d'administration ont déclaré qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter à l'offre.

5. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Le projet d'offre a été soumis à une procédure d'information-consultation du comité d'entreprise conformément à la loi. Le comité d'entreprise a auditionné le représentant de l'Initiateur et a sollicité l'avis d'un expert, le cabinet EURO COMPTA ANALYSE, qui a rendu son rapport au comité dans les délais requis.

Au regard des informations qui lui ont été données et du rapport de l'expert qu'il a désigné, le Comité d'entreprise a émis à l'unanimité un avis favorable relatif au projet d'offre publique le 14 avril 2016.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 3bis° du Règlement général de l'AMF, le rapport de l'expert-comptable au Comité d'Entreprise est joint en annexe au présent projet de note en réponse (Annexe 2).

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

6.1. Remboursement de la dette bancaire de Demos

Le changement de contrôle de Penthievre a entraîné le remboursement anticipé de la dette bancaire de Demos, à l'exception des emprunts auprès d'Oséo / Bpifrance.

Dans le cadre de l'Acquisition, Weidong, via Penthievre, a mis à disposition de la Société, par avances en compte courant, les fonds nécessaires au remboursement de la dette bancaire faisant l'objet de la clause de remboursement anticipé pour changement de contrôle, soit environ 16 500 000 euros.

En avril 2016, Penthievre a de nouveau mis à disposition de la Société, par avances en compte courant, une somme complémentaire de 5 000 000 euros.

L'intention de Weidong et de la Famille Wemaëre est que cette somme soit capitalisée à concurrence d'un montant de l'ordre de 10 000 000 euros, au terme d'une augmentation de capital réservée à Penthievre, à réaliser à l'issue de l'Offre au Prix de l'Offre par Action. Le solde de cette créance permettrait de libérer une émission d'obligations convertibles réservée à Penthievre et décidée en même temps que l'augmentation de capital.

C'est ainsi que le Conseil d'administration de Demos, en date du 25 avril 2016, a décidé de convoquer une Assemblée générale mixte le 27 juin 2016, comportant notamment les deux résolutions suivantes :

« DIX-NEUVIEME RESOLUTION : Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une de la société Penthievre SAS

L'Assemblée Générale, après avoir pris connaissance du rapport du conseil d'administration et du rapport spécial des commissaires aux comptes et conformément aux dispositions du Code de commerce et notamment des articles L. 225-129-2 et L. 225-138 du Code de commerce :

- 1) Délègue au conseil d'administration sa compétence à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de la société PENTHIEVRE,*
- 2) Fixe à 18 mois la durée de validité de la présente délégation, décomptée à compter du jour de la présente assemblée,*
- 3) Le montant nominal maximum de l'augmentation de capital susceptible d'être réalisée en vertu de la présente délégation ne pourra être supérieur à 6.100.000 euros,*

Ce plafond est indépendant du plafond des autres délégations de la présente Assemblée.

- 4) Décide, conformément aux dispositions de l'article L. 225-138 du Code de commerce, que le prix d'émission des actions ordinaires pouvant être émises dans le cadre de la présente délégation de compétence sera fixé par le conseil d'administration et devra être égal au prix de l'action DEMOS définitivement retenu dans le cadre de l'offre publique obligatoire à déposer par PENTHIEVRE sur la totalité des actions DEMOS suite à la prise de contrôle de cette dernière par le groupe WEIDONG.*

- 5) Décide de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires aux actions ordinaires, au profit de la société PENTHIEVRE,
- 6) Décide que les actions ordinaires émises en vertu de la présente délégation porteront jouissance courante et seront assimilées aux actions existantes et déjà admises aux négociations sur le marché Alternext ;
- 7) Décide que le conseil d'administration aura toute compétence pour mettre en œuvre la présente délégation, à l'effet notamment :
- a) d'arrêter les conditions de l'émission ;
 - b) de décider le montant à émettre, le prix de l'émission ainsi que le montant de la prime qui pourra, le cas échéant, être demandée à l'émission ;
 - c) de déterminer les dates et les modalités de l'émission ;
 - d) de déterminer le mode de libération des actions ;
 - e) de suspendre éventuellement l'exercice des droits attachés aux titres émis pendant un délai maximum de trois mois ;
 - f) à sa seule initiative, d'imputer les frais des augmentations de capital sur le montant des primes qui y sont afférentes et prélever sur ce montant les sommes nécessaires pour porter la réserve légale au dixième du nouveau capital après chaque augmentation ;
 - g) de constater la réalisation de l'augmentation de capital et procéder aux modifications corrélatives des statuts et effectuer les formalités en vue de l'admission des actions aux négociations sur Alternext ;
 - h) d'une manière générale, de passer toute convention, prendre toutes mesures et effectuer toutes formalités utiles à l'émission et au service financier de ces titres émis en vertu de la présente délégation ainsi qu'à l'exercice des droits qui y sont attachés et plus généralement faire tout ce qui est nécessaire en pareille matière.
- 8) Prend acte du fait que le conseil d'administration rendra compte à la plus prochaine Assemblée Générale Ordinaire, conformément à la loi et à la réglementation, de l'utilisation de la présente délégation accordée au titre de la présente résolution.

VINGTIEME RESOLUTION : Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des Obligations Convertibles en actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une de la société Penthievre SAS

L'Assemblée Générale, après avoir pris connaissance du rapport du conseil d'administration et du rapport spécial des commissaires aux comptes et conformément aux dispositions du Code de commerce et notamment des articles L. 225-129-2, L. 225-138 et L. 228-92 du Code de commerce :

- 1) Délègue au conseil d'administration sa compétence à l'effet de procéder, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de la société PENTHIEVRE, à l'émission d'obligations convertibles en actions ordinaires de la société DEMOS,
- 2) Fixe à 18 mois la durée de validité de la présente délégation, décomptée à compter du jour de la présente assemblée,
- 3) Le montant nominal global maximum des augmentations de capital susceptibles de résulter à terme de la présente délégation ne pourra être supérieur à 6.250.000 euros,

A ce plafond s'ajoutera, le cas échéant, la valeur nominale des actions ordinaires à émettre pour préserver, conformément à la loi et, le cas échéant, aux stipulations contractuelles prévoyant d'autres cas d'ajustement, les droits des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société.

Ce plafond est indépendant du plafond des autres délégations de la présente Assemblée.

Le montant nominal des titres de créances sur la société pouvant être ainsi émis ne pourra être supérieur à 11.500.000 euros.

4) Décide que

- conformément aux dispositions de l'article L. 225-138 du Code de commerce, le prix d'émission de chaque obligation convertible en actions ordinaires DEMOS pouvant être émises dans le cadre de la présente délégation de compétence sera fixé par le conseil d'administration et égal au prix de l'action DEMOS définitivement retenu dans le cadre de l'offre publique obligatoire à déposer par PENTHIEVRE sur la totalité des actions DEMOS suite à la prise de contrôle de cette dernière par le groupe WEIDONG, majoré d'une prime d'émission de 12,2 % ;*

- la valeur nominale des obligations convertibles en actions ordinaires DEMOS sera égale au prix d'émission ;*

- En cas de conversion, chaque obligation donnera droit à une action ordinaire DEMOS sous réserve des cas prévus par la loi imposant un ajustement ;*

5) Décide que les obligations convertibles en actions ordinaires DEMOS auront les caractéristiques essentielles suivantes :

- les obligations convertibles en actions ordinaires DEMOS seront remboursables au plus tard 7 ans après leur date d'émission,*

- elles porteront intérêt à un taux annuel de 4 % ;*

- elles bénéficieront en outre, en cas de non conversion en actions ordinaires DEMOS d'une prime à un taux annuel de 1,75 % calculé sur une base de 365 jours par période de 12 mois entiers consécutifs*

6) Décide de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires aux obligations convertibles en actions ordinaires DEMOS à émettre, au profit de la société PENTHIEVRE ;

7) Décide que le conseil d'administration aura toute compétence pour mettre en œuvre la présente délégation, à l'effet notamment :

a) d'arrêter les conditions de l'émission ;

b) de décider le montant à émettre et fixer le prix de l'émission ;

c) de déterminer les dates et les modalités de l'émission,

d) de déterminer le mode de libération des obligations convertibles à émettre ;

e) de déterminer les modalités de paiement des intérêts et de la prime de non-conversion ;

f) de fixer, s'il y a lieu, les modalités d'exercice des droits attachés aux obligations convertibles à émettre et, notamment, fixer les modalités de conversion et arrêter la date à compter de laquelle les actions nouvelles porteront jouissance, ainsi que toutes autres conditions et modalités de réalisation de l'émission ;

g) de déterminer les conditions de remboursement et d'exigibilité anticipés des obligations ;

h) de suspendre éventuellement l'exercice des droits attachés aux titres émis pendant un délai maximum de trois mois ;

i) de procéder aux ajustements nécessaires en cas d'opération nécessitant la préservation des droits des porteurs d'obligations convertibles en actions ordinaires DEMOS ;

j) à sa seule initiative, d'imputer les frais des augmentations de capital sur le montant des primes qui y sont afférentes et prélever sur ce montant les sommes nécessaires pour porter la réserve légale au dixième du nouveau capital après chaque augmentation ;

k) de constater la réalisation de chaque augmentation de capital et procéder aux modifications corrélatives des statuts ;

l) d'une manière générale, de passer toute convention, prendre toutes mesures et effectuer toutes formalités utiles à l'émission et au service financier de ces titres émis en vertu de la présente délégation ainsi qu'à l'exercice des droits qui y sont attachés et plus généralement faire tout ce qui est nécessaire en pareille matière.

8) Prend acte du fait que le conseil d'administration rendra compte à la plus prochaine Assemblée Générale Ordinaire, conformément à la loi et à la réglementation, de l'utilisation de la présente délégation accordée au titre de la présente résolution. »

6.2. Pacte d'actionnaires entre Penthièvre, Weidong et la Famille Wemaëre

Weidong, Penthièvre et la Famille Wemaëre ont conclu le 13 janvier 2016 un pacte d'actionnaires relatif à la Société, pour une durée de 10 ans, renouvelable automatiquement par période successive de 2 ans (le "**Pacte**").

Règles applicables à la gouvernance au niveau de la Société

La Société est dirigée par une direction générale placée sous le contrôle d'un conseil d'administration. Le conseil d'administration de sept membres au minimum, nommés par l'assemblée générale pour six ans renouvelables, doit être composé, pendant la durée du Pacte, selon les règles suivantes :

- i) Tant que la Famille Wemaëre détient 75% des Actions qu'elle détient à la date du Pacte, trois administrateurs doivent être désignés au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre ; et
- ii) Au moins quatre administrateurs doivent être désignés au sein d'une liste proposée par Weidong.

Si la Famille Wemaëre cesse de détenir au moins 75% des Actions qu'elle détient à la date du Pacte, le nombre d'administrateurs désignés au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre sera modifié comme suit :

- Si la Famille Wemaëre détient entre 50% et 75% des Actions qu'elle détient à la date du Pacte, deux administrateurs doivent être désignés au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre ;
- Si la Famille Wemaëre détient entre 25% et 50% des Actions qu'elle détient à la date du Pacte, un administrateur doit être désigné au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre ; et
- Si la Famille Wemaëre détient moins de 25% des Actions qu'elle détient à la date du Pacte, aucun administrateur ne sera désigné sur proposition de la Famille Wemaëre.

Monsieur Jean Wemaëre est président du conseil d'administration de la Société pour une durée minimum de deux ans, renouvelable par accord entre Weidong et la Famille Wemaëre.

Le directeur général est nommé à la majorité simple par le conseil d'administration.

Le conseil d'administration a mis en place les comités suivants :

- Le comité d'audit ;
- Le comité de nomination et des rémunérations ; et
- Le comité stratégique.

Le comité stratégique sera co-présidé par Monsieur Duanrui Wang et Monsieur Jean Wemaëre.

Certaines décisions importantes prises par la Société et ses filiales requièrent l'autorisation préalable du conseil d'administration de la Société. Ces décisions portent notamment sur l'adoption du plan d'affaires, l'adoption du budget annuel, la réalisation d'opérations significatives (investissements, désinvestissements, acquisitions, cessions), le recours à l'endettement ou la modification des contrats de financement existants, les distributions de dividendes, les décisions relatives au mandat de commissaires aux comptes et les émissions de titres donnant accès, directement ou indirectement au capital de la Société.

Règles applicables aux transferts des titres

Le Pacte prévoit les mécanismes suivants portant sur les titres de la Société :

- Un droit de préemption au profit de Weidong via Penthievre en cas cession de titres par un des membres de la Famille Wemaëre ;
- Un droit de cession conjointe au profit de la Famille Wemaëre en cas de cession par Penthievre de titres Demos ;
- Une obligation de cession conjointe à la charge de la Famille Wemaëre au profit de Penthievre, dans l'hypothèse d'une cession par cette dernière de titres Demos.

La Famille Wemaëre bénéficie d'un engagement d'achat, de la part du groupe Weidong, portant sur ses titres Demos, exerçable entre le 1 avril 2017 et le 31 mars 2020. En cas d'exercice de cet engagement, la Famille Wemaëre cédera l'ensemble de ses titres Demos à un prix égal à la moyenne pondérée par les volumes des 10 derniers jours de bourse précédant l'exercice de l'option de vente.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

A l'issue de l'Acquisition et à la date du présent projet de note en réponse, le capital et les droits de vote de la Société et les titres donnant accès au capital de la Société sont répartis de la façon suivante :

	Capital		Droits de vote		OCA 2012	OCA 2014	BSA 1	BSA 2	BSA 3	BSA 2014	BSAAR	Actions gratuites	Stock-options
Total famille Wemaëre	3 706 254	30,74%	7 396 620	417,4%	0	0					263 207		
Penthievre SAS	3 272 247	27,14%	4 544 464	25,64%	3 200 000	3 450 000	825 000	1 237 500	1 237 500	3 000 000	0	448 000	0
Sous-total concert	6 978 501	57,89%	11 941 084	67,38%	3 200 000	3 450 000	825 000	1 237 500	1 237 500	3 000 000	263 207	448 000	0
Actions auto-détenues	52 427	0,43%	0	0,00%									
Autres actionnaires	5 023 909	41,68%	5 780 733	32,62%	0	0	152 500	228 750	228 750	100 000	490 348	60 000	107 033
Total	12 054 837	100,00%	17 721 817	100,00%	3 200 000	3 450 000	977 500	1 466 250	1 466 250	3 100 000	753 555	508 000	107 033

Il est précisé que la société a procédé au total à l'attribution gratuite de 508 000 actions réparties comme suit :

- 210 000 actions attribuées définitivement et à la date du présent projet de note en réponse en période de conservation,
- 298 000 actions gratuites nouvelles en période d'acquisition, étant précisé que l'attribution définitive est subordonnée à une condition de présence dans le groupe.

Les caractéristiques des valeurs mobilières donnant accès au capital de Demos sont les suivantes :

Valeurs mobilières donnant accès au capital	Période d'exercice	Conditions d'exercice
BSA 1	Exerçables jusqu'au 23/05/2023	1 BSA 1 donne droit à 1,019 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 4.90 euros
BSA 2		1 BSA 2 donne droit à 1,019 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 7.36 euros
BSA 3		1 BSA 3 donne droit à 1,019 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 9.81 euros
BSA 2014	Exerçables jusqu'au 31/12/2024	1 BSA 2014 donne droit à 1 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 2 euros
BSAAR « autonomes »	Exerçables jusqu'au 28/07/2016	1 BSAAR donne droit à 1,086 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 12,50 euros
BSAAR Manager	Exerçables jusqu'au 28/07/2016	1 BSAAR donne droit à 1,086 action ordinaire moyennant un prix d'exercice de 12,50 euros
OC 2012	Convertibles jusqu'au 18/10/2019	1 OC 2012 donne droit à 1,019 action ordinaire
OC 2014	Convertibles jusqu'au 01/07/2021	1 OC 2014 donne droit à 1 action ordinaire

Il est précisé que la société a procédé en 2008 à l'attribution d'options de souscription d'actions :

- 12 500 options de souscription exerçables de 4 juillet 2012 au 3 juillet 2016 au prix de 15,08 euros, une option donnant droit de souscrire à 1,86 action,
- 101 000 options de souscription exerçables du 7 mai 2012 au 6 mai 2016 au prix de 15,58 euros, une option donnant droit de souscrire à 1,86 action.

Il est précisé que l'Initiateur n'a acquis (seul ou de concert, directement ou indirectement) aucune action Demos au cours des 12 mois ayant précédé le fait générateur de la présente Offre (soit au 13 janvier 2016).

A l'issue de l'Acquisition, et dans l'hypothèse de la réalisation de l'augmentation de capital réservée à Penthievre SAS, d'un montant nominal maximum de 6 100 000 par émission de 24 400 000 actions nouvelles, le capital et les droits de vote seraient répartis de la façon suivante :

Répartition après augmentation de capital
--

	ACTIONS	%	DROITS DE VOTE	%
WEMAERE	3 706 254	10,17	7 396 620	17,56
PENTHIEVRE	27 672 217	75,91	28 944 434	68,72
TOTAL CONCERT	31 378 471	86,07	36 341 054	86,28
TOTAL	36 454 837		42 121 817	

A l'issue de l'Acquisition, et dans l'hypothèse de la réalisation de l'augmentation de capital réservée à Penthievre SAS, d'un montant nominal maximum de 6 100 000 par émission de 24 400 000 actions nouvelles et de la conversion de toutes les obligations dont l'émission sera réservée à Penthievre¹², le capital et les droits de vote seraient répartis de la façon suivante :

Répartition après augmentation de capital et conversion de toutes les OC				
ACTIONS	%	DROITS DE VOTE	%	
3 706 254	6,03	7 396 620	11,02	WEMAERE
52 671 130	85,71	53 943 347	80,37	PENTHIEVRE
56 377 384	91,74	61 339 967	91,39	TOTAL CONCERT
61 453 750		67 120 730		TOTAL

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

7.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 7.1 ci-dessus.

7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 9 des statuts de la Société aux termes duquel un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

¹² Le tableau de dilution ne tient pas compte de la conversion des OC 2012 pouvant donner lieu à la création d'un nombre maximum de 3 260 800 actions, des OC 2014 pouvant donner lieu à la création de 3 450 000 actions maximum.

7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe pas de mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

7.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote, à l'exception du pacte conclu entre Penthève, Weidong et la Famille Wemaëre décrit au paragraphe 6.2 du présent projet de note en réponse.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts (articles 14, 19 et 20), ainsi que par les dispositions du Pacte d'actionnaires décrit au paragraphe 6.2 du présent projet de note en réponse.

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

7.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 15, 19 et 20 des statuts.

Le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations ou délégations de compétence suivantes, consenties par les assemblées générales des actionnaires en dates des 30 juin 2015, 30 juin 2014 et 26 juin 2013 :

- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes, pour une durée de 18 mois soit jusqu'au 30 décembre 2016, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 200 000 euros ;
- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription, pour une durée de 26 mois soit jusqu'au 30 août 2017, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 1 000 000 euros et d'un montant nominal de titres de créance de 30 000 000 euros (plafonds indépendants) ;
- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières, avec suppression de droit préférentiel de souscription par offre au public pour une durée de 26 mois soit jusqu'au 30 août 2017, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 1 000 000 euros et d'un montant nominal de titres de créance de 30 000 000 euros ;
- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières, avec suppression de droit préférentiel de souscription par une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code Monétaire et Financier pour une durée de 26 mois soit jusqu'au 30 août 2017, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 1 000 000 euros et d'un montant nominal de titres de créance de 30 000 000 euros ;
- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières avec suppression de droit

préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail, pour une durée de 26 mois soit jusqu'au 30 août 2016, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 50 000 euros ;

- Autorisation en vue d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la société, étant précisé que les options de souscription et/ou d'achat d'actions consenties en vertu de cette autorisation ne peuvent donner droit de souscrire ou acquérir un nombre total d'actions de la Société représentant une valeur nominale supérieure à 300 000 euros, pour une durée de 38 mois, soit jusqu'au 26 août 2016 ;
- Autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la société ou des sociétés liées, dans la limite de 5 % du capital social de la Société au jour de l'Assemblée, pour une durée de 38 mois, soit jusqu'au 26 août 2016.

Aucune de ces délégations et autorisation n'a été utilisée au jour du présent projet de note en réponse, à l'exception de :

- (i) L'autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la société ou des sociétés liées. Cette autorisation permettait l'attribution d'actions gratuites pour un montant nominal total de 99.710,86€. A ce jour, le Conseil d'Administration a attribué des actions gratuites pour un montant nominal total de 97.500,00€ ; et
- (ii) la délégation de compétence afin d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes. L'augmentation de capital d'un montant de 23.000€, prime d'émission incluse, a été réalisée, le 23/07/2015. A cette occasion, il a été émis 92.000 Actions nouvelles au prix de 0.25 € chacune (soit 0.25 € de nominal et 0 € de prime d'émission).

En matière de programme de rachat d'Actions, le Conseil d'administration dispose d'une autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres Actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce, dans la limite de 10 % de son capital social, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 30 juin 2015, étant précisé que le prix maximum par action a été fixé à 5 euros, et le montant global à 1 000 000 euros. Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 30 décembre 2016. A ce jour, la Société détient 52 427 actions autodétenues.

Le Conseil d'administration dispose également d'une autorisation de réduire le capital social par voie d'annulation d'Actions, étant rappelé que cette autorisation a été donnée, par l'assemblée générale des actionnaires du 30 juin 2015, dans la limite de 10% du capital social existant à la date de l'opération et pour une durée de vingt-quatre mois qui expirera le 30 juin 2017. Cette autorisation n'a pas été utilisée au jour du présent projet de note en réponse.

Il sera proposé à l'Assemblée générale des actionnaires qui se tiendra le 27 juin 2016 de renouveler les autorisations de rachat par la société de ses propres actions et d'annulation des actions rachetées, dans les mêmes limites.

Par ailleurs, il est précisé qu'il sera proposé à l'Assemblée générale des actionnaires qui se tiendra le 27 juin 2016, de statuer sur les autorisations et délégations de compétences suivantes :

- Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes pour une durée de 26 mois, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 600 000 euros ;
- Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des actions ordinaires, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de la société

Penthièvre SAS, pour une durée de 18 mois, dans la limite d'un montant nominal maximum de l'augmentation de capital susceptible d'être réalisée de 6.100.000 euros ;

- Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour émettre des Obligations Convertibles en actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une de la société Penthièvre SAS, pour une durée de 18 mois, dans la limite d'un montant nominal global maximum des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées de 6.250.000 euros, montant nominal des titres de créances sur la société pouvant être ainsi émis de 11.500.000 euros ;
- Autorisation à donner au Conseil d'Administration en vue d'octroyer des options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux, pour une durée de 38 mois, dans une période d'exercice de 5 ans à compter de leur attribution, étant précisé que le nombre total d'options pouvant être octroyées ne pourra donner droit à souscrire ou à acheter un nombre d'actions supérieur à 10 % du capital social existant au jour de l'Assemblée (plafond commun avec les actions attribuées gratuitement) ;
- Autorisation à donner au Conseil d'Administration en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel et/ou certains mandataires sociaux, pour une durée de 38 mois, dans la limite d'un nombre total d'actions ainsi attribuées gratuitement de 10 % du capital social existant au jour de l'Assemblée (plafond commun avec les options de souscription et/ou d'achat d'actions), étant précisé que l'attribution des actions aux bénéficiaires sera définitive au terme d'une période d'acquisition dont la durée sera fixée par le Conseil d'administration, celle-ci ne pouvant être inférieure à un an, et que les bénéficiaires devront, le cas échéant, conserver ces actions pendant une durée au moins égale à celle nécessaire pour que la durée cumulée des périodes d'acquisition et, le cas échéant, de conservation ne puisse être inférieure à deux ans ;
- Délégation de compétence à donner au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail, pour une durée de 26 mois, dans la limite d'un montant nominal maximum d'augmentation de capital de 0,5 % du montant du capital social au jour du Conseil d'administration de réalisation de cette augmentation.

7.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modification d'accords conclus par Demos ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

7.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 18 février 2016 à la désignation du cabinet NG Finance, représenté par Monsieur Olivier Schwab, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet NG Finance a rendu un rapport le 14 avril 2016, reproduit en Annexe 1 du présent projet de note en réponse.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Demos seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A notre connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Demos

Représentée par Monsieur Dai SHEN, Directeur Général



Rapport de l'expert indépendant

**Opérations d'Offre Publique d'Achat du Groupe Hong Kong Weidong
Cloud Education Group (« Weidong ») sur les titres de la Société
Demos SA (« Demos ») et augmentation de capital réservée de la
Société Demos SA**

Avril 2016

<u>1</u>	<u>PRESENTATION DE L'OPERATION</u>	<u>3</u>
1.1	CONTEXTE DE L'OPERATION	3
1.2	SPECIFICITES DU CONTEXTE DE L'OPERATION ET OBJECTIF DU PRESENT RAPPORT D'EXPERTISE	4
1.3	PRESENTATION DE DEMOS SA	5
1.4	STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT	7
1.5	IMPACT DE L'OPERATION SUR LA STRUCTURE DU CAPITAL	8
<u>2</u>	<u>PRESENTATION DE NG FINANCE ET DES DILIGENCES MENEES</u>	<u>10</u>
2.1	PRESENTATION DU CABINET	10
2.2	EQUIPE ASSOCIEE A LA REALISATION DE LA MISSION	11
2.3	INDEPENDANCE	11
2.4	CODE DE DEONTOLOGIE ET PRINCIPES RESPECTES	12
2.5	REMUNERATION	12
2.6	DILIGENCES REALISEES	12
2.7	LIMITES DE NOTRE ETUDE	14
<u>3</u>	<u>PRESENTATION DE LA SOCIETE</u>	<u>15</u>
3.1	ACTIVITE ET STRATEGIE	15
3.2	ANALYSE FINANCIERE	16
<u>4</u>	<u>VALORISATION DE LA SOCIETE CIBLE</u>	<u>26</u>
4.1	METHODES DE VALORISATION ECARTEES	26
4.2	METHODES DE VALORISATION RETENUES	28
4.3	VALORISATION PAR LES APPROCHES INTRINSEQUES	31
4.4	VALORISATION PAR LES APPROCHES ANALOGIQUES	35
<u>5</u>	<u>ANALYSE DES TRAVAUX DE LA SOCIETE DE BOURSE</u>	<u>39</u>
<u>6</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>40</u>

1 Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération

Le 13 janvier 2016, le groupe Hong Kong Weidong Cloud Education Group (« Weidong ») a initié l'acquisition de l'intégralité des titres de la société Penthièvre SAS (« Penthièvre », ou l'« Initiateur ») auprès de Montefiore Investment (« le cédant »).

La première étape est une Offre Publique d'Achat (« OPA » ou « Offre »), initiée par Penthièvre, et portant sur 27,14% du capital de Demos SA (« Demos », la « Société », la « Société cible » ou « le Groupe »), représentant 25,64% des droits de vote, et 6.650.000 obligations convertibles (« OC ») en actions de Demos, chaque obligation donnant droit par conversion à 1 action Demos. Weidong détient également des BSA et des engagements irrévocables de cession, représentant au total 6.200.000 bons de souscription d'actions (« BSA ») donnant droit environ au même nombre d'actions Demos. En cas de conversion et d'exercice, par Penthièvre, de la totalité de ces titres, le Groupe Weidong détiendrait indirectement 64,10 % du capital et 56,90 % des droits de vote de la société Demos. Le prix d'acquisition unitaire des titres Penthièvre a été calculé en retenant pour valeur de l'action Demos, la somme de 0,41 euro.

Demos a par ailleurs été informée par Weidong et la famille Wemaere (« Wemaere »), étant désignés ensemble le « Concert », détenant, à ce jour 30,74 % du capital et 41,74 % des droits de vote de Demos, de leur volonté d'agir de concert vis-à-vis de celle-ci. Cette action de concert comprend une répartition majoritaire des postes du conseil d'administration au profit du Groupe Weidong (le Président du Conseil demeurant Monsieur Jean Wemaere), un droit de préemption au profit du groupe Weidong en cas de cession de titres par la famille Wemaere, un droit de sortie conjoint et un droit de cession forcée dans certaines hypothèses. Ce concert détient, avant conversion des obligations convertibles et exercice des BSA précités, 57,89% du capital et 67,38% des droits de vote. Dans l'hypothèse d'une conversion et d'un exercice de l'intégralité des OC et des BSA, le concert détiendrait 79,62% du capital et 81,09% des droits de vote.

La seconde étape, conséquence de la bonne fin de la première, est une augmentation de capital réservée comprise entre 10 m€ et 15 m€¹ au prix unitaire de 0,41 euros par actions et ne pourra être réalisée qu'à l'issue de l'offre publique au prix de l'offre précédemment annoncé. Cette augmentation de capital réservée sera souscrite par apport en compte courant d'associés à hauteur de 16,5 millions d'euros afin de permettre à Demos de solder la quasi-totalité de son endettement bancaire, conformément aux conditions de remboursement anticipé en cas de changement du contrôle de la société Penthièvre.

Cette somme apportée en compte-courant sera décomposée de la façon suivante :

- 10 millions d'euros seront capitalisés au terme de l'augmentation de capital réservée évoquée ci-dessus, tel est le souhait du groupe Weidong et de la famille Wemaere ;
- le solde, à savoir 6,5 millions d'euros, servira à une éventuelle émission d'obligations convertibles réservée et décidée en même temps que l'augmentation de capital.

¹ Données issues du pacte d'actionnaires en date du 13 janvier 2016

Ces deux étapes, qui sont interdépendantes, sont désignées ci-après l'Opération.

Notre appréciation du Prix par action retenu repose sur les opérations successives que sont l'OPA et l'augmentation de capital réservée subséquente, considérant qu'elles forment un tout indissociable.

NG Finance en sa qualité d'expert indépendant (« Expert Indépendant ») se prononcera sur le caractère équitable, pour les actionnaires, du prix de 0,41 euros par action.²

La désignation du cabinet NG Finance est motivée par la volonté d'assurer une information aussi exhaustive que possible des actionnaires de la Société, conformément aux articles 261-1 et 261-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), eux-mêmes complétés des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006.³

1.2 Spécificités du contexte de l'Opération et objectif du présent rapport d'expertise

- Contexte usuelle d'une acquisition dans le cadre d'une prise de contrôle

Afin que nous puissions apprécier pleinement le caractère équitable de l'Opération, il convient de rappeler le cadre d'une prise de contrôle traditionnelle intervenant lors d'une OPA.

La prise de contrôle d'une société peut intervenir de deux façons : (i) par le biais d'une OPA réalisée auprès de l'ensemble des actionnaires, (ii) par l'acquisition d'un bloc de titres détenus par un actionnaire contrôlant. L'acquisition de la société cible pourra être motivée par la réalisation de synergies dans le cadre d'une acquisition stratégique. Ce cas de figure justifie alors le paiement d'une prime de contrôle aux actionnaires, en vue des bénéfices attendus après rapprochement des deux entités.

La prime de contrôle, déterminée par différence entre le prix de l'offre et la valeur de la société avant annonce de l'offre, dépend alors de deux éléments :

- le nombre d'acquéreurs potentiels, ce dernier ayant tendance à faire augmenter la valeur du prix proposé au travers, par exemple, d'une surenchère sur les titres de la société cible ;
- la valeur des synergies attendues, le montant de l'offre étant fonction de ces dernières.

Bien qu'il soit plus convenable d'intégrer les synergies attendues dans le plan d'affaires de la société cible, cette démarche n'en demeure pas moins difficile à réaliser. En effet, l'estimation des économies réalisées peut s'avérer fastidieuse en raison du manque d'information (difficulté d'accès au Management de la société initiatrice ou à des données confidentielles) ou de la complexité de celles-ci (économies difficilement quantifiables tels que l'impact d'un nouveau management).

² Article 261-2 du Règlement Général de l'AMF : « Tout émetteur qui réalise une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L. 233-3 dudit code, désigne un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre. »

³ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010

Pour les raisons évoquées ci-dessus, les plans d'affaires sont généralement établis sur la base d'une société en *stand-alone* afin de déterminer la valeur intrinsèque de celle-ci. L'acquéreur ayant conscience des synergies potentielles, sans pour autant être en mesure de les quantifier précisément, est alors amené à proposer un prix supérieur à la valeur estimée de la société. Ainsi nous constatons une prime de contrôle lors de l'acquisition de la cible.

Ainsi l'appréciation du caractère équitable sera fondée dans la majorité des cas, sur l'étude d'un plan d'affaires en *stand alone*.

- Spécificité du contexte dans le cadre de l'Opération réalisée entre Weidong et la Société

Le premier point spécifique à notre opération est relatif aux synergies qui n'ont pas été intégrées au plan d'affaires mais dont le management a en partie connaissance. Avec cette acquisition, Weidong sera en mesure d'étendre sa présence à l'international et Demos pourra accéder aux ressources de Weidong afin de développer son activité digitale.

Dans un second temps, l'acquisition de Demos par Weidong est initiée une vue d'une détention majoritaire du capital. Si la détention actuelle est de 27,14% par le biais de la société Penthièvre, l'exercice éventuel des OC et BSA, après augmentation de capital réservée à hauteur de 10 m€, amènerait la société Penthièvre, et donc Weidong, à devenir majoritaire au capital avec 68,42% du capital.

Ainsi, la présence de synergies potentielles, non incluses dans le plan d'affaires, ainsi que le statut d'actionnaire majoritaire, sont autant d'éléments justifiant la présence d'une prime de contrôle.

1.3 Présentation de Demos SA

Créée en 1972, le groupe Demos (ci-après « Demos ») est un organisme de formation professionnelle présent en France et implanté dans 12 pays. La société décline son offre en quatre métiers :

- la formation, sur catalogue ou sur mesure avec la possibilité d'intervenir en présentiel ou à distance. Des formations diplômantes en « part-time » sont également proposées ;
- le conseil en gestion des ressources humaines (formation, gestion des carrières et des compétences, recrutement, organisation et management) ;
- l'édition, publication des travaux issus des découvertes réalisées en sciences cognitives de l'Institut Demos, du baromètre emplois-compétences des Observatoires des Métiers, et du savoir des intervenants à travers les ouvrages des Editions Demos ;
- « l'outsourcing », permettant aux clients d'externaliser la gestion de la formation.

Par ailleurs, Demos mène une politique de croissance externe active avec plus d'une quinzaine d'acquisitions réalisées depuis sa création. Ces dernières lui ont permis de se déployer à l'international et ainsi devenir un leader de la formation professionnelle.

En juin 2007, Demos s'introduit en bourse sur Alternext (ISIN : FR0010474130) afin de poursuivre sa stratégie de croissance. Le prix unitaire de l'action avait été fixé à 15,54€ pour un total de 1 320 977

actions. L'augmentation de capital s'élevait à 20 527 95,58 euros après exercice intégral de la clause d'extension et avant exercice de l'option de sur-allocation.

En 2012, une seconde augmentation de capital de 4 m€ est réalisée ainsi qu'une émission d'obligations convertibles en actions pour 8 m€. Cette dernière a été souscrite par Montefiore Investment au travers de ses participations dans la société Penthièvre.

En 2014, une nouvelle augmentation de capital est réalisée à hauteur de 3,8 m€ ; en parallèle une émission d'obligations convertibles en actions, réservée à Penthievre, est faite pour 3,8m€.

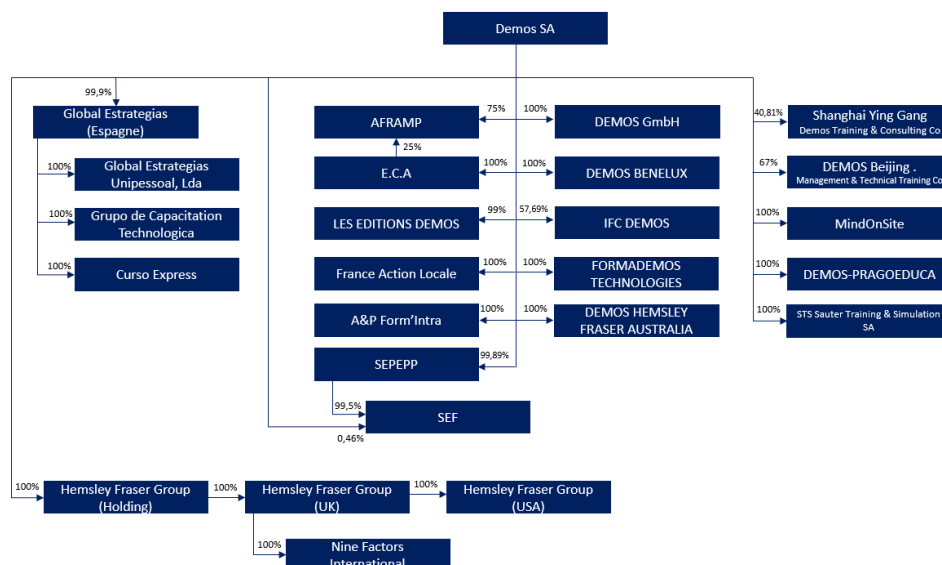
L'exercice 2014 témoigne d'une progression du chiffre d'affaires (« CA ») de 14% avec 101 453 k€ de revenus générés. Le résultat d'exploitation demeure déficitaire à hauteur de 1 512 k€ mais une amélioration de ce dernier est à noter puisqu'il représente désormais -1,49% de l'activité contre - 3,88% en 2013.

Le résultat net part du groupe est de – 9 682 k€. Au 31/12/2014, la dette financière s'élevait à 31 248 k€.

L'exercice 2015 enregistre une activité en repli de 10% à 91 158 k€ ainsi qu'un résultat d'exploitation de -3,6% du chiffre d'affaires. L'endettement reste stable à 31 953 k€. Nous présentons en partie 3.2 Analyse financière, l'étude détaillée de l'activité du Groupe.

Nous vous présentons ci-dessous l'organigramme de la société :

Figure 1: Organisation juridique du Groupe au 9 décembre 2015

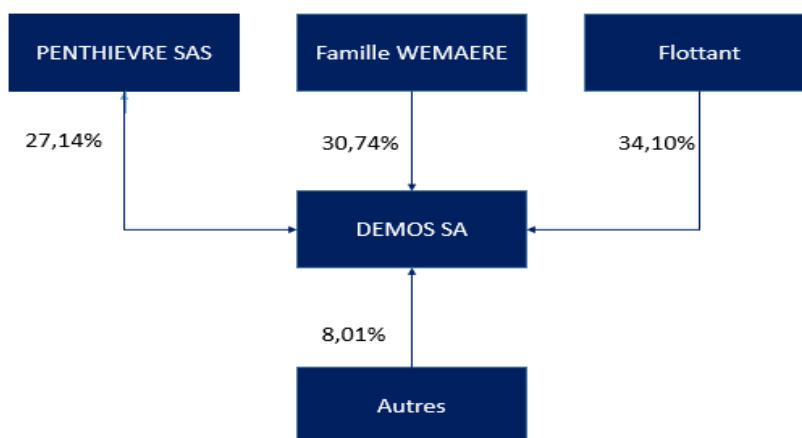


Source : Management

1.4 Structure de l'actionnariat

L'organigramme juridique est présenté ci-dessous :

Figure 2 : Actionnariat du Groupe au 31 décembre 2015



Source : Document « Actionnariat DEMOS au 31 décembre 2015 »

Le détail de l'actionnariat est présenté ci-dessous.

Figure 3: Actionnariat du groupe Demos au 31 décembre 2015

Actionnaires	Nombre d'actions	% droit de vote	% du capital
Famille WEMAERE	3 706 254	41,74%	30,74%
Penthièvre SAS	3 272 217	25,64%	27,14%
Administrateurs	259 941	1,81%	2,16%
Autres titres au nominatif	584 220	6,39%	4,85%
Salariés	121 760	1,23%	1,01%
<i>Titres au porteur identifiés</i>	1 584 533	8,94%	13,14%
<i>Autres titres au porteur</i>	2 525 912	12,75%	20,95%
Total flottant	4 110 445	23,19%	34,10%

Total des titres	12 054 837	100%	100%
-------------------------	-------------------	------	------

Source : Document « Actionnariat DEMOS au 31 décembre 2015 »

 Titres faisant l'objet de la première partie de l'Opération (OPA)

1.5 Impact de l'opération sur la structure du capital

Suite au rachat de l'intégralité des titres de la société Penthièvre, Weidong a réalisé l'acquisition de 6 650 000 OC et 6 200 000 BSA détenus précédemment par la société cédante. Il importe donc de considérer, au-delà de l'augmentation de capital réservée à Weidong, l'impact sur la structure financière d'une conversion des OC et BSA.

1.5.1 Evolution de la structure de l'Opération hors conversion des instruments dilutifs

Les éléments ci-dessous permettent d'apprécier l'impact de l'opération sur le nombre d'actions en circulation après réalisation de l'Opération. Le nombre d'actions présenté ci-dessous n'intègre pas la dilution potentielle liée à la conversion des BSA et des OCA présentes dans la structure financière de la Société.

Figure 4 : Structure du capital après Opération

Nature des actions	Nombre d'actions
Actions de référence	12 054 837
Actions liées à l'augmentation de capital réservée de 10 m€	24 390 244
Sous-Total	36 445 081
Autodétention	46 077
Nombre d'actions retenues après Opération	36 399 004

Sources : Document de référence 2014, communiqué de presse « Le groupe Weidong prend le contrôle de la société au côté de la famille Wemaere », 13 janvier 2016

L'augmentation de capital réservée, conséquente de la bonne fin de l'OPA, permettra de libérer 10 m€ à un prix de 0,41€ par action. Ainsi 24 390 244 actions devront être émises. Retraité de l'autodétention des titres au 31/12/2015, le nombre d'actions retenues dans nos travaux s'élèvent à 36 399 004 actions.

Par ailleurs, et comme mentionné dans le pacte d'actionnaires relatif à l'Opération, l'augmentation de capital réservée est comprise en 10 m€ et 15 m€. Ainsi le nombre d'actions à émettre varie comme suit :

Figure 5 : Evolution du nombre d'actions en fonction de l'augmentation de capital réservée réalisée

Nature des actions	10 000 000	11 000 000	12 000 000	13 000 000	14 000 000	15 000 000
Augmentation de capital	10 000 000	11 000 000	12 000 000	13 000 000	14 000 000	15 000 000
Nombre d'actions à émettre	24 390 244	26 829 268	29 268 293	31 707 317	34 146 341	36 585 366
Actions de référence	12 054 837					
Actions auto-détenues	46 077					
Nombre d'actions total	36 491 158	38 930 182	41 369 207	43 808 231	46 247 255	48 686 280

Source : Management

1.5.2 Evolution de la structure de l'Opération comprenant la conversion des OC

Les OC détenues par Penthivière donne droit à un ratio de conversion de 1 OC pour 1 action Demos. Dans le cadre de notre étude, nous avons estimé une non-conversion des OC fondée sur les termes et conditions attachés à ces dernières. Les émissions de 2012 et 2014 ont en effet été réalisées au prix de 2,50 € et 1,10 € de valeur nominale par OC. A ce jour, et comme présenté en partie 4.3, le cours de l'action Demos se situe en-deçà du prix de souscription (avec une valeur maximale atteinte sur les 12 derniers mois de 1,04 € en date du 12 janvier 2013). Ainsi, la probabilité de conversion d'une OC en action a été considérée faible.

Dans le cas contraire, la conversion des OC engendrerait la création de 6 650 000 actions supplémentaires.

1.5.3 Evolution de la structure de l'Opération comprenant l'impact des BSA

Il convient également de préciser la présence de BSA dans la structure du capital de Demos. Ces derniers sont détenus par la société Penthivière. Nous présentons ci-dessous leur probabilité d'exercice.

Figure 6 : Caractéristiques des BSA attachés au Groupe

Bons de souscription d'actions attachés à l'Opération

Date de valorisation : 12/01/2016
Cours de référence : * 0,50 €

Caractéristiques des BSA

Instruments	Prix d'exercice	Performance attendue pour l'exercice	Parité	Échéance
BSA 1 2013	4,90 €	880%	1,019	23/05/2023
BSA 2 2013	7,36 €	1372%	1,019	23/05/2023
BSA 3 2013	9,81 €	1862%	1,019	23/05/2023
BSA 2014	2,00 €	300%	1,000	31/12/2024
BSAAR	12,50 €	2400%	1,086	28/07/2016

* Cours de bourse au 12 janvier 2016

Sources: Documents de référence 2013 et 2014

Par ailleurs, le prix de l'offre par BSA et BSAAR est le suivant :

- 1 € par lot de BSA 2013 ;
- 0,092 € par BSA 2014 ;
- 0,01 € par BSAAR.

L'étude fait ressortir une probabilité d'exercice très faible des BSA. En effet ces derniers sont « hors la monnaie »⁴ puisque la performance attendue sur le cours de l'action doit être au minimum de + 300% afin que les BSA 2014 soient exercés. La progression du cours devant être encore plus importante afin que les autres catégories de BSA fassent l'objet d'une conversion, nous considérons que ceux-ci ont une probabilité faible d'exercice. Il est raisonnable d'estimer leur impact nul sur le montant des capitaux propres du Groupe.

2 Présentation de NG Finance et des diligences menées

2.1 Présentation du cabinet

NG Finance est un cabinet de référence en expertise et conseil indépendant spécialisé sur les activités d'évaluation et de conseil financier pour les sociétés cotées et non cotées, en France et à l'international. Le cabinet propose un large panel de solutions en finance d'entreprise dans les quatre domaines suivants : évaluations financières, assistances aux contentieux et arbitrage, modélisations et *reporting* comptables et financiers et le conseil et accompagnement.

Fortes d'une expérience significative au sein de banques d'investissement de premier plan et des plus grands cabinets de conseil, les équipes de NG Finance répondent aux exigences techniques d'expertise indépendante et aux règles de bonne conduite et de déontologie auxquelles elles sont soumises. Ses membres respectent ainsi en permanence les règles de bonne conduite et de déontologie auxquelles ils sont soumis en tant qu'Expert Indépendant, selon des méthodologies d'évaluation par catégories d'actifs conformes aux meilleures pratiques

Les équipes interviennent régulièrement pour le compte de sociétés en France mais aussi à l'international. Ses travaux d'évaluation financière s'inscrivent dans le cadre :

- d'opérations de restructurations légales internes (apport, cession, fusion d'entités légales et/ou branches d'activités de groupes) ;
- d'opérations de restructuration de capital (augmentation de capital, entrée/sortie de minoritaires, financement externe, etc.) ;
- de réalisation ou revue d'allocation du prix d'acquisition et de travaux de réalisation ou revue de tests de dépréciation.

Le cabinet a également développé une expertise réputée sur les problématiques de :

- valorisation d'actifs incorporels (brevets, molécules, etc.) et d'actifs corporels (terrains, équipements industriels, stocks, etc.) par la mobilisation d'équipes expérimentées ;
- valorisation d'instruments financiers (Bons de Souscription d'Actions (BSA), Obligations convertibles (OC), Actions De Préférence (ADP), Attributions Gratuites d'Actions (AGA), etc.).

⁴ Une option est définie « hors la monnaie » lorsque le prix de l'actif sous-jacent est inférieur au prix d'exercice. Sa valeur intrinsèque est alors nulle.

2.2 *Equipe associée à la réalisation de la mission*

La présente mission a été réalisée par Olivier Schwab, Associé Fondateur du cabinet NG Finance, avec le concours de Brice Palayer (Manager) et de Marjory Bruchon (Analyste).

Olivier Schwab dispose de plus de 20 années d'expérience professionnelle au sein de banques d'affaires et de cabinets d'audit et de conseil en finance d'entreprise (valorisation, modélisation financière, fusions & acquisitions). Il a précédemment travaillé durant 10 ans pour le cabinet Ernst & Young (devenu EY), à Londres et à Paris, où il a largement contribué au développement des lignes de services Evaluation et Modélisation Financière avant de devenir responsable pour la France du département dédié au conseil en évaluation financière au sein de KPMG Corporate Finance.

Il possède une expérience significative dans les missions d'évaluation à caractère transactionnel (expertises indépendantes / attestations d'équité, fusions & acquisitions, litiges, etc.), fiscal (réorganisations juridiques, plans d'intéressement de cadres et salariés), comptable (allocations du prix d'acquisition, tests de dépréciation) et financier (cartographies et gestions de portefeuilles de participations).

Olivier Schwab est diplômé du mastère spécialisé en Ingénierie Financière de l'EM Lyon, membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de l'ACIFTE, de la SFAF et de l'EFFAS, agréées et visées par l'AMF (Statut CIF, n°13000811) et maître de conférences à Science Po Paris.

Brice Palayer dispose d'une expérience professionnelle de près de 8 ans dans le domaine de l'expertise financière et intervient régulièrement dans l'évaluation de sociétés cotées et non cotées et en évaluation de produits financiers complexes.

Brice Palayer occupait auparavant des postes à responsabilité au sein de cabinet d'audit et de conseil en finance d'entreprise (Deloitte, Audexo) et en banque d'affaires (Société Générale CIB et BNP Paribas CIB).

Il est diplômé de l'EDHEC Lille en spécialisation Finance d'Entreprise et membre de la SFEV.

L'équipe associée à cette mission comprend en outre Marjory Bruchon, diplômée de l'IAE et candidate au niveau III de la certification CFA. Avant de rejoindre NG Finance, Marjory était Analyste Crédit chez BPI France.

2.3 *Indépendance*

Le cabinet NG Finance est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de leurs conseils juridiques et financiers (les « Conseils »), ainsi que de l'établissement présentateur désigné dans le cadre de l'Offre :

- NG Finance n'a aucun lien juridique ou financier avec la Société, l'Initiateur et les Conseils ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 susmentionnée ;
- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils et l'établissement présentateur.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les Conseils, susceptible d'affecter notre

indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Le cabinet NG Finance a également signée une déclaration d'indépendance dans sa lettre de mission.

2.4 Code de déontologie et principes respectés

NG Finance est membre de l'ACIFTE (Analystes et Conseillers en Investissements Finance et Transmission d'Entreprise) et immatriculé auprès de l'ORIAS (n°13000811) et s'engage ainsi à respecter les règles et règlements qui régissent l'activité des Conseiller en Investissements Financiers (« CIF ») et notamment le Code de Bonne Conduite.

Le large éventail de compétences dont le cabinet dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation respectent les principes suivants :

- Principe d'examen critique : Ce principe nous a conduits à considérer l'ensemble des données fournies par la direction ou les sources externes avec un œil critique. Nous avons ainsi jugé du caractère raisonnable du plan d'affaires établi et validé par la direction de la société ;
- Principe de transparence : Nous avons communiqué au conseil d'administration un rapport détaillé présentant notre travail et nos conclusions. Les sources d'informations et des données utilisées ont été clairement indiquées. Notre rapport justifie le choix ou l'exclusion des méthodes ou références d'évaluation ;
- Principe de cohérence et de pertinence : Nous nous sommes assurés de la cohérence des paramètres entre eux ainsi que des sources externes dont nous disposons.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par NG Finance au titre de la présente mission s'élève entre 35 000 € et 45 000 € hors taxes et débours, en fonction du temps passé.

2.6 Diligences réalisées

2.6.1 Programme de travail

NG Finance a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- a. Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - analyse du contexte de l'opération à travers une revue exhaustive des communiqués de presse et une recherche documentaire ;
 - analyse de l'opération et de son cadre juridique ;

- étude historique de l'évolution du cours de bourse de l'action sur une période récente et de la liquidité du marché des titres ;
- entretiens avec la Direction (Directeur Général, Directeur Administratif et Financier et Directrice Comptable) afin de présenter la Société, ses résultats historiques et prévisionnels, les axes stratégiques de développement, etc. ;
- échanges avec les Conseils sur les bases de valorisation du titre et sur les modalités de l'opération ;
- échanges avec la Société de bourse Portzamparc, établissement présentateur de l'offre.

b. Travaux de valorisation et diligences menées

- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés comparables à partir de documents de référence ou rapports annuels sur une période récente ;
- analyse détaillée du plan d'affaires élaboré par la Direction de la Société sur la période 2016-2018 ;
- constitution d'un panel de sociétés comparables ;
- recherche de transactions comparables portant sur des opérations sur le capital de sociétés sur des sociétés exerçant des activités proches de la Société ;
- examen des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions, les prix cibles des analystes financiers et des transactions portant sur le capital ;
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF), de l'approche analogique (fondée sur les comparables boursiers) et de l'analyse du cours de bourse ;
- revue critique des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

c. Livrables

- Réunions et entretiens téléphoniques de prise de connaissance de l'Opération ;
- Rédaction d'une lettre de mission adressée à la Direction de la Société ;
- Rédaction du Rapport d'Expert Indépendant.

2.6.2 *Calendrier de l'étude*

La période de travaux s'étend du 25 février 2016, date d'envoi de la lettre de mission, au 14 mars 2016, date de remise du présent rapport.

Cette période comprend, au-delà des travaux effectués, des entretiens physiques avec le Management de la Société (25 et 30 mars 2016), des échanges réguliers de mails (demandes d'informations complémentaires adressées notamment au Directeur Administratif et Financier de Demos) et des entretiens téléphoniques, avec le Management ou d'autres intervenants dans le cadre de l'Opération.

2.6.3 *Liste des principales personnes rencontrées*

a. Société

- Monsieur Dai Shen, Directeur Général ;
- Monsieur Dominique le Brigant, Directeur Administratif et Financier ;
- Madame Virginie Merle, Directrice Comptable.

b. Société de bourse

- Monsieur Stanislas Jannet, Directeur de mission de la société de bourse Portzamparc ;
- Monsieur Thomas Oillac, Analyste de la société de bourse Portzamparc.

2.6.4 Informations utilisées

Nos travaux se sont appuyés sur les informations publiques disponibles mais aussi les informations confidentielles communiquées par la Société et ses conseils.

Les principales informations exploitées sont classées ci-dessous :

- documents de référence de la Société (exercices 2014 et antérieurs), comptes consolidés 2014 non certifiés par les commissaires aux comptes ainsi que les documents de référence ou rapports annuels des sociétés cotées comparables ;
- plan d'affaires 2016 – 2018 communiqué par la direction en mars 2016 ;
- due diligences élaborées par le cabinet BMA en décembre 2015 ;
- études et notes publiées par des analystes financiers sur la Société au cours de la période récente ;
- éléments d'appréciation du prix d'offre fournis par Portzamparc ;
- étude de marché réalisée par Xerfi ;
- informations de marché obtenues à partir de nos bases de données telles que *Mergermarket* et *Infancia* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient beta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

2.7 Limites de notre étude

Nous avons considéré que toutes les informations économiques, comptables, financières et juridiques que la Société ou ses conseils nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient sincères et transmises de bonne foi.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet un audit, même limité, des informations historiques et prévisionnelles utilisées. Nous nous sommes ainsi limités à apprécier le caractère raisonnable des données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes.

Le Rapport n'a pas pour objet la recommandation de la participation pour tout actionnaire tiers autre que le Concert.

3 Présentation de la société

3.1 Activité et stratégie

Demos est un des leaders français de la formation professionnelle avec des formations portant sur plusieurs fonctions de l'entreprise telles que le marketing, la banque et l'assurance, les langues, l'informatique, etc. Cela permet au groupe de proposer une des offres les plus larges du marché avec plus de 1 500 formations en catalogue sur la France et 1 120 formations à l'international⁵.

L'activité de Demos se définit à travers trois axes d'intervention⁶ :

- le conseil en gestion de compétence : Ce métier se concentre sur le management des compétences, l'ingénierie de formation, la politique RH, la qualité et la certification, la Direction Générale et la stratégie ;
- le conseil en formation : Cette partie porte sur l'ingénierie pédagogique, financière, administrative et logistique, ainsi qu'une externalisation partielle ou totale de la gestion de la formation autrement appelée *outsourcing* ;
- le conseil en stratégie « *e-learning* » qui est à ce jour l'un des premiers pôles d'« *e-learning* » en France. Cet élément constitue un axe de développement majeur du groupe.

Le groupe s'appuie sur son savoir-faire historique, plus de 40 ans, lui permettant de proposer ses formations sous différentes formes :

- la formation inter entreprise, consistant à rassembler les salariés venant de différentes entreprises ainsi que des particuliers. Le programme enseigné est celui du catalogue ;
- la formation intra entreprise, propose des formations destinées aux salariés d'une même entreprise, ayant lieu le plus souvent directement au sein des entreprises clientes. Dans ce cas, les programmes ne sont pas *stricto-sensu* ceux proposés au catalogue, mais font l'objet d'une adaptation au besoin du client. Il s'agit d'une offre sur mesure ;
- le « *e-learning* », visant à enseigner le contenu des programmes à distance. Des outils multimédias sont utilisés (plateforme en ligne, application mobile...).

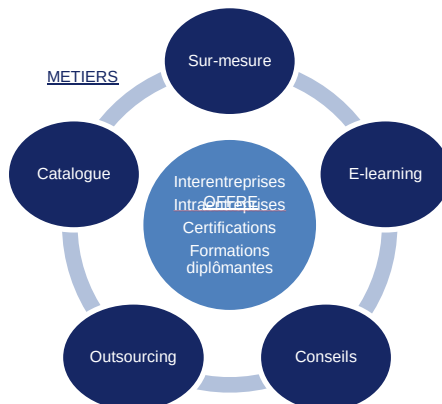
Ainsi, les clients peuvent ajuster la formation qu'ils reçoivent selon leurs besoins : individuelle ou collective ; en présentiel, à distance ou en conjuguant les deux options ; diplômante ou certifiante.⁷

⁵ Demos, « Document de référence – Prospectus 2014 », <http://www.demosgroup.com/>

⁶ Site Web Demos, « Métiers », www.demosgroup.com

⁷ Les formations « diplômantes » délivrent un diplôme d'établissement reconnu par l'Etat alors que les formations dites « certifiantes » débouchent sur un certificat de qualification reconnu par les branches professionnelles

Figure 7 : Prestation du groupe Demos



Source : Prospectus augmentation de capital, 2014

3.2 Analyse financière

3.2.1 Historique

Un secteur de la formation professionnelle en pleine mutation

Le secteur de la formation professionnelle est fortement soumis aux aléas réglementaires, conjoncturels, et à la pression sur des prix exercés par les entreprises.

A ce jour, le marché de la formation professionnelle en France est dominé par de grands acteurs parmi lesquels nous pourrions citer, par ordre d'importance, l'AFPA, l'Aftral, CEGOS, Demos et CESI.

Le secteur a en effet été marqué en 2009 par l'ouverture du marché de la formation professionnelle à la concurrence. Avant cette date celui-ci était détenu par l'AFPA⁸, qui intervenait en tant qu'opérateur d'Etat⁹.

En 2013, une nouvelle réforme a été annoncée. Celle-ci a modifié le financement de la formation professionnelle et introduit le compte personnel de formation. La réforme vise à simplifier l'obligation légale de cotisations des entreprises concernant la formation des salariés, à une contribution unique à hauteur de 1% de leur masse salariale pour les entreprises de dix salariés et plus.

Nous présentons ci-dessous l'évolution réglementaire en 2013 de la formation professionnelle en France.

⁸ Association pour la formation des adultes

⁹ « Les opérateurs de l'État sont des organismes distincts de l'État, au statut juridique public ou privé, auxquels est confiée une mission de service public de l'État. Placés sous le contrôle direct de l'État, ils sont financés en majorité par l'État et contribuent à la performance des programmes auxquels ils participent », www.performance-publique.budget.gouv.fr, consulté le 6 avril 2016

Entreprises	Avant réforme : Obligation légale	Après réforme : Contribution unique
De -10 salariés	0.55%	0.55%
De 10 à 19 salariés	1.05%	1%
A partir de 20 salariés	1.6%	

Figure 8 : Impact de la réforme de la formation professionnelle

Source : Bernard SEILLIER, « Formation professionnelle : le droit de savoir », juillet 2007

Au-delà de cette réforme, différents facteurs influencent l'activité du secteur¹⁰ :

- un nombre toujours croissant d'acteurs spécialisés tels que des universités, des cabinets de recrutements, ou encore des entreprises de services numériques, chacun développant des services de formations continues ;
- des clients cherchant à ré-internaliser les processus de formation, à l'instar d'OVH ;
- des politiques budgétaires restrictives limitant les investissements faits par l'Etat ou les collectivités publiques en matière de formation. Ainsi la hausse du nombre de demandeurs d'emploi, qui pourrait faire l'objet de formations afin de recouvrir un travail, est limitée ;
- la hausse du chômage, qui réduit le nombre de salariés devant être formés par les sociétés.

Enfin, l'activité de formation est soumise à une forte saisonnalité en raison d'un ralentissement des sessions de formation organisées par les entreprises sur la période estivale. Les sociétés voient leur activité reprendre à compter du mois de septembre. Par conséquent, les entreprises clôturant leur exercice en fin d'année, tel est le cas de Demos, enregistrent un meilleur second semestre.

Ainsi, la conjoncture et les réformes réglementaires jouent en défaveur de l'activité du Groupe. Afin d'appréhender l'évolution du chiffre d'affaires, il convient de rappeler que l'activité originale de Demos relève d'une activité de vente par correspondance (VPC), l'ayant conduit à minimiser ses efforts en matière de forces commerciales. Le Groupe proposait alors ses prestations aux clients répondant positivement à l'envoi des catalogues de formation. L'évolution de l'environnement a néanmoins rendu l'utilisation du catalogue, seule, impossible.

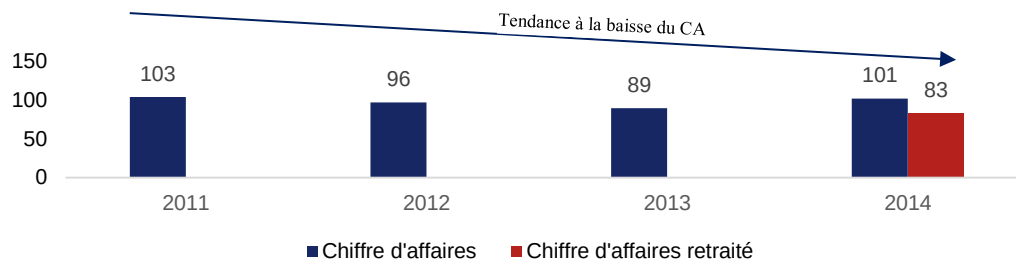
Après avoir connu des années fastes jusqu'en 2010, Demos accuse des replis consécutifs de son activité sur la période 2011-2014

Les évolutions du secteur ont fortement pénalisé Demos qui n'a pas su adapter à temps sa stratégie. Le groupe n'a pas été en mesure d'enrayer la tendance à la baisse de son activité. Entre 2011 et 2014, cette dernière accuse un repli de 5,38%, retraitée des achats-reventes¹¹.

¹⁰ Source Xerfi, La formation professionnelle, février 2015, pages 31 et 37

¹¹ Demos a été tenu de comptabiliser ses opérations d'achat-revente en chiffre d'affaires à partir de l'exercice 2014. Ces dernières s'élèvent à 18 630 k€ et viennent augmenter l'activité de près de 22% si leur effet n'est pas neutralisé. Les charges afférentes sont inscrites en « autres achats » pour un montant identique, neutralisant tout effet sur l'Excédent Brut d'Exploitation (« EBE »).

Figure 9 : Evolution de l'activité sur 2011 – 2014 (M€)



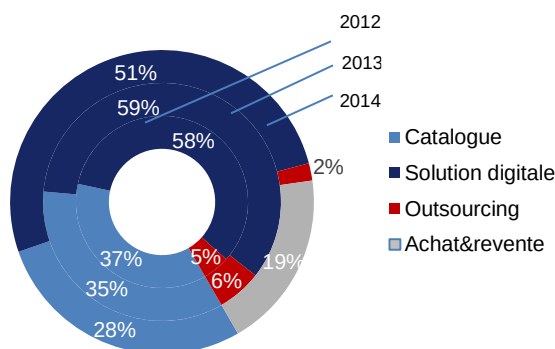
Sources : Documents de référence 2011, 2012, 2013, 2014

A noter qu'en 2014, le CA laisse apparaître une reprise d'activité puisqu'il progresse de 89 m€ à 101 m€. Cette hausse est conséquente à un changement de comptabilisation, sans quoi le chiffre d'affaires serait de 83 m€.

Considérant la période 2011-2014, l'activité catalogue subit le recul le plus important parmi les différents services proposés par Demos avec une performance de -7% en termes de chiffre d'affaires. Sur la même période, les activités de solution digitale bénéficient de solutions innovantes : « *e-learning* », « *blended learning* », « *mobiles learning* » et plateformes, lui permettant de progresser de 7% alors que l'activité outsourcing connaît également une croissance de l'ordre de 3%. La France demeure la zone d'activité majeure avec un chiffre d'affaires de 54 495 k€ (hors achat-revente) à la clôture 2014, soit 64% de l'ensemble réalisé.

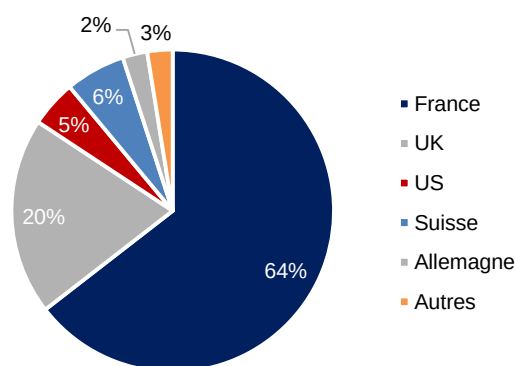
Les schémas ci-dessous reprennent la répartition du chiffre d'affaires par pays au 31 décembre 2014 ainsi que l'évolution des différentes activités au sein du Groupe.

Figure 10 : Répartition des activités par exercice



Sources : Documents de référence 2012, 2013, 2014

Figure 11 : Répartition de l'activité à décembre 2014



Source : Management

Le repli d'activité est d'autant plus néfaste pour le Groupe qu'il est porté principalement sur son activité historique de catalogue. Hors cette dernière est la plus rentable parmi le panel d'offres proposées.

Dégradation de la marge d'EBE concomitante à l'évolution de l'activité sur les exercices 2010 à 2013

Entre 2010 et 2013, Demos a vu ses marges d'EBE se dégrader fortement, passant de 8,2% du CA (8 343 k€) en 2010 à 0,1% du CA (121 k€) en 2013.

Cette dégradation des marges s'explique à la fois par des facteurs exogènes et endogènes :

- une pression sur les marges par l'internalisation des programmes de formation des sociétés ainsi que les réformes liées à la réglementation, évoquées précédemment ;
- une entité, Demos SA (France), qui tire la rentabilité vers le bas, notamment en raison de charges de personnel très supérieures à la moyenne sectorielle.

Néanmoins, les filiales étrangères, représentant environ 36% de l'activité à fin 2014, nécessitent de leur côté un maintien, voire une progression de leur masse salariale consécutive à une activité en progression.

Face à des exercices difficiles mettant en péril la rentabilité du Groupe, un plan d'économies a été élaboré en 2012. Ces mesures fixaient un objectif ambitieux d'EBE à un niveau de 10%¹² du chiffre d'affaires contre 3% en 2011. Cette marge d'EBE se rapproche de celles réalisées par le groupe sur les années 2006 à 2007, se situant entre 10% et 12%, et supérieure à celles du secteur de la formation professionnelle (7% en 2014)¹³.

A ce titre, les actions prises ont été les suivantes :

- réduction des investissements opérationnels, ceux-ci ne représentent plus que 2,9% du CA en 2013 contre 4,2% en 2010 ;
- restructuration en lien avec les filiales étrangères déficitaires.

Les prises de décisions concernant l'ouverture de filiales n'ont pas toujours suivi un fil directeur en matière de stratégie. De nombreuses acquisitions ont été menées ces dernières années parmi lesquelles nous pouvons citer :

- EWA, (Allemagne, 2004) ;
- Global Estratégias (Espagne et Portugal, 2005).

Par ailleurs des filiales ont également été créées :

- en Pologne (2004) ;
- au Maroc (Formademos) ;
- en Nouvelle Calédonie (2005, prise de participation) ;
- en Australie (*Joint Venture* avec la société BSIL).

¹² Communiqué de presse, « Résultats annuels 2011 : 5,1% de marge d'exploitation au 2nd semestre objectif atteint : un résultat d'exploitation annuel positif », 2012

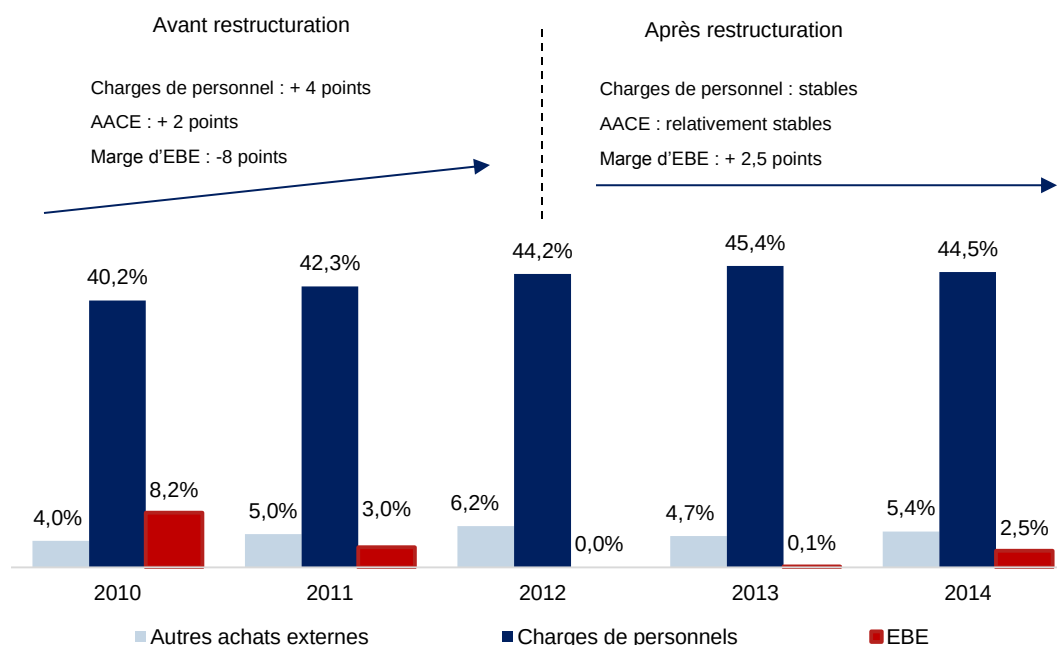
¹³ Etude Xerfi, La formation professionnelle

Suite à cette politique de croissance externe active, les participations dans les sociétés EFP¹⁴ SAS, Formalangues Services et Sejours SAS, Demos Langues SARL, Demos Polska, Formademos Algérie, Oasys Holding, ont été cédées entre 2013 et 2014.

Ainsi, les effets de la restructuration se ressentent à compter de l'exercice 2014, durant lequel, l'EBE se hisse à 2,5% du chiffre d'affaires.

Nous présentons ci-dessous les premiers résultats de la restructuration menée par le groupe Demos.

Figure 12 : Poids des différents postes relativement au chiffre d'affaires



Sources : Documents de référence 2011, 2012, 2013 et 2014

Le plan d'économies (initié en 2012) a permis de contenir l'évolution des charges de personnel et les autres achats et charges externes qui étaient observées sur la période 2010-2012, et ainsi renouer avec une marge d'EBE proche de son niveau de 2011.

Notons que le poste « autres achats externes » comprend les prestataires employés par le groupe afin de dispenser les formations. Cela offre à Demos une certaine flexibilité quant à ses charges en cas de recul de l'activité.

Le résultat d'exploitation oscille entre 3,8% du CA (3 657 k€) en 2012 et -1,5% du CA (-1 512 k€) en 2014. Compte tenu de l'activité exercée, les dotations aux amortissements et provisions correspondent principalement au développement d'outils en propre (R&D, ingénierie informatique).

¹⁴ Européenne de Formation Professionnelle

L'exploitation est grevée par des charges financières conséquentes atteignant 2,3% du CA en 2014. Ces charges ne cessent de s'alourdir sur la période 2010-2014, engendrées par un endettement bancaire significatif.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du « gearing »¹⁵ (selon qu'il soit retraité ou non de l'affacturage¹⁶).

Figure 13 : Evolution du « gearing » du Groupe

	2011	2012	2013	2014
« Gearing » - hors retraitement de l'affacturage	59%	103%	1624%	-437%
« Gearing » - retraité de l'affacturage	64%	110%	369%	796%

Source : NG Finance

Notons que le Groupe a régulièrement recours à l'affacturage. Pour rappel, l'activité de Demos est cyclique, entraînant des décalages de trésorerie. La cession des créances clients permet au groupe d'optimiser cette dernière par le biais d'une meilleure gestion de son BFR.

Pénalisée par les pertes récurrentes, la structure financière se dégrade et impacte indirectement le résultat net. Des charges exceptionnelles viennent s'ajouter à ces éléments, alourdissant un peu plus les pertes de la société sur l'ensemble de la période.

Demos enregistre des charges exceptionnelles conséquentes aux mesures initiées en 2012. Les coûts de licenciement ainsi que les pertes sur les filiales cédées (filiale Marocaine, 2013) dégradent fortement le résultat net en pesant jusqu'à 8% du chiffre d'affaires en 2013.

Globalement, l'activité du groupe a fortement souffert depuis 2010 mais semble se stabiliser suite aux mesures de restructuration. Le résultat s'en retrouve néanmoins dégradé en raison du caractère immédiat de charges afférentes à ces décisions. Demos a tardé dans la réorientation de son activité, conduisant à accumuler des pertes dont le recouvrement au bilan aurait pu s'avérer fastidieux, voire impossible.

Ces mesures correctives sont accompagnées par l'entrée au capital d'un nouvel actionnaire, Montefiore Investment, en novembre 2012.

- Des levées de fonds successives

Les premières difficultés du groupe à compter de 2011, et en dépit du plan de relance, ne l'ont pas freiné dans ses levées de fonds. Ainsi en 2012, une augmentation de capital de 4 m€ a été réalisée. Demos accueille également un nouveau Directeur Général, Emmanuel Courtois, afin de mener à bien le plan de relance du groupe.

¹⁵ Le « gearing » se définit comme étant le rapport entre l'endettement financier net à moyen-long terme et les capitaux propres d'une société. Il permet d'évaluer niveau d'endettement ainsi que le risque inhérent à la structure financière.

¹⁶ Le « gearing » retraité inclut un retraitement des créances cédées en affacturage. Le montant correspondant a été réintégré au poste client, en contrepartie de quoi la trésorerie a été réduite et les emprunts court terme augmentés d'un montant identiques. Les capitaux propres ont été retraités du montant des frais financiers lié à l'affacturage*(1-taux imposition).

Au vu de la dégradation des capitaux propres, une nouvelle levée a été opérée en 2014 à hauteur de 5 m€. Néanmoins cette dernière ne suffit pas à compenser le montant des pertes cumulées. Au 31 décembre 2014, les capitaux propres sont de -4 484 k€.

- Un endettement conséquent

En 2012 et 2014, le groupe a procédé à deux émissions obligataires (OCA) pour respectivement 8m€ et 3,8m€. L'effet ciseau, lié à la détérioration continue des marges conjuguée au recours continu à l'endettement, provoque en 2011 un bris de *covenant*¹⁷. Dans le même temps, Demos annonce ne pas pouvoir garantir avec certitude l'échéance des remboursements à laquelle le groupe doit faire face. Une renégociation de la dette financière avec les partenaires bancaires est alors réalisée.

A ce titre, les établissements prêteurs :

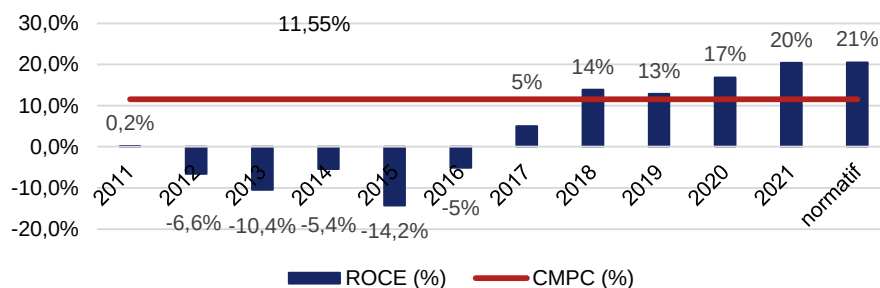
- ✓ n'exigent pas le remboursement des emprunts en cours ;
- ✓ consentent à un rééchelonnement des crédits moyen terme ;
- ✓ octroient un nouvel endettement bancaire de 9,8 m€ en 2012, dont la première échéance de remboursement débutera en 2015.

Ainsi, à l'issu du réaménagement établi en 2012, le groupe est désormais en mesure d'honorer ses remboursements sur la dette obligataire. L'endettement financier est destiné à financer en partie le besoin en fond de roulement de Demos ainsi que le déploiement des efforts commerciaux.

Au-delà de l'endettement, le bilan est fortement impacté par les écarts d'acquisition qui représentent 27% du total bilan en 2013.¹⁸ Ces derniers sont consécutifs à la politique d'acquisition active menée précédemment. Au vu de la conjoncture, le groupe a été contraint de déprécier des écarts d'acquisitions sur certaines de ses filiales et notamment en Espagne, cette dernière enregistrant une dépréciation de 1 806 k€ en 2014.

La baisse d'activité conjuguée à des charges structurellement trop importantes ont conduit le groupe à des résultats déficitaires. Par conséquent, la rentabilité des capitaux employés¹⁹ (« *Return on Capital Employed* » ou « *ROCE* ») permettra de satisfaire la rémunération attendue des actionnaires et créanciers à compter de 2020, sous réserve des effets escomptés par le plan de restructuration.

Figure 14: ROCE à compter de l'exercice 2011



¹⁷ Le bris de *covenant* est défini comme le fait que le résultat avant impôts et amortissements (EBE) soit inférieur à l'EBE. Cf. Comptes consolidés du Groupe 2011

¹⁸ A comparer avec les comparables boursiers

¹⁹ ROCE calculé sur la base des capitaux employés annuels moyens, à savoir les capitaux propres et l'endettement net

Ainsi, il apparaît que Demos a dégagé une rentabilité, sur la base de ses capitaux employés, inférieure à celle qui était attendue par les actionnaires sur la période historique 2011-2015. En d'autres termes, ces derniers n'ont pas obtenu la valeur escomptée suite à leur investissement au sein de la Société.

Sur la base du plan d'affaires fourni, le ROCE estimé devrait atteindre la valeur du CMPC sur l'exercice 2018, signifiant que la Société créera de la valeur pour ses actionnaires.

Notons que le ROCE accuse une légère baisse sur l'exercice 2019 en raison d'un EBIT diminué des dotations aux amortissements. Ces dernières sont par la suite contenues ensuite plus contenues, tendant vers un niveau normatif de 3% équivalent aux investissements.

3.2.2 *Situation actuelle*

Un plan d'économies et de recentrage stratégique prenant fin suite à la cession des activités de formation en langues (EFP Formalangues et Demos Langues) auprès de Nova Performance²⁰ (janvier 2015).

Demos continuera néanmoins de travailler en partenariat avec cette société, afin de proposer des formations en langues dans son catalogue. Le groupe est désormais concentrer sur la formation inter-entreprises, les formations présentielle et digitales sur mesure, ainsi que l'externalisation de la gestion de la formation. Outre la France, Demos se concentre aujourd'hui sur ses pays clés que sont le Royaume-Uni, les Etats-Unis, l'Allemagne, la Chine et l'Espagne.

La reprise d'activité est freinée par la réglementation mais l'EBE confirme son amélioration suite aux mesures de restructuration.

Après une amélioration des résultats marquée sur 2014, l'exercice 2015 se voit pénalisé par la réforme sur la formation professionnelle.

Les modalités de celles-ci prévoient une baisse des investissements obligatoires en matière de formation de la part des entreprises. Ainsi, le chiffre d'affaires, hors activité d'achat revente, s'établit en repli de 13,84%. L'EBE progresse de 2014 à 2015, de 121 k€ à 595 k€, représentant désormais 0,8% du CA.

Le résultat présente malgré tout un caractère déficitaire en raison des éléments exceptionnels. Les efforts consentis sont toujours altérés par des éléments tels que les coûts de licenciements (nous noterons le départ de l'ancien Directeur Général, M. Lebouchard), les dépréciations d'actifs ainsi que des litiges prud'homaux.

Ce nouvel exercice difficile conduit le Groupe à un second bris de covenant. A ce titre, les partenaires financiers ont exercé leur clause exigibilité de l'endettement bancaire. La phase de restructuration nécessitait alors une nouvelle augmentation de capital afin de consolider la structure du capital.

L'arrivée de l'actionnaire Weidong au capital permet au groupe de se focaliser sur le développement de son plan d'actions

²⁰ Nova Performance est un acteur national privé en formations linguistiques

L'apport de 16,5 m€ en compte courant d'associés permet à Demos de solder la quasi-intégralité de son endettement bancaire et lui évite ainsi une situation de cessation de paiement. A compter de 2016, seul l'emprunt auprès de Bpifrance court toujours. Son montant est cependant négligeable relativement à ceux observés sur les années précédentes (1,2 m€ au 31 décembre 2015). Cette réduction de la dette s'accompagne naturellement d'une économie sur les frais financiers.

De cette manière le groupe espère pouvoir renégocier avec ses partenaires bancaires ses autorisations de découvert nécessaires au financement partiel du besoin en fonds de roulement.

3.2.3 Analyse financière prévisionnelle

L'exercice 2016 devrait bénéficier d'une reprise suite à un report d'activité de 2015 et à une meilleure compréhension de la réforme sur la formation de la part des entreprises. Demos voit en revanche des contrats établis de longues dates avec des organismes se terminer cette année, nécessitant de redoubler ses efforts commerciaux afin de compenser la perte réalisée.

Notons que l'arrivée au capital de Weidong au travers de la société Penthievre s'est accompagnée d'un changement de gouvernance du Groupe. A cet effet, 5 représentants de l'acquéreur, Hong Kong Weidong Cloud Education siègent désormais au Conseil d'Administration. Monsieur Dai Shen remplace Monsieur Lebouchard au poste de Directeur Général.

Afin de relancer l'activité, plusieurs axes de développement sont envisagés :

- axer la partie catalogue sur des formations diplômantes (partenariat avec des écoles, universités), la demande à ce sujet étant de plus en plus importante ;
- développer le « digital »²¹ comme un produit complémentaire et non comme un produit à utiliser seul. Il conviendra d'accompagner les entreprises à se former à l'utilisation de ces nouveaux outils numériques ;
- développer l'offre de « *blended learning* » consistant en un mix « d' *e-learning* » et de formations en présentiels.

Malgré une réforme aux effets immédiats négatifs, le marché de la formation reste tout de même porteur. Plusieurs motifs témoignent d'un besoin de formation des employés :

- Les évolutions rapides des métiers actuels nécessitant de former aujourd'hui l'employé au métier qu'il devra exercer demain, afin que sa société puisse répondre à la demande du marché ;
- Le nombre de transitions professionnelles en hausse, auparavant rares, les réorientations professionnelles tendent à se vulgariser ;
- Un facteur psychologique, les salariés intègrent l'idée selon laquelle la formation peut être menée tout au long de leur cycle professionnel.

Le retour à un résultat net excédentaire, dans la mesure où le recentrage stratégique et géographique continuera de porter ses fruits, permettra à Demos de pouvoir répondre à des appels d'offres. Dans le cas contraire, des opportunités d'activité seraient manquées, empêchant implicitement l'amélioration du résultat opérationnel.

²¹ Le digital comprend les activités de « *e-learning* » et se fonde sur les technologies du web et multimédia afin de pouvoir offrir des formations à distance

Comme cité précédemment, l'accent sera mis sur l'amélioration de la rentabilité de Demos SA (France), qui demeure à ce jour la seule entité non profitable.

Le plan d'affaires communiqué intègre les effets des mesures de restructuration. Ce dernier a été établi en « *stand-alone* »²², et n'inclut pas les synergies potentielles qui pourraient résulter du rapprochement des activités de Demos et du groupe Hong Kong Weidong Cloud Education. Le bénéfice de cette reprise pourrait se traduire par l'accès de Demos au marché chinois ainsi que l'utilisation des ressources de Weidong, notamment en capital humain, afin de développer les outils de l'activité digitale.

Le prévisionnel d'activité tend à être conservateur puisque la croissance moyenne sur les trois prochaines années (2016-2018) est d'environ 4%²³. Cette prudence s'inscrit dans un contexte difficile pour les organismes de formation. Selon l'étude Xerfi,²⁴ le secteur devrait enregistrer une croissance nulle de son chiffre d'affaires sur l'année 2015. Les années antérieures témoignent d'un contexte plus favorable à la formation, la croissance d'activité annuelle sur la période 2010-2013 s'établit entre +0,7% et +4,4%.

Notons que la reprise tenue de l'activité par le Groupe se fonde sur le développement de ses axes stratégiques évoqués ci-dessus ainsi qu'un renforcement du service commercial. Par ailleurs, la réforme sur la formation professionnelle tend à être mieux comprise par les entreprises. Ces dernières devraient progressivement solliciter de nouvelles formations afin de conserver des salariés qualifiés et capables de s'adapter aux évolutions de leur environnement.

Une amélioration sensible des marges est envisagée. Le plan de rationalisation des coûts, initié en 2012, continuera à être appliqué :

- les charges de personnel seront maintenues en valeur absolue. Conjugué à un volume d'activité croissant, ces dernières sont davantage absorbées par la Société ;
- le recours aux prestataires externes afin d'assurer les formations sera poursuivi, offrant une flexibilité au Groupe en cas de repli de l'activité ;
- le siège social du Groupe a également été transféré, permettant des économies de loyer significatives se reflétant dans les autres achats et charges externes.

Ainsi, l'excédent brut d'exploitation (« EBE ») attendu sur la période 2016-2018 se rapproche progressivement de la moyenne sectorielle de 7,6%²⁵.

Suite au plan de restructuration opéré, le Groupe peut désormais se concentrer sur ses activités clés et investir en conséquence afin de permettre le développement envisagé. L'amélioration des résultats opérationnels sera donc accompagnée par une reprise des investissements, que ce soit en termes de production immobilisée ou d'investissements opérationnels.

Les charges d'intérêts seront allégées suite au remboursement des emprunts bancaires réalisé lors de l'arrivée de Weidong au capital de Penthièvre.

Le RCAI est attendu en progression et devient de nouveau positif à compter de l'exercice 2018, sous l'effet d'une hausse modérée d'activité et d'une maîtrise des charges d'exploitation et financières.

Les dotations aux amortissements et dépréciations des écarts d'acquisition devraient subir une réduction avec la fin des cessions sur filiales déficitaires ou non stratégiques. Pour rappel, le niveau de 2014 était fortement grevé par les dépréciations des écarts d'acquisition sur la filiale espagnole.

²² Décrit un plan d'affaires défini hors contexte transactionnel

²³ Croissance calculée en réalisant une moyenne arithmétique sur 3 années

²⁴ Etude Xerfi, La formation professionnelle, page 31.

²⁵ Etude Xerfi, La formation professionnelle, page 42.

Nous avons comparé le plan d'affaires retenu pour la valorisation des titres lors de l'Opération, avec celui réalisé en septembre 2015. L'EBE a été revu à la baisse, reflétant des hypothèses prudentes.

4 Valorisation de la société cible

Nous exposons dans cette partie les résultats de nos travaux d'évaluation de la Société. Les différents travaux d'évaluation ont été réalisés conformément aux recommandations de l'AMF à savoir selon une approche multicritère. Cette approche se fonde sur l'analyse des références d'évaluation (cours de bourse) disponibles et la mise en œuvre de méthodes relevant de deux approches complémentaires de l'évaluation d'entreprises :

- L'approche intrinsèque fondée sur la méthode des DCF ;
- L'approche analogique fondée sur la méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables.

4.1 Méthodes de valorisation écartées

4.1.1 ANR

A titre de recoupement des approches de valorisation, nous avons envisagé, d'après les informations dont nous disposons sur la valeur des actifs immobiliers, de réévaluer l'actif net consolidé de Demos au 12 janvier 2016. Cette approche consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) au 12 janvier 2016, d'une part de l'incidence de l'Opération sur les fonds propres consolidés à l'issue de l'Opération, d'autres part des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ainsi que la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux reports déficitaires.

Cette méthode n'a pas été jugée comme une référence pertinente de la valeur intrinsèque des actions, notamment parce qu'elle n'intègre pas la survaleur générée en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activité, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non nécessaires à l'exploitation.

Cette approche a ainsi été écartée.

4.1.2 Transactions récentes sur le capital

Il ne nous est pas apparu approprié de retenir cette approche dans la mesure où aucune transaction récente sur le Groupe, ou bien sur des sociétés exerçant une activité similaire à celle de Demos, n'a été effectuée.

Le tableau ci-dessous reprend les transactions sur le capital du Groupe. L'opération la plus récente étant celle relative à l'acquisition de Penthièvre, dont le prix est identique à celui proposé lors de l'OPA, il ne semble pas pertinent de retenir cette opération.

Date	Description	Dernier cours	Prix de l'offre	Prime (Décote)
------	-------------	---------------	-----------------	----------------

13-janv-16	Acquisition de Penthièvre SAS par Weidong Group auprès de Montefiore Investment. Le prix d'acquisition des titres a été calculé en retenant pour valeur 0,41€ par action Demos	0,50 €	0,41 €	-18,00%
08-août-14	Augmentation de capital de 3 847 960 actions ayant permis de lever 3 847 960€. Le prix de 1 euros par action représente une décote de 35,9% par rapport au dernier cours de clôture de l'action de la Société le jour de bourse précédant le visa de l'AMF sur le prospectus (1,56 euros au 04 juillet 2014)	1,56 €	1,00 €	-35,90%
08-août-14	Emission de 3 450 000 OCA réservées à Penthièvre SAS au prix unitaire de 1,10€, soit un total de 3 795 000€. Les OCA sont convertibles en actions nouvelles, à raison de 1 action nouvelle par OCA	1,56 €	1,10 €	-29,50%
07-oct-12	Augmentation de capital de 1 982 039 actions (1 939 842 et 42 197 actions nouvelles) pour un montant levé de 3 964 078 €. Décote de 33% par rapport au cours de clôture de l'action Demos le 1er octobre 2012 (3,00€). A l'issue de cette opération, le capital social de DEMOS est désormais composé de 7 928 158 actions	3,00 €	2,00 €	-33,30%
07-oct-12	Emission de 3 200 000 OCA réservées à Montefiore Investment au prix unitaire de 2,5€. Les OCA sont convertibles en actions nouvelles, à raison de 1 action nouvelle par OCA	3,00 €	2,50 €	-16,70%
07-oct-12	Augmentation de capital réservée aux adhérents du plan d'Epargne Groupe par émission de 200 000 actions nouvelles au prix unitaire de 2€	3,00 €	2,00 €	-33,30%

4.1.3 Cours cible des analystes financiers (liste des analystes en cours)

Compte tenu du faible suivi du Groupe par les analystes, nous ne sommes pas en mesure de fonder notre étude sur les cours de bourse cibles. Ainsi nous écartons cette méthode.

4.1.4 Dividendes actualisés (Dividend Discounted Model)

Compte tenu des résultats déficitaires du Groupe, les dividendes ont cessé d'être distribués à compter de l'exercice 2012. Les mesures de restructuration ainsi que la situation financière du Groupe rendent peu probable la distribution de nouveaux dividendes sur les prochains exercices. Par conséquent, la méthode des dividendes actualisés a été écartée.

4.1.5 Valorisation par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant de déterminer la valeur de marché des fonds propres d'une entreprise à partir de références transactionnelles impliquant des sociétés opérant dans des domaines d'activités comparables.

Cette approche consiste à appliquer aux données financières de la société à évaluer les multiples observés lors de transactions récentes. La mise en œuvre de cette approche nécessite :

- D'identifier des transactions récentes dans le secteur sur lequel la société à évaluer opère ;
- De construire un échantillon de transactions, après élimination de celles qui ne sont pas jugées pertinentes en termes d'activité ou qui sont écartées faute d'informations disponibles ;
- De calculer des multiples pour chaque société cible appartenant à l'échantillon ;
- D'appliquer ces multiples aux agrégats financiers de la société à évaluer ;
- De conclure quant à la valeur de marché de la société à évaluer, après déduction éventuelle d'une prime de contrôle.

Cette approche est souvent difficile à mettre en œuvre, faute d'informations exactes et exhaustives sur :

- Le prix proposé par l'acquéreur ;
- Les éventuelles clauses d' « earn-out ».

De surcroît, l'appréciation ainsi que le traitement des prix de transactions lorsqu'ils sont rendus publics introduisent une complexité supplémentaire. Le versement d'une prime de contrôle en vue des synergies industrielles et financières anticipées par l'acquéreur (exclusivement dans le cas de prise de participation majoritaire) peut en effet induire la survalorisation d'une entreprise par rapport à ce que pourraient refléter le prix.

4.2 Méthodes de valorisation retenues

Nous étudions dans la présente section l'évolution du cours de bourse sur une période s'étalant du 14 janvier 2013 au 14 janvier 2016.

➤ Evolution historique du cours de l'action sur la période janvier 2013 – janvier 2016

Sur la période du 14 janvier 2013 au 12 janvier 2016, le cours de l'action Demos varie entre 2,55€ à 0,50€ respectivement, soit une baisse de 80,4%. Ceci s'explique par un EBE déficitaire de façon récurrente sur les exercices 2012 à 2014. A titre d'information, celui-ci fluctue entre – 1 512 k€ et – 3 657 k€ sur la période considérée.

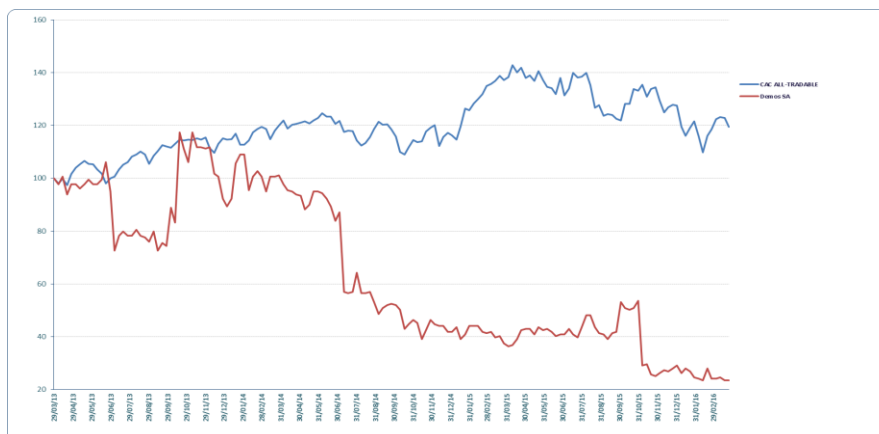
Les graphiques ci-dessous illustrent l'évolution du titre Demos SA :

Figure 15 : Analyse historique de l'évolution du cours de bourse



Source : Infineals

Figure 16 : Evolution du titre Demos relativement au CAC All-tradable



Source : Infiniti

Nous constatons que le titre sous-performe sur l'intégralité de la période l'indice du CAC. L'écart entre les deux cours tend à se creuser à compter de juillet 2014. Cette période correspond à l'entrée au capital du fonds Penthièvre.

- [1] 7 mars 2013²⁶ : Annonce du chiffre d'affaires de l'exercice 2012 ; une baisse de 6.3% par rapport à l'exercice de 2011 ;
- [2] 30 juin 2013²⁷ : Publication des comptes consolidés condensés du 1^{er} semestre 2013 ; une baisse de 8% du CA sur la période 2012-2013 ;
- [3] 10 octobre 2013²⁸ : Publication des résultats semestriels 2013 ;
- [4] 08 juillet 2014²⁹ : Emission d'environ 5 millions d'actions nouvelles au prix de 1,00 € par action avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription ;
- [5] 30 octobre 2015³⁰ : Publication des comptes semestriels clos le 30 juin 2015 ;

Nous observons trois phases principales sur les trois dernières années.

De janvier 2013 à octobre 2013, le titre subit une baisse de son cours qui est entretenue à chaque publication de l'activité du groupe qui s'avère être en replie.

Demos annonce le 10 octobre 2013 ses résultats semestriels ainsi que les actions prises afin d'améliorer la situation financière. Le groupe y annonce plusieurs éléments, financiers et stratégiques, auxquels le

²⁶ Communiqué de presse ; « Chiffre d'affaires annuel 2012 : 96,2 m€ » ; <http://www.demosgroup.com/>

²⁷ Comptes consolidés semestriels ; « Comptes consolidés semestriels au 30 juin 2013 » ; <http://www.demosgroup.com/>

²⁸ Communiqué de presse ; « Résultats semestriels 2013 » ; <http://www.demosgroup.com/>

²⁹ Communiqué de presse ; « Lancement de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription » ; <http://www.demosgroup.com/>

³⁰ Communiqué de presse ; « Résultats semestriels 2015 » ; <http://www.demosgroup.com/>

marché répond positivement : une poursuite de son plan d'actions (effort de relance marketing et commercial), une réduction des coûts passant par une réduction des effectifs et des frais de structure, un recentrage sur son cœur de métier et les pays porteurs. De cette façon, Demos annonce pouvoir renouer avec un EBE positif sur l'ensemble de l'exercice. Cette annonce permet au cours d'être maintenu au-deçà des 1,59 € par action jusqu'à juillet 2014.

En juillet 2014, Demos voit son cours chuter suite à l'annonce d'une augmentation de capital de 4 998 k€ avec maintien des DPS, accompagnée d'une émission d'OC pour un montant de 3 795 k€.

La troisième phase correspond à la variation du cours sur l'année précédant l'Opération.

➤ **Détail sur l'évolution du cours de l'action sur l'année avant l'Opération**

Suite à la troisième période, le cours oscillera entre 0,65€ par action et 0,90€ par action jusqu'à fin octobre 2015.

Après l'entrée en vigueur du CPF (Compte personnel de formation) le 1^{er} janvier 2015, le titre reste stable jusqu'à fin octobre 2015. Le cours moyen sur cette période est de 0,77€ par action. Cette période pourrait refléter la prudence du marché vis à vis des changements réglementaires du secteur (réforme de la loi sur la formation professionnelle).

La publication des comptes semestriels clos le 30 juin 2015 provoque une chute du titre de 40,6%, établissant la valeur du titre à 0,57€.

Le cours se stabilisera à 0,50€ à la veille de l'Opération.

Les volumes d'échanges du titre augmentent à compter de novembre 2015, enregistrant 18 485 échanges en moyenne pour le mois de novembre contre 4 038 en moyenne sur les douze derniers mois de l'année.

Figure 17 : Analyse du cours de bourse

Analyse du cours de bourse (€)	
Date de référence	12/01/2016
Spot	0,50
Moyenne pondérée 1 mois	0,50
Moyenne pondérée 3 mois	0,48
Moyenne pondérée 6 mois	0,65
Moyenne pondérée 12 mois	0,67
+ haut 12 mois	1,04
+ bas 12 mois	0,45

Source : Infinaicals

Plus haut atteint à la clôture du 12 octobre 2015

Plus bas atteint à la clôture du 24 novembre 2015

➤ Evolution du cours de l'action post-Opération

Sur la période suivant l'Opération du 13 Janvier 2016, le cours de bourse reste stable enregistrant un cours moyen de 0,44€, et oscillant entre un plus bas atteint à 0,40€ et un plus haut atteint à 0,48€. La stabilité du cours après annonce de l'Opération suppose que l'information de l'annonce a bien été intégrée dans ce dernier. Cela conforte donc cette approche puisque le cours en date du 12 janvier 2016 et après annonce n'évolue que de façon limitée.

4.3 Valorisation par les approches intrinsèques

La méthode des flux de trésorerie actualisés (ou méthode des « *Discounted Cash Flows* ») est traditionnellement considérée comme la plus adaptée à l'évaluation d'une société dans la mesure où elle tient compte des caractéristiques propres de son activité : potentiel de développement, niveaux des marges, capacité d'investissement, structure financière, risque sectoriel, etc.

Cette méthode nécessite la détermination d'un taux d'actualisation reflétant le risque lié au secteur d'activité, au pays et à la structure financière de la société évaluée, et correspondant à l'exigence de rentabilité des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers).

L'approche DCF est très sensible à l'évolution des hypothèses retenues.

4.3.1 Valorisation par les Discounted Cash Flows

➤ Flux de trésorerie

Les flux de trésorerie retenus sur la période 2016-2018 sont ceux communiqués par le Management. Au-delà de cette période, nous avons établi une période de convergence de 3 années, laquelle précède un flux normatif. Cette dernière entre en vigueur à compter de l'exercice 2019.

Le taux de croissance perpétuel du chiffre d'affaire a été fixé à 1%, correspondant au taux d'inflation anticipée à long terme³¹.

Notre flux normatif a été déterminé sur la base d'un ROCE normatif, se définissant ainsi :

Flux normatif₂₀₂₁ = capitaux employés_{début 2021} * (ROCE normatif - taux de croissance à long terme)

L'application de cette formule fait ressortir un flux normatif de 3 463 k€.

➤ Taux d'actualisation

Nous avons retenu une approche par le coût moyen pondéré du capital (CMPC) afin d'actualiser les flux de trésorerie estimés dans le plan d'affaires.

Le calcul du CMPC intègre les éléments suivants :

³¹ Source : Global insight - CPI inflation

- taux sans risque : 0,94%, taux nominal fondé sur la moyenne mensuelle OAT 10 ans à compter du jour précédant l'Opération ;
- coefficient beta : nous avons dans un premier temps retenu la médiane des beta désendettés des sociétés comparables à Demos. Nous retenons la médiane présentant le meilleur R^2 (coefficient de détermination)³², soit le beta moyen à 1 an présentant un coefficient R^2 de 28%. Ainsi la médiane de notre échantillon s'établit à 0,51.
Dans un second temps, nous appliquons le levier financier de la Société au beta, « *gearing* » cible, de Demos. Nous détaillons ci-après le calcul afférent à ce paramètre. Après application du levier financier, le beta utilisé dans notre calcul du CMPC est estimé à 1,02.
- *Levier financier* : ce dernier intègre la dette financière nette calculée sur la base (i) du remboursement effectué par Weidong des emprunts bancaires à hauteur de 16 316 k€, (ii) le solde issu de la différence entre l'apport total de Weidong (16 500 k€) et l'augmentation de capital, est inscrit en dette financière, (iii) le prêt de Weidong consenti à Demos à hauteur de 5 000 k€ afin de financer le besoin en fonds de roulement du Groupe a également été réintégré dans l'endettement. Suite à ces retraitements, la dette financière retraitée s'établit à 25 141 k€.
Les capitaux propres retenus dans le calcul du « *gearing* » sont calculés sur la base de la capitalisation boursière de Demos avant l'Opération, soit 6 340 k€, majorée du montant de l'augmentation de capital.
- la prime de risque du marché action, estimée à 7,82%, et issue d'un calcul interne réalisé par NG Finance permettant de déterminer le rendement attendu des sociétés composant l'indice CAC40 en date du 12 janvier 2016 ;
- prime de taille, celle-ci est fondée sur les calculs d'Ibbotson³³ 2015, faisant ressortir une prime de 5,78%, propre à la capitalisation boursière de Demos ;
- taux d'imposition : nous retenons un taux d'imposition théorique de 34,43%. Notre étude étant fondée sur un CMPC cible, il convient de tenir compte de la fiscalité dans le calcul du coût moyen de la dette en dépit des pertes opérationnelles prévues sur plusieurs années dans le plan d'affaires.

Ces différents agrégats nous permettent d'estimer un CMPC de 11,55%

➤ Résultats issus de l'approche par les DCF

Le tableau ci-dessous nous permet de constater les différents retraitements à effectuer afin d'obtenir la valeur des capitaux propres, après calcul de la valeur d'entreprise du Groupe par la méthode des DCF.

³² Il s'agit d'un indicateur permettant de juger la qualité d'une régression linéaire. Il mesure l'adéquation entre le modèle et les données observées.

³³ Le calcul réalisé par Ibbotson correspond à la différence observée entre la prime de risque calculée sur le marché actions, fondé sur la moyenne des capitalisations boursières, et la prime observée sur des capitalisations boursières moins élevées.

Figure 18 : Valeur des fonds propres après retraitement

Valeur d'entreprise (k€)	29 226
(Dette nette)	(25 141)
(Intérêts minoritaires)	(2)
(Provisions pour risques et charges)	(2 129)
Valeur actualisée du déficit fiscal reportable	5 550
Valeur des fonds propres (k€)	7 503
Nombre d'actions en circulation post Opération	36 399 004
Valeur implicite par action (€)	0,21

Source : NG Finance

Au-delà du retraitement de la dette financière nette évoqué ci-dessus, nous avons procédé aux retraitements suivants :

- des intérêts minoritaires ;
- des provisions pour risques et charges, le montant de ces dernières s'élevait à 2 794 k€ sur l'exercice 2015, cependant 2 129 k€ ont un caractère décaissable. Le solde de ce poste considéré comme non décaissable correspond à la prime de non-conversion des obligations de 222 k€ et la provision pour pensions et retraites de 443 k€ ;
- du déficit fiscal reportable. Les DCF tenant compte d'un taux d'imposition théorique de 34,43% à compter de l'exercice 2019, il convient de réintégrer la valeur actualisée des déficits reportables à la valeur d'entreprise. Compte tenu d'un déficit fiscal de 39 763 k€³⁴ au 31 décembre 2015 et des prévisions de flux réalisés, la valeur actuelle des déficits s'élève à 5 550 k€. Ce dernier intègre les limites de déficits imputables à chaque exercice, à savoir un déficit d'une valeur de 1 m€, majoré de 50% du résultat imposable ;
- compte tenu du caractère cyclique de l'activité et de la trésorerie qui en découle, nous avons privilégié une trésorerie moyenne à une trésorerie fondée sur une date arrêtée. La dette nette est donc retraitée d'une trésorerie moyenne.

Outre une valeur de 0,21€ par action, il convient d'étudier l'impact sur la valorisation du montant de l'augmentation de capital réservée.

Nous présentons ci-après le passage de la valeur des fonds propres pré-Opération à la valeur des fonds propres post-Opération.

³⁴ Source : Management

Figure 19 : valeur par action pré-Opération et post-Opération

Valeur des capitaux propres pré-Opération au 12 janvier 2016 (k€)	
Valeur d'entreprise	29 226
Dette nette ajustée pré-Opération	30 141
Autres éléments de dette	3 419
Valeur des capitaux propres pré-Opération	2 503
Nombre d'actions	12 055
<i>dont actions au 12 janvier 2016</i>	12 009
<i>dont actions auto-détenues</i>	46
Valeur de l'action pré-Opération	0,21
Valeur des capitaux propres post-Opération au 12 janvier 2016 (k€)	
Valeur des capitaux propres pré-Opération	2 503
Dette nette pré-Opération	30 141
Ajustement de la dette nette résultant de l'augmentation de capital réservée	(5 000)
dont remboursement des emprunts bancaires* ³⁵	(16 316)
dont solde de l'apport de Weidong en comptes courants d'associés*	6 316
dont prêts consenti par Weidong à Demos*	5 000
Dette nette post-Opération	25 141
Valeur des capitaux propres post-Opération	7 503
Nombre d'actions dilué de l'augmentation de capital	36 399
<i>dont actions au 12 janvier 2016</i>	12 009
<i>dont actions auto-détenues</i>	0
<i>dont actions nouvelles résultant de l'augmentation de capital réservée</i>	24 390
Valeur théorique de l'action post-Opération	0,21
<i>Prix par action proposé lors de l'Opération</i>	0,41
Prime/décote	99%
* Conformément aux informations relatives à l'Opération et aux discussions menées avec le directeur administratif et financier	

Source : NG Finance

Le tableau ci-dessous présente la valeur des fonds propres estimée selon les paramètres du CMPC et du taux de croissance à l'infini.

³⁵ Au 31/12/2015 les emprunts bancaires sont de 17 516k€, ces derniers ont fait l'objet d'un remboursement, excepté 1 200k€ liés à l'emprunt Bpifrance.

Figure 20 : Sensibilité de la valeur des fonds propres en fonction du CMPC et du taux de croissance à l'infini

		Sensibilité au WACC				
		10,55%	11,05%	11,55%	12,05%	12,55%
Croissance à l'infini	0,29%	0,24	0,20	0,16	0,13	0,10
	0,79%	0,27	0,22	0,18	0,15	0,11
	1,29%	0,30	0,25	0,21	0,17	0,13
	1,79%	0,33	0,28	0,23	0,19	0,15
	2,29%	0,37	0,31	0,26	0,21	0,17

Source : NG Finance

Notre approche par les DCF fait ressortir à une valeur, *post* Opération, de 0,21€ par action, soit une décote de 99% par rapport au prix proposé par Weidong lors de l'OPA. Il importe de considérer la valeur *post*-opération puisque cette dernière intègre la dilution relative au nombre d'actions à émettre lors de l'augmentation de capital réservée. Les tableaux font apparaître un nombre d'actions à émettre sous l'hypothèse d'une augmentation de capital réservée de 10 m€. Il nous a été confirmé que cette augmentation de capital pourrait en réalité varier entre un montant de 10 m€ et 15 m€ en fonction du cours de bourse effectif à la date de réalisation.

Nous présentons ci-après l'impact que pourrait avoir cette variation sur la valorisation des titres par l'approche des DCF

Figure 21 : scénarii de l'impact de l'augmentation de capital

Origine des titres						
Nombre d'actions total au 31 décembre 2015	12 054 837					
Actions auto-détenues au 31 décembre 2015	46 077					
Nombre d'actions en circulation au 31 janvier 2015	12 008 760					
Augmentation de capital	10 000 000	11 000 000	12 000 000	13 000 000	14 000 000	15 000 000
Nombre d'actions à émettre	24 390 244	26 829 268	29 268 293	31 707 317	34 146 341	36 585 366
Nombre d'actions retenues post-Opération	36 399 004	38 838 028	41 277 053	43 716 077	46 155 101	48 594 126

Source : NG Finance

Précisons que le calcul du nombre d'actions à émettre est déterminé sur la base d'un prix à 0,41€ par action.

De cette façon, la valorisation par action issue de la méthode de valorisation par les DCF reflète les valeurs suivantes, en fonction du scénario retenu :

Figure 22: Table de sensibilité du prix par action en fonction de l'augmentation de capital réalisée

Sensibilité du prix par action à l'augmentation de capital				
Augmentation de capital	10 000	11 000	12 000	12 500
Prix par action	0,21	0,22	0,23	0,24

Source : NG Finance

4.4 Valorisation par les approches analogiques

La méthode des comparables boursiers consiste à estimer la valeur d'une entité par application de multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées opérant dans des domaines d'activité comparables.

Cette approche consiste à déterminer successivement :

- un échantillon de sociétés cotées ayant des activités proches de celles de l'entreprise à évaluer ;
- des indicateurs (ou agrégats financiers) servant de référence à l'évaluation ;
- des multiples de valorisation pour chacune des entreprises retenues dans l'échantillon ;
- la valeur de marché de l'entreprise à évaluer en appliquant aux données financières de celle-ci les multiples de valorisation définis précédemment.

Il convient de noter que la méthode des comparables boursiers est une méthode relativement délicate à mettre en œuvre, dans la mesure où :

- la constitution de l'échantillon est souvent difficile à réaliser. Les entreprises cotées qui servent de référence ont souvent une taille et un niveau de rentabilité différents de celui de l'entreprise à évaluer ;
- la recherche de facteurs explicatifs de la valeur d'une entité est complexe puisque celle-ci dépend de sa rentabilité actuelle, de ses perspectives de croissance et de la rentabilité de ses futurs investissements. Or, l'utilisation des médianes de multiples de valorisation traduit relativement mal la complexité des relations entre ces différents éléments et leur impact sur la valeur ;
- les différences entre pays en termes de taux de croissance, de rentabilité, de taux de distribution sont souvent délicates à intégrer dans cette approche.

Pour autant, et même si cette approche demeure imparfaite, elle n'en reste pas moins incontournable puisqu'elle permet d'apprécier la valeur de marché théorique d'une entité en fonction des principales références sectorielles qui seraient utilisées par des investisseurs potentiels.

4.4.1 Valorisation par les Multiples boursiers

S'agissant des ratios d'évaluation retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des biais apportés par des différences éventuelles de structure financière et d'EBIT en raison des écarts d'intensité capitalistique résultant des stratégies industrielles et commerciales des sociétés considérées.

Nous avons ainsi retenu les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA³⁶

Nos différentes approches d'évaluation nécessitent de faire appel à un panel de sociétés cotées opérant dans des domaines d'activités comparables à celui de la société Demos. Ces recherches se sont ainsi orientées vers des sociétés caractérisées par une activité de formation destinée aux entreprises (interentreprise, intraentreprise et « *e-learning* »), selon les critères suivants :

- un marché géographique similaire à celui où la Société Demos ;
- une croissance comparable à celle de la société Demos ;
- des marges proches de celles de la Société ;
- un suivi assuré par plusieurs analystes indépendants, afin de s'assurer de disposer de données prévisionnelles fiables.

³⁶ L'EBITDA, ou *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*, correspond à l'excédent brut d'exploitation

Ainsi, plusieurs sociétés ont été exclues du panel de sociétés comparables car elles ne répondaient pas à ces critères. La liste et les raisons ayant motivé leur exclusion du panel sont présentées en annexe 1.

Notre approche nous a finalement conduits à retenir les sociétés comparables suivantes :

- Group Crit SA : le Groupe CRIT figure dans le Top 20 des leaders mondiaux du « *staffing* ³⁷ », compte près de 500 agences d'emploi en France et à l'international, bénéficie de fortes positions dans l'aéroportuaire en France, en Europe et en Afrique et d'une offre de services en Ingénierie et Maintenance. La société réalise 78% de son chiffre d'affaires en France et 22% à l'international dont 28% en Europe. Depuis 1987, la société intervient pour le compte des entreprises en quête d'accompagnement, de conseil, d'audit, de coaching et de formation dans le domaine de la Stratégie, de l'Organisation, du Management, des Ressources Humaines, de la Qualité, de la Sécurité, de l'Environnement, de la Prévention des Biens et Personnes, de la Sûreté Malveillance, du Commercial, des Langues Vivantes, de la Gestion Finance et de la Bureautique.
- Synergie SA : La société Synergie SA figure parmi les leaders dans le domaine du travail temporaire, du conseil, et de la formation. La société propose des formations dans les domaines du tertiaire, du BTP, du commerce et du transport et la logistique. Elle réalise 50% de son chiffre d'affaires en France et 50% à l'international dont 47% en Europe. La société compte 2 300 collaborateurs.
- Micropole SA : La société Micropole SA est une entreprise Internationale de Services du Numérique (ESN), présente en Europe et en Asie, et spécialisée dans la création de valeur, Micropole accompagne ses clients sur les domaines du Pilotage de la Performance, de la Transformation Digitale et de la Gouvernance des Données. La société réalise 100% de son chiffre d'affaires en Europe.
- Empresaria SA : Empresaria Group plc est une société internationale spécialisée dans le recrutement fournissant des prestations de formations aux entreprises. La société réalise 70% de son chiffre d'affaires en Europe.
- Hays Plc : La société basée à Londres et à Paris est leader mondial du recrutement spécialisé. Elle réalise 76% de son chiffre d'affaires en Europe. La société délivre des formations destinées aux directions des ressources humaines des entreprises.

La table suivante détaille les niveaux prévisionnels de croissance d'activité et de rentabilité opérationnelle de cet échantillon. La croissance des sociétés sélectionnées et leur niveau de profitabilité sont proches de ceux extériorisés par la société Demos :

³⁷ Recrutement

Figure 23: Liste des comparables boursiers retenus

Comparables	Pays	Croissance CA			Marge d'EBE		
		2015	2016e	2017e	2015	2016e	2017e
Synergie SA	FRA	-	7%	3%	6%	6%	6%
Micropole SA	FRA	-	5%	3%	4%	5%	5%
Groupe Crit SA	FRA	-	6%	2%	6%	6%	6%
Hays plc	GBR	-	8%	6%	5%	5%	5%
Empresaria Group plc	GBR	-	-1%	2%	5%	5%	5%
Médiane			6%	3%	5%	5%	5%
Moyenne			5%	3%	5%	5%	6%

Source : Infanciales

Nous avons exploité les multiples de valeur d'entreprise rapportés au chiffre d'affaires et à l'EBITDA 2016 et 2017 afin de capter l'évolution de l'activité et l'amélioration de la rentabilité liées au plan de relance de la Société.

Afin de déterminer le multiple de VE/CA et de VE/EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche suivante :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon a été appréhendée au 12/01/2016 en moyenne 1 mois ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations prévisionnelles de chiffre d'affaires et d'EBITDA ont été obtenues sur l'ensemble du panel à partir du consensus d'analystes.

Les multiples estimés de chiffre d'affaires et d'EBITDA sont les suivants :

Figure 24: Multiples boursiers retenus

Comparables (k€)	Valeur d'entreprise	CB ³⁸	Dette Nette	VE/CA			VE/EBE		
				2015e	2016e	2017e	2015e	2016e	2017e
Synergie SA	610 496	637 963	(27 467)	0,34x	0,32x	0,31x	5,94x	5,67x	5,44x
Micropole SA	33 278	18 177	15 101	0,34x	0,32x	0,31x	8,53x	6,79x	5,84x
Groupe Crit SA	684 678	631 910	52 768	0,35x	0,33x	0,33x	5,58x	5,48x	5,23x
Hays plc	2 877 989	2 834 704	43 285	0,57x	0,53x	0,50x	11,65x	10,19x	9,20x
Empresaria Group	67 848	67 848	0	0,27x	0,27x	0,26x	5,75x	5,41x	5,08x
Médiane		631 910	15 101	0,34x	0,32x	0,31x	5,94x	5,67x	5,44x
Moyenne				0,37x	0,35x	0,34x	7,49x	6,71x	6,16x

Source : Infanciales

Nous n'avons pas tenu compte de décote de taille par rapport aux sociétés comparables de notre échantillon, considérant que la Société présente un volume d'activité et une rentabilité assez proche de ceux des sociétés auxquels nous la comparons. La prise en compte d'une telle décote viendrait en tout état de cause minorer la valeur unitaire du titre Demos.

Sur la base de cet échantillon de multiples boursiers et d'un endettement net concordant avec celui pris en compte dans le DCF, la valorisation analogique du titre Demos par les multiples boursiers conduit aux valeurs unitaires suivantes :

³⁸ Capitalisation boursière

Figure 25: Sensibilité de la valeur par action aux variations des multiples boursiers

Sensibilité de la valeur implicite par action (€)								
Variation des multiples								
-10,0%	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0,0%	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%
0,06	0,08	0,10	0,12	0,13	0,15	0,17	0,19	0,21

Source : NG finance

Ainsi, selon la méthode des analogiques boursiers, la valeur par action est estimée à 0,13€.

5 Analyse des travaux de la Société de bourse

Nos travaux incluent également l'appréciation du travail réalisé par Portzamparc, Société de bourse et établissement présentateur dans le cadre de l'Offre, ci-dessous nommé la « Société de bourse ». Les travaux réalisés par cette dernière tiennent compte de la réalisation de l'OPA, suivi de l'augmentation de capital réservée.

Tout comme notre étude, la valorisation réalisée par la Société de bourse fonde ses travaux sur la base de la réalisation de l'augmentation de capital réservée, successive à l'OPA.

Ainsi, Portzamparc a réalisé une approche multicritères comprenant les méthodes suivantes :

- cours de bourse ;
- transactions récentes sur le capital ;
- approche par les multiples boursiers ;
- actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Les méthodes suivantes n'ont pas été retenues :

- ANR ;
- actualisation des flux de trésorerie futurs (DDM) ;
- actif net comptable.

Notre analyse intègre donc des méthodes similaires à celles retenues par la Société de bourse, à savoir, le cours de bourse, les multiples boursiers et les DCF.

En revanche, nous n'avons pas jugé pertinent de retenir les transactions récentes sur le capital dans la mesure où, excepté celle faite au prix de l'Offre par Weidong auprès de Montefiore en janvier 2016, celles-ci nous ramènent à août 2014. En effet, la dernière opération sur le capital est celle présentée par Weidong auprès de Penthièvre, au prix de 0,41€ par action, correspondant également au prix proposé lors de l'OPA.

La méthode des DCF fait apparaître comme base commune le plan d'affaires jugé prudent fourni par le Groupe sur la période 2016-2018. A ce titre, ce dernier n'a pas fait l'objet de retraitement, que ce soit de la part de la Société de bourse, ou de notre cabinet.

Notons que le « gearing » cible, présenté dans les travaux de la Société de bourse, intègre l'avance remboursable récemment consenti par Weidong à hauteur de 5 m€. Notre valorisation comprend également ce montant.

Néanmoins, la période d'extrapolation proposée par la Société de bourse se différencie de nos travaux par les éléments suivants :

- cette période est de 6 ans lorsque nous retenons une période de 3 ans ;

- le taux d'actualisation retenu par la Société de bourse s'établit à 7,0% soit un taux inférieur à celui retenu dans notre étude, estimé à 11,58%.
- Le taux de croissance à long terme est de 0,5% lorsque nous retenons 1,3% correspondant au taux d'inflation à long terme³⁹ ;

Le CMPC estimé par Portzamparc étant inférieur à celui estimé par NG Finance, nos travaux conduisent ainsi à une valorisation par la méthode des DCF plus conservatrice.

6 Conclusion

Conformément à l'objet de notre intervention, nous présentons ci-dessous nos conclusions quant au caractère équitable de l'Opération, composée de l'OPA sur les titres non détenus par le Concert, ainsi que l'augmentation de capital réservée à Weidong par conversion des OC.

Afin d'apprécier pleinement l'offre proposée par Weidong, il convient de rappeler le contexte dans lequel se situe la Société. Les dernières années ont été marquées par un recul de son activité ainsi qu'une forte baisse de la rentabilité. Conjugée à un endettement conséquent, la structure financière du Groupe n'a cessé de se dégrader jusqu'à ce jour. Conscient des difficultés encourues, le Management a établi un plan d'action dont les effets souhaités devraient se ressentir pleinement à compter de l'exercice 2016. L'arrivée du groupe Weidong au capital de la société par le biais de Penthievre a permis au groupe la poursuite de son activité.

L'estimation des 0,21€ par action via la méthode des DCF intègre les effets du plan de redressement. Elle ne considère pas, en revanche, les effets attendus liés aux potentielles synergies entre le Groupe et Weidong. Compte tenu d'une valorisation réalisée sur la base d'un plan d'affaires établi en *stand-alone*, nous pouvons apprécier le caractère équitable, relativement à cette approche, sur la base de la prime de contrôle proposée par l'acquéreur. Le tableau ci-dessous reprend l'ensemble des éléments de valorisation du titre Demos.

Figure 26: Synthèse des valorisations retenues

	Min	Max	Valeur retenue	Prime/décote
Valeur de référence				
Cours de bourse			0,50	-18%
Spot	n.a.	n.a.	0,50	
Moyenne pondérée 1 mois	n.a.	n.a.	0,50	
Moyenne pondérée 3 mois	n.a.	n.a.	0,48	
Moyenne pondérée 6 mois	n.a.	n.a.	0,65	
Moyenne pondérée 12 mois	n.a.	n.a.	0,67	
Transactions sur le capital	n.a.	n.a.	n.a.	
Valeur intrinsèque				
Analogiques boursiers	0,12	0,15	0,13	207%
DCF	0,15	0,28	0,21	99%
Transactions comparables	n.a.	n.a.	n.a.	
ANR	n.a.	n.a.	n.a.	
Valeur estimée par action	0,12	0,28	0,28	46%

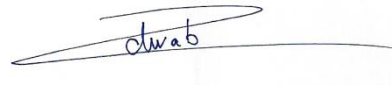
Source : NG Finance

³⁹ Source : Fonds Monétaire International

Nos travaux font ressortir une valeur moyenne par action de 0,28€, extériorisant une prime de contrôle de 49%.

Ainsi, suite à nos travaux fondés sur les informations dont nous disposons à ce jour, nous estimons que les prix proposés pour les actions, les BSA et les BSAAR respectent l'égalité de traitement de tous les actionnaires.

Paris, le 14 avril 2016

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Schwab', is written over a horizontal line.

Olivier Schwab
Associé

Sociétés (en m€)	Pays	VFP*	VE**	VE/CA 2015e	VE/EBITDA 2015e	Croissance du CA %	EBITDA /CA	Activité dominante	Capitalisation boursière trop élevée	Croissance du CA inadéquate	Marge EBITDA trop forte	Manque d'informations prévisionnelles	Total des facteurs excluant
Demos	FRA	5	36	N/A	N/A	14,00	1,90						
Empresaria Group	GBR	53	67	0,28	6,07	-0,32	4,06	Formation et Recrutement					-
Groupe Crit	FRA	619	708	0,37	5,77	8,76	5,01	Formation et Recrutement					-
Hays	GBR	2 166	2 242	0,44	9,04	4,47	4,34	Formation et Recrutement					-
Micropole	FRA	19	39	0,40	10,02	-14,94	-4,12	Formation et Conseils					-
Synergie	FRA	639	621	0,35	6,04	9,88	4,41	Formation et Recrutement					-
GP Strategies	USA	364	399	0,92	11,18	-2,31	8,14	Conseils et formation			+		2
Adecco	CHE	9 866	10 921	0,50	8,80	10,05	5,34	Recrutement	+	+			3
Staffline Group	GBR	442	527	0,59	12,28	39,56	2,98	Recrutement		+			2
DLSI	FRA	27	44	0,23	5,00	-1,60	12,39	Recrutement			+		2
Freelance.com	FRA	9	8	N/A	N/A	-1,87	1,47	Recrutement				+	2
Pearson	GBR	8 577	9 395	1,67	8,66	-2,11	23,54	Supports de formation	+		+		2
Franklin Covey Co.	USA	181	208	1,13	7,41	2,33	13,67	Formation			+		2
Bluedrop Performance	CAN	12	17	1,52	9,11	37,54	15,44	Formation ultra spécialisée		+	+		3
Wilmington	GBR	278	327	2,46	10,36	5,62	21,63	Formation			+		1
Harvey Nash Group	GBR	72	94	0,11	6,10	-0,10	1,45	Recrutement					1
Robert Walters	GBR	307	283	0,28	8,31	19,59	3,37	Recrutement		+			2
Matchtech Group	GBR	178	226	0,35	9,88	11,23	3,05	Recrutement		+			2
DPA Group	NLD	84	98	0,86	13,70	35,50	9,84	Recrutement		+	+		3
U&I Learning	BEL	2	5	N/A	N/A	-1,18	2,26	Formation Digitale				+	1
Integrata AG *	DEU	13	12	N/A	N/A	-10,47	1,80	Formation Digitale				+	1
SThree	GBR	511	502	0,47	9,25	13,64	5,26	Recrutement		+			2
Randstad Holding	NLD	8 550	9 022	0,47	9,74	11,42	4,69	Recrutement	+	+			3
RTC Group	GBR	13	18	0,22	N/A	27,42	2,13	Recrutement		+			2
Penna Consulting	GBR	118	112	0,89	11,42	21,03	6,57	Recrutement		+	+		3
Tribal Group	GBR	95	139	1,01	13,03	-13,72	8,01	Supports de formation			+		2

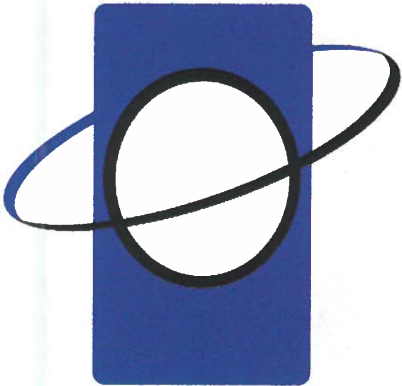
* Valeur des fonds propres

** Valeur d'entreprise

Après l'étude rigoureuse de comparables boursiers, les sociétés présentes dans la seconde partie du tableau ci-dessus n'ont pas été retenues. Effectivement, certains critères tels que l'activité dominante, la zone géographique ou bien les indicateurs financiers ne sont pas comparables à ceux de Demos.

DUPLICATA CERTIFIÉ
CONFORME A L'ORIGINAL
PARIS, le 29 Avril 2016

sls



EURO COMPTA ANALYSE
161, Avenue Gabriel Péri - 91704 SAINTE GENEVIEVE DES BOIS Cedex
Téléphone 01 69 51 11 51 - Télécopie 01 69 51 13 45
Site internet : www.lexpertce.com / e-mail : cabinet@eucofi.fr

GERARD LEJEUNE
DIPLOME DE L'INSTITUT D'ETUDES POLITIQUES DE PARIS
EXPERT- COMPTABLE DIPLOME PAR L'ETAT
COMMISSAIRE AUX COMPTES
EXPERT PRÈS LA COUR D'APPEL DE PARIS

MEMBRE de



CONFIDENTIEL

GROUPE DEMOS

**RAPPORT DE L'EXPERT-COMPTABLE
AU COMITE D'ENTREPRISE**

**SUR LE PROJET d'OPA
par la société PENTHIEVRE**

Avril 2016

Comité d'Entreprise de DEMOS S.A.,
20, rue de l'Arcade,
75008 - PARIS

Sainte-Geneviève-des-Bois, le 11 avril 2016

Mesdames, Messieurs,

Dans le cadre de la désignation de notre cabinet en votre séance plénière du 17 mars 2016, et conformément aux dispositions de notre lettre de mission du 18 mars 2016, nous vous présentons, ci-après, notre rapport relatif à l'examen de l'OPA du groupe DEMOS par la société PENTHIEVRE, conformément à l'article L 2325-35 du Code du Travail.

Nous remercions les collaborateurs de DEMOS que nous avons rencontrés à l'occasion de l'élaboration de notre rapport, qui nous ont communiqué la plus grande partie des éléments demandés.

Nous espérons que ce rapport vous permettra de rendre un avis éclairé et motivé, et vous remercions de votre confiance.

Veuillez agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

Gérard LEJEUNE
Expert-comptable

SOMMAIRE

INTRODUCTION	5
RAPPEL DES EVENEMENTS	6
NOTE TECHNIQUE SUR LES OPA	7
SECTION 1	8
LE GROUPE AU 31/12/2014	8
1.1. LA SITUATION DU GROUPE FIN 2014	9
1.2. RAPPEL DES DONNEES CHIFFREES 2014	12
1.2.1. BILAN DEMOS SA	12
1.2.2. LE BILAN CONSOLIDE	14
SECTION 2	16
TENDANCES RESSORTIES EN 2015	16
2.1. DONNEES CHIFFREES PROVISOIRES	17
2.1.1. LES RESULTATS CONSOLIDES	17
2.1.2. LES RÉSULTATS DE DEMOS SA	18
2.1.3. LES RÉSULTATS DES DIFFÉRENTES SOCIÉTÉS	19
SECTION 3	20
LES PERSPECTIVES APPORTEES PAR L'OPA	20
3.1. LE GROUPE WEIDONG	21
3.1.1. PRINCIPALES DONNÉES FINANCIÈRES 2014 & 2015, ET PRÉVISIONS 2016	21
3.1.2. ORGANIGRAMME DES SOCIÉTÉS DU GROUPE	22
3.1.3. LISTE DES SITES OÙ LES ACTIVITÉS SONT EXERCÉES, EFFECTIFS DE CES SITES, CA DÉVELOPPÉ ET RÉSULTATS 2015	23
3.1.4. SOCIETES EVENTUELLEMENT DETENUES PAR LE GROUPE EN DEHORS DE LA CHINE, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT	23



3.2. LES ELEMENTS FINANCIERS	24
3.2.1. LES APPORTS RÉALISÉS PAR WEIDONG	24
3.3. ORIENTATIONS DE L'ACTIVITE DANS LE FUTUR	27
3.3.1. LES COMPTES DE RÉSULTAT PRÉVISIONNELS	27
3.3.2. ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ	29
3.3.3. APPRÉCIATION DE LA PLAUSIBILITÉ DES PRÉVISIONS DU BUSINESS PLAN	35
3.3.4. APPORTS POTENTIELS DU RAPPROCHEMENT AVEC LE GROUPE WEIDONG	37
3.4. EVOLUTION DES EFFECTIFS	38
SECTION 4 SYNTHÈSE	41
Rappel	
Contexte de Demos au moment de l'OPA	42
Caractère de l'OPA	43
Points de vigilance	44
Conséquences pour le personnel	45
Les conditions de la réussite semblent remplies	46

INTRODUCTION

RAPPEL DES EVENEMENTS

Le retournement d'activité et de rentabilité qu'a connu le groupe DEMOS depuis plusieurs années l'a conduit à opérer successivement deux restructurations financières en 2012 et 2014, menées principalement par l'entrée dans le capital d'un groupe financier, MONTEFIORE, au travers de la société PENTHIEVRE.

Malgré ces opérations, les exercices 2014 et 2015 se sont révélés extrêmement difficiles, tant du point de vue de l'activité commerciale (chiffre d'affaires) que de la rentabilité.

La Direction s'est trouvée dans l'obligation de rechercher de nouvelles solutions de financement, pour empêcher un éventuel arrêt de l'activité qui risquait fort de se produire à brève échéance faute d'un redressement significatif de la rentabilité et du Cash Flow.

Pour ce faire, différentes pistes ont été envisagées, allant d'une recapitalisation des actionnaires, d'un nouvel apport du groupe MONTEFIORE, d'un nouvel accord de restructuration avec le pool bancaire, **ou de l'entrée d'un nouvel investisseur, à même de relever le défi de la poursuite de l'activité de l'entreprise.**

C'est cette dernière solution qui a finalement pu se mettre en œuvre au tout début de l'année 2016.

Elle s'est concrétisée par l'arrivée d'un groupe originaire de Chine, le groupe WEIDONG, dont la société WEIDONG CLOUD EDUCATION GROUP a procédé au rachat de la société PENTHIEVRE.

Ce rachat, effectué le 13 janvier 2016, et accompagné de la signature d'un pacte d'actionnaires avec la famille WEMAERE, actionnaire principal du groupe DEMOS, a fait franchir le seuil de détention de 50% du capital par WEIDONG, et a donc contraint ce dernier à proposer une OPA, offre publique d'achat, à l'ensemble des actionnaires de DEMOS.

NOTE TECHNIQUE SUR LES OPA

Définition générale :

Une OPA est une proposition faite aux actionnaires d'une société cotée concernant le rachat de la totalité de leurs titres pendant une période donnée, pour un prix fixé, et dont le paiement s'effectue le plus souvent en cash. Lors des OPA, le prix fixé est généralement supérieur au cours de l'action, car il inclut une prime permettant d'inciter les actionnaires à céder leurs titres.

La procédure se fait sous la surveillance de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) qui assure le respect des principes de transparence, de bonne information et d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

Modalités :

L'offre de « rachat » est transmise à l'AMF. Une Note d'Information est également communiquée, expliquant les projets de l'entreprise pour les 12 mois suivants, notamment en matière d'emploi.

La société visée (la société « cible ») doit également rédiger un Communiqué Public pour informer de son avis sur l'OPA.

L'AMF examine en un délai de 5 jours la conformité du projet d'OPA. S'il est valide, elle publie un Calendrier de l'Offre (de 15 à 35 jours) puis informe du résultat de l'OPA. L'AMF peut demander la suspension de la cotation du cours des actions pendant ce délai afin que les prix des actions soient stables et que l'offre reste cohérente.

Si l'initiateur n'obtient pas 50% des actions de la société, l'OPA est alors un échec.

Depuis la loi REBSAMEN du 18 août 2015, qui complétait la loi sur les Nouvelles Régulations Economiques (*loi NRE, 2001*), les Comités d'Entreprises ont le droit de se faire assister par un expert-comptable afin de délivrer un avis sur l'opération.

Implication sur le marché :

Sur le marché, une OPA (même une rumeur) provoque le plus souvent une augmentation du cours des actions, puisque le fait que l'entreprise soit convoitée a le plus souvent un effet positif.

Toutefois, les agents sur le marché peuvent anticiper son résultat, à savoir l'échec ou la réussite de l'opération. En cas d'échec anticipé, le cours de l'action augmente mais reste inférieur au prix proposé par l'OPA. En cas de réussite anticipée, le cours de l'action augmente et vient s'aligner sur le prix proposé par l'OPA.

SECTION 1
LE GROUPE AU 31/12/2014

1.1. LA SITUATION DU GROUPE FIN 2014

Après plusieurs années de hausse de son activité (2004 – 2008), DEMOS a vu celle-ci subir un net coup d'arrêt à partir de 2009, suivi d'un important décrochage à partir de 2012, et sur les exercices 2013 et 2014 (voir tableau page suivante). Cette baisse s'est directement répercutée sur le chiffre d'affaires, puisque celui-ci a enregistré une baisse de près de 19% depuis 2011. La même tendance ressort au niveau du consolidé groupe, puisque le chiffre d'affaires consolidé a enregistré, sur la période 2011 – 2014, une baisse de 20%.

Durant les dernières années, DEMOS a subi des contraintes conjoncturelles, comme la crise économique ou encore l'évolution de la demande, situations vis-à-vis desquelles **l'entreprise a manqué de réactivité pour s'adapter au nouvel environnement.**

Nous avons constaté que, dès 2013, DEMOS souffrait de la comparaison avec ses concurrents, qui rencontraient pourtant les mêmes contraintes.

2013					
	DEMOS	CEGOS	ORSYS	Δ DEMOS / CEGOS	Δ DEMOS / ORSYS
CA	48 860	112 044	42 001	-56%	16%
VA	17 891	53 796	17 008	-67%	5%
EBE	- 2 741	9 239	5 662	-130%	-148%
Taux VA	37%	48%	40%		
Taux EBE	-6%	8%	13%		
CAF	- 6 336	1 763	3 542	-459%	-279%
Effectif Moyen	283	528	147	-46%	93%
CA/Effectif	173	212	286	-19%	-40%
CAF/Effectif	- 22	3	24	-771%	-193%

Deux principales raisons nous ont semblé expliquer cette situation :

- un manque d'adaptation à l'évolution du marché de la formation (évolution des besoins, de la demande, de l'offre, ...),
- un développement externe effectué trop rapidement dans les années antérieures, sans véritable intégration des nouvelles entités au sein du Groupe DEMOS.

Malgré et à cause de ces difficultés, DEMOS a cherché à stabiliser sa situation financière via deux restructurations successives. La première, en 2012, a vu l'entrée du groupe financier MONTEFIORE pour 8 M€, via des obligations convertibles en actions. La seconde est survenue en mai 2014, car de nouvelles pertes étaient apparues au cours de l'exercice 2013. La Direction de

DEMOS n'a en conséquence pas eu d'autres choix que de restructurer sa dette via un nouvel apport de son partenaire financier à hauteur de 4 M€. Dans le même temps les premières échéances du remboursement de la dette bancaire Long Terme de 16,5 M€ ont pu être décalées et reportées fin 2016.

Le Business Plan 2013-2017 prévoyait une hausse de l'activité avec une croissance du chiffre d'affaires consolidé supérieure à 4%. Malheureusement, en 2014, les résultats bien qu'en amélioration sensible ont montré que la relance de l'activité ne s'était pas encore concrétisée. A cela se sont ajoutées les pertes enregistrées sur différentes filiales du groupe (lors de leurs cessions ou à l'occasion de dépréciations pour une remise à niveau de leurs valeurs), qui ont fait que les comptes du Groupe DEMOS étaient encore nettement déficitaires.

De cette difficulté constatée sur les résultats de DEMOS, nous avons pu voir, grâce à notre analyse, que c'est principalement l'évolution des charges qui a eu un impact sur le résultat.

En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CA	45 452	55 190	57 601	55 375	56 414	57 434	54 285	48 859	46 810
Résultat net	2 386	3 988	2 857	112	1 020	-5 590	-10 171	-13 494	-6 159
Capacité d'autofin.	1 905	4 793	4 764	2 362	2 752	567	-2 012	-6 611	-2 289

Le premier poste de charges étant celui des charges de personnel, il aurait pu paraître simple, d'un point de vue purement financier, de réduire celles-ci en vue d'améliorer les résultats. Or notre analyse a montré que la réalité était plus complexe. En effet, non seulement DEMOS n'avait pas su s'adapter à l'évolution du marché mais aussi, contrairement à ses principaux concurrents, elle n'avait pas su faire évoluer son modèle commercial (type VPC) et avait également manqué de proactivité en la matière.

Dans ces conditions, il nous est apparu que réduire ses effectifs priverait DEMOS des compétences internes existantes, et risquerait de mettre en difficulté son développement sur le long terme. Nous n'avons toutefois pas exclu la possibilité d'effectuer des restructurations limitées pour adapter l'organisation interne à la nouvelle orientation stratégique de l'entreprise.

Une « révolution culturelle » a certes été initiée en 2013-2014 par la nouvelle équipe de Direction, mais les effets ne pouvaient pas en être perceptibles à court terme, ni empêcher DEMOS de se trouver dans une situation délicate, voire inextricable, lors des échéances des remboursements financiers en 2016.

Notre analyse nous a en conséquence conduits à évoquer, **en l'absence d'un refinancement**, une seule alternative pour la poursuite d'activité du Groupe :

- soit effectuer d'urgence, tout en maintenant ses effectifs, les réformes nécessaires pour relancer l'activité et ainsi couvrir les charges et dégager les ressources nécessaires au remboursement des dettes financières, ce qui, compte tenu du contexte, paraissait peu réaliste,
- soit réduire les effectifs pour les mettre en adéquation avec son activité, et ainsi se dégager du temps en vue de relancer son activité. Cela reviendrait à poursuivre l'activité de DEMOS et à relancer sa croissance, mais à partir d'une base plus modeste, ce qui, en tout état de cause, paraissait humainement difficile et de surcroît peu satisfaisant.

Le défi auquel était confronté la Direction était donc essentiellement de trouver une solution de refinancement.

1.2. RAPPEL DES DONNEES CHIFFREES 2014

1.2.1. BILAN DEMOS SA

ACTIF K€	2012	2013	2014	Δ13/12	Δ14/13	Ecart 13/12 %	Ecart 14/13 %
Concessions Brevets	229	561	556	332	-5	145,0%	-0,9%
Fonds de Commerce	5831	5832	5832	1	0	0,0%	0,0%
Autres immos incorporelles	5401	5086	5051	-315	-35	-5,8%	-0,7%
Avances & Acptes / immos incorp.	2033	1388	2101	-645	713	-31,7%	51,4%
Total Immobilisations Incorporelles	13494	12867	13540	-627	673	-4,6%	5,2%
Installations techniques	41	34	31	-7	-3	-17,1%	-8,8%
Autres immos corporelles	1035	865	835	-170	-30	-16,4%	-3,5%
Total Immobilisations corporelles	1076	899	866	-177	-33	-16,4%	-3,7%
Participations	27927	24811	19543	-3116	-5268	-11,2%	-21,2%
Autres immobilisations financières	550	1571	1445	1021	-126	185,6%	-8,0%
Total immobilisations Financières	28477	26382	20988	-2095	-5394	-7,4%	-20,4%
TOTAL IMMOBILISATIONS	43047	40148	35394	-2899	-4754	-6,7%	-11,8%
Stocks							
Créances Clients	16338	6677	8150	-9661	1473	-59,1%	22,1%
Autres Créances	4599	3141	7876	-1458	4735	-31,7%	150,7%
Charges constatées d'avance	1360	993	726	-367	-267	-27,0%	-26,9%
Comptes de régularisation	1563	1296	1081	-267	-215	-17,1%	-16,6%
TOTAL ACTIF CIRCULANT	23860	12107	17833	-11753	5726	-49,3%	47,3%
Valeurs mobilières	483	465	449	-18	-16	-3,7%	-3,4%
Disponibilités	2 578	4107	9022	1 529	4915	59,3%	119,7%
TOTAL TRESORERIE	3061	4572	9471	1511	4899	49,4%	107,2%
TOTAL ACTIF	69968	56827	62698	-13141	5871	-18,8%	10,3%

A l'actif, les principaux éléments du bilan 2014 sont les suivants :

- Les immobilisations représentent plus de 50% du total de l'actif, ce malgré une baisse de 4,7 M€ entre 2013 et 2014.
- Les immobilisations sont composées par ailleurs majoritairement des participations, pour 19,5 M€ en 2014. (A noter toutefois que le poids des participations sur le total des immobilisations n'a cessé de diminuer depuis 2012, puisqu'il est passé de 65% à 55% en 2014.
- Les autres créances enregistrent une progression de 150%, en s'établissant à 7,8M€ ce qui est pratiquement le même niveau que les créances clients (8,1 M€).
- La trésorerie se maintient positive.

PASSIF K€	2012	2013	2014	Δ13/12	Δ14/13	Ecart 13/12 %	Ecart 14/13 %
Capital Social	1994	1999	2961	5	962	0,3%	48,1%
Prime d'émission	19966	20087	23003	121	2916	0,6%	14,5%
Réserves	7051	7046	7046	-5	0	-0,1%	0,0%
Report à Nouveau		-10171	-23664	-10171	-13493		132,7%
Résultat de l'exercice	-10171	-13493	-6189	-3322	7304	32,7%	-54,1%
Subventions & prov. règlementées	876	950	970	74	20	8,4%	2,1%
TOTAL CAPITAUX PROPRES	19716	6418	4127	-13298	-2291	-67,4%	-35,7%
Autres fonds propres		2055	1014	2055	-1041		-50,7%
Provisions	975			-975	0	-100,0%	
Total Fonds Propres	20691	8473	5141	-12218	-3332	-59,0%	-39,3%
Emprunts obligataires	8131	8805	13406	674	4601	8,3%	52,3%
Autres emprunts moyen terme	16344	16336	16269	-8	-67	0,0%	-0,4%
Emprunts participatifs	1500	1500	1500	0	0	0,0%	0,0%
TOTAL DETTES Long Terme	25975	26641	31175	666	4534	2,6%	17,0%
TOTAL Ressources Long Terme	46666	35114	36316	-11552	1202	-24,8%	3,4%
Dettes financière Court Terme	1864	1512	1282	-352	-230	-18,9%	-15,2%
Dettes fournisseurs	11 626	9850	14181	-1 776	4331	-15,3%	44,0%
Dettes fiscales & sociales	8 269	8060	8665	-209	605	-2,5%	7,5%
Dettes / Immobilisations	162	12	12	-150	0	-92,6%	0,0%
Autres dettes	174	378	902	204	524	117,2%	138,6%
Produits constatés d'avance	833	1453	1283	620	-170	74,4%	-11,7%
TOTAL PASSIF CIRCULANT	22928	21265	26325	-1663	5060	-7,3%	23,8%
Trésorerie passif	374	447	56	73	-391	19,5%	-87,5%
TOTAL PASSIF	69968	56826	62697	-13142	5871	-18,8%	10,3%

Au passif, les principaux points suivants ressortent :

- Forte baisse des capitaux propres depuis 2012 (-15,5 M€ en 2 ans),
- Bien que toujours négatif depuis 2012, le résultat de l'exercice en 2014 s'est amélioré en s'établissant à -6 M€, contre -13,5 M€ en 2013,
- Forte hausse des emprunts obligataires, que l'on retrouve par ailleurs dans le bilan consolidé,
- Stabilité des autres emprunts à moyen terme (environ 16,3 M€ depuis 2012),
- Forte augmentation des dettes fournisseurs (+44%)

1.2.2. LE BILAN CONSOLIDE

En K€	2012	2013	2014	Δ 13/12	Δ 14/13	Ecart 14/13
Ecart d'acquisition	20 906	17 667	12 503	-15,5%	-29,2%	-5 164
Immobilisations incorporelles	10 145	8 566	9 151	-15,6%	6,8%	585
Immobilisations corporelles	3 144	2 858	2 665	-9,1%	-6,8%	-193
Immobilisations financières	1 164	921	706			
Titres mis en équivalence	588	310	217	-47,3%	-30,0%	-93
Actif immobilisé	35 947	30 322	25 242	-16%	-17%	-5080
Stock et en-cours	392	247	109	-37,0%	-55,9%	-138
Clients et comptes rattachés	30 023	21 256	15 478	-29,2%	-27,2%	-5 778
Autres créances	12 968	7 173	9 573			
Actif circulant	43 383	28 676	25 160	-34%	-12%	-3516
Disponibilités et divers	6 275	7 250	12 681	15,5%	74,9%	5 431
Total Actif	85 605	66 248	63 083	-22,6%	-4,8%	-3 165

Notre analyse de l'actif consolidé du groupe a fait ressortir les éléments suivants :

- La diminution des masses globales du bilan de 22,5 M€ depuis 2012,
- la baisse de l'actif circulant, due à la cession des créances auprès des partenaires bancaires,
- une hausse de la trésorerie de 5,4 M€ en 2014 liée à cette cession des créances.

DEMOS S.A. - Comptes Annuels 2014

En K€	2012	2013	2014	Δ 13/12	Δ 14/13	Ecart 14/13
Capital social	1 994	1 999	2 961	0,3%	48,1%	962
Prime d'émission, de fusion	19 917	20 038	22 953	-	14,5%	2 915
Réserves consolidées	7 039	-1 327	-21 275	118,9%	1503,2%	-19 948
Réserves de conversion groupe	384	269	559			
Résultat Exercice	-8 631	-19 705	-9 682	128,3%	-50,9%	10 023
Capitaux propres part du groupe	20 703	1 274	-4 484	-94%	-452%	-5758
Intérêts minoritaires	68	-20	147			
Total Capitaux propres	20 771	1 254	-4 337	-94%	-446%	-5591
Provisions	1 407	2 042	1 568	45,1%	-23,2%	-474
Emprunts Obligataires OBCA	8 131	8 805	13 406	8,3%	52,3%	4 601
Dettes financières Long Terme	18 873	17 874	17 842	-5,3%	-0,2%	-32
Capitaux Permanents	49 182	29 975	28 479	-39%	-5%	-1496
Autres dettes financières	620	697	372			
Fournisseurs & rattachés	16 294	17 351	18 025			
Autres dettes court terme	19 510	18 224	16 208			
Total Dettes	36 424	36 272	34 605	0%	-5%	-1667
Total Passif	85 606	66 247	63 084	-22,6%	-4,8%	-3 163

De même que pour l'actif, les éléments significatifs de variation du passif sont :

- des capitaux propres qui ont chuté de 25 M€ depuis 2012 et qui sont devenus négatifs pour la première fois en 2014,
- des dettes financières à long terme qui restent quasi stables entre 2013 et 2014,
- une hausse de 52,3% des emprunts obligataires, qui, suite à la 2^{ème} restructuration financière, s'établissent à 13,4 M€ en 2014 contre 8,8 M€ en 2013.

SECTION 2
TENDANCES RESSORTIES EN 2015



2.1. DONNEES CHIFFREES PROVISOIRES

Nous nous sommes fondés, pour élaborer une analyse sommaire de la situation de l'entreprise et du groupe en 2015, sur les données non encore validées qui nous ont en confiance été communiquées. Les données définitives devraient, en tout état de cause, s'avérer peu différentes.

2.1.1. LES RESULTATS CONSOLIDES

Le contexte particulièrement défavorable de cette année 2015 a entraîné le groupe dans une poursuite de la dégradation tant de son activité que de sa rentabilité.

Ainsi le compte de résultat consolidé fait apparaître, à méthode constante, une poursuite de la baisse du chiffre d'affaires, d'un niveau équivalent à l'exercice 2014 par rapport à 2013, ce qui représente en montants 7,4 M€.

Compte de Résultat Consolidé	2013	2014	2015	Ecart 2015/2014 Montants
Chiffre d'affaires	88 997	101 453	94 070	-7 383
CA régularisé des changements de méthode		82 850		
Evolution / N-1	-8%	-7%	-7%	
Complément Produits	2 895	3 485	3 384	-101
Achats & Variations de stocks	4 927	5 180	3 975	-1 205
Achats & Charges externes	44 594	59 186	60 675	1 489
Impôts & Taxes	1 202	1 160	726	-434
Charges de Personnel	40 411	36 897	31 341	-5 556
Autres charges	636	470	206	-264
Dotations	3 582	3 557	3 994	437
Sous-Total Charges d'exploitation	95 352	106 450	100 917	-5 533
Résultat d'exploitation	-3 460	-1 512	-3 463	-1 951
Ratio par rapport au CA	-3,9%	-1,5%	-3,7%	
Résultat financier	-1 352	-2 234	-1 964	270
Résultat exceptionnel	-6 502	-1 757	-4 562	-2 805
Impôts sur les résultats	-5 303	-354	-69	285
Résultat Net des Entreprises	-16 617	-5 857	-10 058	-4 201
% du résultat Net	-18,7%	-5,8%	-10,7%	
Résultat net consolidé (Après écarts acquisition & minoritaires)	-19 705	-9 682	-11 351	-1 669
% du Résultat Net Consolidé	-22,1%	-9,5%	-12,1%	
Autofinancement	-5 462	-2 072	-3 384	-1 312
% Autofinancement	-6,1%	-2,0%	-3,6%	

Les gains significatifs obtenus sur les charges d'exploitation, qui ont diminué de 5,5 M€, compensent sensiblement la baisse de l'activité. Sur l'ensemble de ces charges on note en effet une baisse de plus de 5,5 M€ des charges de personnel, qui représentent à elle seule la totalité de la baisse des coûts observée. Nous manquons d'éléments pour expliquer cette évolution, si ce n'est le plan de licenciement de 8 salariés chez DEMOS SA et le départ de l'ancien DRH fin juin 2015.

Néanmoins, logiquement, le résultat d'exploitation se dégrade nettement. En pourcentage du chiffre d'affaires, il revient pratiquement au niveau de 2013, à -3,7% du CA.

On notera, en complément, l'apparition d'une nouvelle perte exceptionnelle particulièrement importante. A elle seule et avec un montant de -4,6 M€, elle représente près de 5% du chiffre d'affaires.

Elle vient encore dégrader le résultat final, qui se situe à -10 M€, soit près de 11% du chiffre d'affaires.

2.1.2. LES RÉSULTATS DE DEMOS SA

Les données 2015 de la société DEMOS SA peuvent utilement être comparées aux hypothèses qui avaient été formulées dans le cadre de l'élaboration du prévisionnel de cet exercice. Ci-dessous :

DEMOS SA					
En K€	2014	2015 Prévisionnel		2015 Réel	
	Réel	Budget	B15 /R14	Réel	R15 /R14
CA formation	41 503	42 247	1,8%	34 824	-16,1%
Marge sur formation	24 447	24 995	2,2%	18 972	-22,4%
%	58,9%	59,2%		54,5%	
Coût des Pôles	7 404	7 797	5,3%	6 102	-17,6%
%	17,8%	18,5%	296,1%	17,5%	
Marge Post Contribution des Pôles	17 043	17 198	0,9%	12 870	-24,5%
%	41,1%	40,7%		37,0%	
Mg & Ventes	6 228	5 777	-7,2%	5 397	-13,3%
%	15,0%	13,7%		15,5%	
Structure	10 765	10 732	-0,3%	9 976	-7,3%
%	25,9%	25,4%		28,6%	
Beida	50	689	1278%	-2 503	-5106%
%	0,1%	1,6%		-7,2%	
Résultat d'exploitation (=EBIT)	-2 015	-1 354	32,8%	-5 143	-155,2%
%	-4,9%	-3,2%		-14,8%	

L'entreprise prévoyait pour 2015 un léger redémarrage de son activité, concrétisé par une hausse de 1,8% du chiffre d'affaire Formation. Cette progression reposait sur une croissance de 5% des activités Solutions et une stabilité du Catalogue.

La diminution des charges de la partie Marketing et Ventes contribuait à la hausse prévisionnelle de l'EBITDA, qui s'élevait à 1,6% du chiffre d'affaires, soit 689 K€ en montant.

Dans la réalité, on peut constater une très nette accentuation de la baisse de l'activité.

2014 était en diminution de 3,4% par rapport à 2013 (41 503 K€ contre 42 951 K€).

2015, dans le contexte difficile du changement de réglementation et de l'instabilité sociétale en France, a enregistré un nouveau et très net recul de 16,1%, soit 6,7 M€.

La politique adoptée consistant notamment en un maintien des sessions de formation malgré un faible nombre de participants, a entraîné une baisse du taux de marge, qui a perdu plus de 4 points, passant de 58,9% à 54,5%, avec comme conséquence directe une baisse de la marge de 22,4%, soit 5,5 M€.

Les coûts ont en revanche été comprimés, puisque chacun des principaux postes a diminué :

- 1,3 M€ pour les pôles,
- 800 K€ pour le Marketing et les ventes,
- 800 K€ pour les charges de structure.

L'EBITDA que l'on espérait positif a donc été en définitive négatif de 2,5M€, et le résultat d'exploitation, (ou EBIT), a été négatif de plus de 5 M€, à -5 143 K€, participant de manière prépondérante à la perte qui se retrouve au niveau du groupe.

2.1.3. LES RÉSULTATS DES DIFFÉRENTES SOCIÉTÉS

GROUPE en 2015	DEMOS SA	Poids	Filiales Françaises	Poids	Filiales International	Poids	TOTAL
Chiffre d'affaires	37 198	39,5%	8 359	8,9%	48 513	51,6%	94 070
Résultat d'exploitation (EBIT) Ratio d'EBIT	-5 149 -13,8%		571 6,8%		1 115 2,3%		-3 463 -3,7%

Il est important de souligner que c'est l'activité de DEMOS SA qui, en 2015, a contribué exclusivement aux pertes enregistrées au niveau du groupe.

SECTION 3
LES PERSPECTIVES APPORTEES PAR L'OPA

3.1. LE GROUPE WEIDONG

3.1.1. PRINCIPALES DONNÉES FINANCIÈRES 2014 & 2015, ET PRÉVISIONS 2016

	Chiffres Clés WEIDONG Groupe			
		Taux de change	1 € = 7,3 RMB	
Année	CA	Profit	% Profit / CA	Actifs
2013	317 917 808 €	91 846 575 €	28,89%	962 705 479 €
2014	266 293 151 €	48 434 247 €	18,19%	1 175 065 753 €
2015	424 493 151 €	79 395 890 €	18,70%	1 178 617 808 €
2016 Prévision	440 091 781 €	81 721 918 €	18,57%	1 255 109 589 €

➤ Chiffres consolidés du groupe

On observe que ce groupe est particulièrement rentable, avec sur la période 2013-2016 une moyenne de 21,1% de profit par rapport au CA. Il semble donc que la rentabilité soit pérenne.

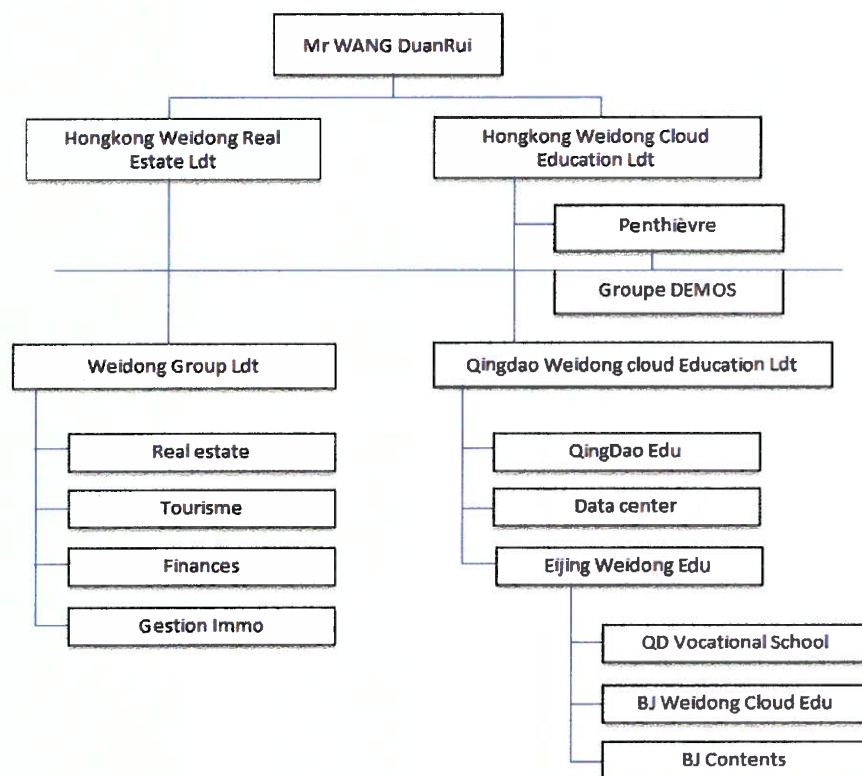
	CA		PROFIT		ACTIFS	
	Montants	%	Montants	%	Montants	%
Variation 2014/2013	- 51 624 657 €	-16,24%	- 43 412 328 €	-89,63%	212 360 274 €	22,06%
Variation 2015/2014	158 200 000 €	59,41%	30 961 643 €	63,93%	3 552 055 €	0,30%
Variation 2016/2015	15 598 630 €	3,68%	2 326 028 €	2,93%	76 791 781 €	6,49%

Le chiffre d'affaires a baissé en 2014 de 16,2% par rapport à 2013, puis est nettement reparti en 2015, avec une hausse de 59,4%, ce qui représente une très belle performance. Il est très possible que de nouvelles activités aient été développées au cours de cet exercice. Cette situation impacte également le profit du groupe, avec une hausse de 63,9% par rapport à 2014.

On constate que les prévisions 2016 prévoient une progression modérée des données, avec une augmentation d'environ 4% du CA et de 3% du profit.

Les actifs, quant à eux, augmentent peu, de 3 552 055 € en 2015 par rapport à 2014, contre une augmentation de 212 360 274€ en 2014 par rapport à 2013.

3.1.2. ORGANIGRAMME DES SOCIÉTÉS DU GROUPE



M. Wang DuanRui est le fondateur et directeur du groupe WEIDONG.

Le groupe est composé de deux activités principales : **la gestion d'actifs** avec la société Hongkong WEIDONG Real Estate, et **le secteur de l'éducation** avec la société Hongkong WEIDONG Cloud Education Ltd.

La société Hong Kong WEIDONG Cloud Education Group, Company Limited, société de droit hongkongais dont le siège social est situé Queen's RD Central, Hong-Kong, détient 100% du capital et des droits de vote de Penthièvre depuis le 13 janvier 2016, préalablement détenu par le FCPR Montefiore Investment II, représenté par la société de gestion Montefiore Investment.

WEIDONG, actionnaire de l'Initiateur, fait partie d'un groupe diversifié actif dans la formation en Chine, notamment l'apprentissage scolaire électronique, et souhaite développer ses activités hors de Chine.

WEIDONG permet à la Société DEMOS de trouver un partenaire stratégique pour renforcer son bilan et réorienter sa croissance.

3.1.3. LISTE DES SITES OÙ LES ACTIVITÉS SONT EXERCÉES, EFFECTIFS DE CES SITES, CA DÉVELOPPÉ ET RÉSULTATS 2015

Les infos RH concernant WEIDONG Cloud Education		
Département	Nombre	Ville
R & D	120	Pékin
Ressources & Contenus	67	Pékin
Data Center	38	Pékin
Sales & Services	33	Sur Toute la Chine
Backoffice	34	QingDao
Total	292	

Les effectifs sont les plus importants au pôle recherche et développement, avec plus de 41% du total des salariés.

Les trois départements principaux sont situés à Pékin. Ce sont la recherche développement, les ressources et contenus et le data center.

Le CA développé et les résultats 2015 par entité et par activité ne nous ont pas été communiqués. La raison qui nous a été fournie est que, la société n'étant pas cotée, elle n'a aucune obligation de communiquer ces données.

3.1.4. SOCIÉTÉS ÉVENTUELLEMENT DETENUES PAR LE GROUPE EN DEHORS DE LA CHINE, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT

Sur les documents dont nous disposons, il est indiqué que le holding est localisé à Hongkong. Il n'y aurait apparemment pas d'autres filiales à l'étranger.

3.2. LES ELEMENTS FINANCIERS

3.2.1. LES APPORTS RÉALISÉS PAR WEIDONG

3.2.1.1. Apports réalisés pour l'OPA

WEIDONG a effectué l'opération avec DEMOS au travers du rachat de la société PENTHIEVRE, qui appartenait à MONTEFIORE et avait pris des participations dans le groupe DEMOS, tant en actionnariat, avec 27,14% du capital, qu'en OCA, puisque PENTHIEVRE avait souscrit exclusivement aux obligations émises, ainsi qu'aux bons de souscriptions d'actions.

La répartition des actions, OCA, BSA et autres instruments financiers avant l'opération était la suivante:

	Capital		Droits de vote		OCA 2012	OCA 2014	BSA 1	BSA 2	BSA 3	BSA 2014	BSA AR	Actions gratuites	Stocks Options
	3 706 254	30,74%	7 396 620	41,74%			825 000	1 237 500	1 237 500	2 900 000	263 207	448 000	
Total famille WEMAERE PENTHIEVRE SAS	3 272 247	27,14%	4 544 464	25,64%	3 200 000	3 450 000	825 000	1 237 500	1 237 500	2 900 000	263 207	448 000	0
Sous-Total	6 978 501	57,89%	11 941 084	67,38%	3 200 000	3 450 000	825 000	1 237 500	1 237 500	2 900 000	263 207	448 000	0
Autres actionnaires	5 076 336	42,11%	5 780 733	32,62%			152 500	228 750	228 750	200 000	490 348	60 000	107 033
TOTAL	12 054 837	100,00%	17 721 817	100,00%	3 200 000	3 450 000	977 500	1 466 250	1 466 250	3 100 000	753 555	508 000	107 033

La société PENTHIEVRE a été rachetée pour un montant total de 15 916 165€, représenté par :

- l'achat du capital, de montant nominal de 5 400 000€, pour un montant net de 1 789 210 €,
- l'achat des OCA 2012, des OCA 2014 et des BSA pour un montant de 14 126 955€.

A l'issue du rachat de PENTHIEVRE, et de l'exercice de conversion des OCA, BSA et autres instruments en capital, la répartition du capital va offrir à PENTHIEVRE les trois quart des actions de la société DEMOS.

Le schéma de répartition de l'actionnariat sera le suivant :

	Capital		Droits de vote	
Total famille WEMAERE	3 706 254	10,17%	7 396 620	17,56%
PENTHIEVRE SAS	27 662 461	75,90%	28 934 678	68,71%
Sous-Total	31 368 715	86,07%	36 331 298	86,27%
Autres actionnaires	5 076 336	13,93%	5 780 733	13,73%
TOTAL	36 445 051	100,00%	42 112 031	100,00%

L'opération d'OPA en elle-même, consistera donc à proposer à l'ensemble des actionnaires de la société (hors famille WEMAERE), le rachat de leurs actions.

Le prix d'achat unitaire a été fixé à 0,41€ par action, à partir d'un cours de bourse qui avait chuté de moitié fin 2015, après la publication des résultats du 1^{er} semestre 2015.

Les actions de la famille WEMAERE, quant à elles, ne font pas partie de l'opération, puisqu'un pacte d'actionnaires a été signé entre cette dernière et WEIDONG.

Le rachat complémentaire qui aura lieu à l'occasion de l'OPA, dont on ne connaît pas encore le résultat, pourra donc entraîner pour le groupe WEIDONG un coût supplémentaire de :

Païement de 0,41 € par action achetée	
Nombre d'actions	5 076 336
Montant éventuel	2 081 297,76€

En définitive, la totalité de l'OPA pourra coûter pour WEIDONG :
15,9 + 2,1, soit 18 M€.

3.2.1.2. Remboursement des dettes du protocole bancaire

Le deuxième élément, et probablement **celui qui se révèle décisif pour l'exploitation**, tient dans le fait que, à l'occasion de l'opération envisagée, WEIDONG a apporté à DEMOS une somme de 16,5 M€, qui a permis de rembourser la totalité de la dette bancaire du groupe, en dehors de l'emprunt BPI (Banque Publique d'investissement) de 1,5 M€.

Cette opération est fondamentale, car elle permet une « remise à zéro » de la dette du groupe vis-à-vis des organismes bancaires, qui était devenue en 2015 un obstacle quasi insurmontable, eu égard aux échéances de remboursement fixées avec le pool bancaire dans le cadre de la renégociation des emprunts dans le protocole régularisé le 20 mai 2014.

DEMOS - Rééchelonnement de la dette dans le protocole du 20 mai 2014

	Montant Emprunts	Échéance 31/12/2016	Échéance 31/12/2017	Échéance 31/12/2018
Nouveau Crédit de 2012	9875	2100	2600	5175
Crédit réaménagé	6434	2100	2600	1734
TOTAL	16309	4200	5200	6909

Le rééchelonnement prévoyait en effet de rembourser 4,2 M€ en 2016, puis 5,2 M€ en 2017, et enfin 6,9 M€ en 2018, ce qui s'avérait quasiment impossible.

Le remboursement anticipé des dettes bancaires va permettre au groupe d'envisager son redéploiement **en bénéficiant du temps nécessaire**, ce qui est indispensable étant donné notamment les difficultés que connaît le secteur depuis 2015.

3.3. ORIENTATIONS DE L'ACTIVITE DANS LE FUTUR

3.3.1. LES COMPTES DE RÉSULTAT PRÉVISIONNELS

Voici, ci-dessous, une synthèse des éléments du business plan qui nous a été communiqué, et sur lequel, peut-on penser, le groupe WEIDONG s'est fondé pour concrétiser son opération de rachat.

P&L CONSOLIDE en K€	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'Affaires Formation	71 358	73 027	75 247	80 258
		2,3%	3,0%	6,7%
Activité Achat-revente	19 800	21 000	22 500	23 000
<i>Ecart Complément conso (non expliqué)</i>	2 912	2 912	2 912	2 912
Chiffre d'affaires TOTAL	94 070	96 940	100 659	106 170
Evolution en %		3,1%	3,8%	5,5%
Autres produits d'exploitation	3 384	3 696	3 592	3 604
Achats consommés	-64 650	-65 903	-68 317	-70 882
Charges de personnel	-31 341	-30 826	-29 760	-30 932
Autres charges d'exploitation	-871	-888	-920	-955
Total Charges Exploitation hors amort	-96 862	-97 617	-98 998	-102 769
<i>Evolution en %</i>		1%	1%	4%
EBITDA	592	3 019	5 253	7 005
Ratio EBITDA / CA	0,6%	3,1%	5,2%	6,6%
Résultat d'exploitation (EBIT)	-3 463	-1 011	1 263	3 005
Ratio EBIT / CA	-3,7%	-1,0%	1,3%	2,8%
Résultat financier	-1 964	-1 674	-1 862	-1 951
Résultat exceptionnel	-4 562	-1 160	-200	0
Impôt sur les résultats	-69	-100	-150	-200
Résultat net des entreprises intégrées	-10 058	-3 945	-949	854
Amortissement et dépréciation des écarts d'acquisition	-1 419	-1 255	-1 138	-840
Résultat net consolidé	-11 350	-5 200	-2 087	14
Intérêts minoritaires/ MeEquivalence	-1	0	0	0
Résultat net (part du Groupe)	-11 351	-5 200	-2 087	14
Ratio Résultat net / CA	-12,1%	-5,4%	-2,1%	0,0%

Les deux points marquants qui ressortent de ce prévisionnel sont les suivants :

- L'exploitation redevient profitable fin 2017,
- L'équilibre est atteint fin 2018.

(En rouge et en gras dans le tableau de la page précédente)

Dans le détail on peut commenter le prévisionnel de manière suivante :

- En matière d'activité, le groupe espère, après plusieurs années de baisse, un redémarrage de l'activité sur 2016, assez faiblement pour ce qui concerne la formation (+2,3%) et globalement de manière un peu plus prononcée (+3,1%).
2017 pourrait voir une progression légèrement plus importante, mais c'est surtout en 2018 que la nouvelle stratégie mise en place devrait commencer à porter ses fruits,
- Concernant les charges d'exploitation, hors charges non décaissées (amortissements et provisions), le groupe ne prévoit pas de baisse, ce qui veut dire que le périmètre ou les volumes actuels ne devraient pas être sensiblement modifiés. Il valide même une hausse des coûts, ce qui semble logique pour accompagner la hausse d'activité escomptée,
- L'EBITDA, malgré tout légèrement positif en 2015, progresse sensiblement,
- Le résultat d'exploitation est encore négatif en 2016, mais redeviendra positif en 2017,
- Grâce aux éléments suivants :
 - la baisse puis le maintien du résultat financier aux alentours de -2 M€, dont bénéficiera de manière indirecte le nouvel actionnaire au travers de la rémunération de ses avances de fonds,
 - l'arrêt en 2018 des pertes exceptionnelles (encore supérieures néanmoins à 1 M€ en 2016 et d'un montant de 200 K€ en 2017),

Le résultat net consolidé devrait atteindre l'équilibre à la fin de l'exercice 2018.



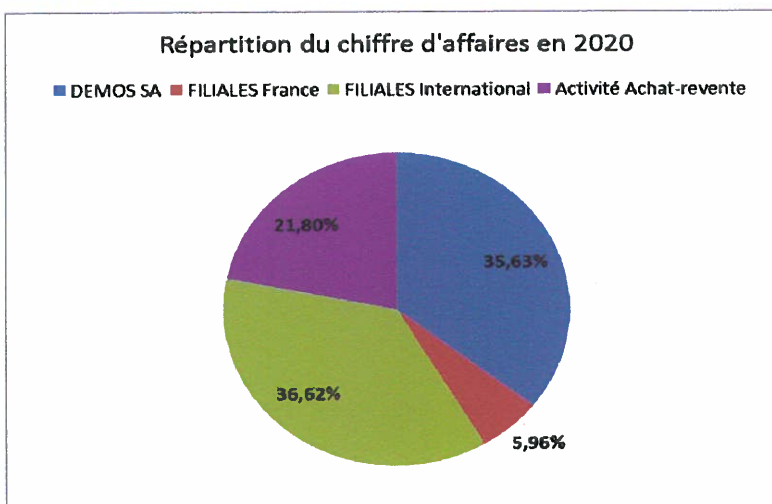
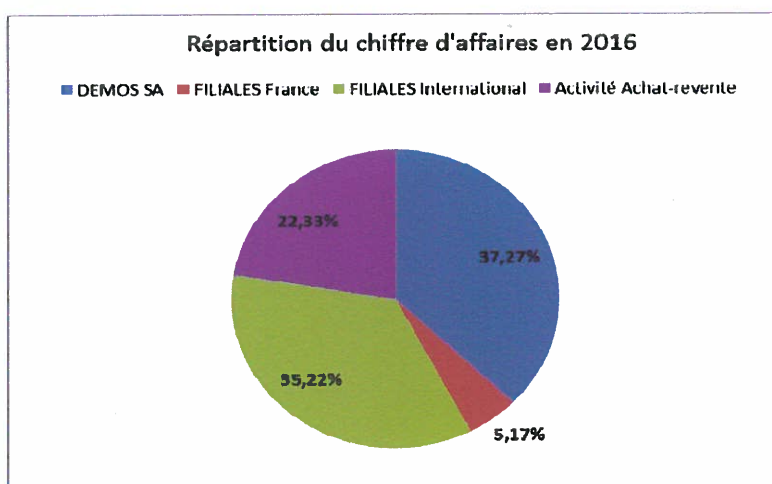
3.3.2. ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ

Chiffre d'affaires par société	2015	2016	Ecart	2017	Ecart	2018	Ecart	2019	Ecart	2020	Ecart
DEMOS SA	34 824	35 042	0,6%	35 280	0,7%	37 693	6,8%	39 638	5,2%	40 871	3,1%
FILIALES France	4787	4865	1,6%	5296	8,9%	5770	9,0%	6276	8,8%	6831	8,8%
Dont ECA	3562	3900	9,5%	4290	10,0%	4719	10,0%	5191	10,0%	5710	10,0%
REVUE ETUDES	419	249	-40,6%	249	0,0%	249	0,0%	249	0,0%	249	0,0%
AFRAMP	107	120	12,1%	120	0,0%	120	0,0%	120	0,0%	120	0,0%
France ACTION LOCALE	146	0	100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
AP FORM INTRA	553	637	15,2%	637	0,0%	682	7,1%	716	5,0%	751	4,9%
FILIALES International	31745	33121	4,3%	34671	4,7%	36795	6,1%	39297	6,8%	42003	6,9%
Dont Hemsley Fraser UK	17935	19008	6,0%	20149	6,0%	21357	6,0%	22852	7,0%	24452	7,0%
Hemsley Fraser US	4598	4957	7,8%	4957	0,0%	5353	8,0%	5781	8,0%	6244	8,0%
MOS	2594	2688	3,6%	2823	5,0%	2964	5,0%	3112	5,0%	3268	5,0%
STS	2212	2482	12,2%	2606	5,0%	2762	6,0%	2955	7,0%	3191	8,0%
DEMOS GmbH	2421	2460	1,6%	2583	5,0%	2713	5,0%	2848	5,0%	2991	5,0%
Global Estrategias Espagne	463	530	14,5%	557	5,1%	584	4,8%	614	5,1%	644	4,9%
Global Estrategias Portugal	535	600	12,1%	630	5,0%	662	5,1%	695	5,0%	729	4,9%
PRAGOEDUCA	310	337	8,7%	367	8,9%	400	9,0%	440	10,0%	484	10,0%
DEMOS HF Australie	603	58	-90,4%	0	-	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
DEMOS BEIJING	74	0	100,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
DEMOS Benelux	0	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTAL Chiffre d'Affaires Formation	71 358	73 027	2,3%	75 247	3,0%	80 258	6,7%	85 211	6,2%	89 704	5,3%
Activité Achat-revente	19 800	21 000	6,1%	22 500	7,1%	23 000	2,2%	23 600	2,6%	25 000	5,9%
<i>Ecart Complément conso (non expliqué)</i>	2 912	2 912	0,0%	2 912	0,0%	2 912	0,0%	2 912	0,0%	2 912	0,0%
Chiffre d'affaires TOTAL	94 070	96 940	3,1%	100 659	3,8%	106 170	5,5%	111 723	5,2%	117 616	5,3%

Nous pouvons analyser l'évolution prévisionnelle de l'activité de DEMOS à travers ses quatre composantes que sont : DEMOS SA, FILIALES France, FILIALES International et l'Activité Achat-revente.

3.3.2.1. Evolution d'ensemble

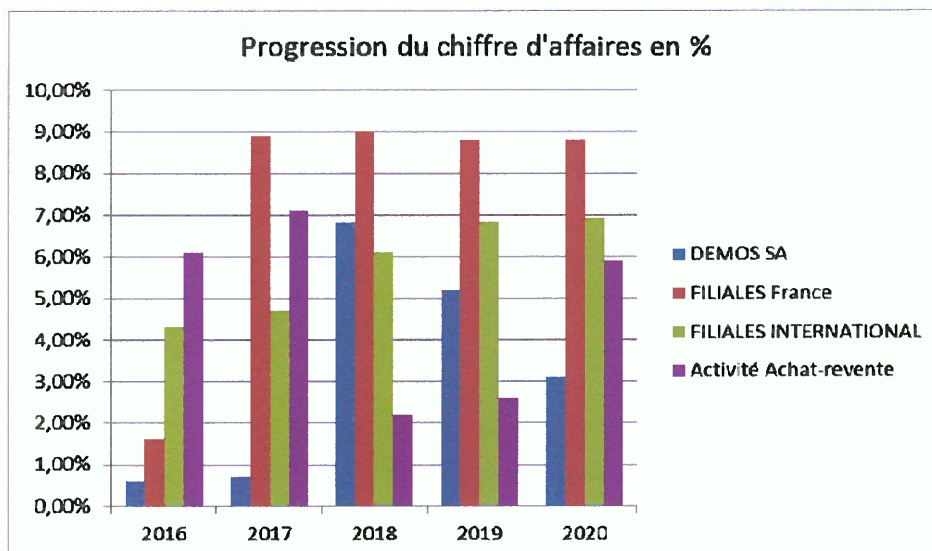
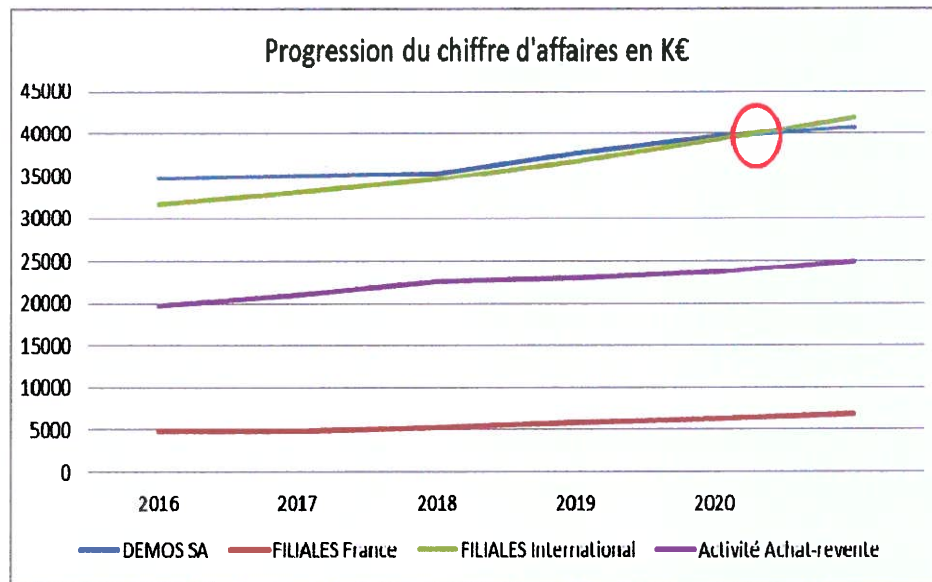
La répartition des activités du groupe devrait quelque peu évoluer entre 2016 et 2020.



La nouvelle répartition du chiffre d'affaires permet de dégager deux informations principales :

- Le poids des FILIALES International (36,62%) dans le chiffre d'affaires total devient supérieur à celui de DEMOS SA (35,63%) en 2020 ;
- Les FILIALES France occupent une place plus importante dans la composition totale du chiffre d'affaires en 2020 (5,96%) par rapport à 2016 (5,17%).

En termes de progression annuelle:



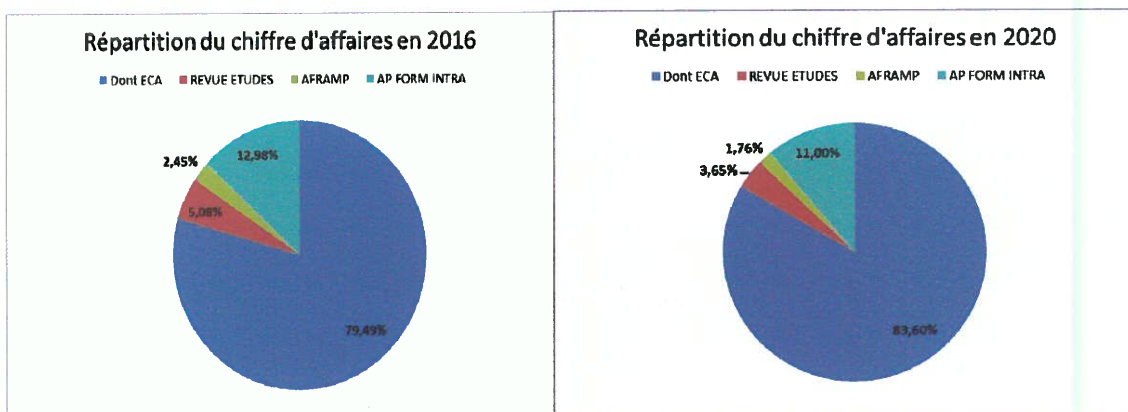
On remarque la prépondérance prise par l'activité des filiales internationales en 2020.

Bien qu'elles restent d'un faible poids par rapport à l'ensemble, ce sont par ailleurs les filiales françaises qui enregistrent les plus fortes progressions en pourcentage.

3.3.2.2. Analyse détaillée de l'évolution de chacune des composantes de l'activité du groupe

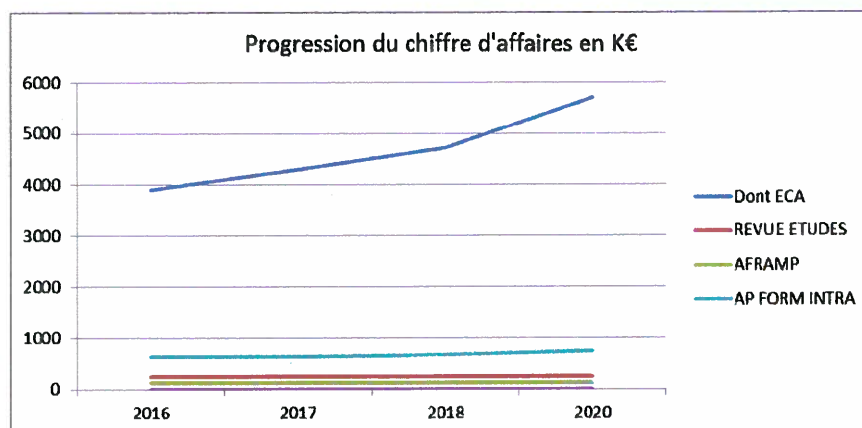
- **DEMOS SA** maintient une activité stable entre aujourd'hui et 2017. Les prévisions de croissance sont inférieures à 1 point par année. C'est à partir de 2018 qu'on pourra observer un net regain d'activité, notamment un pic de progression estimé à 6,8 points entre 2017 et 2018.
- **Les FILIALES France** développent fortement leur activité dès 2017, année qui devrait voir un taux de croissance par rapport à 2016 de presque 9% (8,9%). Jusqu'en 2020, une hausse soutenue avec des taux similaires est envisagée.

Il faut noter que c'est essentiellement ECA qui va porter cette progression d'activité.



La part occupée par ECA dans la répartition du chiffre d'affaires des FILIALES France en 2020 fait un bond de plus de 4%, passant de 79,49% à 83,60%. Cela est dû au fait que son activité progresse de 10% par an alors que les autres activités stagnent ou diminuent. Ainsi, son chiffre d'affaires en 2020 devrait s'élever à 5 710 K€, contre 3 900 K€ en 2016, ce qui représente une progression de plus de 46% en 4 ans.

DEMOS S.A. - Comptes Annuels 2014



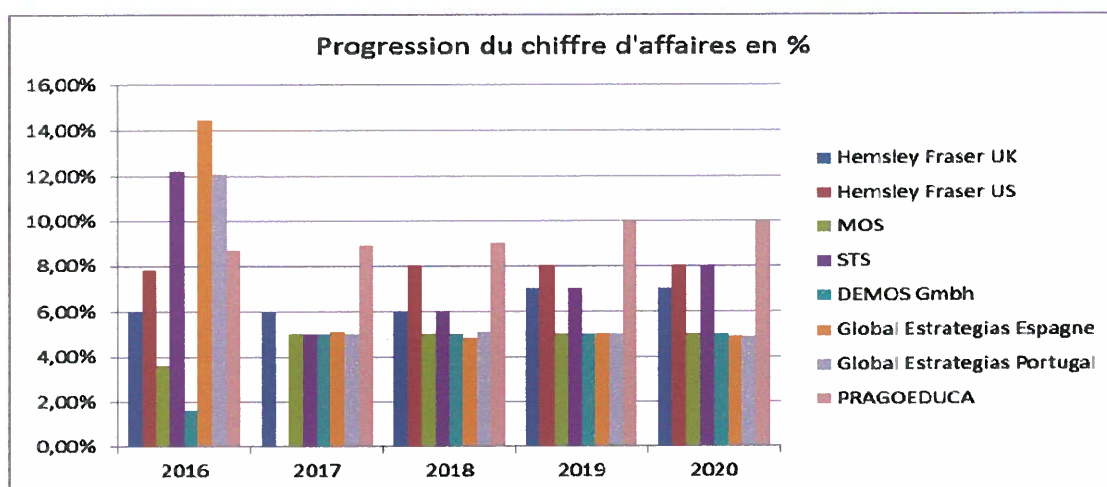
AP FORM INTRA croît plus modérément, passant de 637 K€ de chiffre d'affaires calculé pour 2016 à 751 K€ annoncé en 2020, soit une hausse proche de 18% en 4 ans.

Les activités REVUES ETUDES et AFRAMP sont maintenues, mais aucune évolution n'est prévue durant la période 2016-2020.

- **Le poste FILIALES International** est en constante progression entre 2016 et 2020.

En 2016, leur taux de croissance est estimé 4,3%, et il faut noter que c'est essentiellement la hausse de cette branche qui devrait participer à la progression globale du chiffre d'affaires formation du groupe sur cet exercice (+2,3% par rapport à 2015).

Sur 2020, leur taux de croissance est estimé à 6,9%, et le chiffre d'affaires généré par les filiales internationales, 42 M€, devient supérieur à celui généré par DEMOS SA (40,9 M€).



La croissance s'invite dans la plupart des filiales internationales. On peut néanmoins souligner une augmentation d'activité très significative en volume pour ce qui concerne Hemsley Fraser UK, avec 24 452 K€ prévus pour 2020 contre 19 008 K€ en 2016, soit une progression de près de 5 500 K€ en 4 ans (+ 28%).

Les autres filiales internationales voient aussi globalement une forte progression de leur chiffre d'affaires. Toutes les filiales progressent sauf 3 : le Benelux, la Chine et l'Australie.

Nous connaissons les raisons pour ce qui concerne le Benelux.

Pour la Chine et l'Australie, nous n'avons pas d'explications, mais on peut penser que des transferts d'activité vers la Chine auront lieu, avec une exploitation directe de ces pays à partir de cette dernière. Il faudra examiner les conditions dans lesquelles DEMOS en tirera les fruits.

- **L'activité Achat-revente** enregistrerait quant à elle une croissance discontinue. Alors que les taux de progression sont élevés en 2016 et 2017 (respectivement 6,1% et 7,1%), la hausse ralentit entre 2018 et 2019 (2,2% en 2018 et 2,6% en 2019). Toutefois, dès 2020 l'activité repart avec une augmentation de 5,9 %.

3.3.3. APPRÉCIATION DE LA PLAUSIBILITÉ DES PRÉVISIONS DU BUSINESS PLAN

Les chiffres prévisionnels qui figurent dans le business plan ont par principe été établis sans intégrer les conséquences d'un éventuel rapprochement avec le groupe WEIDONG.

Malgré une certaine prudence (puisque le retour à l'équilibre n'est prévu qu'à partir de 2018), ils font apparaître une inversion de la tendance, tant au niveau du volume d'activité qu'au niveau du résultat d'exploitation.

Nous nous sommes en conséquence efforcés, à la faveur des entretiens que nous avons eus avec les principaux responsables de l'entreprise, d'en évaluer la plausibilité.

3.3.3.1. Au niveau du volume d'activité :

▪ Eléments conjoncturels :

- On peut raisonnablement penser que les responsables RH auront dès lors intégré les dispositions de la réforme de la formation professionnelle et que les demandes différées seront réactivées.
- On peut par ailleurs espérer que les événements tragiques de novembre dernier, qui se sont concrétisés par un certain nombre d'annulations, ne se reproduiront pas.

▪ Aménagement de l'offre

- L'accent sera mis sur le digital, à la fois objet et moyen des formations. Il s'agit notamment d'accompagner les entreprises françaises, passablement en retard, dans l'acculturation du digital.

Toutefois, toutes les personnes que nous avons rencontrées sont formelles quant au maintien de la formation présentielle en parallèle de la formation digitale. Il est par ailleurs prévu, grâce au digital, de développer une nouvelle chaîne pédagogique qui permettra de suivre les stagiaires après leur formation et potentiellement de leur proposer des modules complémentaires de formation en ligne.

- Un des autres éléments qui est revenu lors de nos différents entretiens est la volonté de développer des partenariats avec les universités et les grandes écoles afin de rendre les modules de formations diplômants ou qualifiants et ainsi se démarquer de la concurrence et obtenir les accords de financement par les organismes paritaires. Il s'agit d'un des axes principaux de développement de DEMOS, car le catalogue de formation, aujourd'hui, ne

répond pas aux nouvelles règles imposées par la réforme de la formation professionnelle, ce qui a par conséquent un fort impact sur le chiffre d'affaires. Ce système permettra à DEMOS de proposer via les universités et grandes écoles des blocs de formation pouvant être financés dans le cadre du Compte Personnel de Formation, dans l'attente de l'inscription des modules soit au Registre National de la Certification Professionnelle (RNCP), soit à l'inventaire.

- Développer l'offre de logiciel plus rapidement et proposer des mises à jour ultérieurement afin de ne pas être toujours en retard sur le marché.

Nouveaux moyens déployés :

- Installation dans les nouveaux locaux de la grande arche de la Défense,
- Evaluation dématérialisée des formations par les stagiaires via le Net Promoter Score (NPS) afin de gagner en réactivité quant à la qualité des formations dispensées,
- Déploiement de la nouvelle organisation commerciale via le projet Symphonie.

Poursuite de la progression de « l'outsourcing »

Dynamisation du commercial

- Embauche dans un premier temps de commerciaux sédentaires.
- Finalisation du maillage entre les différents intervenants dans la démarche commerciale.

3.3.3.2. Au niveau de la rentabilité

Différentes dispositions ont été arrêtées en vue de dégager des gains de productivité :

- optimisation du remplissage des salles (minimum 4 personnes) afin de dégager une marge,
- standardisation de l'offre intra afin de consacrer moins de ressources à l'élaboration de l'offre et d'être plus réactif quant aux réponses aux demandes des clients,
- ne pas proposer des stages ayant des thématiques trop proches.

En conclusion, à condition que les impératifs de refinancement soient assurés (ce qui devrait découler de l'OPA), les perspectives qui se dégagent du business plan, compte tenu des orientations choisies et des dispositions prises, nous paraissent plausibles.

3.3.4. APPORTS POTENTIELS DU RAPPROCHEMENT AVEC LE GROUPE WEIDONG

- **L'OPA comporte un véritable projet industriel**

Contrairement à Montefiore, le Groupe WEIDONG n'est pas un groupe financier, mais un groupe qui connaît en partie le secteur de la formation via sa filiale WEIDONG Cloud Education qui officie sur le secteur de la formation initiale. Il ne recherche donc pas uniquement un retour sur investissement, mais souhaite avant tout bénéficier de l'expérience du Groupe DEMOS sur le marché de la formation professionnelle afin de compléter son activité actuelle.

Il a par ailleurs des ambitions internationales, et les filiales de DEMOS pourraient en l'occurrence constituer une excellente base de lancement.

Il apparaît donc que le Groupe WEIDONG vise à créer une véritable synergie avec DEMOS, ce qui est rassurant quant à la pérennité des activités de cette dernière.

Il est à cet égard symptomatique de noter que les collaborateurs commerciaux Chinois se présentent d'ores et déjà avec des cartes de visites DEMOS. Cela représente un symbole très fort puisque la marque DEMOS va être utilisée pour la promotion de la formation professionnelle sur le marché Chinois.

- **En contrepartie, le Groupe DEMOS va pouvoir bénéficier de l'expertise digitale du Groupe WEIDONG, afin de pleinement réussir sa transformation numérique tout en conservant son savoir-faire historique de formation de type « présentiel ». DEMOS va également bénéficier de la plateforme du Groupe WEIDONG (comportant 5000 serveurs) et n'aura donc pas à déployer des investissements lourds nécessaires pour développer son propre outil. Il est d'ores et déjà prévu de déployer MOS sur cette plateforme.**

C'est donc une réelle opportunité de développement tant sur le marché mondial (et spécifiquement la Chine), que pour accélérer la digitalisation de son offre de formation.

En effet, il aurait été mission impossible pour DEMOS d'aller s'implanter sur le marché Chinois sans la création d'un partenariat. Aujourd'hui, cette barrière a été levée et cela va permettre au Groupe DEMOS de se développer sur ce marché qui représente un peu plus de 800 millions d'actifs.

- **Il semble donc que le rapprochement des deux groupes, tel qu'il nous a été présenté, ait les caractéristiques d'un accord gagnant/gagnant.**

Contrairement à ce que l'on peut craindre dans ce genre d'opération, il paraît en effet peu probable que l'acquéreur veuille exporter en France ses propres techniques. Par ailleurs, la volonté affichée de développer, dans l'intérêt réciproque, la coopération conceptuelle tend à minimiser l'hypothèse d'une démarche de sa part de simple captation de savoir-faire.

3.4. EVOLUTION DES EFFECTIFS

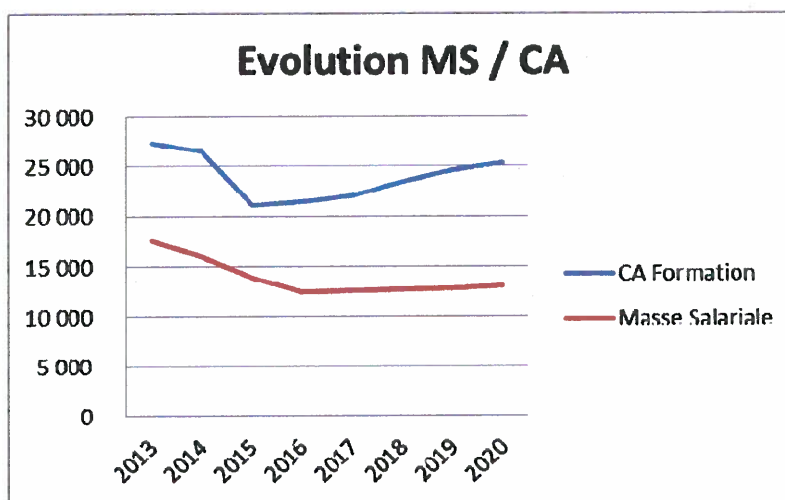
Notre analyse de l'évolution des effectifs suite à l'OPA s'est effectuée sur la base du business plan 2016 – 2020.

Les éléments mis à notre disposition ne nous ont pas permis d'effectuer une analyse approfondie, mais nous sommes néanmoins en mesure de dégager une tendance pour les prochaines années.

Evolution de la masse salariale de DEMOS :

En K€	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CA Formation	27 407	26 503	21 134	21 453	22 063	23 502	24 646	25 320
Masse Salariale	17 496	15 976	13 839	12 453	12 552	12 653	12 779	13 035
ratio MS/CA	64%	60%	65%	58%	57%	54%	52%	51%

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20
CA Formation	-3,3%	-20,3%	1,5%	2,8%	6,5%	4,9%	2,7%
Masse Salariale	-8,7%	-13,4%	-10,0%	0,8%	0,8%	1,0%	2,0%



Le premier point qui apparait est la forte baisse de la masse salariale : -1,4 M€ entre 2015 et 2016. Nous avons obtenu de la direction les éléments suivants qui expliquent cette variation :

- IPI : - 0,3 M€ suite à la perte du contrat de la Communauté Européenne,
- baisse de 0,2 M€ liée aux refacturations aux filiales,
- une pénalité URSSAF en 2015 de 0,2 M€ qui ne sera pas récurrente en 2016,
- baisse du poste rémunérations (Bruts + variables) de 0,7 M€ liée à des départs survenus en 2015 et qui ne feront pas l'objet de remplacements en 2016.

Ces événements s'étant produits au cours de l'exercice 2015, il est donc logique que la masse salariale 2016 n'en soit pas affectée et qu'en conséquence elle diminue.

Pour les exercices 2017 à 2020, la masse salariale restera pratiquement stable, en faisant apparaître des progressions de 0,8% en 2017 et 2018, puis de 1% en 2019 et enfin de 2% en 2020. Cela représentera en valeur une hausse de la masse salariale de 550 K€ entre 2016 et 2020.

Par ailleurs, on constate que le poids de la masse salariale sur le chiffre d'affaires est appelé à continuellement diminuer entre 2015 et 2020 passant de 65% à 51%. Ceci est dû au différentiel de progression entre la masse salariale et le chiffre d'affaires sur la période 2016 – 2020.

Evolution des charges de personnel du Groupe :

	2015	2016	2017	2018
CA Formation	71 358	73 027	75 247	80 258
Charges Personnel	31 341	30 826	29 760	30 932
Ratio Charges/CA	44%	42%	40%	39%

	15/16	16/17	17/18
CA	2,3%	3,0%	6,7%
Charges Personnel	-1,6%	-3,5%	3,9%

Pour l'ensemble du Groupe DEMOS, nous constatons une baisse prévisionnelle des charges de personnel sur les exercices 2016 et 2017, respectivement -1,6% et -3,5%, alors qu'il est prévu sur la même période une hausse du chiffre d'affaires de 2,3% et 3%.

Toutefois, en 2018, les charges de personnel seraient en hausse de 3,9% et atteindraient un niveau légèrement supérieur à celui de 2016 (+100 K€).

Le poids relatif des charges de personnel ne cesserait pas de diminuer et atteindrait 39% en 2018 contre 44% en 2015.

Globalement il apparaît qu'aussi bien pour DEMOS SA que pour le Groupe, il n'est apparemment pas envisagé de diminution des effectifs dans les années qui viennent. Seule la filiale DEMOS Benelux va connaître une adaptation de ses effectifs, car les contrats importants avec la commission Européenne, renouvelables tous les 4 ans, n'ont pas été reconduits fin 2015, ce qui a eu un impact direct sur l'activité de la filiale.

Nous avons obtenu en complément de la part de la direction d'autres éléments relatifs à l'emploi pour DEMOS SA :

- pas de modification sur la proportion CDD/CDI, la direction souhaitant toujours favoriser l'emploi en CDI de ses collaborateurs,
- au niveau de la localisation de l'emploi, il n'est pas prévu d'autres modifications, si ce n'est le déménagement des équipes parisiennes vers la Grande Arche de la Défense,
- les autres sites français ne connaîtront pas non plus de modifications, car malgré l'accent mis sur l'orientation vers le digital de l'offre de formation DEMOS va continuer à proposer des formations présentiels, qui font partie des points forts de l'entreprise,
- Il n'est pas envisagé de politique de rémunération pour l'exercice 2016, eu égard aux résultats de 2015. Par contre rien n'est encore acté définitivement pour les exercices suivants, mais la Direction réfléchit à la mise en place de produits incitatifs en direction des salariés.

SECTION 4
SYNTHESE

Rappel

La note d'information qui a été présentée aux élus décrit un processus financier ; or une OPA est toujours préoccupante et rarement sans conséquences (positives ou négatives) pour l'entreprise qui en fait l'objet

Notre mission a consisté en conséquence à recueillir, interpréter et mettre en forme les éléments qui permettront aux intéressés d'émettre un avis documenté sur le processus qui leur est soumis.

Au-delà des aspects techniques et réglementaires, il importe donc d'identifier :

- l'objet de l'opération,
- les risques et opportunités,
- les conséquences, notamment pour la pérennité de DEMOS et pour le personnel.

Contexte de Demos au moment de l'OPA

- A l'occasion de notre mission d'examen des comptes annuels 2014 et prévisionnels 2015, nous avons mis en évidence trois principales nécessités :
 - l'urgence vitale de trouver de nouveaux financements, et, à cet égard, WEIDONG Cloud Education se présente en « sauveur »,
 - le besoin impérieux de s'adapter à l'évolution du marché de la formation professionnelle,
 - la nécessité de dynamiser l'action commerciale, en particulier de sortir de la simple logique de VPC.

- Depuis, la situation s'est encore détériorée. Les effets induits par la réforme de la formation professionnelle, amplifiés par les conséquences des attentats de novembre 2015 ont eu raison des résultats 2015 qui ont chuté en moyenne de 17% par rapport à 2014 (-11 351 K€ en consolidé en 2015 contre -9 682 K€ en 2014).

La situation de DEMOS, déjà difficile, est soudainement devenue critique.

Il était donc vital que la direction de DEMOS trouve une nouvelle source de financement qui lui permette d'avoir le temps d'effectuer les transformations nécessaires pour relancer son activité dans un contexte toujours difficile.

A supposer que cette hypothèque soit levée, les réflexions des dirigeants actuels les ont par ailleurs amenés à préciser la stratégie de l'entreprise et à infléchir la politique commerciale en mettant notamment l'accent sur la rentabilité (en durcissant par exemple les conditions d'ouverture des stages) plutôt que sur le seul développement de l'activité.

4 axes ont été retenus:

- réussir le virage digital,
- renforcer la présence internationale du groupe,
- développer les partenariats (à développer, en approfondissant la problématique des certifications),
- restaurer la rentabilité.



Caractère de l'OPA

- **L'analyse de l'historique des relations et des potentiels des deux partenaires nous amène à considérer qu'il ne s'agit pas, le la part de l'acquéreur, d'un simple investissement financier, mais que ce dernier a l'ambition de construire un véritable projet industriel.**

Les données chiffrées qui ressortent de l'examen du Business Plan font ressortir dans cet ordre d'idée que DEMOS devrait encore rester déficitaire au cours des prochaines années, puisque l'exploitation ne redeviendra positive que sur l'exercice 2017, et que le groupe n'atteindra l'équilibre que sur l'exercice 2018.

Du fait en complément du remboursement immédiat de la totalité des dettes bancaires, dont les échéances ne pouvaient plus être tenues, on peut raisonnablement penser que la stratégie mise en place à l'occasion du rachat a intégré la variable temps nécessaire à la mise en place d'un redressement pérenne de la société.

En l'occurrence, l'acquisition du groupe DEMOS permettrait de :

- constituer un groupe de taille internationale en « annexant » les filiales du groupe DEMOS,
- compléter son savoir-faire en matière d'élaboration de logiciels d'enseignement digital, en intégrant notamment le joyau du groupe en la matière (MOS),
- et surtout, acquérir la compétence relative à la formation professionnelle et à la formation continue (le groupe WEIDONG Cloud Education œuvrant uniquement dans le domaine de la formation initiale).

Cette compétence se décline en :

- une démarche de prospection spécifique visant principalement les entreprises,
- une pédagogie adaptée à une population différente de celle de la formation initiale,
- un contenu distinct de celui de cette dernière. A noter à cet égard que le catalogue de Demos contient pour une bonne part des formations de développement personnel et de techniques de management. Ces matières ne répondent-elles pas à un besoin nouveau émergent en Chine ?

WEIDONG Cloud Education trouve donc apparemment un avantage opérationnel dans ce projet, ce qui laisse présager qu'il aura à cœur, sous certaines conditions, d'assurer, contrairement à un investisseur financier, la pérennité de l'entreprise.

Du fait des pertes financières successives de ces quatre dernières années, la trésorerie immédiate devenait un réel problème pour DEMOS, et au moment de l'arrivée de WEIDONG Group, un retard important de paiements pour les fournisseurs, et notamment pour les formateurs était un souci crucial, pour la poursuite de l'activité et compromettait la relation de confiance entre les

formateurs/experts et DEMOS, et donc un risque majeur de la qualité des prestations de DEMOS.

WEIDONG a décidé d'apporter 5 millions d'euros complémentaires à travers PENTHIEVRE pour le financement du besoin de trésorerie de DEMOS et également une lettre de confort pour assurer la continuité d'exploitation de DEMOS.

- En contrepartie, l'arrivée du groupe chinois,
 - permettra, par ses apports, de reconstituer le capital de l'entreprise,
 - répondra à court terme au besoin en fonds de roulement,
 - restaurera la crédibilité auprès des organismes bancaires,
 - fournira une assise financière plus importante,
 - et permettra à DEMOS d'accéder à une puissante plateforme numérique

On peut affirmer brutalement, aucun autre partenaire ne s'étant proposé, que DEMOS n'a pas le choix.

Par ailleurs, si l'on prend en compte l'implantation, la structure internationale du Groupe DEMOS ainsi que sa notoriété en France, nous pensons devoir exclure, car ce ne serait pas leur intérêt, l'éventualité que les acquéreurs aient l'intention de se comporter en purs prédateurs, c'est-à-dire de recueillir les technologies dont ils ont besoin, sans volonté de développer l'entreprise dont ils ont pris le contrôle.

- En l'occurrence, bien que cela reste encore à démontrer, on peut également attendre du rapprochement des deux groupes le développement d'une synergie entre les deux partenaires, notamment en matière d'enseignement digital.

Points de vigilance

- Comme dans toute prise de contrôle par un groupe étranger, outre la délocalisation des centres de décision, il est toujours à craindre que le nouveau propriétaire veuille imposer ses propres méthodes sans tenir compte de la spécificité des mentalités et du marché local et fixe des objectifs artificiels et inatteignables.
Seule la pratique des relations entre partenaires permettra d'apporter réponse à cette interrogation. On peut néanmoins espérer que le Directeur Général actuel sera en mesure de constituer le lien entre deux cultures différentes.
- L'intérêt affirmé pour le E-learning pourrait par ailleurs laisser craindre un certain désintérêt pour ce qui a jusqu'à maintenant constitué le fonds de commerce de DEMOS, à savoir d'une

part le présentiel et d'autre part la prospection par catalogue. Il ne nous a pas paru, à travers nos entretiens, que le Direction envisageait de renoncer à ces fondamentaux.

Il conviendra en l'occurrence, pour les dirigeants de DEMOS, de mettre en évidence auprès du groupe WEIDONG l'opportunité d'une approche multiforme et complémentaire.

- Des modifications tant dans la structure du groupe que dans sa localisation (notamment au niveau des agences) sont par ailleurs possibles.

En particulier, il est courant qu'à l'issue d'une période d'analyse et d'observation, les actionnaires majoritaires décident de se séparer des activités qu'ils considèrent comme insuffisamment rentables. Dans l'immédiat, mais cela ne présage pas de l'avenir, les dirigeants actuels de DEMOS n'envisagent pas apparemment de modification.

Conséquences pour le personnel

Il est par définition trop tôt pour émettre des hypothèses en la matière et de surcroît le business plan ne laisse présager aucune évolution apparente. Les points que nous évoquons ci-après ne constituent donc en aucun cas des prévisions et n'ont comme seule ambition que d'évoquer des possibilités éventuelles.

La Direction a, à juste titre, mis en évidence les opportunités de mobilité de carrière internationales découlant du rapprochement entre les deux groupes. Cela appelle toutefois deux remarques :

- il faut, pour en profiter, avoir des compétences linguistiques que beaucoup n'ont probablement pas. A défaut de pouvoir les acquérir, on devra peut-être avoir recours à des embauches externes.
- ladite mobilité peut jouer dans les deux sens, et il ne serait pas dès lors impensable que le groupe dirigeant « exporte » un certain nombre de responsables. Ce n'est toutefois pas envisagé dans l'immédiat.

Par ailleurs, en cas de changement radical de stratégie, certains postes pourraient subir des changements et, en contrepartie, d'autres pourraient être créés (notamment dans le domaine du E-learning). Là encore, il ne semble pas que cela soit à l'ordre du jour. La seule évolution notable qui nous a été signalée concerne le renforcement de l'équipe des commerciaux sédentaires.

Les conditions de la réussite semblent remplies

Le « sauvetage » du groupe Demos étant assuré, la pérennité de l'entreprise repose sur la stratégie qui sera mise en œuvre.

Or, à travers les entretiens avec les principaux responsables de l'entreprise, nous avons acquis la conviction qu'ils entendaient utiliser les opportunités offertes par le rapprochement avec le groupe WEIDONG et qu'ils partageaient, au-delà des prévisions prudentes du business plan (qui n'intègre pas les nouvelles possibilités), le même projet ambitieux.