

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS ET LES BSA DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR LA SOCIETE PENTHIEVRE SAS

PRESENTEE PAR



PROJET DE NOTE D'INFORMATION EN REPONSE



Le présent projet de note d'information en réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 3 juillet 2017, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF

LE PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE 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 ADVISOREM, représenté par M. Eric Le Fichoux, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Conformément aux dispositions de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Penthievre demandera à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de la clôture de l'offre publique de retrait. Les actions et les bons de souscriptions d'actions de la société Demos qui n'auront pas été apportés à l'offre publique de retrait seront transférés à Penthievre, moyennant une indemnisation nette de tous frais égale au prix de l'offre publique de retrait, soit une indemnisation respectivement de 0,70 euro par action et d'1 euro par lot de bons de souscriptions d'actions.

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

Demos

1 Parvis de la Défense
92000 Nanterre

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 de retrait. 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
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	6
	3.1 Administrateurs ayant participé à la réunion	6
	3.2 Décisions du Conseil du 29 juin 2017	6
4.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DEMOS	10
5.	OBSERVATIONS EVENTUELLES DU COMITE D'ENTREPRISE	10
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	10
	6.1 Pacte d'actionnaires	10
	6.2 Accords portant sur les actions gratuites de la Société	12
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	13
	7.1. Structure et répartition du capital de la Société	13
	7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions	14
	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	15
	7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	15
	7.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	15
	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	15
	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	15
	7.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	15
	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	17
	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	17
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	17
10.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	18

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Penthievre, société par actions simplifiée à associé unique au capital de 5.400.100 euros, dont le siège social est situé au 1 Parvis de la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 753 919 497 (ci-après l'« **Initiateur** » ou « **Penthievre** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires et aux bénéficiaires de bons de souscription d'actions de la société Demos, société anonyme au capital de 14.165.749 euros, dont le siège social est situé au 1 Parvis de la Défense, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 722 030 277 (ci-après « **Demos** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010474130 et le mnémonique ALDMO, et dont les bons de souscriptions d'actions ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, d'acquérir, dans le cadre de la présente offre publique de retrait (ci-après l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « **Retrait Obligatoire** »), dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») :

- i) la totalité des actions de la Société non encore détenues par le Concert (tel que ce terme est défini ci-après), à l'exception des 178.000 actions gratuites en période de conservation¹, soit un nombre maximum de 1.339.811 actions représentant 1.920.744 droits de vote, soit 2,36% du capital et 2,99% des droits de vote de la Société², au prix de 0,70 euro par action (le « **Prix de l'Offre par Action** ») payable exclusivement en numéraire ;
- i) la totalité des bons de souscriptions d'actions émis par la Société en 2013³ (les « **BSA 2013** ») non encore détenus par Penthievre, soit un nombre maximum de 610.000 BSA 2013, au prix de 1 euro par lot⁴ de BSA (le « **Prix de l'Offre par lot de BSA** ») payable exclusivement en numéraire.

Penthievre est une société holding de droit français dont le capital est entièrement détenu à la date des présentes par 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, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Hong-Kong sous le numéro RMS 1804-5 299 QRC 287-299 (ci-après « **Weidong** »), contrôlée par le groupe Weidong Cloud Education, lui-même contrôlé par Monsieur Duanrui Wang, et dont la participation dans le capital de la Société constitue son principal actif. Penthievre, Weidong et la famille Wemaëre⁵ (ci-après la « **Famille Wemaëre** ») ont conclu le 13 janvier 2016 un pacte d'actionnaires (ci-après le « **Pacte** ») constitutif d'une action de concert entre eux vis-à-vis de la Société (ci-après le « **Concert** »).

¹ En ce compris les 60.000 actions gratuites acquises le 9 juillet 2017.

² Sur la base d'un capital composé de 56.662.996 actions représentant 64.222.400 droits de vote, en ce compris les 60.000 actions gratuites acquises le 9 juillet 2017.

³ Le détail des BSA 2013 est décrit au paragraphe 7.1.1.

⁴ Les BSA 2013 sont répartis en 17 lots détenus par 17 porteurs, le détail étant décrit au paragraphe 7.1.1.

⁵ Le détail de la participation des membres de la Famille Wemaëre est décrit au paragraphe 7.1.2.

Le Concert détient à la date des présentes 55.145.185 actions représentant 62.123.656 droits de vote, soit 97,32% du capital et 96,73% des droits de vote de la Société⁶. Le détail de la participation des membres du Concert est décrit au paragraphe 7.1.2.

La Famille Wemaëre a consenti à ne pas apporter ses actions à l'Offre. Il est précisé que Penthievre est seule responsable du financement de l'Offre.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire :

- i) les actions non encore détenues par le Concert qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à Penthievre moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre par Action, soit 0,70 euro par action, nette de tous frais ; et
- ii) les BSA 2013 non encore détenus par le Concert qui n'auraient pas été apportés à l'Offre Publique de Retrait, seront transférés à Penthievre moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre par lot de BSA, soit 1 euro par lot de BSA, nette de tous frais.

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 est une offre publique volontaire qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

Il est rappelé que Weidong a acquis l'intégralité du capital de l'Initiateur le 13 janvier 2016 auprès du fonds FCPR Montefiore Investment II, représenté par la société de gestion Montefiore (ci-après l'« **Acquisition** »). La signature le 13 janvier 2016 du Pacte constitutif d'une action de concert entre Penthievre et la Famille Wemaëre a entraîné l'obligation faite au Concert de déposer une offre publique en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, en raison du franchissement en hausse par le Concert des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société (cf D&I 216C0154 du 15 janvier 2016) (ci-après l'« **Offre Publique d'Achat Obligatoire** »).

L'Offre Publique d'Achat Obligatoire déposée par l'Initiateur a été déclarée conforme par l'AMF le 15 juin 2016 (cf D&I 216C1401 du 16 juin 2016). A l'issue de l'offre, le Concert détenait 86,38% du capital et 88,11% des droits de vote de la Société ainsi que la totalité des obligations convertibles et des bons de souscriptions émis par la Société, à l'exception de 610.000 BSA 2013 (cf D&I 216C1602).

Conformément à ce qui a été annoncé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Obligatoire, la Société a réalisé le 20 septembre 2016 une augmentation de capital d'un montant total de 21,5 millions d'euros au prix de 0,57 euro par action au profit de l'Initiateur (ci-après l'« **Augmentation de Capital** »). L'Augmentation de Capital a été intégralement libérée par compensation des créances détenues par Penthievre à l'égard de Demos. Suite à cette opération, le Concert a franchi en hausse, le 20 septembre

⁶ Il est précisé que suite à la conversion hypothétique des 610.000 BSA 2013 en 621.590 actions nouvelles, le Concert détiendrait 96,02% du capital et 95,89% des droits de vote de la Société. Il est rappelé que cette conversion est hypothétique, ces BSA étant hors de la monnaie.

2016, les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société et détenait 96,68% du capital et 96,43% des droits de vote de la Société (cf D&I 216C2264).

Le 22 mars 2017, Penthievre a procédé à la conversion de l'ensemble des obligations convertibles en actions entraînant l'émission de 6.710.800 actions ordinaires de la Société.

Penthievre, de concert avec la Famille Wemaëre, a annoncé son intention de déposer le présent projet d'offre volontaire le 20 juin 2017 (cf D&I 217C1277 du 20 juin 2017).

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration de la société Demos, se sont réunis en Conseil, le 29 juin 2017, pour examiner le projet d'offre publique de retrait (suivi d'un retrait obligatoire) initiée par Penthievre et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'offre, et notamment le caractère équitable du prix fixé à 0,70 € par action et à 1 € par lot de BSA 2013, au regard d'une part, du rapport du cabinet ADVISOREM, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 231-19-4° du règlement général de l'AMF, et d'autre part, de l'évaluation des titres Demos faite par la société Portzamparc.

3.1 Administrateurs ayant participé à la réunion

Les administrateurs ayant participé à cette réunion sont les suivants :

- ◆ Monsieur Jean WEMAERE, Président du Conseil d'Administration,
- ◆ Madame Geneviève WEMAERE, Administrateur,
- ◆ Monsieur Dai SHEN, Administrateur et Directeur Général,
- ◆ Monsieur Kim Sen LIW, Administrateur,
- ◆ Monsieur François WEMAERE, Administrateur.

3.2 Décisions du Conseil du 29 juin 2017

« Présentation de l'offre »

La société Penthievre contrôlée par le groupe Weidong Cloud Education et la famille Wemaëre détiennent de concert 97,42 % du capital actuel et 96,82% des droits de vote de la Société⁷.

Dans ce cadre, le conseil d'administration a été informé le 19 mai dernier de l'intention de la société Penthievre agissant de concert avec la famille Wemaëre de déposer une offre publique de retrait sur les titres Demos non détenus par le concert dont le financement serait à la charge de Penthievre qui acquerrait les titres apportés à l'offre.

Ledit Conseil a procédé à la nomination du cabinet ADVISOREM en qualité d'expert indépendant, ce dernier étant chargé d'établir un rapport au conseil en vue de permettre à ce dernier d'apprécier les conditions financières de l'offre.

⁷ Avant l'acquisition des 60.000 actions gratuites le 9 juillet 2017.

Le 20 juin dernier, la société Penthievre et la société Demos, qui en a été informée par Penthievre, ont annoncé au marché l'intention de cette dernière, agissant de concert avec la famille Wemaëre, de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix de 0,70 euro par action, sous réserve des conclusions de l'expert indépendant, et de l'avis de conformité de l'AMF sur le projet d'offre.

Le conseil est informé du calendrier indicatif de l'offre qui serait ouverte pendant une durée de 10 jours de négociations.

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

Elle 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.

Intérêts de l'Offre

Détenant de concert plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, Penthievre souhaite acquérir la totalité des titres non encore détenus par lui-même (à l'exception de ceux détenus par la famille Wemaëre) et a ainsi déposé le présent projet d'Offre auprès de l'AMF.

Compte tenu du faible flottant, de la liquidité réduite de l'action Demos et de l'absence de perspective d'appel au marché, Penthievre et la famille Wemaëre estiment que la cotation de la Société sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris n'est plus pertinente. La radiation des actions qui interviendrait à l'issue de l'Offre permettrait à l'Initiateur de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur le marché Euronext Growth d'Euronext Paris et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés.

L'Offre permettra aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation Demos que le marché ne parvient pas à leur offrir dans le contexte actuel.

Le prix de l'Offre par Action de 0,70 euro par action représente une prime de 30% par rapport au cours de clôture du 19 juin 2017, dernier jour de négociation précédant l'annonce par Penthievre de l'intention de ce dernier de déposer un projet d'offre publique de retrait, de 33% par rapport à la moyenne pondérée par les volumes des 60 derniers cours de bourse précédant cette même date et de 23% par rapport au prix de l'Offre Publique d'Achat Obligatoire.

Il est précisé que cette offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les salariés de la Société et que le comité d'entreprise, dûment informé, a exprimé une opinion favorable sur l'opération.

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 de l'offre par action de 0,70 euro et du prix de l'offre de BSA 2013 d'1 euro par lot est reproduite ci-dessous :

Eléments d'appréciation du prix de l'offre par action

Méthodes retenues :

« Pour apprécier le Prix de l'Offre par Action, la valorisation a été menée par Portzamparc Société de Bourse dans le cadre d'une approche multicritères. Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation de la Société:

- L'actualisation des flux futurs de trésorerie ("Discounted Cash Flows" ou "DCF") ;
- L'appréciation par les cours de bourse ;
- Les multiples boursiers des sociétés cotées comparables ; et
- Les transactions récentes sur le capital.»

Hypothèses retenues pour la valorisation

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

- Des comptes consolidés et des rapports de gestion 2015 et 2016 de la Société ;
- Du plan d'affaires communiqué par la Société sur la période 2017-2021 ;
- Les communiqués de presse de la Société ; et
- Les bases de données suivantes : FactSet, Bloomberg et Mergermarket. »

Synthèse :

« Le Prix de l'Offre de 0,70 euros par Action se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

Méthodes	Prix par Action (€)	Prime (décote) induite par le Prix de l'Offre
Actualisation des flux de trésorerie		
Borne basse	0,47	50,2%
Valeur centrale	0,57	22,1%
Borne haute	0,69	0,7%
Comparaison entre le cours de bourse et le prix de l'offre		
Cours de clôture du 19 juin 2017	0,54	29,6%
Cours moyen pondéré 20 jours	0,55	27,4%
Cours moyen pondéré 60 jours	0,53	32,8%
Cours moyen pondéré 6 mois	0,52	35,4%
Cours moyen pondéré 12 mois	0,52	34,7%
Comparables boursiers		
Borne basse	0,27	162,6%
Borne haute	0,48	45,5%
Transaction récentes sur le capital		
Augmentation de capital 20 septembre 2016	0,57	22,8%
Exercice option d'achat sur actions gratuites	0,57	22,8%

Source : Portzamparc. »

Eléments d'appréciation du prix offert pour les BSA 2013

Méthodes retenues :

« Portzamparc Société de Bourse a retenu l'approche par valorisation théorique pour évaluer les BSA 2013. Les valeurs théoriques des BSA 2013 présentées ci-dessous reposent sur le modèle Black - Scholes d'évaluation des options. Il est rappelé que les BSA 2013 ne sont pas cotés sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.[...]

La valorisation théorique de ces BSA repose sur le modèle d'évaluation des options Black-Scholes sur la base des hypothèses suivantes:

- Cours de référence: 0,54 euro soit le cours de bourse arrêté au 19 juin 2017
- Un taux sans risque basé sur la moyenne 3 mois des OAT (Obligations Assimilables au Trésor) françaises d'échéances 10 ans, soit 0,85% (Source Agence France Trésor en date du 19 juin 2017)
- Une volatilité de 15%, plus haut niveau atteint par le CAC Mid&Small depuis le début de l'année.
- Coût de prêt emprunt annuel tel que calculé par Bloomberg
- Dividende yield à 0%, la Société ne payant pas de dividende

Le tableau suivant présente la valorisation théorique des BSA (en euro) en fonction du cours de référence de l'action Demos et des références de volatilité.

Tableau : Valorisation du BSA 2013 en fonction de la volatilité

(en euro)	Volatilité		
	10%	15%	20%
Valeur BSA 1 2013	0,00	0,00	0,00
Valeur BSA 2 2013	0,00	0,00	0,00
Valeur BSA 3 2013	0,00	0,00	0,00

Les valeurs théoriques des options étant nulles, nous n'avons pas retenu de décote d'illiquidité dans notre évaluation. »

Synthèse :

« Nous concluons que la valeur théorique des BSA 2013 est nulle.»

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

Avis du Conseil

Le Conseil d'Administration de la société, après avoir effectué toutes ces constatations, connaissance prise du rapport de l'expert indépendant, 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 de retrait au prix de 0.70 euros par action et de 1 euro par lot de BSA 2013, 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 et BSA 2013 à l'Offre.

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

Lors de la réunion du conseil d'administration du 29 juin 2017, chacun des administrateurs a déclaré ne pas souhaiter apporter ses titres Demos à l'Offre, ce dont le Conseil d'Administration a pris acte à l'unanimité de ses membres présents.

5. OBSERVATIONS EVENTUELLES DU COMITE D'ENTREPRISE

Lors du comité d'entreprise ordinaire du 24 mai 2017, les représentants du comité d'entreprise ont exprimé une opinion favorable sur l'opération, dont l'explication était un point à l'ordre du jour de la séance.

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

6.1 Pacte d'actionnaires

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

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 3.706.254 actions qu'elle détenait à la date du Pacte (ci-après les « **Actions Initiales** »), 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 Initiales, le nombre d'administrateurs désignés au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre sera modifié comme suit :

- i) Si la Famille Wemaëre détient entre 50% et 75% des Actions Initiales, deux administrateurs doivent être désignés au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre ;
- ii) Si la Famille Wemaëre détient entre 25% et 50% des Actions Initiales, un administrateur doit être désigné au sein d'une liste proposée par la Famille Wemaëre ; et

- iii) Si la Famille Wemaëre détient moins de 25% des Actions Initiales, aucun administrateur ne sera désigné sur proposition de la Famille Wemaëre.

A la date de signature du Pacte, Monsieur Jean Wemaëre a été nommé 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 :

- i) Le comité d'audit ;
- ii) Le comité de nomination et des rémunérations ; et
- iii) Le comité stratégique.

Le comité stratégique est 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 :

- i) Un droit de préemption au profit de Weidong via Penthievre en cas cession de titres par un des membres de la Famille Wemaëre ;
- ii) Un droit de cession conjointe au profit de la Famille Wemaëre en cas de cession par Penthievre de titres Demos ;
- iii) 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.

Weidong a consenti à la Famille Wemaëre une option de vente portant sur l'ensemble de ses actions Demos, exerçable entre le 1 avril 2017 et le 31 mars 2020 (ci-après l'« **Option de Vente** »). Le prix d'exercice de l'Option de Vente est défini selon la formule de calcul ci-dessous :

- i) Dans le cas où l'action est cotée à la date d'exercice de l'Option de Vente, la formule de calcul du prix d'exercice sera égale à la moyenne pondérée par les volumes des 10 derniers jours de bourse précédant l'exercice de l'Option de Vente.
- ii) Dans le cas où l'action ne serait plus cotée, la formule de calcul du prix d'exercice de l'Option de Vente⁸ sera calculée en prenant (a) la valeur de la Société, égale à 7.5 x la somme des deux derniers EBITDA semestriels consolidés de la Société sur la base des

⁸ En appliquant la formule de calcul à la situation contemporaine de l'Offre, la valeur de l'action Demos serait inférieure au Prix de l'Offre par Action.

deux derniers comptes semestriels consolidés et certifiés par les Commissaires aux Comptes disponibles à la date d'exercice de l'Option de Vente, et divisée par (b) le nombre d'actions composant le capital de la Société à la date d'exercice de l'Option de Vente.

Il est précisé que cette option de vente au bénéfice de la Famille Wemaëre ne comporte pas de prix plancher. La Famille Wemaëre ayant consenti à ne pas apporter ses actions à l'Offre, elle ne pourra pas exercer son Option de Vente jusqu'à la clôture de l'Offre.

6.2 Accords portant sur les actions gratuites de la Société

A la date des présentes, en ce compris les 60.000 actions gratuites qui seront acquises le 9 juillet 2017 et à l'exception des 5.000 actions gratuites qui deviendront cessibles le 23 juillet 2017, il y a 178.000 actions gratuites en période de conservation. Toutes les actions gratuites ont fait l'objet d'une attribution définitive et sont en période de conservation, et aucune action gratuite n'est en période d'acquisition⁹. Les 178.000 actions gratuites en période de conservation ne sont pas visées par l'Offre.

Messieurs Dominique Le Brigant, Olivier Ferhat et Sylvestre Perrault ont consenti à l'Initiateur des options d'achat à la fin des périodes de conservation de leurs 128.000 actions gratuites à un prix d'acquisition égal à 0,57 euro par action. L'Initiateur peut exercer ses options d'achat pendant 60 jours calendaires à la fin des périodes de conservation respectives.

Réciproquement, l'Initiateur a consenti à Messieurs Dominique Le Brigant, Olivier Ferhat et Sylvestre Perrault des options de vente portant sur les 128.000 actions gratuites à la fin de chaque période d'exercice des options d'achat consenties à l'Initiateur à un prix de cession égal à 0,57 euro par action. Messieurs Dominique Le Brigant, Olivier Ferhat et Sylvestre Perrault peuvent exercer leurs options de vente pendant 60 jours calendaires suite à l'expiration des périodes d'exercice des options d'achat consenties à l'Initiateur.

Il est précisé également que 50.000 actions gratuites ne font pas l'objet d'un accord.

L'Initiateur a exercé en juin 2017 une option d'achat signée en date du 8 janvier 2016, amendée par un avenant en date du 8 juin 2016, portant sur 200.000 actions gratuites attribuées à Monsieur Franck Lebouchard, option d'achat consentie par ce dernier au bénéfice de l'Initiateur, au prix de 0,57 euro par action.

A l'exception des accords décrits ci-dessus, l'Initiateur n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

⁹ Les 60.000 actions gratuites acquises le 9 juillet 2017 sont incluses dans les actions gratuites en période de conservation dans le présent document.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

7.1.1 Titres et droits donnant accès au capital de la Société

Les BSA 2013

En 2013, la Société a procédé à l'émission de 3.910.000 BSA en trois tranches de bons, exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, et réservées au management de la Société :

- i) La tranche 1 de 977.500 BSA est exerçable au prix de 4,90 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (les « **BSA 1 2013** ») ;
- ii) La tranche 2 de 1.466.250 BSA est exerçable au prix de 7,36 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (les « **BSA 2 2013** ») ; et
- iii) La tranche 3 de 1.466.250 BSA est exerçable au prix de 9,81 euros, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (les « **BSA 3 2013** »).

Il est rappelé que les BSA 2013 ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

Le tableau ci-dessous présente les bénéficiaires des BSA 2013 à la date des présentes.

Bénéficiaires	BSA 1 2013	BSA 2 2013	BSA 3 2013	Total BSA 2103
BSA détenus par Penthièvre	825 000	1 237 500	1 237 500	3 300 000
MICHEL PICAUD	37 500	56 250	56 250	150 000
TODD TURNER	25 000	37 500	37 500	100 000
PASCALE ETEMAD	12 500	18 750	18 750	50 000
LUIS ESGUEVA	12 500	18 750	18 750	50 000
OLIVIER BADOUREAUX	5 000	7 500	7 500	20 000
SEBASTIEN GABET	5 000	7 500	7 500	20 000
ANTOINE SCHMIT	5 000	7 500	7 500	20 000
PATRICK ARNAUDO	5 000	7 500	7 500	20 000
BENEDICTE BAILLEUL	5 000	7 500	7 500	20 000
SARA BRITO	5 000	7 500	7 500	20 000
DENIS REYMOND	5 000	7 500	7 500	20 000
MICHAEL WALZ	5 000	7 500	7 500	20 000
SEBASTIAN STREHMEL	5 000	7 500	7 500	20 000
MILOS HODAC	5 000	7 500	7 500	20 000
JULIETTE CHAPRONT	5 000	7 500	7 500	20 000
JIM THACHER	5 000	7 500	7 500	20 000
GERARD DELRUE	5 000	7 500	7 500	20 000
Total BSA visés par l'Offre	152 500	228 750	228 750	610 000
Total BSA 2013	977 500	1 466 250	1 466 250	3 910 000

Les BSA 2014

A la date des présentes, Penthièvre détient l'ensemble des 3.100.000 BSA émis en 2014. Ces BSA 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 (ci-après les « **BSA 2014** »).

Les actions gratuites

A la date des présentes, en ce compris les 60.000 actions gratuites qui seront acquises le 9 juillet 2017 et à l'exception des 5.000 actions gratuites qui deviendront cessibles le 23 juillet 2017, soit pendant l'Offre selon le calendrier indicatif présenté au paragraphe 1.3.4 du projet de Note d'information, il y a 178.000 actions gratuites en période de conservation. Sur ces 178.000 actions gratuites, 128.000

actions gratuites font l'objet d'accords entre les bénéficiaires et l'Initiateur qui sont décrits au paragraphe 6.2.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe, à la date des présentes, aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation ni aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les BSA 2013, les BSA 2014 et les actions gratuites en période de conservation susvisés.

7.1.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A 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, en ce compris les 60.000 actions gratuites qui seront acquises le 9 juillet 2017 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote	% Droits de vote	BSA 1 2013	BSA 2 2013	BSA 3 2013	BSA 2014
Penthièvre	51 438 931	90,78 %	54 711 148	85,19 %	825 000	1 237 500	1 237 500	3 100 000
Famille Wemaëre	3 706 254	6,54 %	7 412 508	11,54 %	-	-	-	-
dont :								
Jean Wemaëre	1 578 944	2,79 %	3 157 888	4,92 %	-	-	-	-
Financière W	1 503 649	2,65 %	3 007 298	4,68 %	-	-	-	-
Geneviève Wemaëre	560 956	0,99 %	1 121 912	1,75 %	-	-	-	-
Albert Wemaëre	26 000	0,05%	52 000	0,08 %	-	-	-	-
Paule Gauffriau	12 605	0,02 %	25 210	0,04 %	-	-	-	-
François Wemaëre	12 548	0,02 %	25 096	0,04 %				
Jacques Wemaëre	11 552	0,02 %	23 104	0,04 %	-	-	-	-
TOTAL CONCERT	55 145 185	97,32%	62 123 656	96,73 %	825 000	1 237 500	1 237 500	3 100 000
Actions gratuites en période de conservation	178 000	0,31 %	178 000	0,28 %				
Public	1 339 811	2,36 %	1 920 744	2,99 %	152 500	228 750	228 750	-
TOTAL	56 662 996	100%	64 222 400	100%	977 500	1 466 250	1 466 250	3 100 000

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.

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 mécanisme de contrôle prévu 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 Penthièvre, Weidong et la Famille Wemaëre décrit au paragraphe 6.1 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 6.1 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, 17 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 28 juin 2017, 27 juin 2016 et 30 juin 2015 :

- Délégation de compétence au Conseil d'Administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, de bénéfices ou de primes émission, de fusion ou d'apport, pour une durée de 26 mois à compter du 28 juin 2017 soit jusqu'au 27 août 2019, 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 à compter du 27 juin 2016 soit jusqu'au 26 décembre 2017, dans la limite d'un montant nominal maximum de l'augmentation de capital susceptible d'être réalisée de 9 500 000 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 à compter du 27 juin 2016 soit jusqu'au 26 décembre 2017, 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. Cette délégation a été utilisée (cf ci-dessous) ;

- 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 à compter du 27 juin 2016 soit jusqu'au 26 août 2019, 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 la décision d'attribution par le Conseil d'administration (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 à compter du 27 juin 2016 soit jusqu'au 26 août 2019, dans la limite d'un nombre total d'actions ainsi attribuées gratuitement de 10 % du capital social existant au jour de la décision d'attribution par le Conseil d'administration (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 à compter du 27 juin 2016 soit jusqu'au 26 août 2018, 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.
- 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 à compter du 30 juin 2015 soit jusqu'au 29 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 à compter du 30 juin 2015 soit jusqu'au 29 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 (lequel s'impute sur le plafond prévu par la délégation avec maintien du DPS susvisée) ;
- 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 à compter du 30 juin 2015 soit jusqu'au 29 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 ;

Aucune de ces délégations et autorisation n'a été utilisée au jour du présent projet de note en réponse, à l'exception de la 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 qui a été utilisée à hauteur d'un montant nominal de 9.429.824,50 €, soit un montant résiduel de 70.175,5€.

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, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 28 juin 2017 pour une durée de 18 mois, soit jusqu'au 27 décembre 2018, dans la limite de 10% du capital social, étant précisé que le prix maximum par action a été fixé à 5 euros, et le montant global à 1 000 000 euros. A ce jour, la Société détient 48.076 actions propres (autodétention).

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 pour une durée de 18 mois à compter du 28 juin 2017 soit jusqu'au 27 décembre 2018, dans la limite de 10% du capital social (cette limite s'appréciant par période de 24 mois). Cette autorisation n'a pas été utilisée au jour du présent projet de note en réponse.

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.

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 19 mai 2017 à la désignation du cabinet ADVISOREM, représenté par Monsieur Eric LE FICHOUX, 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 ADVISOREM a rendu un rapport le 29 juin 2017, 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. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« A ma 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. »

Le 3 juillet 2017

Demos

Représentée par Monsieur Dai SHEN, Directeur Général

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

portant sur les actions et les BSA 2013 de la société

DEMOS

Initiée par le concert formé par

PENTHIEVRE SAS
et la
FAMILLE WEMAERE

29 juin 2017

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OPERATION	3
1.1. CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE (OPR-RO)	3
1.2. PRESENTATION DE DEMOS.....	4
1.2.1. Informations juridiques	4
1.2.2. Présentation synthétique de l'activité	5
1.2.3. Analyse du positionnement de DEMOS (SWOT)	9
1.2.4. Données financières historiques	10
1.2.5. Evolution de la situation financière de DEMOS depuis le 31 décembre 2016.....	12
2. DECLARATION D'INDEPENDANCE.....	13
3. DILIGENCES EFFECTUEES	14
4. EVALUATION DE DEMOS.....	15
4.1. PRESENTATION DE L'APPROCHE D'EVALUATION MULTICRITERE	15
4.1.1. Méthodes ou références écartées	15
4.1.2. Méthodes ou références retenues à titre principal.....	16
4.1.3. Méthodes ou références retenues à titre de recoupement	17
4.1.4. Données de référence de DEMOS retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation	18
4.2. MISE EN ŒUVRE ET RESULTATS DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION.....	20
4.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	20
4.2.2. Comparables boursiers	23
4.3. EVALUATION DES BSA 2013	27
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	29
5.1. CHOIX DES CRITERES D'EVALUATION	29
5.2. DONNEES DE REFERENCE.....	29
5.3. MISE EN ŒUVRE DES CRITERES D'EVALUATION	29
5.3.1. Actualisation des flux de trésorerie	29
5.3.2. Comparables boursiers	29
5.3.3. Références de valeurs : opérations sur la capital et cours de bourse	30
6. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....	30
6.1. OPTION DE VENTE AU PROFIT DE LA FAMILLE WEMAERE.....	30
6.2. OPTIONS AU BENEFICE ET A LA CHARGE DE DETENTEURS D' ACTIONS GRATUITES	31
7. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT	32
7.1. SYNTHESE DES RESULTATS DE L'APPROCHE D'EVALUATION MISE EN ŒUVRE	32
7.2. PRIMES ET DECOTES INDUITES PAR LE PRIX DE L'OFFRE	32
7.3. CONCLUSIONS SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT	33
ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	34

Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'«Offre») initiée par le concert formé par la société PENTHIEVRE et la famille WEMAERE (l'«Initiateur») sur les actions de la société DEMOS, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant, conformément à la décision du Conseil d'administration de la société du 19 mai 2017, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de DEMOS.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I 1° et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans la perspective du retrait obligatoire.

Le prix offert aux actionnaires de DEMOS s'établit à 0,70 € par action, et aux porteurs de bons de souscription d'actions émis en 2013 (« BSA 2013 ») à 1 € par lot de BSA 2013 détenu.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par DEMOS, l'initiateur et PORTZAMPARC (l'«établissement présentateur»). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part.

Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers ou de tout autre document qui nous ont été communiqués. Nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes simplement attachés à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Conformément à l'article 262-1 susvisé, nous vous présentons notre rapport d'expertise sur les conditions financières offertes par l'Initiateur aux actionnaires de DEMOS.

1. Présentation de l'opération

1.1. Contexte de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO)

Le 13 janvier 2016, le groupe HONG KONG WEIDONG CLOUD EDUCATION GROUP (« HKWCEG ») a acquis, auprès du FCPR MONTEFIORE INVESTMENT II, l'intégralité du capital de la société PENTHIEVRE SAS, actionnaire de DEMOS à hauteur de 27,14%.

Dans le prolongement de cette acquisition, le concert formé par PENTHIEVRE SAS et la famille WEMAERE, liés par un pacte d'actionnaires, ayant franchi à la hausse le seuil de détention de 50% du capital de DEMOS, a initié une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur les actions, les bons de souscription d'actions (BSA) et les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions (BSAAR) émis par la société DEMOS et non détenus par le concert (à l'exception des actions auto détenues et des actions gratuites en période de conservation).

Le prix de l'offre par action a été initialement fixé le 3 mai 2016 à 0,41 €, puis relevé à 0,57 €, tel que relaté dans la note en réponse à l'offre de DEMOS visée par l'AMF le 15 juin 2016. A l'issue de l'OPAS, PENTHIEVRE a acquis 3.536.586 actions, portant sa participation à 55,93% du capital de DEMOS et celle du concert à 86,38% du capital de DEMOS.

Conformément à l'annonce faite à l'occasion de l'OPAS, PENTHIEVRE a souscrit, le 20 septembre 2016, à une augmentation de capital réservée de DEMOS par compensation des créances détenues par PENTHIEVRE à l'égard de cette dernière (dont 16,3 M€ ayant permis le remboursement de l'endettement bancaire de DEMOS à l'exception de l'emprunt BPI) d'un montant global de 21,5 M€, au prix de 0,57 € par action.

A l'issue de cette opération, PENTHIEVRE a ainsi porté sa participation à 89,25% du capital de DEMOS et le concert à **96,68% du capital de DEMOS**.

Enfin, au terme de la conversion des obligations opérée le 23 mars 2017, PENTHIEVRE détient 90,52% du capital et 85,11% des droits de vote et, le concert formé avec la famille WEMAERE, 97,07% du capital et 96,68% des droits de vote.

C'est dans ce contexte que le concert a décidé d'initier l'Offre, dont l'intérêt pour DEMOS réside principalement en termes d'économies et de simplification de fonctionnement.

1.2. Présentation de DEMOS

1.2.1. Informations juridiques

1.2.1.1 *Répartition du capital*

Le capital de DEMOS se répartit au 27 juin 2017 comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	en %
PENTHIEVRE (1)	51 438 931	90,88%
Famille WEMAERE	3 706 254	6,55%
S/total concert	55 145 185	97,42%
Administrateurs	42 413	0,07%
Autres titres au nominatif	322 268	0,57%
Salariés	227 252	0,40%
Titres au porteur, non nominatifs	865 878	1,53%
TOTAL	56 602 996	100,00%

(1) Post levées d'options sur 200.00 actions gratuites les 22 et 27 juin 2017

PENTHIEVRE SAS, société initiatrice de l'Offre de concert avec des membres de la famille WEMAERE est une société par actions simplifiée, dont le siège social est sis 1, boulevard de la Défense à Nanterre (92000) immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 753 919 497 RCS Nanterre.

Son capital social s'élève à 5.400.100 € et il est intégralement contrôlé par HKWCEG. Ce dernier se concentre sur l'éducation par internet, au travers d'une plateforme avancée de services éducatifs mettant à disposition des ressources au niveau mondial.

PENTHIEVRE détient 90,88% du capital et la famille WEMAERE détient 6,55% du capital. Le concert représente ainsi 97,42% du capital de DEMOS.

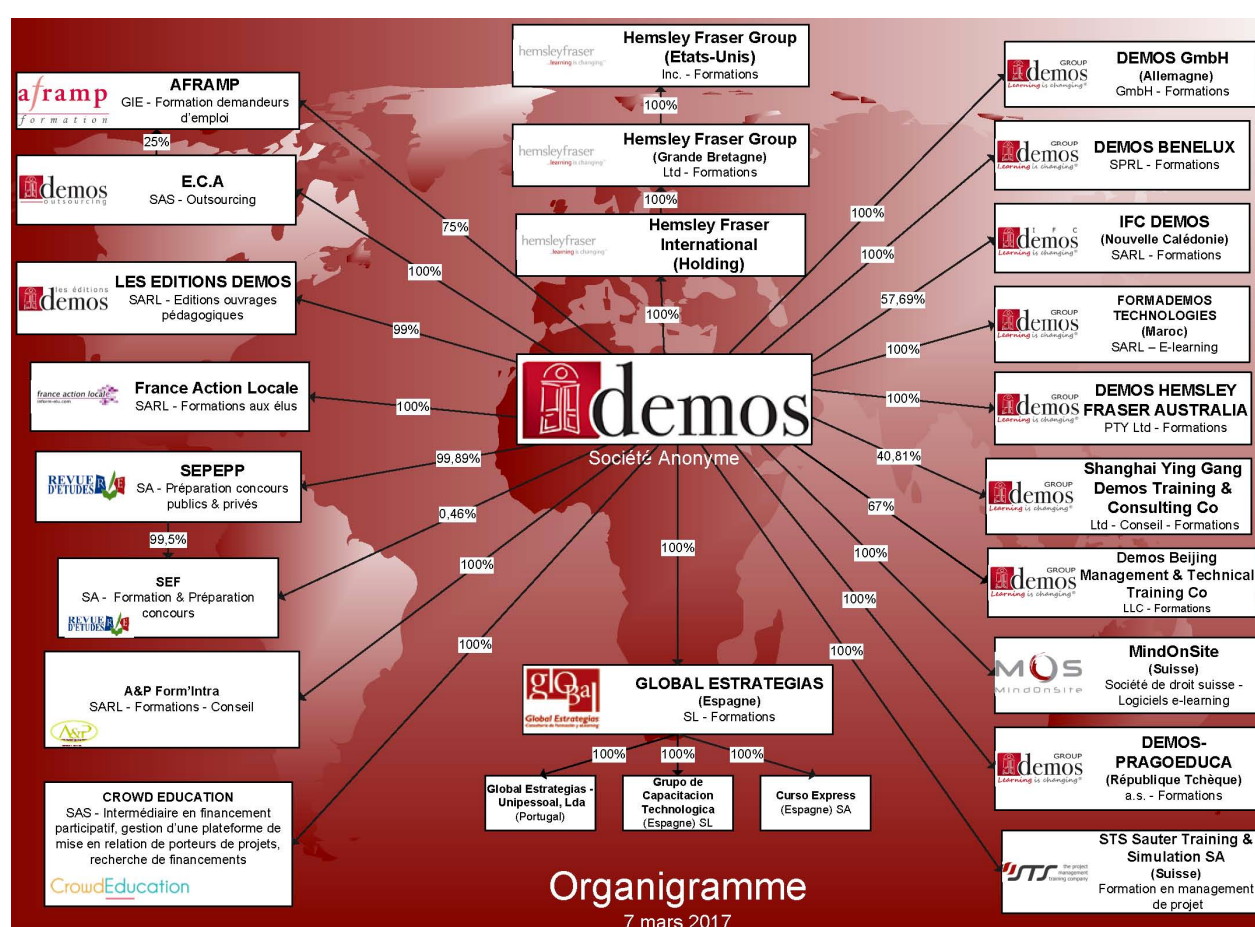
1.2.1.2 Autres informations

DEMOS est une société anonyme à Conseil d'administration, dont le siège social est sis 1, Parvis de la Défense, Nanterre (92), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 722 030 277 152 RCS Nanterre.

Son capital social s'élève à 14.150.749 €, réparti en 56.602.996 actions de 0,25 € de valeur nominale chacune. L'action DEMOS est admise à la cote d'Euronext Growth (ex Alternext NYSE Euronext Paris) sous le code ISIN FR0010474130 (code ALDMO) depuis le 4 juin 2007.

Monsieur Jean WEMAERE est Président du Conseil d'administration et Monsieur Dai SHEN en est le Directeur Général.

DEMOS est la société mère d'un groupe de sociétés qui se présente comme suit :



Il convient de relever que si le groupe DEMOS est présent dans 13 pays comme l'illustre l'organigramme au travers d'un nombre relativement important de filiales, la contribution de DEMOS SA et ses filiales E.C.A., Hemsley Fraser Group, MindOnSite et STS Sauter Training & Simulation contribuent globalement à hauteur de 95% au chiffre d'affaires et au résultat du groupe, la contribution des autres filiales prises individuellement étant marginale.

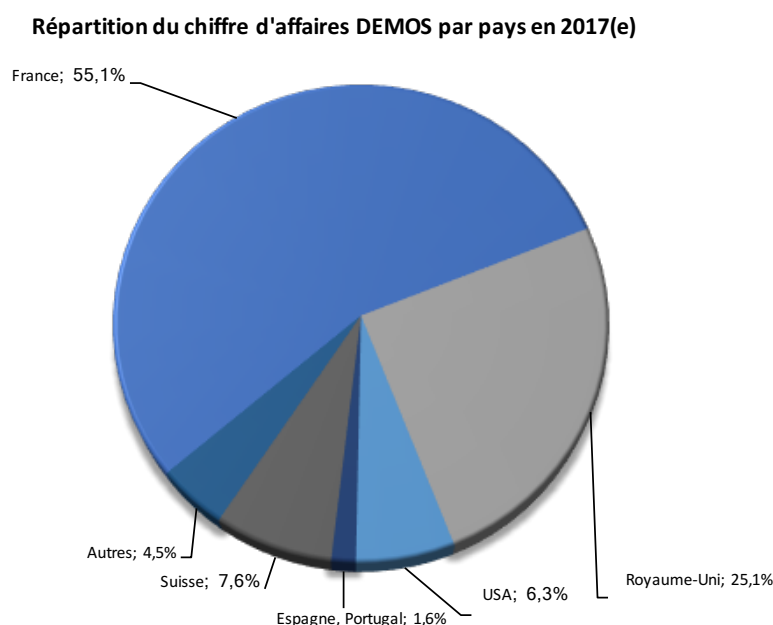
1.2.2. Présentation synthétique de l'activité

Créée par Jean WEMAERE en 1972, DEMOS, acteur reconnu sur le marché français de la formation professionnelle, a réalisé au cours des années 2000 une politique de croissance externe ambitieuse.

Ses acquisitions les plus significatives incluent Global Estrategias, présente sur le secteur de la formation professionnelle en Espagne et au Portugal en 2005, Hemsley Fraser, acteur de référence de la formation professionnelle en Grande-Bretagne en 2008, MindOnsite, éditeur suisse de logiciels, et STS, société suisse spécialisée dans la formation en management de projet en 2009.

Outre les opérations de croissance externes susvisées, DEMOS a tenté de s'implanter dans d'autres pays européens par croissance organique avec un succès limité, en raison notamment des difficultés inhérentes à la duplication du modèle, compte tenu des besoins spécifiques exprimés dans chaque pays.

Le chiffre d'affaires budgété (hors achats/reventes de formations dans le cadre de l'activité d'outsourcing), se répartit comme suit, par zone géographique :



Source : Budget DEMOS pour l'année 2017

En dépit de la forte baisse de l'activité au cours de ces dernières années, la France reste la principale contributrice au chiffre d'affaires du groupe, devant Hemsley Fraser UK, cette dernière dégageant des résultats bénéficiaires relativement stables (hors effet de change défavorable liés à la baisse de la livre) et offrant par conséquent de la visibilité sur les perspectives de résultats futurs.

Le principal enjeu pour DEMOS est de retrouver une croissance rentable en France après plusieurs années d'érosion de son activité et des résultats déficitaires.

Le secteur de la formation professionnelle en France a fortement évolué au cours de ces dernières années.

Le nombre d'entreprises spécialisées dans la formation professionnelle est passé de 16 000 en 2009 à 46 000 en 2014 avec pour conséquence une réduction des prix pratiqués par les opérateurs et une réduction continue de l'effectif salarié entre 2009 et 2015, compensée par le recours à des formateurs indépendants.

Les organismes dont le chiffre d'affaires est supérieur à 3 M€ (1% des organismes de formation) génèrent environ 40% de l'activité, seuls capables de proposer des prestations multithématiques sur des

formules standards ou sur-mesure.

Les structures plus modestes se positionnent sur des domaines d'expertise et celles réalisant moins de 500 K€ de chiffre d'affaires sont pour la plupart spécialisées dans un seul domaine.

Les principaux intervenants sur le marché français sont l'AFPA, l'AFTRAL, CEGOS, DEMOS, CESI et ORSYS.

En 2015, l'environnement réglementaire a été marqué par l'introduction du CPF (en remplacement du DIF) et la modification des modalités de financement des entreprises du fait de la réforme de la formation professionnelle de 2014 appliquée en 2015 et 2016 qui a complexifié le marché, et a eu pour effet une internalisation des actions de formation, alors que les entreprises recherchaient une réduction des coûts et une amélioration de la productivité de formation par son externalisation.

Alors que l'Etat s'est désengagé du financement de l'AFPA, leader dans la formation des adultes en 2009, l'association a été transformée en EPIC au 1^{er} janvier 2017. Le plan « 500 000 formations supplémentaires » annoncé en 2016, représentatif d'un investissement supplémentaire de 1,1 Md€, cible les personnes en recherche d'emploi peu ou pas qualifiées, au bénéfice principalement de l'AFPA.

Selon une étude XERFI¹, l'année 2017 sera la 5^{ème} année consécutive de baisse de chiffre d'affaires pour les petits organismes de formation, alors que l'activité des organismes privés de formation sera stagnante (+0,3%).

Cette situation résulte notamment du fait que les financeurs peuvent désormais exiger des critères de qualité pour s'assurer de leurs aptitudes. De plus, les nombreux petits acteurs interviennent en tant que sous-traitants auprès des grands organismes qui exercent de plus en plus une pression sur leurs prix en leur demandant des réductions supérieures à 15% et pouvant atteindre 24%.

La réglementation a de nouveau évolué puisqu'au 1^{er} janvier 2017, le CPF (compte personnel de formation) devient CPA (Compte personnel d'activité) pour tous les salariés et demandeurs d'emploi, conformément à la loi travail du 8 août 2016.

Il regroupe le CPF, le C3P (compte personnel de prévention de la pénibilité) et le CEC (compte d'engagement citoyen) et doit permettre la reconnaissance des compétences acquises à travers des activités bénévoles et associatives.

De plus, le CPF permettra aux salariés peu qualifiés de l'alimenter de 48 h par an (au lieu de 24 h) dans la limite de 400 h (au lieu de 150 h) et sera ouvert à compter de 2018 aux travailleurs indépendants et aux professions non salariées. Cette évolution devrait permettre d'accroître la demande de formations.

Il convient cependant d'observer que ces mesures ciblent une population qui est en marge de l'offre principale de formation de DEMOS.

Dans l'utilisation des outils technologiques, le marché français est en retard : seuls 38% des français ont suivi une formation à distance contre 62% pour les britanniques en 2016.

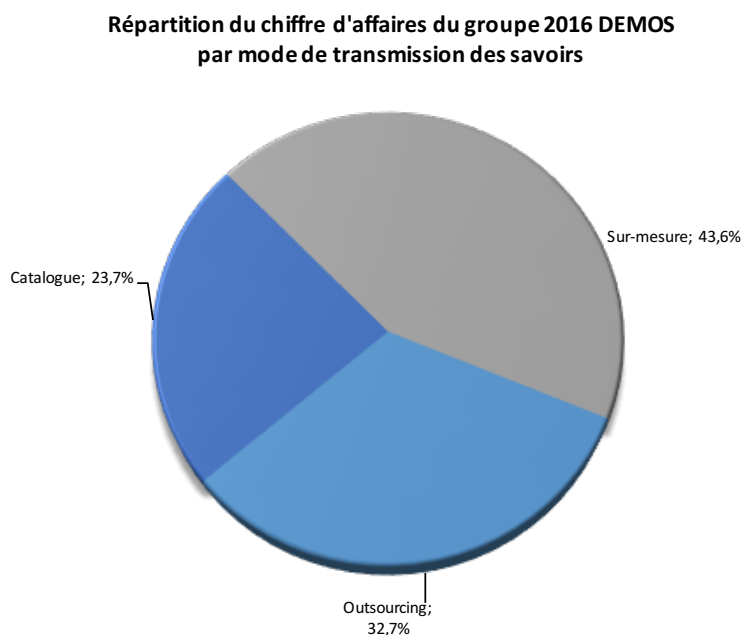
Les formations sur supports digitaux à travers les MOOC (Massive Open Online Course), COOC (Corporate Open Online Course), e-learning sont en fort développement, car elles permettent une optimisation des coûts sans contraintes de temps et de lieu et sont adaptées aux professionnels à forte mobilité.

¹ Les organismes de formation professionnelle – Janvier 2017 - XERFI

L'offre des services de formation professionnelle de DEMOS couvre :

- La formation « inter-entreprises », commercialisée au travers d'un **catalogue** de formations, ouverte à des salariés de différentes sociétés, historiquement dispensée sous forme présentielle avec une tendance au développement de formats multimodaux associant des contenus digitaux ;
- La formation « intra-entreprises » dédiée aux salariés d'un seul client avec des modules adaptés aux besoins spécifiques de chaque entreprise (**« sur-mesure »** ou **« solutions »**) ;
- L'externalisation par l'entreprise de la formation de ses salariés, qui en confie la gestion à DEMOS (**« Outsourcing »**). Dans le cadre de cette activité, DEMOS est amenée à acheter des modules de formations à des tiers pour couvrir l'intégralité du champ des besoins du client, activité génératrice de flux sans marge associée (en 2016, ces flux d'achat/revente de modules de formations représentaient environ 26 % du chiffre d'affaires du groupe).

En 2016, la répartition du chiffre d'affaires global par mode de transmission des savoirs était la suivante :



Source : Rapport annuel DEMOS 2016

De façon générale, le recours au digital pour proposer des formations multimodales (« blend ») est le principal axe de développement stratégique de DEMOS pour retrouver le chemin de la croissance en France, au travers d'une augmentation de la valeur des prestations et l'amélioration des marges.

1.2.3. Analyse du positionnement de DEMOS (SWOT)

En synthèse, sur la base des différents constats effectués et des discussions que nous avons eues avec le management du groupe DEMOS, les facteurs clefs de réussite et les risques auxquels doit faire face le groupe au regard de ses caractéristiques et de l'évolution de son environnement peuvent se résumer comme suit :

FORCES	FAIBLESSES
• Présence historique de DEMOS sur le marché français de la formation professionnelle depuis 35 ans ; reconnaissance de la marque en France • Effort de restructuration passé susceptible de permettre le retour à la croissance et à des marges bénéficiaires à moyen terme • Filiales étrangères (essentiellement UK et SUISSE) bien implantées et structurellement profitables • Renouvellement du management en 2016 et refonte de l'organigramme décisionnel en cours ciblant une nouvelle dynamique et de meilleures synergies entre les différentes composantes du groupe	• DEMOS SA reste la principale contributrice au chiffre d'affaires du groupe et à ce jour les efforts de restructuration visés ci-contre n'ont pas permis de constater le retour à une situation bénéficiaire • Situation financière dégradée, nonobstant le soutien financier de son actionnaire, qui laisse peu de marge de manœuvre au déploiement l'activité (retard de paiement des formateurs...) • Sans le soutien de son actionnaire (apports en trésorerie complémentaires), la continuité d'exploitation à court terme n'est pas assurée • Duplication du modèle à l'international rendue complexe par les différences culturelles et l'inadéquation du catalogue avec les besoins exprimés localement (à ce jour, il est avéré que seules certaines opérations de croissance externe ont porté leurs fruits à l'international)
OPPORTUNITES	MENACES
• Intégration de DEMOS au sein du groupe HKWCE lui donnant accès à des outils et une expertise digitale pour délivrer ses objectifs ambitieux de croissance et d'amélioration des marges • Développement de modules de formation multimodaux ("blend") laissant une place de plus en plus significative au digital • Projets de développement en Chine qui ne génèrent à ce jour aucun revenu significatif et dont les retombées à moyen/long terme ne sont pas chiffrables	• Le marché de la formation professionnelle en France est atone dans un contexte réglementaire en constante évolution. • Reprise en main par l'Etat de certains organismes modifiant le paysage concurrentiel (AFPA) • Nouveaux projets de réforme annoncés de la formation professionnelle en France visant à privilégier la formation des demandeurs d'emploi et des jeunes (nouveau défi potentiel à relever pour DEMOS)

Cette analyse n'a pas vocation à être exhaustive mais constitue, à notre avis, une grille de lecture des perspectives qui s'offrent au groupe DEMOS, qui doivent être prises en compte dans le cadre de la démarche d'évaluation présentée ci-après.

1.2.4. Données financières historiques

DEMOS établit des comptes consolidés, conformément aux dispositions légales applicables en France aux comptes consolidés, et notamment au règlement de 99-02 du Comité de la réglementation comptable (CRC). Les écarts d'acquisition ont cessé d'être amortis à compter du 1^{er} janvier 2016.

Il convient également de rappeler qu'à partir de 2014, les achats/reventes de formations dans le cadre de l'activité d'externalisation sont comptabilisés en chiffre d'affaires et en charges.

Les résultats du groupe DEMOS au cours des cinq dernières années peuvent être résumés comme suit :

Montants en M€	31-déc-12	31-déc-13	31-déc-14	31-déc-15	31-déc-16
Chiffre d'affaires	96,3	89,0	101,5	94,1	84,2
Chiffre d'affaires (hors achat/revente sans marge)	96,3	89,0	83,0	75,2	62,4
évolution en %		-8%	-7%	-9%	-17%
Production stockée et immobilisée	3,8	2,9	3,5	3,4	2,9
Achats et variations de stocks	(4,8)	(4,9)	(5,2)	(4,0)	(3,3)
Masse salariale	(42,6)	(40,4)	(36,9)	(31,3)	(28,7)
en % du CA	-44,2%	-45,4%	-36,4%	-33,3%	-34,1%
Autres achats et charges externes	(50,2)	(44,6)	(59,2)	(60,7)	(55,8)
en % du CA	-52,1%	-50,1%	-58,3%	-64,5%	-66,3%
Impôts et taxes	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(0,7)	(0,7)
Autres charges	(1,3)	(0,6)	(0,5)	(0,2)	(0,4)
EBITDA	(1)	0,0	0,1	0,5	(1,8)
en % du CA	0,0%	0,1%	2,0%	0,6%	-2,2%
Dotations nettes	(2)	(3,7)	(3,6)	(4,0)	(4,0)
RESULTAT D'EXPLOITATION	(1)+(2)	(3,7)	(3,5)	(3,5)	(5,8)
Produits financiers	0,5	0,2	(0,0)	0,4	4,0
Charges financières	(1,2)	(1,5)	(2,3)	(2,3)	(2,1)
Résultat financier	(3)	(0,8)	(1,3)	(1,8)	1,8
Résultat exceptionnel	(4)	(3,0)	(6,5)	(4,6)	(2,3)
Amortissement Goodwill	(5)	(3,4)	(3,2)	(1,4)	0,0
Impôt sur les sociétés	(6)	2,1	(5,3)	(0,1)	(0,3)
Résultat net consolidé	(7) = Σ (1) à (6)	(8,7)	(19,8)	(9,5)	(11,4)
Intérêts minoritaires	(8)	0,1	0,1	(0,0)	0,0
Résultat net (part du groupe)	(7)+(8)	(8,6)	(19,7)	(9,7)	(6,6)

Source : Rapports annuels DEMOS

L'analyse des derniers comptes consolidés du groupe appelle les remarques suivantes :

- Au cours des cinq dernières années, l'érosion du chiffre d'affaires du groupe est constante (hors effet du changement de comptabilisation des achats/reventes) et cette baisse s'est accentuée sur les deux derniers exercices.

En outre, le chiffre d'affaires réalisé en 2016 est en retrait de l'ordre de 14,5% par rapport au montant qui avait été budgété et pris en compte dans le cadre de l'OPAS de 2016.

Le retour à la croissance qui était attendu ne s'est pas concrétisé, et si l'activité France est en retrait de façon plus marquée (chiffre d'affaires de DEMOS SA en baisse de 15,6% par rapport à 2015), le chiffre d'affaires des filiales internationales est globalement en baisse de l'ordre de 4,9%.

- Dans ce contexte d'érosion de l'activité, l'EBITDA qui restait proche de l'équilibre mais positif jusqu'en 2014, est devenu négatif en 2016, alors que ce dernier était attendu en progression

sensible, par référence aux prévisions prises en compte dans le cadre de l'OPAS de 2016.

- Les dotations nettes aux amortissements sont relativement stables. Une part substantielle de l'effort d'investissement (environ 3 à 3,5 M€/an) se rapporte aux coûts de développement internes des projets de formation et autres applications. Il s'agit pour l'essentiel de coûts de personnel activés (cf. ligne du compte de résultat « production immobilisée » ci-dessus), qui par construction ne sont jamais reconnues en charges au niveau de l'EBITDA.
- Le résultat financier de l'exercice 2016 est positif en raison de l'abandon consenti par PENTHIEVRE de ses créances d'intérêts (3,6 M€) sur les emprunts obligataires convertibles en actions émises par DEMOS en 2012 et 2014.
- Le résultat exceptionnel inclut des coûts de restructuration (indemnités transactionnelles) mais aussi des coûts de licenciements qui ont un caractère récurrent au regard de la rotation de l'effectif salarié (environ 500 personnes dans le monde, dont 300 en France).
- En dépit de l'abandon de créance susvisé, le résultat net consolidé reste significativement déficitaire en 2016. Le cumul des pertes réalisées sur les cinq dernières années s'élève ainsi à 44,4 M€ (hors amortissement des goodwill).

Par ailleurs, les bilans simplifiés du groupe DEMOS se présentent comme suit :

Montants en M€		31-déc-12	31-déc-13	31-déc-14	31-déc-15	31-déc-16
Goodwill		20,9	17,7	12,5	11,1	11,1
Autres immobilisations incorporelles		10,1	8,6	9,2	9,6	8,9
Immobilisations corporelles		3,1	2,9	2,7	2,8	3,1
Immobilisations financières		1,8	1,2	0,9	1,6	1,9
ACTIF IMMOBILISE	(1)	35,9	30,3	25,2	25,0	25,0
Stocks		0,4	0,2	0,1	0,2	0,0
Créances Clients ⁽¹⁾		36,1	32,2	28,1	24,9	22,7
<i>en jours de chiffre d'affaires</i>		114	110	84	81	82
Autres créances		11,3	5,6	8,6	6,1	5,3
Comptes de régularisation actif		1,6	1,5	1,0	0,9	0,4
Dettes fournisseurs		(16,3)	(17,4)	(18,0)	(18,3)	(20,7)
<i>en jours d'achats</i>		90	107	85	86	107
Dettes fiscales et sociales		(12,5)	(13,5)	(11,1)	(10,5)	(9,4)
Autres dettes		(2,2)	(0,9)	(1,6)	(1,6)	(0,4)
Comptes de régularisation passif		(4,8)	(3,8)	(3,5)	(3,5)	(3,0)
BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT	(2)	13,7	4,0	3,6	(1,8)	(5,1)
<i>en % du CA</i>		14%	5%	4%	-2%	-6%
CAPITAUX EMPLOYES	(3)=(1)+(2)	49,6	34,3	28,8	23,2	19,9
Disponibilités		6,3	7,3	12,7	7,2	3,9
Trésorerie résultant des créances cédées ⁽¹⁾		(6,1)	(10,9)	(12,7)	(11,0)	(8,7)
Provisions		(1,4)	(2,0)	(1,6)	(2,8)	(3,3)
Dette financière		(27,6)	(27,4)	(31,6)	(32,0)	(12,7)
Trésorerie nette/ (Dette financière nette)	(4)	(28,8)	(33,1)	(33,2)	(38,5)	(20,8)
ACTIF NET COMPTABLE	(3)+(4)	20,8	1,3	(4,3)	(15,3)	(0,9)

Source : Rapports annuels DEMOS

⁽¹⁾ Réintégration des créances clients facturées

Ces bilans simplifiés appellent les remarques suivantes :

- L'actif immobilisé consolidé du groupe est composé pour l'essentiel d'éléments incorporels : valeur résiduelle non amortie des goodwill reconnus à l'occasion des opérations de croissance externes historiques et valeur nette comptable des logiciels et autres développements réalisés en interne (cf. remarque sur l'activation des charges ci-dessus).
- Le besoin en fonds de roulement (BFR) présenté ci-dessus est retraité des créances facturées qui ont été réintégrées dans les créances clients, l'affacturage étant une modalité de financement qu'il convient d'appréhender d'un point de vue économique comme tel.

Alors que le BFR était positif jusqu'en 2014, il est devenu négatif (ressource) à partir de 2015. Cependant, tel que l'illustre la progression du ratio Dettes fournisseurs/CA au 31 décembre 2016, cette évolution ne traduit pas de meilleurs délais de règlement offerts à DEMOS mais des retards dans le règlement des dettes vis à vis notamment des formateurs externes, dont le montant est estimé par le management du groupe à 3,6 M€ au 31 décembre 2016. Cet état de fait induit par une situation de trésorerie tendue pénalise l'activité. En effet, le recours à des formateurs externes étant indispensable au bon fonctionnement de DEMOS, si ces derniers font défaut, l'activité en pâtit.

- Le niveau de trésorerie au 31 décembre 2016 doit être rapproché des tirages effectués auprès du factor en fin d'exercice, les deux lignes étant étroitement liées.
- Compte tenu du remboursement de la dette bancaire courant 2016, subsistent au passif du bilan consolidé au 31 décembre 2016, le solde du prêt BPI, soit 0,9 M€ et le montant nominal (post abandon des intérêts susvisé) des obligations 2012 et 2014, soit 11,8 M€.
- Compte tenu des pertes réalisées au cours des derniers exercices et malgré l'augmentation de capital de 21,5 M€ réalisée en septembre 2016, l'actif net comptable (capitaux propres consolidés) du groupe reste négatif à hauteur de (0,9) M€.

Nous rappelons que les comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2016 ont fait l'objet d'une certification sans réserve, avec une observation sur « *l'incertitude relative à la continuité d'exploitation exposée dans le paragraphe « Continuité d'exploitation » de la note 3.2 de l'annexe* »².

Cette note fait notamment référence au soutien réaffirmé par HKWCEG dans une lettre de confort en date du 10 avril 2017. Conscient des difficultés auxquelles doit faire face DEMOS, son actionnaire de référence a rappelé les mesures prises à cette date pour accompagner la société et entend lui consentir une aide supplémentaire afin de pouvoir faire face à ses échéances de trésorerie.

1.2.5. Evolution de la situation financière de DEMOS depuis le 31 décembre 2016

Parmi les mesures rappelées dans la lettre ci-dessus, figurent la décision de PENTHIEVRE d'abandonner en décembre 2016 les intérêts des OC émis en 2012 et 2014 par DEMOS pour un montant de 3,7 M€, suivie de la demande de conversion de ces obligations le 23 mars 2017, dans le seul but d'augmenter de façon significative le montant des capitaux propres de la société.

² Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de DEMOS au 31 décembre 2016

Dans le cadre de l'appréciation de la valeur intrinsèque attribuable à DEMOS, nous intégrerons par conséquent l'effet de cette conversion sur la diminution de l'endettement financier de DEMOS et le nombre d'actions de référence. Les conditions de cette conversion étant celles qui prévalaient à l'occasion de leur émission en 2012 et 2014, celles-ci ont un effet relatif significatif sur la valeur de DEMOS.

Nous avons demandé et obtenu de DEMOS les éléments de reporting à fin avril 2017 qui font ressortir à cette date un chiffre d'affaires en recul par rapport au réalisé sur le premier quadrimestre 2016 et par rapport au budget. Cela se traduit par un niveau d'EBITDA en amélioration par rapport à 2016, mais en retrait par rapport à l'objectif budgétaire.

Par ailleurs, le budget de trésorerie mensualisé de la société pour l'exercice 2017 qui nous a été communiqué met en évidence, tel que mentionné en annexe des comptes au 31 décembre 2016, des « *insuffisances importantes dont le pic négatif se situe au cours de l'été 2017* »³.

Dans le cadre de notre démarche d'évaluation, nous présumerons que la continuité d'exploitation de DEMOS est assurée.

2. Déclaration d'indépendance

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants sur la mission n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'opération ou leurs conseils et ne détiennent aucun intérêt financier dans la bonne fin de l'opération, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'opération ou toute personne contrôlée par ces dernières au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants ne se trouvent pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'opération et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. ADVISOREM n'est pas intervenu à ce jour en qualité d'Expert indépendant avec l'établissement présentateur de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

ADVISOREM et l'ensemble des intervenants attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu d'eux, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans le cadre de la présente mission.

³ Annexe des comptes consolidés 2016 « *Bases de préparation des comptes consolidés et continuité d'exploitation* » - page 11

3. Diligences effectuées

Les diligences que nous avons mises en œuvre dans le cadre de cette mission comprennent, conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF susvisé, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006 et 27 juillet 2010 :

- la prise de connaissance générale du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- un examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de DEMOS ;
- une analyse des comptes historiques, de l'activité et une appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles reposent les données prévisionnelles établies par le groupe DEMOS ;
- la prise de connaissance de l'évolution des résultats du groupe à fin avril 2017 et du plan de trésorerie mensualisé pour l'exercice 2017 ;
- la mise en œuvre d'une approche multicritère de la valeur de la société DEMOS, comprenant la mise en œuvre des méthodes d'évaluation décrites ci-après, incluant l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie modélisés à partir des données prévisionnelles visées ci-dessus ;
- l'examen de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre DEMOS ;
- une analyse critique du rapport d'évaluation préparé par PORTZAMPARC, établissement présentateur de l'opération ;
- l'analyse des accords connexes à l'Offre et leur incidence sur l'appréciation du prix offert ;

La description détaillée des diligences effectuées et le calendrier de l'étude sont présentés en annexe du présent rapport.

4. Evaluation de DEMOS

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société DEMOS en retenant l'approche exposée ci-après.

4.1. Présentation de l'approche d'évaluation multicritère

4.1.1. Méthodes ou références écartées

4.1.1.1 *Actif net comptable consolidé*

La référence à l'actif net comptable consolidé ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où, si elle reflète des apports des actionnaires et l'accumulation des résultats historiques non distribués, elle ne tient pas compte des perspectives futures de création de valeur de la société.

A titre informatif, l'actif net comptable consolidé par action de DEMOS s'établit à **0,20 €**, sur la base des derniers comptes annuels de la société au 31 décembre 2016, pro forma¹⁷ de la conversion des obligations intervenue le 23 mars 2017.

4.1.1.2 *Actif net réévalué*

L'actif net réévalué (ANR) est une méthode patrimoniale qui consiste à évaluer séparément les actifs et passifs de la société, approche adaptée pour évaluer des conglomérats ou des groupes diversifiés pour lesquels les comptes ou les projections financières agrégées ne peuvent pas être analysés en tant que tels. Cette méthode ne nous paraît pas pertinente au cas d'espèce.

4.1.1.3 *Méthode du rendement*

La méthode du rendement qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue en l'absence d'historique de distribution de DEMOS.

4.1.1.4 *Multiples issus de transactions comparables*

L'approche par les multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats significatifs les plus récents de DEMOS, les multiples de valorisation observés à l'occasion de transactions intervenues sur des sociétés jugées comparables, sous réserve que le prix et les principales conditions de l'opération aient été rendus publics.

A défaut de pouvoir identifier un échantillon représentatif de transactions intervenues récemment sur des sociétés directement comparables à DEMOS, nous ne retiendrons pas ce critère.

4.1.1.5 *Référence aux objectifs de cours des analystes financiers*

Le titre DEMOS ne faisant l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers, aucune référence d'objectif de cours ne peut être utilisée au cas d'espèce.

¹⁷ Actif net consolidé au 31 décembre 2016 (-1.028 K€), augmenté du montant de la conversion (11.795 K€), de la reprise de provision pour non conversion (401 K€) et frais d'émission non amortis (389 K€), soit un montant pro forma de 11.557 K€.

4.1.2. Méthodes ou références retenues à titre principal

4.1.2.1 Actualisation des flux des trésorerie futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs mesure la capacité d'une société à dégager de la trésorerie disponible. Elle permet notamment de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de l'entité.

Ainsi, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après impôt sur l'horizon explicite des prévisions, actualisés au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des apporteurs de fonds (le coût moyen pondéré du capital) et de la valeur terminale actualisée retenue à la fin de l'horizon explicite.

Les flux de trésorerie futurs estimés ont été établis sur la base des données prévisionnelles 2017-2022 qui nous ont été communiquées par DEMOS et des discussions que nous avons eues avec le management, extrapolées sur 5 années complémentaires. La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires, sur la base d'un flux de trésorerie estimé normatif, appréhendé à partir du flux 2027 estimé, actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux de 1,68%¹⁸.

De la valeur d'entreprise est retranché l'endettement financier net retraité et les autres éléments de valeur non pris en compte dans les flux de trésorerie prévisionnels pour obtenir la valeur des fonds propres.

4.1.2.2 Dernières opérations significatives sur le capital de la société

Les dernières transactions ou opérations significatives sur le capital de DEMOS sont les suivantes :

Date	Opération	Nombre de titres	Prix	en % du capital post opération
20-juin-16 au 01-juil-16	OPAS	3 536 586	0,57 €	29%
20-sept-16	Augmentation de capital	37 719 298	0,57 €	76%

Les dernières opérations récentes sur le capital de DEMOS sont celles réalisées au cours de l'été dernier suite à la prise de contrôle de PENTHIEVRE, actionnaire de DEMOS par HKWCEG en janvier 2016.

Nous devons observer que la demande de conversion par PENTHIEVRE, le 23 mars 2017, des obligations émises en 2012 et 2014 dans les conditions de valorisation qui prévalaient en 2012 et 2014, a été réalisée en dehors de toute considération de logique de valorisation de DEMOS, dans le seul but d'améliorer la situation financière de DEMOS et le niveau de ses capitaux propres amputés des pertes réalisées (cf. § 1.2.5).

Cette opération ne permet pas, par conséquent, d'extérioriser une référence de valorisation pertinente de l'action DEMOS à ce jour.

Néanmoins, les effets de cette conversion sur le désendettement de DEMOS doivent être indiscutablement pris en compte dans la démarche d'évaluation (cf. 4.1.4.2) et se traduit par un effet relatif significatif sur la valeur de l'action.

¹⁸ Prévisions d'inflation à long terme – Source : FMI

4.1.3. Méthodes ou références retenues à titre de recoupement

4.1.3.1 Multiples issus de comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à approcher la valeur d'une société par application de multiples aux agrégats prévisionnels jugés significatifs de cette dernière, multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées intervenant dans le même secteur d'activité et présentant des similitudes en termes de taille, de croissance et de rentabilité.

Au cas d'espèce, aucun concurrent direct comparable à DEMOS n'est coté en France et aucune société ne présentent les mêmes caractéristiques de DEMOS, à savoir un niveau d'activité en baisse constante depuis 2011 et des résultats déficitaires.

En outre, cette approche fondée sur les multiples de valorisation implicites obtenus à partir des données prévisionnelles à court terme (les consensus de prévisions des analystes procurant des données exploitables pour l'exercice en cours et le suivant) ne permet à notre avis pas d'appréhender correctement la valeur de DEMOS dont le retour à un niveau de profitabilité satisfaisant est escompté à plus long terme.

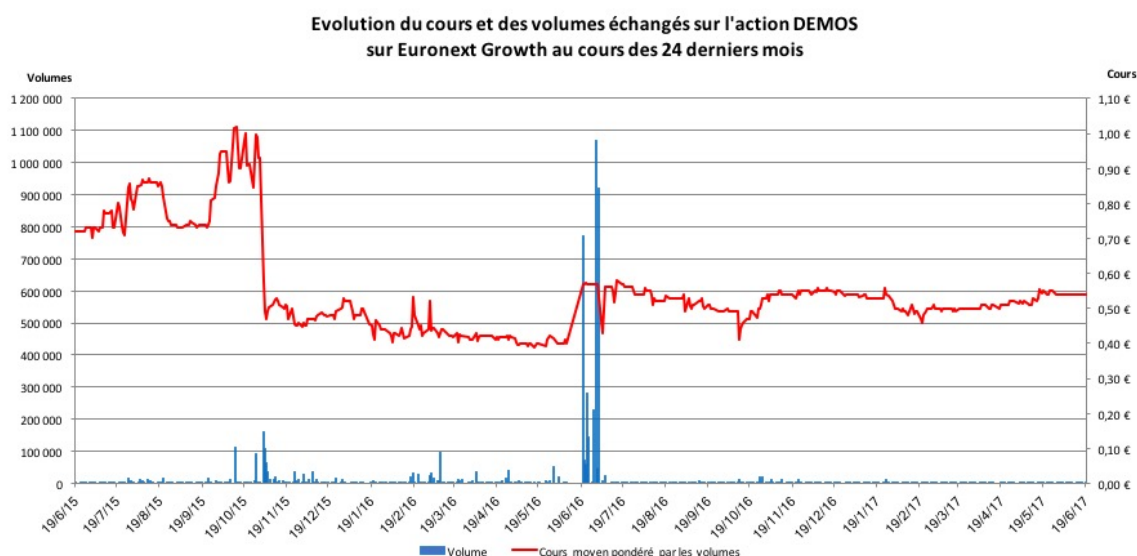
Par conséquent, nous retiendrons, à titre de méthode de recoupement, cette approche basée sur un échantillon de valeurs de sociétés intervenant dans le secteur des services aux entreprises à dominante ressources humaines, incluant pour une part d'entre elles des activités de formation.

Nous nous appuierons pour mettre en œuvre cette méthode sur les EBITDA estimés pour les années 2017 et 2018, et les multiples de chiffre d'affaires estimés, en tenant compte de l'amélioration de la profitabilité attendue de DEMOS sur les périodes de référence retenues.

4.1.3.2 Référence au cours de bourse de l'action DEMOS

Tel que rappelé précédemment, le titre DEMOS est admis à la cote d'Euronext Growth sous le code ISIN FR0010474130 (code ALDMO). Néanmoins, compte tenu de sa faible capitalisation boursière et d'un flottant très limité, les volumes de titres échangés sont, soit très faibles, soit inexistants. Par conséquent, le cours de bourse ne constitue pas selon nous une référence de valeur pertinente mais il ne peut pas cependant être totalement écarté dans le cadre d'une procédure de retrait obligatoire. Nous y faisons par conséquent référence à titre de valeur de recoupement.

L'évolution du cours de bourse de DEMOS sur les deux dernières années se présente comme suit :



Dans le prolongement d'une tendance baissière quasi continue du cours de bourse à compter de septembre 2011, on observe une rupture brutale du cours suite à la publication le 30 octobre 2015 des résultats du premier semestre 2015, qui mettent en évidence dans le contexte de la réforme de la formation professionnelle en France (introduction du CPF) une baisse du chiffre d'affaires de l'ordre de 10% (à méthode comparable) et des résultats sans amélioration notable par rapport à ceux du premier semestre 2014. Le cours baisse en deux séances de 51%, de 0,96 € à 0,47 €.

De novembre 2015 au 13 janvier 2016, le cours évoluera dans une fourchette de 0,45 € à 0,53 €.

Suite à l'annonce, le 13 janvier 2016, du changement de contrôle de PENTHIEVRE et l'annonce du dépôt d'une offre publique d'achat à 0,41 €, le cours de l'action perd 10% pour s'établir le 14 janvier 2016 à 0,45 € dans des volumes d'échange limités.

Ensuite, jusqu'à la suspension du cours le 8 juin 2016, le cours de l'action évoluera dans un canal de 0,39 € à 0,53 €.

A la reprise de cotation de l'action DEMOS, le cours s'aligne sur le prix d'offre révisé à 0,57 €.

Dans les mois qui ont suivis, le cours de l'action s'est échangé dans des volumes très limités (cf. moyennes ci-dessous) entre 0,41 € et 0,58 €, pour se stabiliser au cours des dernières semaines autour de 0,54 €.

Si l'on fait abstraction des titres apportés à l'OPAS en juin 2016, les volumes échangés sont très faibles et les cours moyens pondérés par les volumes calculés sur différentes périodes s'inscrivent dans une fourchette de 0,52 € à 0,57 € sur les différentes périodes considérées :

DEMOS	Cours moyen pondéré	Volumes échangés (1)			
		Total sur la période	Moyenne quotidienne	en % du capital	en % du flottant
Cours au 19 juin 2017	0,54	1	1	0,00%	0,00%
Moyenne 1 mois (20 jours)	0,55	320	16	0,00%	0,02%
Moyenne 3 mois (60 jours)	0,53	7 735	129	0,01%	0,41%
Moyenne 6 mois	0,52	53 420	421	0,10%	3,03%
Moyenne 1 an	0,57	303 246	1 203	0,71%	17,20%
Moyenne 2 ans	0,57	1 922 445	3 868	6,99%	55,70%

Source : Euronext au 20 juin 2017 (date du communiqué relatif à l'Offre)

(1) hors actions apportées à l'OPAS

Nous observons que les taux de rotation du titre DEMOS, calculés sur le nombre total d'actions ou le flottant, restent insignifiants. La référence au cours de bourse n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

4.1.4. Données de référence de DEMOS retenues dans le cadre de l'approche d'évaluation

4.1.4.1 *Nombre d'actions retenu*

Le nombre d'actions composant le capital de DEMOS s'élève à 56.602.996, dont 38.620 auto détenues au 31 décembre 2016, représentatives de 0,068% du capital. Il convient également de prendre en compte les actions gratuites attribuées par décision du Conseil d'administration du 9 juillet 2015, sur délégation de l'assemblée générale de 26 juin 2013, qui seront définitivement acquises le 9 juillet 2017, soit 60.000 actions.

Nombre total d'actions composant le capital de DEMOS	56 602 996
Actions DEMOS auto-détenues	(38 620)
Nombre d'actions gratuites à émettre le 9 juillet 2017	60 000
Nombre d'actions de référence	56 624 376

Nous retiendrons, par conséquent, un nombre 56.624.376 actions dans nos calculs.

4.1.4.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les éléments à prendre en compte dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres se présentent comme suit :

Montants en K€	31-déc-16	(1)
Disponibilités	3 776	
Valeurs mobilières de placement (hors actions propres)	100	
Découverts bancaires	(50)	
Prêt BPI	(890)	
Affacturage France	(7 051)	
Affacturage UK	(1 637)	
Dette financière nette retraitée	(5 752)	
Titres mis en équivalence	278	
Titres non consolidés	26	
Dépôt de garantie HSBC	420	
Provisions	(2 009)	
Valeur actualisée des déficits reportables	4 593	
Intérêts minoritaires	(117)	
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	(2 561)	

(1) Pro forma en tenant compte de la conversion des OC

Ces différentes lignes appellent les remarques suivant :

- L'affacturage est une modalité de financement de l'entreprise, qui doit être retraitée en tant que telle, d'autant que le niveau de la trésorerie en dépend étroitement ; Il a également été tenu compte de cette modalité de financement et du levier induit dans le calcul du coût moyen pondéré du capital de DEMOS ;
- Il a été tenu compte de la conversion des obligations, en mars 2017, dans l'endettement financier pro forma au 31 décembre 2016 ;
- Les provisions, incluant notamment celles pour pensions et retraites (nettes de l'effet impôt), correspondent à des décaissements futurs non pris en compte dans le plan d'affaires ;
- DEMOS dispose, au niveau de son groupe d'intégration fiscale en France, d'un déficit reportable qui s'élève à un montant de 50.822 K€ au 31 décembre 2016. Nous avons modélisé l'imputation de ces déficits sur les résultats prévisionnels de DEMOS SA et de ses filiales françaises, sur la base des données prévisionnelles du plan d'affaires et conformément aux règles d'imputation en vigueur en France (plafonnement annuel égal 1 M€ augmenté de 50% du résultat au-delà de ce seuil). Sur ces bases, la valeur actualisée des économies d'impôt futures au coût moyen pondéré du capital de DEMOS s'élève à 4.593 K€.

4.2. Mise en œuvre et résultats des différentes méthodes d'évaluation

4.2.1. Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

4.2.1.1 Plan d'affaires

Nous avons obtenu communication du plan d'affaires de DEMOS qui couvre les cinq prochaines années (2017-2021). Il est construit suivant une approche dite « *bottom up* ». Chaque responsable de filiale ou responsable de pôle communique ses prévisions et ces dernières, qui sont revues au niveau de la direction du groupe, afin d'identifier d'éventuelles anomalies ou incohérences, préalablement à leur consolidation.

Les données détaillées par filiale qui nous ont été communiquées nous ont ainsi permis d'apprécier les hypothèses clefs qui sous-tendent le plan d'affaires du groupe DEMOS.

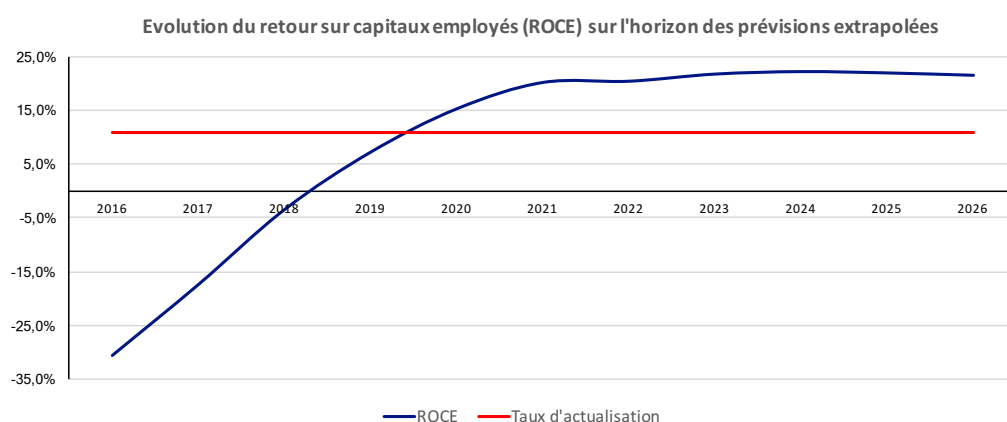
Ces hypothèses peuvent être résumées comme suit :

- Le chiffre d'affaires du groupe est attendu en **croissance de l'ordre de 8%/an sur la période 2017-2021** (9% pour le chiffre d'affaires hors achats/reventes). Cette croissance suppose un rebond encore plus significatif de la croissance de la société DEMOS SA, soit 10%, portée par une meilleure valorisation des prestations de formation au travers du développement de modules de formation multimodaux mais également une augmentation de l'activité en volume. Au regard de l'évolution du chiffre d'affaires constatée ces cinq dernières années, ces anticipations font le pari d'un retournement de la tendance qui devra se confirmer à court et moyen terme et traduisent une ambition du management de redressement de la situation de DEMOS.
- En parallèle de la croissance de l'activité, les hypothèses retenues en termes de coût des activités de formation, font ressortir **une progression de plus de 7 points** entre 2016 et 2021, qui suppose également de réussir le défi du développement du digital pour optimiser les coûts de production.
- La croissance significative attendue de l'activité doit s'accompagner d'un effort commercial et d'une meilleure absorption des coûts de structure.
- La combinaison de ces différents facteurs conduit à anticiper une progression du taux de marge d'EBITDA de **-2% en 2016 à 10% en 2021**, traduisant de nouveau l'ambition du retournement de la tendance historique observée vers une croissance rentable à des niveaux proches de ses concurrents directs. Nous observons également que les objectifs d'EBITDA à moyen terme, tant en valeur absolue qu'en terme de marge à moyen terme, sont supérieurs à ceux qui avaient été appréhendés dans le cadre du plan d'affaires du management retenu à l'occasion de l'OPAS en 2016 (EBITDA 2020(e) supérieur de 9% à l'hypothèse retenue en 2016 et taux marge d'EBITDA cible de 10% vs 9,5% précédemment).
- En termes d'investissements, étant rappelé qu'il s'agit pour l'essentiel de coûts de personnels activés, ils sont appréhendés dans la continuité de leurs niveaux constatés au cours de ces dernières années, en tenant compte de la croissance attendue de l'activité.
- L'évolution du BFR anticipe une normalisation des délais de règlement des fournisseurs pour tendre vers 1,4% du chiffre d'affaires.

- L'impôt sur les sociétés a été retenu à hauteur de 26,65%, correspondant au taux moyen pondéré, calculé à partir des principales contributions au résultat des filiales et des taux d'impôt applicables dans leur pays d'implantation (incluant un taux de 28,92% pour la France, conformément aux dispositions de la dernière loi de finance). Il est rappelé que la valeur actuelle des déficits reportables a été appréhendée distinctement dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.

Tel qu'indiqué ci-dessus, le plan d'affaires de DEMOS anticipe une croissance élevée de l'activité sur l'horizon des prévisions 2017-2021. Nous avons, par conséquent, extrapolé les hypothèses du plan d'affaires sur cinq années supplémentaires (2022-2026) pour tendre vers le niveau de croissance à long terme estimé, tant en termes de chiffre d'affaires que de flux d'exploitation.

Sur ces bases, le retour sur capitaux employés (ROCE), mesure de la rentabilité attendue de DEMOS, se présente comme suit :



Il ressort de cette analyse que le retournement anticipé de DEMOS doit permettre d'atteindre un ROCE de l'ordre de 20% à l'horizon 2021 pour se situer ensuite dans une fourchette entre 20% et 22%. Ainsi, il ressort de la comparaison du niveau de rentabilité attendu avec le coût moyen pondéré du capital estimé de DEMOS, que le groupe doit renouer avec la création de valeur à partir de 2020 et la pérenniser sur le long terme.

4.2.1.2 Taux d'actualisation

Les flux prévisionnels de trésorerie sont actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) qui se compose du rendement attendu par les investisseurs en fonds propres (le coût des fonds propres) et de celui exigé par les créanciers (le coût du financement), en tenant compte de l'économie d'impôt qui résulte de la déductibilité des charges d'intérêt. La moyenne entre ces deux taux est pondérée en fonction du poids relatif assigné aux fonds propres et aux dettes dans la valeur d'entreprise.

Ce coût moyen pondéré du capital a été estimé en retenant :

- un taux sans risque correspondant au taux de rendement d'un panier d'obligations de trésor en Europe, soit 0,57% (source : Fairness Finance) ;
- une prime de risque de marché estimé à 7,82% correspondant à l'écart entre l'espérance de rendement d'un panel large de société cotées en Europe et le taux sans risque susvisé (source : Fairness Finance) ;

- un bêta désendetté de 0,82 par référence au bêta du secteur des services aux entreprises (source : Fairness Finance). Notons que les bêtas des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers retenus ne sont pas significatifs dans la mesure où l'évolution des cours n'est pas corrélée à leurs indices de référence ($R^2 < 0,1$ pour la grande majorité des sociétés de l'échantillon) ;
- une prime de taille additionnelle de 4,63% correspondant à l'écart de rendement exigé en moyenne entre une société de taille inférieure à la moyenne de l'indice de marché et ce dernier (Source : Fairness Finance)
- un levier financier (dette nette/capitaux propres) correspondant au cas d'espèce principalement au financement de l'activité par recours à l'affacturage, soit 21,37%, et un coût estimé de ce financement après impôt de 2,54%.

Sur ces bases, le taux d'actualisation retenu s'établit à 10,84%.

4.2.1.3 Valeur/action issue de la méthode du DCF

En synthèse, sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, nous obtenons les valeurs suivantes :

Montants en M€	
Valeur actualisée des flux 2017-2021	(3 335)
Valeur actualisée des flux 2022-2026	13 308
Valeur terminale actualisée	26 655
VALEUR D'ENTREPRISE ESTIMEE	36 628
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	(2 561)
VALEUR DES FONDS PROPRES ESTIMEE	34 067
Nombre d'actions de référence	56 624 376
VALEUR/ACTION (en €)	0,60

A l'issue de la mise en œuvre de cette approche d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, la valeur de l'action DEMOS est estimée à 0,60 €.

4.2.1.4 Analyses de sensibilité

Compte tenu des développements précédents, nous avons réalisé deux analyses de sensibilité de la valeur de l'action aux principaux paramètres retenus.

- Une première analyse a été effectuée sur la sensibilité de la valeur de l'action DEMOS au WACC et au taux de croissance à l'infini :

		Taux d'actualisation				
		9,83%	10,33%	10,83%	11,33%	11,83%
Taux de croissance LT	0,68%	0,65	0,59	0,54	0,49	0,45
	1,18%	0,69	0,63	0,57	0,52	0,47
	1,68%	0,73	0,67	0,60	0,55	0,50
	2,18%	0,79	0,71	0,64	0,58	0,53
	2,68%	0,84	0,76	0,68	0,62	0,56

- Une seconde analyse a porté sur la sensibilité de la valeur de l'action DEMOS au taux de marge d'EBITDA à long terme et au taux de croissance des flux à long terme :

		Taux de marge d'EBITDA à LT				
		11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%
Taux de croissance LT	0,68%	0,61	0,57	0,54	0,50	0,46
	1,18%	0,64	0,60	0,57	0,53	0,49
	1,68%	0,68	0,64	0,60	0,56	0,52
	2,18%	0,72	0,68	0,64	0,59	0,55
	2,68%	0,77	0,73	0,68	0,63	0,59

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses une fourchette réduite de valeurs comprises entre 0,52 € et 0,71 €, avec une valeur centrale de 0,60 €.

Le prix de l'Offre de 0,70 € fait ressortir une prime de 16% sur la valeur centrale, une prime de 35,7 % sur la valeur basse et une décote de 1,2% sur la valeur haute de notre fourchette.

4.2.2. Comparables boursiers

4.2.2.1 *Caractéristiques des sociétés de l'échantillon*

Nous rappelons qu'aucun concurrent direct comparable à DEMOS n'est coté en France (les principaux acteurs de la formation professionnelle ne sont pas cotés).

De plus, compte tenu de la performance réalisée par DEMOS au cours de ces dernières années (niveau d'activité en baisse constante depuis 2011 et résultats déficitaires y compris au niveau de l'EBITDA à partir de 2016), la constitution d'un échantillon repose nécessairement sur la prise en compte de sociétés, qui ne peuvent pas être qualifiées de « comparables » à DEMOS.

A défaut, nous avons recherché des sociétés développant des activités de formation ou de services autour de la gestion des compétences et des ressources humaines.

A l'issue de cette recherche, nous avons retenu un échantillon composé des sociétés suivantes :

- **BTS GROUP AB**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de Stockholm, créée en 1986, sise à Stockholm (Suède). Elle propose des solutions de consulting et de formation. BTS GROUP AB accompagne ses clients dans leur implémentation stratégique et le développement du leadership et commercial. Son activité géographique se répartit à 53% en Amérique du Nord, 17% en Europe et 10% en Asie Pacifique. En 2016, BTS Group AB a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 1 107 MSEK (116 M€), un EBITDA de 126 MSEK et un EBIT de 112 MSEK.
- **EMPRESARIA GROUP PLC**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de Londres, créée en 1996, sis à Crawley au Royaume Uni. Elle propose principalement des services de recrutement et de travail temporaire. Les autres activités sont l'externalisation du recrutement, le conseil en ressources humaines et les formations. Son activité géographique se répartit en 2016 à 34% en Europe continentale, 29% en Asie Pacifique, 26% au Royaume Uni et 12% en Amérique. En 2016, EMPRESARIA GROUP PLC a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 270 MGBP, un EBITDA de 11 MGBP et un EBIT de 9 MGBP.
- **GP STRATEGIES CORP**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de New York (NYSE), créée en 1959, sis à Columbia (Maryland). Elle propose des activités de formation, d'e-learning, du

conseil en management et des services d'ingénierie. Elle conçoit également des formations sur-mesure pour les services commerciaux. Les principales activités sont la formation et les services professionnels et techniques qui représentent respectivement 42% et 24% du chiffre d'affaires. L'activité géographique se répartit en 2015 à 70% aux Etats-Unis, 20% au Royaume Uni et 12% en Amérique. En 2016, GP STRATEGIES CORP a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 491 MUSD, un EBITDA de 38 MUSD et un EBIT de 9 MUSD.

- **CRIT**, société dont les titres sont admis à la cote de NYSE Euronext Paris, créée en 1962, sise à Clichy en France. Les activités principales du groupe CRIT sont le recrutement et le travail temporaire en France et à l'international. Elle intervient également en tant que prestataire de l'assistance aéroportuaire en France, en Irlande, en Angleterre et en Afrique. Les autres activités du groupe sont les partenariats dans les projets des grandes industries en matière d'ingénierie et de maintenance. Les activités se répartissent principalement à 84% pour le recrutement et l'intérim, et 11% pour l'assistance dans les services aéroportuaire. Géographiquement, le chiffre d'affaires est réalisé à 78% en France, 13% aux Etats-Unis et 5% en Espagne. En 2016, le groupe CRIT a réalisé un chiffre d'affaires de 2 145 M€, un EBITDA de 131 M€ et un EBIT de 105 M€.
- **STAFFLINE GROUP PLC**, société dont les titres sont admis à la cote de la bourse de Londres, créée en 1986, sis à Nottingham au Royaume Uni. Ses activités sont le recrutement et l'externalisation des ressources humaines. Le groupe s'adresse principalement à l'industrie au Royaume Uni via son activité « staffing services » (84% du CA) et aux autres secteurs via l'activité « Peopleplus » (16% du CA) en proposant notamment de la formation. En 2016, Staffline Group PLC a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 884 MGBP (1 032 M€), un EBITDA de 41 MGBP et un EBIT de 23 MGBP.
- **SYNERGIE SA**, société dont les titres sont admis à la cote de NYSE Euronext Paris, créée en 1984, sis à Paris en France. Son activité est le recrutement et la gestion des ressources humaines en proposant une gamme complète de services, et notamment de la formation. Géographiquement, elle réalise plus de 50% de son chiffre d'affaires en France et le reste en Europe (Belgique 11%, Italie 10%, Espagne Portugal 9%, puis l'Europe du Nord et de l'Est pour 15%). En 2016, Synergie SA a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 1 992 M€, un EBITDA de 107 M€ et un EBIT de 97 M€.

Les caractéristiques des sociétés de l'échantillon en termes de croissance historique et prévisionnelle de l'activité sont les suivantes :

SOCIETE	Pays	Devise	Valeur d'entreprise	Croissance du CA (TCAM) (1)		
				2014/2016	2016/2018(e)	2014/2018(e)
BTS Group AB	Suède	SEK	1 484 365	19,1%	10,7%	14,8%
Empresaria Group plc	Royaume-Uni	GBP	89 114	20,0%	13,4%	16,7%
GP Strategies Corp.	USA	USD	458 826	-1,1%	6,8%	2,7%
Groupe Crit SA	France	EUR	885 802	12,5%	7,6%	10,0%
Staffline Group plc	Royaume-Uni	GBP	388 635	32,6%	6,2%	18,7%
Synergie SA	France	EUR	962 499	9,2%	7,4%	8,3%
Moyenne				15,4%	8,7%	11,9%
Médiane				15,8%	7,5%	12,4%

Source : *Infinancials* au 20 juin 2017

(1)TCAM : Taux de croissance annuel moyen

Nous observons que les sociétés de l'échantillon ont une taille plus élevée que celle du groupe DEMOS. Elles sont en croissance sur les deux derniers exercices (à l'exception de GP STRATEGIES CORP) et la poursuite de la croissance est attendue sur les deux exercices à venir.

Les niveaux de profitabilité historique et prévisionnelle des sociétés de l'échantillon se présentent comme suit :

SOCIETE	Marge d'EBITDA					Marge d'EBIT				
	2014	2015	2016	2017(e)	2018(e)	2014	2015	2016	2017(e)	2018(e)
BTS Group AB	11,7%	11,6%	11,3%	11,7%	12,4%	10,5%	10,5%	10,1%	10,6%	11,3%
Empresaria Group plc	3,9%	4,9%	4,2%	4,4%	4,3%	3,4%	4,3%	3,4%	4,1%	4,1%
GP Strategies Corp.	9,2%	8,1%	7,7%	7,8%	8,6%	8,4%	6,7%	6,5%	6,8%	7,8%
Groupe Crit SA	5,8%	6,3%	6,1%	5,9%	5,9%	5,0%	5,4%	4,9%	5,0%	4,8%
Staffline Group plc	3,4%	2,9%	4,6%	4,7%	4,6%	2,2%	1,0%	2,6%	4,3%	4,1%
Synergie SA	5,1%	5,7%	5,4%	5,8%	5,8%	4,4%	4,9%	4,8%	5,2%	5,1%
Moyenne	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,9%	5,7%	5,5%	5,4%	6,0%	6,2%
Médiane	5,4%	6,0%	5,8%	5,9%	5,8%	4,7%	5,2%	4,9%	5,1%	5,0%

Source : *Infinancials* au 20 juin 2017

Toutes les sociétés de l'échantillon sont profitables, ce qui constitue une limite à la comparaison directe avec DEMOS, dont la marge d'EBITDA est négative en 2016. Nous observons également que les écarts constatés entre marge d'EBITDA et marge d'EBIT sont relativement faibles, autre facteur différenciant avec la formation du résultat de DEMOS qui active des coûts de développement interne, affectant in fine sa profitabilité au niveau de l'EBIT.

4.2.2.2 Multiples de valorisation

Etant observé que les données prévisionnelles fournies par les consensus d'analystes au-delà des exercices 2017(e) et 2018(e) sont insuffisantes ou inexistantes, les multiples de valorisation implicites des sociétés de l'échantillon, sur la base des capitalisations boursières des sociétés (moyenne 3 mois au 20 juin 2017) et de leur dette financière nette au 31 décembre 2016, se présentent comme suit :

SOCIETE	EV/CA		EV/EBITDA		EV/EBIT	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
BTS Group AB	x 1,17	x 1,09	x 10,03	x 8,84	x 11,08	x 9,64
Empresaria Group plc	x 0,27	x 0,26	x 6,06	x 5,90	x 6,46	x 6,28
GP Strategies Corp.	x 0,89	x 0,82	x 11,42	x 9,50	x 13,03	x 10,59
Groupe Crit SA	x 0,37	x 0,36	x 6,30	x 6,07	x 7,44	x 7,46
Staffline Group plc	x 0,41	x 0,39	x 8,64	x 8,49	x 9,61	x 9,39
Synergie SA	x 0,44	x 0,42	x 7,51	x 7,20	x 8,44	x 8,14
Moyenne	x 0,59	x 0,56	x 8,33	x 7,67	x 9,34	x 8,58
Médiane	x 0,42	x 0,40	x 8,08	x 7,84	x 9,03	x 8,77

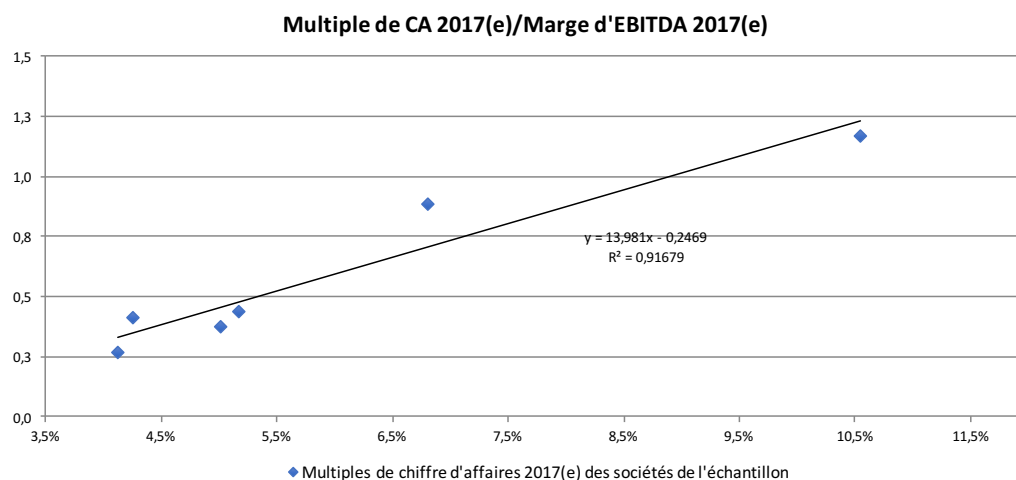
Source : *Infinancials/Consensus de prévision Factset/Calculs ADVISOREM*

Nous observerons la valeur attribuable à l'action DEMOS par référence aux multiples de chiffre d'affaires (EV/CA) et aux multiples d'EBITDA (EV/EBITDA), l'approche par les multiples d'EBIT étant inapplicables dans la mesure où l'EBIT prévisionnel de DEMOS reste négatif en 2017 et 2018.

4.2.2.3 Mise en œuvre du multiple de chiffre d'affaires

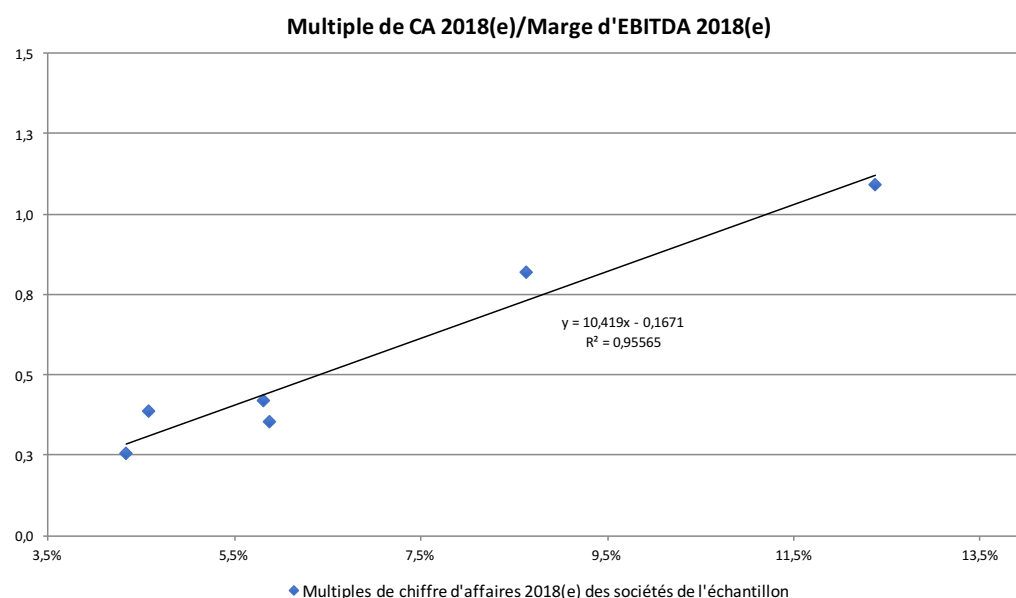
Nous avons observé ci-dessus une forte dispersion des multiples de chiffre d'affaires des sociétés de l'échantillon, qui se traduit mathématiquement par un écart significatif entre la moyenne et la médiane calculées. Par conséquent nous avons procédé à différentes analyses, afin d'identifier une éventuelle relation entre le niveau de profitabilité des sociétés et leur multiple de chiffre d'affaires.

Le niveau de multiple de CA 2017 (e) des sociétés de l'échantillon en fonction de leur marge d'EBITDA 2017 (e) peut être représenté graphiquement comme suit :



Nous observons une forte corrélation ($R^2 > 0,91$) entre le multiple de chiffre d'affaires 2017(e) et la marge d'EBITDA 2017(e), qui nous conduit à considérer que le multiple de chiffre d'affaires à retenir pour DEMOS peut être extrapolé à partir des paramètres de la droite de régression ainsi obtenue.

De même, nous avons procédé à la même analyse sur les données estimées pour l'exercice 2018(e) :



Nous observons de nouveau une forte corrélation ($R^2 > 0,95$) entre le multiple de chiffre d'affaires 2018(e) et la marge d'EBITDA 2018(e), qui nous conduit à considérer que le multiple de chiffre d'affaires à retenir pour DEMOS peut être extrapolé à partir des paramètres de la droite de régression ainsi obtenue et de ses agrégats estimés pour l'exercice 2018(e).

En appliquant au chiffre d'affaires de DEMOS 2017(e) et 2018(e), induits par les deux droites de régression susvisées, la valeur de l'action DEMOS ressort dans une fourchette de **0,06 €** (par référence au multiple de CA 2017(e), soit x0,08) à **0,40 €** (par référence au multiple de CA 2018(e), soit x0,26).

Au regard du niveau de marge très faible attendu en 2017 par DEMOS, dans le contexte d'un retournement escompté à moyen terme de l'activité de DEMOS vers une croissance rentable, la valeur de l'action DEMOS calculée par référence aux agrégats 2017(e) nous paraît cependant peu significative.

4.2.2.4 Mise en œuvre du multiple d'EBITDA

S'agissant de la mise en œuvre du multiple d'EBITDA, l'application des multiples médians de l'échantillon susvisés, la valeur de l'action DEMOS ressortirait dans une fourchette de **0,22 €** (par référence à l'EBITDA 2017(e)) à **0,51 €** (par référence à l'EBITDA 2018(e)).

Tel que relevé précédemment, dans le contexte d'un retournement escompté à moyen terme de l'activité de DEMOS vers une croissance rentable, la valeur de l'action DEMOS calculée par référence aux agrégats 2017(e) nous paraît peu significative.

4.3. Evaluation des BSA 2013

En 2013, DEMOS a procédé à l'émission 3.910.000 BSA en trois tranches de bons, exerçables à tout moment jusqu'au 23 mai 2023, et réservées au management de la Société :

- 977.500 BSA exerçables au prix de **4,90 €**, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (« BSA 1 2013 ») ;
- 1.466.250 BSA exerçables au prix de **7,36 €**, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (« BSA 2 2013 ») ;
- 1.466.250 BSA exerçables au prix de **9,81 €**, chaque BSA donnant droit, par exercice, à 1,019 action (les « BSA 3 2013 »).

Ces BSA ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation.

Les prix d'exercice de ces BSA sont très significativement en dehors de la monnaie.

Nous avons procédé à l'évaluation de ces BSA en utilisant le modèle Black & Scholes, couramment utilisé pour évaluer ce type d'instrument financier, en retenant les paramètres suivants :

- un taux sans risque de 0,57% en cohérence avec celui retenu pour le taux d'actualisation (cf. 4.2.1.2) ;
- le prix d'exercice de chaque tranche de BSA, soit respectivement 4,90 €, 7,36 € et 9,81 € pour les tranches 1,2 et 3 ;
- le nombre d'actions par BSA, soit 1,019,
- une date de fin d'exercice des BSA au 23 mai 2023, soit une durée résiduelle restant à courir de 5,93 années,
- une volatilité de 25,8% par référence à la volatilité médiane observée sur l'échantillon de comparables, la volatilité du titre DEMOS à court terme n'étant pas significative au regard des volumes échangés.

Sur ces bases la valeur des BSA issus des différentes tranches est nulle et nous avons conforté ces résultats par une analyse de sensibilité de la valeur aux paramètres clefs du modèle.

BSA 1 2013 (prix d'exercice de 4,90 €)

		Volatilité				
		21,8%	23,8%	25,8%	27,8%	29,8%
Taux sans risque	0,17%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,37%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,57%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,77%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,97%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

La valeur d'un BSA 1 2013 est nulle dans toutes les combinaisons d'hypothèses retenues.

BSA 2 2013 (prix d'exercice de 7,36 €)

		Volatilité				
		21,8%	23,8%	25,8%	27,8%	29,8%
Taux sans risque	0,17%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,37%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,57%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,77%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,97%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

La valeur d'un BSA 2 2013 est nulle dans toutes les combinaisons d'hypothèses retenues.

BSA 3 2013 (prix d'exercice de 9,81 €)

		Volatilité				
		21,8%	23,8%	25,8%	27,8%	29,8%
Taux sans risque	0,17%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,37%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,57%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,77%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	0,97%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

La valeur d'un BSA 3 2013 est nulle dans toutes les combinaisons d'hypothèses retenues.

Par conséquent, le prix d'offre proposé de 1 € par lot de BSA détenu par chaque porteur, dont la liste figure dans le projet de note d'opération, n'appelle pas de remarque de notre part.

5. Analyse critique des travaux de l'établissement présentateur

5.1. Choix des critères d'évaluation

PORTZAMPARC a retenu des méthodes et références de valeurs similaires à celles que nous avons retenues dans le cadre de notre approche d'évaluation.

Notons que la banque présentatrice présente les résultats des différents critères sur le même plan, alors que nous avons considéré que la méthode du DCF et la référence aux dernières opérations sur le capital constituaient les références de valeur les plus pertinentes.

5.2. Données de référence

PORTZAMPARC ne retient pas les actions gratuites qui seront définitivement acquises le 9 juillet 2017 dans le nombre d'actions de référence pour ses calculs d'évaluation.

5.3. Mise en œuvre des critères d'évaluation

5.3.1. Actualisation des flux de trésorerie

PORTZAMPARC a mis en œuvre ce critère sur la base du plan d'affaires sur 5 ans de DEMOS, extrapolés sur 5 années complémentaires pour tendre vers le niveau de croissance à long terme retenu, soit 1%, alors que notre extrapolation tend vers une croissance long terme de 1,68 %.

PORTZAMPARC retient dans son passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres l'intégralité des provisions inscrites au bilan au 31 décembre 2016 (hors provisions pour non conversion), soit 2,9 M€ alors que nous n'avons retenu que les seules provisions se rapportant à des flux à décaisser non intégrés dans le BP (le cas échéant nets de l'économie d'impôt), soit 2 M€. A contrario, PORTZAMPARC a intégré dans les actifs financiers les dépôts liés aux baux commerciaux pour 0,8 M€ alors que nous considérons qu'il s'agit d'élément d'exploitation de l'actif économique.

Le taux d'actualisation retenu par PORTZAMPARC sur la base de paramètres différents des nôtres qui conduisent à un coût moyen pondéré du capital de 10,66%, soit un taux proche de celui que nous retenons, soit 10,84%.

PORTZAMPARC obtient à l'issue de son approche une valeur centrale de l'action DEMOS de 0,57 € à comparer à notre valeur de 0,60 €. L'écart provient essentiellement de la différence d'hypothèse de taux de croissance à long terme susvisée.

5.3.2. Comparables boursiers

PORTZAMPARC a retenu une approche sensiblement différente de la nôtre sur la base d'un échantillon réduit aux sociétés françaises, incluant MICROPOLE, que nous avons exclu de notre échantillon compte tenu de l'activité, plus proche du pilotage et de la gestion des données que des activités de formation et gestion des ressources humaines, et dont le suivi du titre par les analystes est limité.

A l'issue de cette approche, PORTZAMPARC retient une fourchette de 0,39 € à 0,48 € par référence au multiple de chiffre d'affaires 2017(e) à 2019(e) et de 0,27 € à 0,46 € par référence au multiple d'EBITDA 2018(e) à 2019(e).

Nous rappelons que cette approche par les comparables boursiers dans le présent contexte ne peut constituer, à notre avis, qu'une méthode de recoupement, tant en raison de l'absence de comparable direct à DEMOS, que de l'ambition de retournement à moyen-long terme de DEMOS.

5.3.3. Références de valeurs : opérations sur la capital et cours de bourse

PORTZAMPARC retient comme référence de valeur le prix d'exercice des levées d'options les 22 et 27 juin 2017 par PENTHIEVRE sur les actions gratuites détenues par un ancien dirigeant du groupe, soit 0,57 €, résultant d'un accord conclu le 8 juin 2016, aligné sur le prix de l'OPAS, que nous retenons comme référence de valeur.

Nous n'avons pas d'observation complémentaire à formuler sur les références au cours de bourse.

6. **Accords connexes à l'Offre**

6.1. Option de vente au profit de la famille WEMAERE

Dans le cadre de nos travaux, nous avons obtenu communication du pacte d'actionnaires entre HKWCEG et la famille WEMAERE en date du 13 janvier 2016 et de son avenant en date du 9 juin 2016.

Cet accord tel que modifié par son avenant du 9 juin 2016 prévoit une option de vente consentie par HKWCEG à la Famille WEMAERE, portant sur l'ensemble des actions DEMOS que détient cette dernière, exerçable entre le 1^{er} avril 2017 et le 31 mars 2020.

Le prix d'exercice de l'option de vente est défini selon la formule de calcul suivante :

- (i) Dans le cas où l'action DEMOS est cotée à la date d'exercice de l'option de vente, la formule de calcul du prix d'exercice est égale à la moyenne pondérée par les volumes des 10 derniers jours de bourse précédant l'exercice de l'option de vente ;
- (ii) Dans le cas où l'action DEMOS ne serait plus cotée, la formule de calcul du prix d'exercice de l'option de vente sera calculée en prenant (a) la valeur de DEMOS, égale à 7.5 x la somme des deux derniers EBITDA semestriels consolidés de DEMOS, sur la base des deux derniers comptes semestriels consolidés et certifiés par les Commissaires aux Comptes disponibles à la date d'exercice de l'option, et divisée par (b) le nombre d'actions composant le capital de DEMOS à la date d'exercice de l'option.

En l'état actuel de la cotation de DEMOS et de l'évolution la plus récente de son cours de bourse, le prix d'exercice de l'option de vente est sensiblement inférieur aux prix de l'Offre.

A l'issue du projet d'Offre et de la radiation des actions DEMOS de la cote, sur la base des résultats des deux derniers semestres écoulés, le prix d'exercice serait nul.

Enfin, par référence aux projections de résultats issus du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2019, la valeur actuelle du prix d'exercice futur, par application de la formule susvisée, de nature hypothétique dans la mesure où la progression des résultats devra se confirmer, reste sensiblement inférieure au prix de l'Offre.

Les autres stipulations du pacte d'associés, telles que modifiées par son avenant, et reprises dans le projet de note en réponse n'appellent pas de remarque de notre part.

Par conséquent, les termes de cet accord ne sont pas, à notre avis, de nature à remettre en cause l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre.

6.2. Options au bénéfice et à la charge de détenteurs d'actions gratuites

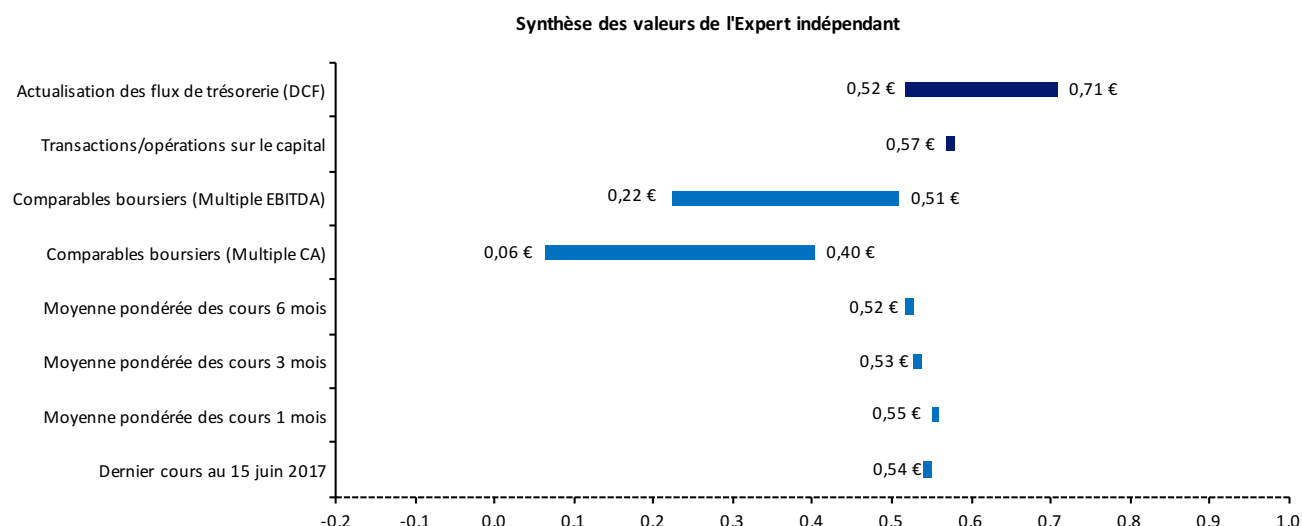
Des managers du groupe DEMOS, détenteurs d'actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation ont conclu avec PENTHIEVRE des options d'achat et vente réciproques, à l'issue de la période de conservation à un prix maximum fixé sur la base du prix de l'OPAS 2016, soit 0,57 € par action.

Par conséquent, les termes de ces accords ne sont pas, à notre avis, de nature à remettre en cause l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre.

7. Appréciation du caractère équitable du prix offert

7.1. Synthèse des résultats de l'approche d'évaluation mise en œuvre

En synthèse, il ressort de l'approche multicritère mise en œuvre, incluant les différentes références retenues, une valeur de l'action DEMOS dans une fourchette de 0,52 € à 0,71 €, si l'on se réfère aux méthodes ou références retenues à titre principal, et dans une fourchette de 0,06 € à 0,71 €, si l'on inclut les méthodes et références retenues à titre secondaire :



7.2. Primes et décotes induites par le prix de l'offre

L'analyse comparée des valeurs retenues avec celles de PORTZAMPARC et les primes et décotes induites par le prix de l'offre, soit 0,70 €, se résume comme suit :

Montants en €	Valeur par action				Prime/(Décote)			
	Etablissement présentateur		Expert indépendant		Etablissement présentateur		Expert indépendant	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Max.	Min.	Max.	Min.
A titre principal								
Actualisation des flux futurs de trésorerie	0,47	0,69	0,52	0,71	48,9%	1,4%	35,3%	-1,2%
Transactions/opérations sur le capital								
. OPAS - juillet 2016		N/A		0,57		N/A		22,8%
. Augmentation de capital septembre 2016		0,57		0,57		22,8%		22,8%
. Levées d'options sur actions gratuites		0,57		N/A		22,8%		N/A
A titre de méthode de recoupement								
Comparables boursiers								
. Multiples de chiffre d'affaires	0,39	0,48	0,06	0,40	79,5%	45,8%	N/A	73,7%
. Multiples d'EBITDA	0,27	0,46	0,22	0,51	159,3%	52,2%	211,9%	37,3%
Cours moyens pondérés par les volumes								
. Cours au 19 juin 2017		0,54		0,54		29,6%		29,6%
. Moyenne 1 mois		0,55		0,55		27,4%		27,4%
. Moyenne 3 mois		0,53		0,53		32,8%		32,8%
. Moyenne 6 mois		0,52		0,52		35,3%		35,3%

7.3. Conclusions sur le caractère équitable du prix offert

Notre intervention en qualité d'expert indépendant, faisant suite à la décision du Conseil d'administration de DEMOS du 19 mai 2017, s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du Conseil d'administration de DEMOS, ainsi que dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Elle a pour objet l'appréciation du caractère équitable du prix offert aux actionnaires minoritaires de DEMOS par l'initiateur dans le cadre de la procédure d'offre publique de retrait prévue à l'article 236-3 du Règlement général de l'AMF, et de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

Le prix offert aux actionnaires minoritaires s'établit à 0,70 € par action DEMOS.

DEMOS connaît depuis de nombreuses années des difficultés à maintenir le niveau de son activité et a consécutivement dégagé des pertes significatives et reste, à court terme, dépendante des apports en trésorerie complémentaires de son actionnaire de référence, pour assurer sa continuité d'exploitation.

Suite au rachat de son actionnaire de référence PENTHIEVRE par HKWCEG, la nouvelle direction mise en place ambitionne de renverser la tendance pour retrouver le chemin d'une croissance rentable en capitalisant sur le savoir-faire de DEMOS et les outils complémentaires dont elle peut bénéficier en synergie avec le groupe HKWCEG. Cette ambition est traduite dans le plan d'affaires qui a servi de référence dans le cadre de la mise en œuvre des différents critères d'évaluation.

Dans ce contexte de retournement, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie est, à notre avis, la méthode la plus adaptée pour apprécier la valeur de l'action DEMOS, les approches analogiques qui reposent par construction sur les performances financières de l'entreprise à un horizon plus court ne permettant pas à notre avis pas de capter le potentiel de création de valeur à terme.

Ainsi, le prix offert fait ressortir une prime de 16% par rapport à la valeur centrale estimée à partir de la méthode du DCF et des primes encore plus élevées par rapport aux autres méthodes et références de valeur de 22,8% à 73,7%, si l'on exclut le résultat des méthodes basées sur les agrégats 2017(e) qui conduisent logiquement à des valeurs de l'action DEMOS très faibles.

Ce prix fait notamment ressortir une prime de 22,8% par rapport au prix de l'OPAS réalisée en juin 2016.

S'agissant des BSA, leur prix d'exercice étant très significativement en dehors de la monnaie, leur valeur estimée est nulle.

Par conséquent, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix de 0,70 € par action DEMOS et de 1 € par lot de BSA 2013 que l'initiateur propose dans le cadre de la présente offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société DEMOS.

Fait, à Paris, le 29 juin 2017

ADVISOREM

Eric LE FICHOUX

ANNEXE AU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

1. Présentation d'ADVISOREM

ADVISOREM est une société par actions simplifiée inscrite au Tableau de l'Ordre des Experts Comptables de Paris Ile-de-France. Elle intervient principalement dans les contextes suivants :

- Opérations de marché (expertise indépendante) ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises (due diligence, évaluation) ;
- Apports et fusions (évaluation ou contrôle des opérations) ;
- Litiges et arbitrages.

2. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées au cours des 18 derniers mois

ADVISOREM n'est pas intervenue en qualité d'expert indépendant au cours des 18 derniers mois.

3. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

ADVISOREM est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général.

ADVISOREM applique des procédures visant à éviter les situations de conflit d'intérêts, garantir son indépendance et contrôler la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

4. Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 30.000 €, hors taxes, frais et débours.

5. Description des diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et de la recommandation de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Le programme de travail suivant a été mis en œuvre :

- Travaux préparatoires :
 - Prise de connaissance du contexte dans la perspective de l'acceptation de la mission ;
 - Orientation des travaux ;
 - Rédaction de la lettre de mission ;
- Travaux d'évaluation :
 - Collecte et prise de connaissance des informations publiques sur la société ;
 - Prise de connaissance détaillée des notes d'information établies dans le cadre de l'OPAS réalisée en juin 2016 ;
 - Prise de connaissance détaillée de l'activité par discussions avec le management de DEMOS ;
 - Analyse des principales forces, faiblesses, menaces et opportunités de DEMOS ;
 - Prise de connaissance des informations financières historiques ;
 - Revue et analyse des données prévisionnelles et entretiens avec le management du groupe DEMOS ;
 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère :

- Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels issus des projections financières du groupe DEMOS, à partir des entretiens avec son management et de la détermination des paramètres clefs (variables clefs, taux d'actualisation et taux de croissance) ;
- Recherches sur la base de données Infanciales et analyse des comparables boursiers potentiels ;
- Recherches sur la base de données Emat d'Epsilon Research d'éventuelles transactions intervenues dans le secteur de la formation professionnelle, susceptibles de constituer des références de valorisation transposables à DEMOS ;
- Analyse de l'étude sectorielle Xerfi dédiée aux acteurs de la formation professionnelle ;
- Analyse de l'évolution du cours de bourse et des volumes échangés sur le titre DEMOS ;
- Analyse des opérations intervenues sur le capital de la société depuis la dernière offre publique d'achat ;
- Prise de connaissance détaillée du rapport d'évaluation et des éléments d'appréciation des conditions de l'opération présentées par l'établissement présentateur de l'offre, analyses et entretiens avec ses représentants ;
- Travaux de synthèse :
 - Rédaction du rapport ;
 - Obtention d'une lettre d'affirmation auprès du groupe DEMOS ;
 - Revue indépendante ;

6. Calendrier de l'étude

6 février 2017	Conférence téléphonique relative à la présentation d'ADVISOIREM et au calendrier de l'opération envisagée
10 février 2017	Lettre de mission ADVISOIREM
19 mai 2017	Conseil d'administration de DEMOS approuvant la désignation d'ADVISOIREM en qualité d'expert indépendant
19 au 23 mai 2017	Collecte et prise de connaissance des premiers éléments d'information relatifs à DEMOS incluant des travaux de recherches sur bases de données
24 mai 2017	Réunion de travail avec les représentants de DEMOS afin de collecter des informations complémentaires
31 mai 2017	Réunion de travail avec la direction financière du groupe DEMOS sur les principales hypothèses qui sous-tendent les projections financières et les perspectives à plus long terme
1 ^{er} juin au 12 juin 2017	Mise en œuvre de l'approche d'évaluation multicritère
8 juin 2017	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur sur l'avancement de ses travaux d'évaluation
12 juin au 20 juin 2017	Préparation du projet de rapport de l'expert indépendant
22 juin 2017	Obtention et analyse du premier projet de rapport d'évaluation de l'établissement présentateur
23 juin 2017	Réunion de travail interne relative à la mise en œuvre de la procédure de revue indépendante des travaux effectués et du projet de rapport
27 juin 2017	Obtention du rapport de l'établissement présentateur, prise en compte des remarques et commentaires à l'issue de la revue indépendante et finalisation d'un projet de rapport

27 juin 2017	Obtention du projet de note d'information incluant la présentation des éléments d'appréciation du prix d'offre
28 juin 2017	Obtention d'une lettre d'affirmation du groupe DEMOS et communication d'un projet de rapport
29 juin 2017	Présentation du rapport de l'expert indépendant au Conseil d'administration de DEMOS

7. Liste des personnes rencontrées

Nous avons rencontré et/ou échangé avec les personnes suivantes :

7.1. DEMOS

- Monsieur Dai SHEN, Directeur Général du groupe DEMOS (et de PENTHIEVRE SAS),
- Monsieur Dominique LE BRIGANT, Directeur Administratif et Financier du groupe DEMOS,
- Monsieur Daniele PIPERNO, Directeur juridique du groupe DEMOS
- Madame Yasmine BOUAYOUD, Juriste DEMOS

7.2. PORTZAMPARC, établissement présentateur de l'offre

- Monsieur Stanislas JANNET, Directeur Corporate Finance
- Monsieur Geoffroy MICHALET, Analyste,
- Monsieur Arnaud DESPRE, Analyste ,

7.3. Conseils

- Maître Philippe D'HOIR, conseil de DEMOS,

8. Sources d'informations utilisées

8.1. Informations communiquées par DEMOS et PENTHIEVRE

- Share Purchase Agreement relatif à PENTHIEVRE entre MONTEFIORE INVESTMENT FCPR II et HKWCE
- Statuts à jour DEMOS
- Répartition du capital de DEMOS
- Procès-verbaux de conseils d'administration tenus en 2016 et 2017
- Pacte d'associés entre HKWCEG et la famille WEMAERE et son avenant
- Informations relatives aux plans d'actions gratuites (AGA)
- Levées d'option sur 200.000 actions gratuites du 22 et 27 juin 2017
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés au 31 décembre 2016
- Rapport des commissaires aux comptes sur les conventions réglementées (au 31 décembre 2016)
- Lettre de confort de HKWCEG à DEMOS du 10 avril 2017
- Plan d'affaires détaillé 2017-2021 (résultats prévisionnels, évolution du BFR et CAPEX)
- Budget de trésorerie pour l'exercice 2017
- Reporting financier du groupe DEMOS au 30 avril 2017

8.2. Informations de marché

- Rapports financiers annuels et rapports de gestion de DEMOS au titre des exercices 2012 à 2016 ;
- Notes d'opérations sur l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions DEMOS du 15 juin 2016 ;
- En complément de la documentation et des informations qui nous ont été transmises par les sociétés parties à l'opération, nous avons eu recours aux bases de données financières Corporate Focus Premium d'Infinicals, Emat d'Epsilon Research et XERFI.

8.3. Informations communiquées par PORTZAMPARC

- Rapport d'évaluation préparé dans le cadre de la présente opération.

9. Personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Eric LE FICHOUX, Président d'ADVISOREM, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et Expert près la Cour d'appel de Paris, assisté ponctuellement de Ludovic TELLIER, Expert-comptable, Commissaire aux comptes, titulaire du certificat d'évaluation d'entreprise de la CCEF et de l'ICCF@HEC.

La revue indépendante a été effectuée par Edouard LOEPER, Commissaire aux comptes (associé du cabinet PROREVISE), membre de l'APEI.