

Demos

Initiation de suivi - Résultats semestriels

Cours au 04/10 10,20 €	Nb actions 5 847 399	NB action FD 6 224 399	Capi. (m€) 59,6	Flottant 25,0%	Valorisation 12,2 € →	Opinion ACHAT
----------------------------------	--------------------------------	----------------------------------	---------------------------	--------------------------	---------------------------------	-------------------------

Alternext	ALDMO	ALDMO:FP	ALDMO:PA	Anvar: Non	French GAAP	FR0010474130
-----------	--------------	----------	-----------------	------------	-------------	--------------

Activité: formation professionnelle

Capital	Famille Wemaëre	61,1%
	Jousse Morillon Investissement	8,9%
	Administrateurs	2,4%
	Salariés	2,6%

Demos est un organisme de formation, une interface entre le monde du savoir et celui des professionnels. Le besoin de formation continue pour s'adapter à un environnement sans cesse changeant est en effet de toujours croissant. Demos permet aux entreprises d'investir dans leur capital humain et ainsi accroître leurs performances. Elle est présente dans quatre lignes de métiers: la formation inter-entreprise, la formation intra-entreprise, le e-learning ainsi que l'outsourcing et le conseil. La société s'est fortement développée à l'international depuis la fin des années 90 et s'est organisée autour d'un système basé sur une filiale par pays. La formation inter-entreprise est l'activité historique de Demos qui possède un catalogue riche de près de 2 200 stages de formation dans des domaines très variés.

Compte de résultat	m€	12/09	12/10e	12/11e
	Chiffre d'affaires	96,2	101,3	109,9
	variation	-1,3%	5,4%	8,5%
	Marge brute	92,0	96,8	105,0
	EBITDA	6,6	9,6	12,7
	Marge (%)	6,9%	9,5%	11,5%
	ROP	4,4	6,8	10,0
	MOP (%)	4,6%	6,7%	9,1%
	Résultat net déclaré	0,6	2,2	4,4
	Marge (%)	0,6%	2,2%	4,0%
Résultat net ajusté	3,3	4,3	6,7	
Marge (%)	3,5%	4,3%	6,1%	

Le CA semestriel s'établit à 47,6m€, contre 45,27m€ l'année précédente. Ce chiffre marque un retour à la croissance (+5,1%) après une année 2009 difficile. En effet, l'activité inter-entreprise avait souffert de la crise surtout à l'international. Elle a retrouvé le chemin de la croissance avec un CA qui est passé de 17,4m€ à 18,2m€ (+5%). La formation intra-entreprise a globalement moins souffert de la crise, grâce à la croissance de l'international qui a compensé la décroissance de l'activité en France. Son CA s'établit à 21m€ avec une croissance modérée de 3,3%. Le CA e-learning n'a pas cessé d'augmenter, même pendant la crise et atteint 5m€, en hausse de 2,3%. Le CA outsourcing et conseil (qui comprend la gestion externalisée de la formation et le conseil en stratégie des ressources humaines) a augmenté de 24,1% passant de 2,7m€ au S1 2009 à 3,3m€ au S1 2010. Ces chiffres sont dans la continuité de 2009 qui avait vu une croissance du chiffre d'affaires de 44,3%. Il s'agit de plus d'une ligne métier qui présente de la récurrence (contrats sur plusieurs années). Cette reprise de la croissance s'est immédiatement traduite dans la rentabilité ainsi, le ROP atteint 1,5m€ vs 0,5m€ au S1 2009, soit une hausse de 182%. Le RNpdg, bien que négatif, s'améliore aussi de manière très significative s'établissant à -0,6m€ vs -1,4m€ (dont 1,1m€ d'amortissement du goodwill). L'activité de Demos est caractérisée par une forte saisonnalité, le résultat se faisant en fin d'année.

Bilan & flux	m€	12/09	12/10e	12/11e
	Goodwill	26,8	24,7	22,6
	Total Immobilisation	37,2	39,6	39,8
	Fonds propres	29,1	30,8	34,3
	Endettement net	9,4	10,6	8,1
	BFR	1,9	2,4	3,3
	CE (inclus GW)	38,1	37,8	36,9
	Gearing (%)	32%	34%	24%
	Cash Flow Brut	4,4	7,1	9,3
	Investissements	-4,2	-4,0	-3,0
	Free Cash Flow	1,0	2,6	5,5
Variation du cash net	-5,2	-1,5	2,3	

Par action	€	12/09	12/10e	12/11e
	Bpa	0,57	0,70	1,09
	PE à 10,2€	17,9	14,6	9,4
	PE à l'objectif	21,4	17,4	11,2
	CF / actions diluées	0,75	1,15	1,51
	AN / actions diluées	4,98	5,26	5,86
	Dividende / actions	0,10	0,15	0,15

Ratios		12/09	12/10e	12/11e
	VE/CA	0,7	0,7	0,6
	VE/EBITDA	10,3	6,9	4,9
	VE/ROP	15,4	9,7	6,1
	Pay out (%)	14,2%	152,3%	39,1%
	ROE (%)	2,0%	7,5%	13,2%
Rendement	1,0%	1,5%	1,5%	

Notre valorisation de 12,2€/action laisse apparaître un potentiel d'appréciation de près de 20% par rapport au dernier cours coté. Cet objectif est uniquement basé sur un potentiel de croissance interne. L'opération de levée de fonds réalisée en 2009 laisse cependant planer peu de doute sur les intentions de Demos de continuer à réaliser de la croissance externe et de devenir un véritable leader international.



Laurent Wilk / Louis Bazy
+33 (0)1 44 88 77 97
lwilk@invest-securities.com

Prochain événement
Avril 2011 Résultats annuels

Détection de conflits d'intérêt

Corporate Finance	Non
Détention capitalistique de l'émetteur	Non
Communication préalable à l'émetteur	Oui
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Contrat de liquidité	Non
Listing Sponsor	Non
Contrat d'analyse	Oui

Formation d'un leader mondial

Historique et organisation

Un historique de croissance

- 1972 Création de la société Demos par Jean Wemaëre.
- 1973 Conception des premiers modules de formation en intra-entreprise.
- 1974 Lancement des premiers stages inter-entreprises.
- 1978 Première opération de croissance externe avec l'acquisition de la société School Of English for Commerce and Industry (formations linguistiques). La société est devenue Demos Langues depuis le 1er janvier 1994. Demos s'installe au 20 rue de l'Arcade à Paris le 1er juin 1978.
- 1979 Publication et diffusion du premier catalogue inter-entreprises.
- 1981 Demos réalise alors environ 900k€ de chiffre d'affaires. La société acquiert la COGESSOR, organisme de conseil et de formation dans le domaine de l'organisation industrielle et des achats et avec elle l'AFRAMP, spécialisée dans la formation des cadres demandeurs d'emploi. COGESSOR a fusionné avec Demos en 1990.
- 1985 Création de Management et Relations du Travail, spécialisé dans le recrutement et les bilans de compétences, devenu Expertise et Consulting de l'Arcade (ECA) depuis le 31 octobre 2001.
- 1993 Création de la société Les Editions Demos et publication du premier ouvrage sur les bilans de compétences.
- 1997 Rachat de l'AFCEPF (formation informatique pour demandeurs d'emploi) et de l'INSIG (formation bancaire). Le Groupe réalise alors 9 millions d'euros de chiffre d'affaires consolidé. L'INSIG a été intégré depuis à Demos.
- 1998 Création d'un département opérationnel spécialisé dans les réponses aux appels d'offres de la Commission Européenne. Il deviendra Demos Benelux en 2002.
- 1999 Acquisition de Communication Skills Europe (« CSE ») au Royaume Uni.
- 2001 Création d'un partenariat en Chine. Acquisition de Format Finance (formations bancaires), intégré depuis à Demos.
- 2003 Transformation du partenariat chinois en joint-venture : Shangai Ying Gang Demos Training & Consulting Co.
- 2004 Demos rachète Metodis (formation bancaire) et EWA (filiale allemande du Cesi, un des concurrents de Demos). Metodis a été intégrée à Demos depuis. Création d'une filiale en Pologne, Demos Polska et ouverture d'un bureau de représentation à Pékin et réactivation de la filiale marocaine.
- 2005 Acquisition de 51% de Global Estretagias (Espagne et Portugal) et de 100% du sous-groupe e-learning agency. Prise de contrôle de France Action Locale (détention à 51%, en charge de la formation aux élus) et de la SEPEPP (détention à 51%, spécialisée dans la préparation aux concours et dans l'édition). Création de l'Institut Demos.
- 2006 Création d'Oasys, spécialisée dans l'outplacement (détention à 33%). Ouverture d'un bureau à Alger. Prise de contrôle de l'Institut de Formation Calédonien (IFC Demos). Augmentation de la participation dans l'Institut Demos (passage de 69% à 95%). Lancement d'une offre de séminaires destinés aux dirigeants, et création d'une

Joint-Venture en Australie avec la société australienne BSIL.

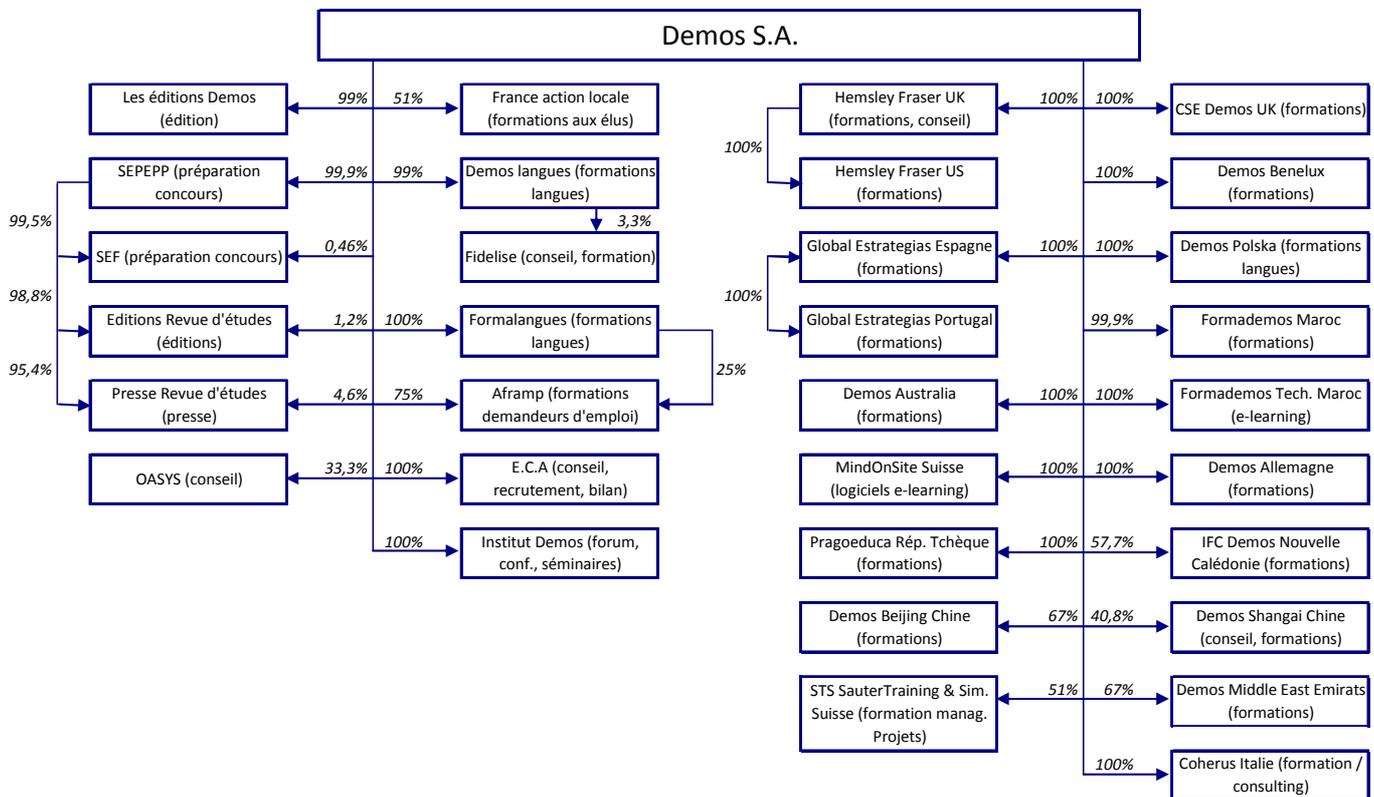
2007 Acquisition de 100% de la société Européenne de Formation Professionnelle, agissant sous la dénomination commerciale Formalangues (formations linguistiques). Création de Demos Middle East à Dubaï dont Demos détient 67%. Introduction sur Alternext en mai.

2008 **Acquisition de 100% de Hemsley Fraser (un des leaders anglais de la formation professionnelle)**. Acquisition de 25% complémentaires de Global Estrategias. Acquisition de 51% de MindOnSite (édition de logiciels). Acquisition de 100% de Pragoeduca (République Tchèque).

2009 Acquisition de 51% de STS (formation en management de projet). Acquisition de 24% complémentaires de Global Estrategias.

2010 Acquisition de 100% de la société italienne Coherus spécialisée dans la formation et le consulting. Partenariat italien avec la société Elea (formation professionnelle). Rachat des 49% restants de MindOnSite.

Organigramme au 30/09/10



Positionnement de Demos en France

Demos est une entreprise spécialisée dans la formation. Il existe principalement deux types de formation : d'une part, la formation inter-entreprises, aussi appelée formation catalogue ou formation clé-en-main, et d'autre part, la formation intra-entreprise, aussi appelée formation sur-mesure. A côté de cela, il existe également le e-learning qui appartient à une catégorie distincte et supporte les deux premières. Demos est présente dans ces trois catégories de formation ainsi que dans l'outsourcing et le conseil.

La formation inter-entreprises, ou formation catalogue

Une formation inter-entreprises se définit comme un stage organisé par un organisme de formation et qui réunit des stagiaires venant de plusieurs entreprises différentes. Le stage a lieu soit dans des locaux loués pour l'occasion, soit dans des locaux propres à l'organisme de formation. La formation porte sur un sujet défini, que le stagiaire ou son entreprise a choisi dans un catalogue : management, informatique, ressources humaines, langues étrangères, etc.

D'une manière générale les entreprises valident les plans de formation en avril/mai, ce qui se traduit par une forte saisonnalité de l'activité. Les formations inter-entreprises se concentrent à la fois sur les mois de mai/juin et sur le dernier trimestre de l'année, qui en deviennent ainsi crucial pour les organismes tels que Demos.

Il s'agit de l'activité historique du groupe en France. Les formations sont facturées globalement pour chaque participant et indépendamment du nombre de journées de stage. Demos possède un catalogue riche de près de 2 200 stages dans des domaines très variés.

- Banques & Assurances	- Management
- Communication & Développement personnel	- Marketing, Commercial & Communication
- Direction d'entreprise	- Qualité, Sécurité & Environnement
- Etablissement de santé & Laboratoires pharmaceutiques	- Ressources Humaines
- Gestion et Finance	- Secrétariat et Accueil
- Informatique	- Secteur Public
- Langues étrangères	- Supply chain & Achats

Source : société

Certaines de ces formations font l'objet de partenariats avec des Universités ou des Grandes Ecoles. La gamme est composée de 16 formations diplômantes, constituées en partenariat avec des Universités, telles que Paris 12, Cergy-Pontoise, Evry-Val d'Essonne, Toulouse 1, l'IAE de Lyon ou encore l'Université de Londres et avec des Grandes Ecoles telles que l'ESC Lille – School of Management.

Dans la formation inter-entreprises, l'objectif est d'atteindre un seuil de remplissage des stages qui permette de couvrir les coûts fixes. En effet, l'accueil, la mise à disposition d'une salle, les supports de formation fournis aux stagiaires et surtout le formateur ont un coût incompressible.

Ainsi, ce n'est qu'à partir du n^{ème} participant (dépend du pays) que Demos commence à gagner de l'argent. Chaque participant au-delà de ce seuil de remplissage augmente sa marge de manière substantielle. En revanche, si ce seuil n'est pas atteint, Demos, cherchera à réorganiser le stage à une date où il y aura un nombre suffisant de participants, voire dans certains cas à l'annuler avec l'accord de ceux-ci.

La taille optimale d'un stage est de 12 participants, car il s'agit du meilleur compromis entre rentabilité et qualité de la formation fournie. C'est d'ailleurs pour assurer cette qualité que les stages sont limités à 15 participants. Le contrôle de la qualité est aussi assuré par les participants, qui évaluent tant la formation reçue que le formateur qui la dispense à la fin du stage.

Demos a bâti son modèle sur deux spécificités :

- ✓ des intervenants extérieurs, experts dans leur domaine ;
- ✓ des salles de formation en propre.

En ce qui concerne les intervenants extérieurs, Demos possède une base de données

contenant pas moins de 10 000 intervenants potentiels. Parmi ceux-ci, 5 000 sont passés à travers le processus de validation interne et 2 500 sont réellement actifs. Un des points clés est que ces formateurs ne sont pas des salariés, mais sont rémunérés à la journée. Cela confère une grande flexibilité.

Qui plus est, ces intervenants possèdent une forte expertise dans leurs domaines respectifs, ce qui permet d'avoir une des offres les plus larges du marché. Ainsi, sur certains sujets précis, Demos est le seul acteur à proposer des formations, qui dans certains cas sont tellement spécifiques qu'elles n'ouvrent qu'une à deux fois par an. Il s'agit d'un véritable choix stratégique, puisque certains concurrents tels que la Cegos ont plutôt recours à des formateurs salariés pouvant mener plusieurs types de formation ou qui sont spécialisés à un degré moins grand que ceux de Demos.

L'autre pilier du modèle est la détention des salles de formation notamment concentrées rue de l'Arcade à Paris. Demos est locataire et non-pas propriétaire : les baux concernent principalement de larges locaux à Paris, mais aussi des locaux plus modestes situés dans plusieurs grandes villes françaises (Lyon, Lille, etc.). Le fait d'organiser les formations dans leurs propres locaux répond à plusieurs souhaits.

Tout d'abord, il s'agit d'avoir un contact direct avec les stagiaires. Demos devient ainsi plus visible pour ses clients et le formateur n'est pas le seul interlocuteur physique rencontré par les personnes formées.

Ensuite, ces locaux renforcent la satisfaction des stagiaires. En effet, la localisation centrale dans les villes, notamment à Paris, permet aux formations d'être mieux perçues : la qualité de l'environnement dans lequel la formation a lieu est réellement importante.

D'un point de vue économique, les salles sont rentabilisées si elles sont utilisées entre 40 et 50 jours par an pour des formations. Même si cela s'avère assez peu problématique, il n'en demeure pas moins difficile de trouver d'autres utilisations à ces salles pour en améliorer la rentabilité. On notera qu'à Paris, Demos continue d'augmenter les surfaces louées.

Le groupe loue également ponctuellement des salles dans des centres d'affaire ou dans d'autres locaux pour deux raisons :

- ✓ en province, lorsque l'entreprise ne souhaite pas avoir une implantation locale ;
- ✓ en période faste lorsque ses locaux ne sont pas suffisants pour répondre à la demande, c'est-à-dire en général en juin et lors des trois derniers mois de l'année.

La formation intra-entreprise, ou formation sur-mesure

Une formation intra-entreprise est un stage organisé par un organisme de formation pour les stagiaires d'une seule et même entreprise. La formation répond en général à une problématique propre à l'entreprise, elle est donc spécifiquement conçue pour cette dernière – il s'agit de faire du sur-mesure. Elle a le plus souvent lieu dans les locaux de l'entreprise cliente, mais l'organisme de formation peut s'occuper de trouver des locaux.

Les objectifs dans ce cas sont multiples : Demos doit identifier les besoins des entreprises clientes et concevoir des offres répondant exactement aux problématiques correspondantes. Nous ne sommes plus dans le domaine du produit mais plutôt dans celui de la solution – on est à la frontière entre la formation et le consulting ou le conseil.

Comme dans le consulting, la facturation se fait à la journée et ne dépend pas du nombre de participants. La formation a le plus souvent lieu chez l'entreprise cliente, mais Demos peut proposer de louer une salle contre une rémunération supplémentaire. Le sur-mesure est l'activité qui a le plus de potentiel de croissance, notamment à l'international. Cette

activité va progressivement devenir le driver de la croissance de Demos. Cela va nécessiter le recrutement progressif d'ingénieurs d'affaires et de directeur de projet salariés pour la développer, compte tenu de la complexité croissante de la demande des entreprises. Quelques embauches ont d'ailleurs déjà été effectuées.

Le e-learning

Le e-learning n'est pas à proprement parler une catégorie de formation. Il s'agit en fait d'une méthode d'apprentissage à distance utilisant des supports électroniques (CD-Roms, Internet, etc.). Le e-learning est ainsi utilisé pour dispenser des formations inter et intra entreprise à distance (sans présence physique d'un formateur). Le e-learning peut aussi être utilisé en conjonction avec des formations présentielles classiques : on parle alors de « Blended Learning ». D'une manière générale il est amené à devenir de plus en plus intégré aux autres types de formation, avec un modèle de plus en plus mixte.

Demos propose trois catégories de contenus en e-learning :

- ✓ le distance learning, qui reprend les contenus utilisés pour la formation inter-entreprises – Demos possède un catalogue de 1 500 modules sur étagère dont la durée est comprise entre 30 et 45 minutes ;
- ✓ le e-learning sur-mesure, comprenant notamment les serious games, les simulateurs, les didacticiels et les modules métiers, qui permettent tous une personnalisation des contenus pour répondre aux besoins des entreprises ;
- ✓ la mise à disposition de bases de données et de contenus – Demos constitue ces bases de données qui sont ensuite vendues sur un modèle d'abonnement où un nombre prédéfini de salariés ont accès à un nombre prédéfini de modules.

Un des points fondamentaux en matière d'e-learning concerne la validation et le contrôle des connaissances. Demos propose des outils de validation et de contrôle.

Pour le groupe, les innovations inhérentes à l'e-learning nécessitent un réel investissement en termes d'infrastructures et de technologies. Demos possède un avantage compétitif dans l'e-learning, grâce aux efforts d'intégration technologique qui ont été effectuées. Ces efforts lui permettent de maîtriser l'ensemble de sa chaîne de valeur et cela s'est traduit par la mise en place de deux systèmes propres à la société :

- ✓ le Learning Management System, qui comprend tous les outils permettant de gérer les produits d'e-learning ;
- ✓ le Content Management System, qui permet de concevoir, gérer ou convertir les modules de formation.

Afin de développer rapidement cette activité la société a procédé à des rachats d'entreprises, notamment MindOnSite en Suisse. L'e-learning est en train de devenir l'un des principaux drivers de croissance du chiffre d'affaires et est donc amené à devenir à terme l'une des principales activités contributrice au chiffre d'affaires directement et indirectement.

L'outsourcing et le conseil

On peut distinguer deux domaines dans lesquels Demos offre ses services.

Il y a tout d'abord la gestion externalisée de la formation (ou outsourcing) : concrètement Demos Outsourcing offre aux entreprises de prendre en charge la logistique et l'administration de leurs formations. De par son expertise, Demos pense être capable d'aider ces entreprises à mieux utiliser leurs budgets de formation pour que celles-ci répondent mieux à leurs besoins et à ceux de leurs salariés. Surtout Demos Outsourcing

permet aux entreprises de diminuer les coûts administratifs et logistiques liés aux formations.

Ensuite, on trouve le conseil en stratégie et gestion des ressources humaines. Demos Consulting propose son expertise dans trois domaines : la Stratégie, l'Organisation et la Gestion Prévisionnelle des Emplois et Compétences (GPEC).

Ces activités présentent deux avantages : d'une part elles sont déjà rentables et d'autre part elles fournissent un revenu récurrent. En effet, les contrats tant d'outsourcing que de conseil sont d'une taille importante et portent sur plusieurs années, en général entre 3 et 4 ans. A terme, l'outsourcing et le conseil doivent générer de l'activité pour les autres branches du groupe tout en réalisant une part importante du chiffre d'affaires total.

Les filiales de Demos à l'international

Demos s'est développée à l'international à partir de la fin des années 1990. Ce développement s'est fait suivant deux axes : par croissance organique et par croissance externe. L'organisation internationale actuelle est bâtie sur un système où chaque filiale correspond à un pays donné. Les principaux pays sont le Benelux, l'Allemagne, la Suisse, l'Espagne, le Portugal, la Pologne, la République Tchèque, le Royaume-Uni, les Etats-Unis, l'Australie, le Maroc et la Chine.

Un développement international qui débute à la fin des années 1990

Le développement international de Demos a débuté en 1998 avec la création d'un département dont la mission était de répondre aux appels d'offre de la Commission Européenne. Depuis 2002 cette division est devenue une filiale du groupe appelée Demos Benelux – elle s'occupe toujours des contrats de formation liés à la Commission Européenne.

L'acquisition de Communication Skills Europe (CSE) en 1999 a marqué les premiers pas au Royaume-Uni. Les difficultés liées à cette première acquisition ont permis à Demos d'acquérir de l'expérience, qui lui a servi en 2008, lors de l'acquisition de Hemsley Fraser, faisant de celle-ci un succès. Hemsley Fraser est l'un des leaders anglais de la formation professionnelle (notamment aujourd'hui en formation intra-entreprise mais ayant une forte notoriété sur son activité inter-entreprises) et possède elle-même une filiale aux Etats-Unis.

L'année 2004 voit la création d'une filiale en Pologne (Demos Polska) et la réactivation de la filiale marocaine Format Finance Maroc (rebaptisée FORMADEMOS par la suite). Ces deux filiales ont connu des trajectoires à la fois parallèles et différentes. Elles fonctionnent sur le même modèle de gestion entrepreneuriale, où le manager responsable est natif du pays et où il est au centre des décisions stratégiques. Malgré un mode de fonctionnement analogue, le succès des deux entités n'a pas été le même, avec d'une part un grand succès au Maroc et d'autre part une situation plus contrastée en Pologne.

Finalement, en ce qui concerne les filiales majeures de Demos, on retrouve Global Estretagias Espagne et sa filiale portugaise. L'acquisition s'est faite en trois fois : 51% du capital a été acquis en 2005, puis 25% en 2008 et les 24% restants en 2009. Suite à son acquisition, Global Estretagias s'est spécialisée dans le e-learning ce qui lui a permis de ne souffrir assez peu de la crise en 2009. En revanche la formation inter-entreprise a été très nettement impactée par la crise avec un chiffre d'affaires divisé par 2,7.

L'expérience et le savoir-faire de Demos

L'expérience accumulée par Demos à l'international, mais aussi en France a conduit la société à établir trois critères pour l'acquisition d'entreprises. Ainsi, il faut que la cible

possède :

- ✓ un management de qualité ;
- ✓ un business model proche de celui de Demos pour faciliter son intégration ;
- ✓ une structure saine et déjà rentable.

Cette stratégie a permis de mettre œuvre une politique de développement internationale à la fois cohérente et efficace. Par ailleurs, un des avantages pour Demos d'avoir développé son organisation à l'international est que cela lui permet de répondre aux différents appels d'offre des grandes entreprises multinationales et d'institutions internationales en matière de formation. Demos possède un réel savoir-faire en la matière et a ainsi gagné des contrats transnationaux portant tant sur la France que l'étranger.

Le marché de la formation

Le marché français

Historique et présentation du cadre réglementaire

Au cours des années 70, la formation professionnelle a pris de l'importance en France, notamment grâce à la loi Delors du 16 juillet 1971. Celle-ci a instauré pour la première fois en France une obligation de formation pour les entreprises de plus de 10 salariés : 0,80% de leur masse salariale brute devait être consacrée à la formation professionnelle continue.

D'une manière plus générale, la décennie 70 a marqué l'apogée de la société industrielle en France, et le début d'un tournant vers le tertiaire et les services. La formation professionnelle continue est ainsi devenue particulièrement importante à partir de cette époque, car elle permettait aux salariés de s'adapter aux besoins changeants de la société.

Par la suite, différentes lois se sont succédées au cours des années, actualisant ou mettant en place de nouveaux dispositifs de manière à suivre les évolutions de la société.

En 1993, les fonds d'assurance formation sont devenus des OPCA (Organismes Paritaires Collecteurs Agréés). Les OPCA sont en charge de collecter les contributions obligatoires des entreprises – les sommes collectées sont ensuite utilisées pour financer les formations des salariés.

Le DIF (Droit Individuel à la Formation professionnelle) a lui été instauré en 2004 et a été étendu après modification à la fonction publique en 2007. Cette mesure prévoit que tout salarié en CDI depuis plus d'un an bénéficie du droit à 20 heures de formation par an. Ces heures de formation sont cumulables pendant 6 ans, pour atteindre un maximum de 120 heures.

Etat actuel du marché

A l'heure actuelle, dépendant du nombre de salariés, les entreprises doivent consacrer un pourcentage plus ou moins fort de leur masse salariale à la formation professionnelle continue. Cette contribution doit servir au financement de différents dispositifs (plan de formation, contrats de professionnalisation, périodes de professionnalisation, congé individuel de formation, DIF, etc.). Bien entendu les entreprises peuvent décider de dépenser plus et d'une manière générale le font.

Nombre de salariés	Contribution minimum obligatoire
<i>Moins de 10</i>	<i>0,55%</i>
<i>Entre 10 et 19</i>	<i>1,05%</i>
<i>Plus de 20</i>	<i>1,60%</i>

Source : Ministère du Travail

Le marché est actuellement porté par plusieurs catégories de formations qui connaissent une forte demande. Plusieurs de ces domaines constituent des marchés de niches, où ce sont des spécialistes qui dominent, laissant peu de place aux organismes généralistes.

En première place, on trouve les formations de langues et tout particulièrement d'anglais (7,17% à lui seul), qui constituent et de loin, la catégorie la plus demandée par les entreprises et leurs salariés. Il s'agit d'un domaine où les spécialistes dominent. Ensuite, en deuxième place, il y a les formations en Sécurité – Qualité, où ce sont en grande partie les certificateurs qui délivrent les formations.

Viennent complétés le top 5 : l'Informatique, le Développement personnel – Efficacité

professionnelle et la Bureautique où il existe des spécialistes, mais où les acteurs généralistes sont beaucoup plus présents.

Le Top 10 des domaines de formation les plus demandés en 2009

<i>Langues</i>	19,70%
<i>Sécurité - Qualité</i>	10,40%
<i>Informatique</i>	8,90%
<i>Développement personnel - Efficacité professionnelle</i>	8,50%
<i>Bureautique</i>	7,70%
<i>Management des hommes - Opérationnel - Leadership</i>	7,10%
<i>Formation - Pédagogie - Gestion de la formation</i>	5,20%
<i>Web - Infographie - Conception - PAO - IAO - CAO</i>	4,20%
<i>Commercial - Vente - Marketing</i>	3,80%
<i>Logistique - Transport</i>	3,40%

Source : Le Baromètre de la Formation Professionnelle – édition 2009, www.placedelaformation.com

Les dépenses globales de formation en France devraient atteindre 10,75 milliards d'euros en 2009. Celles-ci sont principalement effectuées par les entreprises, les régions et l'Etat. Les autres administrations et les ménages prennent aussi à leur charge une part de ces dépenses. Celles-ci correspondent aux prestations externes fournies par les organismes de formation. On notera qu'il existe aussi de la formation interne aux entreprises et aux administrations.

Sur la dernière décennie, la croissance du chiffre d'affaires des organismes de formation à but lucratif a augmenté en moyenne de 6,4% par an, soit un taux nettement supérieur à celui de l'ensemble du marché de la formation professionnelle (+5,2% par an sur la même période). Dans cette catégorie Demos surperforme largement la moyenne puisque son chiffre d'affaires croît de 21,4% par an depuis 1999.

La croissance du chiffre d'affaires de la formation au cours des dix dernières années

	1999		2009 (e)
<i>Ensemble du marché de la formation professionnelle</i>	6,46 Mds€	→ +5,2%/an	10,75 Mds€
<i>CA des organismes de formation à titre principal</i>	3,83 Mds€	→ +5,7%/an	6,66 Mds€
<i>CA des organismes de formation à but lucratif</i>	1,33 Mds€	→ +6,4%/an	2,47 Mds€
<i>DEMOS</i>	13,8m€	→ +21,4%/an	96,2m€
<i>PIB français en valeur</i>		→ +3,4%/an	

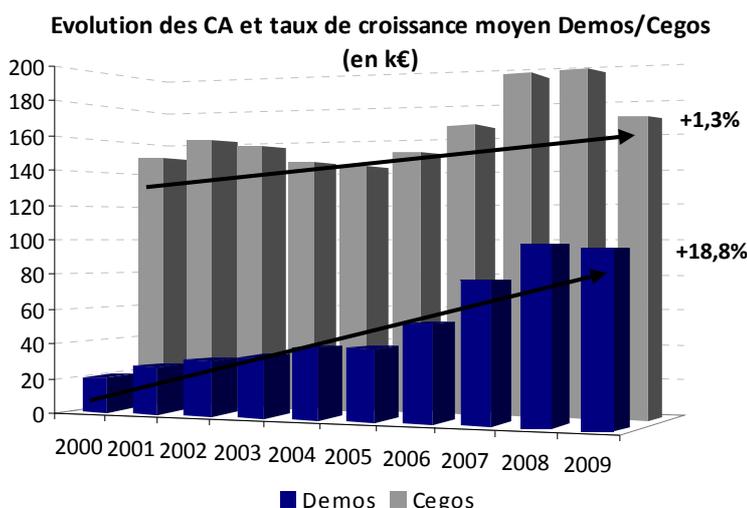
Source : Estimation 2009 Precepta d'après données Dares et Insee

Néanmoins, comme tous les marchés, celui de la formation professionnelle n'a pas échappé à la crise. Cela s'est principalement traduit par un ralentissement de l'activité en 2009.

On notera par ailleurs que le marché français de la formation accorde une place de plus en plus importante au DIF (Droit Individuel à la Formation professionnelle). Les débuts ont été quelque peu poussifs, mais la part du DIF dans l'activité du secteur a augmenté de manière lente mais régulière et représentait 9,3% de l'activité en 2008 et devrait avoir augmenté en 2009 pour atteindre 13,7% selon l'Observatoire FFP.

La concurrence

Le secteur de la formation professionnelle en France est encore très fragmenté. On peut distinguer les organismes généralistes qui proposent des formations sur une vaste gamme de sujets et les organismes spécialisés dans un domaine comme les langues, l'informatique ou le droit. La société Cegos est le leader français mais l'on peut voir dans le graphique ci-dessous que sa position de leader est de plus en plus menacée par Demos. En effet, la Cegos a subi la crise de plein fouet, voyant son chiffre d'affaires stagné à environ 195m€ en 2007 et 2008, avant de diminuer à 168,5m€ en 2009. A l'inverse, Demos a vu son chiffre d'affaires croître en 2007 et 2008, passant de 78,3m€ à 97,5m€, puis se stabiliser à 96,2m€ en 2009. Au final, depuis 2000 la croissance du CA de Demos s'élève à 18,8% par an contre 1,3% pour la Cegos.



Nous présentons ci-dessous un tableau des principaux acteurs français avec leur taille respective et leurs spécificités.

Société	Chiffre d'affaires (m€)	Activité
Les généralistes et multispécialistes		
Cegos	168,5 (Consolidé 2009)	Leader européen de la formation professionnelle, la société s'est essentiellement constituée par croissance externe. La Cegos emploie 1 000 formateurs et opère dans 28 pays à travers le monde.
Demos	96,2 (Consolidé 2009)	
Cesi	63,0 (Consolidé 2009)	Le Cesi est un des principaux acteurs de la formation professionnelle continue et de l'enseignement supérieur, au travers de 3 marques distinctes : l'Ecole d'Ingénieur du Cesi, Cesi Entreprises, l'Ecole Supérieur d'Informatique du Cesi. La société est présente en Espagne et en Algérie.
Infrep	24,7 (Social 2009)	L'Infrep intervient principalement auprès de publics en difficulté. Son offre comprend des formations qualifiantes dans les secteurs des services et de la logistique, et des formations généralistes (langue, alphabétisation, remise à niveau). L'Infrep propose également des formations dédiées à l'emploi et des bilans de compétence.
Afec	11,7 (Social 2008)	L'Afec est une association de formation et d'insertion professionnelle qui propose un vaste panel de formations dans la restauration, l'hôtellerie, les services à la personne, le tertiaire, etc. à destination des demandeurs d'emploi et des salariés.
Les spécialistes		
Wall Street Institute	10,4 (Social 2008) 40 (Estimation 2008 pour l'ensemble du réseau)	Langues : Wall Street Institute est un groupe spécialisé dans l'enseignement de l'anglais. Créé en 1972 en Italie, le groupe s'est développé par la suite à l'international en propre et en franchise. Le groupe compte 442 centres au total dans le monde dont plus de 70 rien qu'en France.
Learning Tree International	132,6 (Consolidé 2009 Monde, en m\$) 10,9 (Social 2009 France)	Informatique : Fondé en 1974 aux Etats-Unis, Learning Tree détient une filiale en France depuis 1977. La société compte trois centres de formation à Paris, Toulouse et Lyon.
Berlitz	16,0 (Social 2007)	Langues : Créé en 1878 aux Etats-Unis, le groupe Berlitz est implanté en France depuis 1895. La grande majorité de son activité consiste à fournir des formations d'apprentissage à l'anglais.
Orsys	28,2 (Social 2009)	Nouvelles technologies et management de l'informatique : Créé en 1976, Orsys propose principalement des séminaires sur les Technologies de l'Information et de la Communication et des stages pratiques en entreprises. Orsys possède 5 centres de formation en France (Paris, Nantes, Lyon, Bruxelles).
Francis Lefebvre Formation	16,5 (Social 2009)	Droit, comptabilité, finance : la société est spécialisée dans la formation en fiscalité, droit des affaires, gestion du patrimoine, gestion des ressources humaines et management, droit social, paie, comptabilité, consolidation, audit, normes internationales et audit.

Source : Prospectus AMF concernant l'Emission d'OBSAAR et de BSAAR de Demos

Les marchés européens

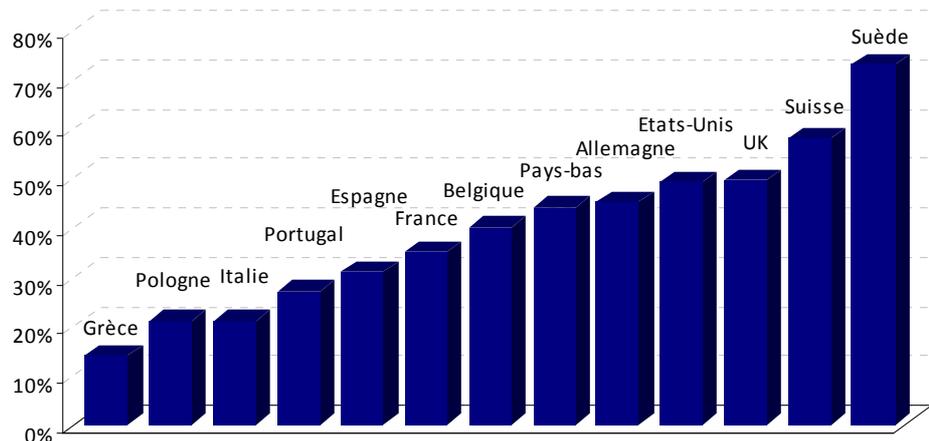
La société Demos est présente dans un grand nombre de pays en Europe. Les marchés européens sont très différents les uns des autres, avec des réglementations très différentes. A l'inverse de la France, il n'existe pas dans les différents pays d'obligation légale en matière de formation, mais plutôt en règle générale des incitations fiscales. Nous présentons ci-dessous les principaux drivers des marchés de Demos.

D'un point de vue réglementaire, les entreprises espagnoles n'ont à l'heure actuelle aucune obligation en matière de formation de leurs salariés, même si des évolutions dans ce sens sont en préparation. On notera que des incitations fiscales ont tout de même été mises en place : il est possible d'imputer les dépenses de formation sur les charges sociales. En Espagne, le E-learning et la formation semi-présentielle (c'est-à-dire une combinaison de formation présentielle et de E-learning, aussi appelée « Blend ») représentent environ 10% du marché, ce qui est une part non-négligeable du marché par rapport au reste de l'Europe.

Le marché espagnol est très atomisé. La concurrence en Espagne se fait principalement entre entreprises privées (Cegos, Iniciativas Empresariales, IFE, Elogos, Epise, Infova, Instituto Liderazgo, etc.) mais aussi avec les universités publiques et privées, les écoles de commerce, les consultants de formation, les Chambres de Commerce et certaines associations d'entreprises.

Le cas du Royaume-Uni est aussi intéressant puisqu'il n'existe aucune obligation de formation, mais un système dual avec d'une part un organisme public en charge de financer les formations des adultes (dotation de 4Mds£ en 2010) et d'autre part les dépenses volontaires de formation des entreprises (33Mds£ en 2005). Le marché est très atomisé. La concurrence au Royaume-Uni se fait entre organismes de formation privés généralistes (Reed Learning, Hemsley Fraser, Capita Learning & Development), mais surtout entre sociétés spécialisées dans un domaine de formation et dans une région particulière.

Taux de participation à des activités de formation en 2007



Source : OCDE, Regards sur l'éducation 2010

On constate que malgré les disparités en matière de réglementation et d'incitation, la situation dans les pays de l'OCDE n'est pas forcément celle que l'on pourrait imaginer. On constate que la France a un taux de participation à des activités de formation des adultes âgés de 25 à 64 ans plus faible que celui de l'Allemagne ou du Royaume-Uni qui ont pourtant un environnement réglementaire moins contraignant.

Evaluation de la société

Eléments prévisionnels

Comportement de Demos pendant la crise

La demande de formation a été fortement impactée l'année dernière par la crise. Chez Demos, selon la zone géographique (France ou reste du monde) et selon le type de formation (inter- ou intra-entreprise), le chiffre d'affaires a été impacté de manière plus ou moins forte. Ainsi en France l'intra-entreprise a été plus sévèrement touché (baisse du chiffre d'affaires de 9,5% à 24,5m€ en 2009) que l'inter-entreprises (baisse de 1,3% à 33,8m€). En effet, les formations sur-mesure sont avant tout perçues comme un poste de coût par les entreprises, qui les ont donc arrêtées en premier lors de la crise. En revanche, le DIF et les autres mécanismes réglementaires français font que les formations inter-entreprises sont perçues comme incontournables et ont moins souffert.

A l'international, la situation est quasiment inverse. Les formations intra-entreprises sont perçues comme des dépenses stratégiques, à la fois importantes et nécessaires, notamment pour améliorer les performances des salariés et donc celles de l'entreprise. Cela explique pourquoi loin de diminuer le chiffre d'affaires de ces formations a augmenté à 15,8m€ (+18,3%), notamment au Royaume-Uni et aux Etats-Unis où il atteint 10m€ (+19,6%).

En revanche l'inter-entreprises à l'international a beaucoup souffert (-35,0% à 6,4m€), principalement en Espagne et au Portugal (-63,0% à 1,6m€), car ces dépenses sont considérées comme non-stratégiques dans ces pays et ont donc été coupées.

Le chiffre d'affaires du e-learning n'a pas cessé d'augmenter, même pendant la crise et a atteint 10,2m€, en croissance de 11,6%. Par zone géographique, la situation est contrastée puisque le chiffre d'affaires en France s'établit à 4,3m€, en baisse de 8,2% (en partie due à la mobilisation des équipes sur la création des modules sur étagères), là où celui de l'international a enregistré une large progression (+32,4%) pour atteindre 5,9m€.

Tout aussi insensible à la crise, le chiffre d'affaires outsourcing et conseil a augmenté de 44,3% passant de 3,8m€ en 2008 à 5,4m€ en 2009. Ces chiffres sont largement dus à la contribution du Royaume-Uni et des Etats-Unis dont le chiffre d'affaires a quasiment doublé en 2009 (+98,3%) pour atteindre 3,5m€, ce qui représente 65% de cette ligne de métier.

Lors de la crise, le groupe a réalisé des efforts en matière de contrôle des coûts, mais globalement ceux-ci sont restés relativement stables. Ainsi, sur 2009, les honoraires des formateurs ont atteint 29,6m€ en décroissance de 5,2% et les frais de publicité ont atteint 3,3m€ en diminution de 15,5%.

En revanche, les salaires et le coût des locations ont augmenté de 13,1% et 14,2% passant respectivement à 39,3m€ et à 6,2m€. La variation des salaires et charges s'explique pour moitié par les variations de périmètre et pour moitié par le renforcement de certaines équipes en interne. En effet, le rôle stratégique des équipes de développement d'e-learning et la création d'une direction internationale ont nécessité un recrutement conséquent.

Finalement, on notera que l'IS est faible en 2009 car en France, certains titres de participations et/ou comptes courants de filiales ont été provisionnés, ce qui a eu pour effet de réduire le résultat imposable français. Le résultat net part du groupe reste faible à 0,58m€ comparativement aux années précédentes, car les mesures de maîtrise des coûts n'ont porté leurs fruits que sur la deuxième partie de l'année. Malgré cela, le groupe a souhaité maintenir le versement d'un dividende total de 0,57m€, soit environ 0,1€/action.

Vers un retour à la normale en 2010 ?

La sortie de crise verra une normalisation de la situation et un retour progressif des entreprises françaises et internationales vers les formations qu'elles avaient délaissées.

CHIFFRE D'AFFAIRES	78,3	97,5	96,2	101,3	109,9	120,9
France inter (catalogue)	31,1	34,2	33,8	34,0	35,0	36,8
France intra (sur mesure)	27,9	27,1	24,5	25,7	27,3	29,2
France e-learning	4,7	4,7	4,3	4,7	5,6	6,8
France Outsourcing	1,3	1,6	1,6	1,8	2,1	2,5
International inter (catalogue)	5,0	9,9	6,4	6,6	7,3	8,0
International intra (sur mesure)	4,2	13,4	15,8	16,8	18,5	20,3
International e-learning	3,7	4,4	5,9	7,1	8,8	11,0
International Outsourcing	0,5	2,1	3,9	4,7	5,3	6,4

Source: estimations Invest Securities

Pour 2010, les prévisions ont été construites à partir des résultats semestriels. Pour les années 2011 et 2012, les prévisions sont basées sur les tendances dessinées par ces mêmes résultats. En effet, les résultats semestriels marquent un retour à une certaine normalité, c'est-à-dire un retour à la croissance du chiffre d'affaires (+5,1%) après une année 2009 marquée par la crise.

Pour la formation inter-entreprises et intra-entreprise ce retour à la normalité s'est traduit par un retour à la croissance de leurs chiffres d'affaires, ceux-ci passant respectivement de 17,4m€ à 18,2m€ (+5%) et de 20,4m€ à 21m€ (+3,3%). Les dépenses de formation considérées comme non-essentiels ou non-stratégiques pendant la crise et qui avaient été coupées sont à nouveau budgétées.

En France les résultats semestriels de l'inter-entreprises montrent une belle croissance qui devrait cependant ralentir au second. Nous anticipons par prudence une légère croissance sur l'année. Nous faisons l'hypothèse que par la suite celle-ci sera de 3% en 2011 et 5% en 2012, c'est-à-dire des niveaux plus normatifs. Pour l'intra-entreprise, comme ce type de formation avait plus souffert de la crise, le retour à la normalité sera plus progressif et se fera selon nous en 2011. Pour 2012 nous avons retenu une croissance du chiffre d'affaires de 7%, car ce type de formation est amené à se développer à mesure que les entreprises françaises prennent conscience de sa nature stratégique.

A l'international, l'activité de la formation inter-entreprises avait particulièrement souffert de la crise en 2009 et bien que les résultats semestriels se stabilisent, le niveau d'activité de 2008 ne sera probablement pas retrouvé à court terme. La croissance du chiffre d'affaires devrait être limitée à 3% en 2010, mais devrait reprendre plus fortement à 10% en 2011 et 2012 dans un effort de rattrapage. L'intra-entreprise, pour sa part devrait poursuivre sur sa lancée et continuer de croître à un rythme soutenu car les entreprises situées à l'étranger y voient un intérêt stratégique. Nous avons retenu un taux de croissance de 6% en 2010, puis de 10% en 2011 et 2012.

L'activité e-learning n'a pas cessé de croître, même pendant la crise et cette tendance se confirme au premier semestre 2010 avec un chiffre d'affaires de 5m€, en croissance de 2,3%. Cependant, pays par pays la situation est plus complexe. Ainsi, en France, il y a tout de même eu une baisse de 8,2% en 2009, mais qui s'est inversée au premier semestre 2010 (+11,4%). Il s'agit d'une tendance forte qui devrait se traduire par une hausse de 10% du chiffre d'affaires en 2010 et qui devrait s'accélérer pour atteindre 20% en 2011 et 2012.

Au niveau international la situation est rendue complexe par les cas particuliers de l'Espagne et du Portugal. On constate ainsi une décroissance du chiffre d'affaires de 4,4% au premier semestre à l'international, qui s'explique par une baisse de 23,5% en Espagne et au Portugal.

Il s'agit d'une baisse conjoncturelle qui ne devrait pas se poursuivre, et au vu de la vigueur des autres pays, nous anticipons le schéma de croissance suivant : 20% de croissance en 2010, 25% en 2011 et 2012.

Le chiffre d'affaires de l'outsourcing et du conseil a augmenté de 24,1% passant de 2,7m€ au S1 2009 à 3,3m€ S1 2010. Ces chiffres sont dans la continuité de 2009 qui avait vu une croissance de 44,3%. Le chiffre d'affaires de cette activité en France devrait croître de 15% en 2010 et de 20% en 2011 et 2012 selon nos anticipations. A l'international, la progression devrait être assez proche avec des taux de croissance de 20% en 2010, 15% en 2011 et 20% en 2012.

En ce qui concerne les charges, nous faisons l'hypothèse que le coût des ventes représente un pourcentage fixe (4,3%) du chiffre d'affaires global. Pour les honoraires, nous retenons qu'ils varient dans les mêmes proportions que le chiffre d'affaires des formations inter et intra-entreprise.

Production immo et stockée	0,5	1,2	1,6	1,2	1,2	1,2
Coûts des ventes	-4,4	-4,3	-4,2	-4,6	-4,9	-5,4
Honoraires	-23,6	-31,2	-29,5	-31,5	-33,3	-36,1
Locations	-4,6	-5,4	-6,2	-6,1	-6,3	-6,6
Publicité	-3,8	-3,9	-3,3	-3,4	-3,3	-3,6
autres charges externes	-6,0	-6,3	-7,5	-7,6	-8,0	-8,5
TOTAL charges externes	-38,0	-46,8	-46,5	-48,7	-51,0	-54,8
VALEUR AJOUTEE	36,3	47,5	47,0	49,3	55,2	61,9

Source: estimations Invest Securities

Pour les locations, elles représentent un pourcentage du chiffre d'affaires de l'inter-entreprises en France. Nous pensons que ce pourcentage diminuera en 2010 et se stabilisera par la suite : 2009 représente un point haut à 18,3% et le taux normatif devrait être de 18%. Pour les coûts de publicité, l'hypothèse que nous retenons est qu'ils dépendent du chiffre d'affaires global. Ils pèsent ainsi 3,4% du chiffre d'affaires globale en 2009 et devraient diminuer avec la reprise pour atteindre 3% en 2012.

Les autres charges externes devraient diminuer, passant de 7,5% en 2010 à 7% du chiffre d'affaires global en 2012. Les salaires et charges devraient s'établir pour la période 2010-2012 vers 37% du chiffre d'affaires global, c'est-à-dire un pourcentage inférieur à 40,8% qui était le point haut en 2009. Le taux d'IS normatif s'établit à 30%. Le groupe ne prévoit pas de fortes augmentations en matière de versement de dividendes, il devrait s'établir à 0,15€ par action en 2010 et 2011.

Une situation bilanciellement saine

Demos possède une structure bilanciellement saine avec une trésorerie historiquement forte. L'émission d'OBSAAR en 2009 pour un montant net de 14m€ a augmenté significativement les passifs non-courants. Ces obligations seront amorties linéairement sur 4 ans à partir de 2011.

Eléments de bilan (m€)	12/07	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds de roulement	18,8	3,3	9,7	9,1	8,7	11,5
BFR d'exploitation	12,7	11,7	9,2	10,1	11,6	13,3
BFR	1,1	0,1	1,9	2,4	3,3	4,2
Capitaux employés (hors goodwill)	5,3	8,0	11,4	13,1	14,3	15,4
Endettement net	-13,6	4,6	9,4	10,6	8,1	2,6
Gearing	-53%	16%	32%	34%	24%	7%

Source: estimations Invest Securities

La dette nette devrait atteindre un pic cette année mais progressivement diminuer et devrait

tendre vers 0 en 2013. La forte génération de free cash-flow dont Demos est capable devrait en effet lui permettre de se désendetter rapidement.

On constate par ailleurs que l'entreprise possède un BFR structurellement faible qui devrait augmenter relativement peu. En effet, par nature l'entreprise n'a quasiment aucun stock et les délais clients ne sont que légèrement supérieurs aux délais fournisseurs.

La dette fournisseur correspond en fait à la dette due aux formateurs, qui sauf cas particulier sont payés à 60 jours. Ainsi les formateurs qui facturent des honoraires sont payés à 60 jours (90% des cas) et les vacataires perçoivent leur dû en fin de mois (10% des cas). Les clients, administrations comme entreprises, doivent normalement régler dès réception de la facture (sauf accords avec certains grands comptes). Dans les faits, ils bénéficient d'une facturation comprise entre 60 et 80 jours. Demos travaille à réduire ces DSO.

Valorisation

Nous avons procédé à une approche multicritères pour évaluer la société. Nous avons privilégié les deux approches suivantes :

- ✓ valorisation par actualisation des flux de free cash flow (DCF), qui donne un résultat basé sur une valeur intrinsèque de la société ;
- ✓ valorisation par comparaison basée sur des ratios 2011 afin de prendre en compte la croissance de la société par rapport au secteur.

Le tableau suivant représente les différentes valorisations que nous obtenons avec ces méthodes. Notre valeur d'équilibre est obtenue par la moyenne arithmétique des méthodes retenues :

Synthèse valorisation	m€	action(€)
Comparables	63,2	10,8
DCF	79,2	13,5
Moyenne	71,2	12,2

Valorisation par l'actualisation des cash-flows

Il s'agit d'une méthode qui actualise les flux d'exploitations disponibles. Ces flux représentent après déduction des paiements nécessaires aux investissements, aux financements du BFR, les montants qui peuvent être alloués pour payer la dette et les dividendes. Ils sont ensuite actualisés au coût moyen pondéré du capital et de la dette.

Détermination du taux d'actualisation

Nous utilisons un DCFE sur 10 ans avec une valeur terminale. Ceci nous conduit à faire des hypothèses fortes qui sont les suivantes :

- ✓ une marge d'exploitation normative de 10% atteinte en 2013 ;
- ✓ une croissance constante de 8% entre 2013 et 2020 puis une croissance à l'infini de 1,5% ;
- ✓ la prime de marché et le taux sans risque restent constants sur la période.

Le taux d'actualisation est déterminé par le taux sans risque (celui de l'OAT 10 ans), la prime de marché (celle de Natixis) et nous utilisons un bêta endetté de 1,3. Ce taux évolue de 10,4% à 11,9% en fonction du mix fonds propres / endettement sur les 3 ans de notre business plan, nous le stabilisons en 2013 à hauteur de 11,9%.

	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	Normatif
Capitalisation boursière	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6
Endettement net	10,6	8,1	2,6	0,9							
Taux sans risque	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Prime de Marché	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Bêta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Coût du capital	11,9%										
Coût de la dette	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Taux d'imposition	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Coût net de la dette	2,1%										
Dette nette	15,1%	11,9%	4,1%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fonds propres	84,9%	88,1%	95,9%	98,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Taux d'actualisation	10,4%	10,8%	11,5%	11,8%	11,9%						

Hypothèses de croissance

Nous utilisons nos prévisions jusqu'en 2013 puis une période de croissance modérée unique jusqu'en 2010. Le coût de la dette reste constant sur la durée ainsi que le taux de rémunération des liquidités.

La marge d'exploitation est stabilisée à 10% et les investissements sont uniquement constitués d'investissements de renouvellement.

Le taux d'imposition normatif est de 30%, constant sur la période et la variation du BFR suit la croissance du chiffre d'affaires.

Séquence des flux, résultats et tableau de sensibilité

m€	12/10	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	Normatif
Chiffre d'affaires	101,8	110,7	122,2	132,0	142,5	153,9	166,2	179,5	193,9	209,4	212,6
Résultat d'Exploitation	7,4	10,4	12,8	13,2	14,3	15,4	16,6	18,0	19,4	20,9	21,3
<i>Marge d'exploitation</i>	<i>7,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,0%</i>							
DAP nettes	-2,5	-2,7	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Excédent Brut d'Exploitation	9,9	13,1	15,5	16,2	17,3	18,4	19,6	21,0	22,4	23,9	24,3
Taux imposition	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Impot théorique	-2,2	-3,1	-3,8	-4,0	-4,3	-4,6	-5,0	-5,4	-5,8	-6,3	-6,4
Excédent Net d'Exploitation	7,7	9,9	11,7	12,2	13,0	13,8	14,6	15,6	16,6	17,7	17,9
Variation du BFR	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7
Investissements	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Free Cash Flow d'exploitation	3,1	6,0	7,7	8,2	8,8	9,5	10,3	11,1	12,0	13,0	13,2
coeff	0,24	1,24	2,24	3,24	4,24	5,24	6,24	7,24	8,24	9,24	10,24
FCFE actualisés	3,04	5,28	6,00	5,64	5,44	5,24	5,05	4,87	4,69	4,52	

La valorisation ressort à 79,2m€, avec une valeur finale actualisée qui représente 44% de la somme des flux.

Somme des flux actualisés (m€)	49,7
Valeur finale actualisée (m€)	39,8
Endettement net ajusté (m€)	9,4
Minoritaires	1,0
Valeur des fonds propres (m€)	79,2
Valorisation globale (m€)	79,2

Les tableaux de sensibilité nous indiquent un impact très relatif du taux de croissance à l'infini mais une forte dépendance de la valorisation à la fois au taux de marge d'exploitation normatif et au taux d'actualisation.

Tableau de sensibilité au taux coût du capital et au taux de croissance à l'infini										
	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
8,9%	116,2	117,2	118,2	119,2	120,2	121,3	122,4	123,6	124,7	126,0
9,9%	100,2	100,9	101,7	102,4	103,1	103,9	104,7	105,5	106,3	107,2
10,9%	87,7	88,2	88,7	89,3	89,8	90,4	91,0	91,6	92,2	92,8
11,9%	77,5	77,9	78,3	78,8	79,2	79,6	80,0	80,5	80,9	81,4
12,9%	69,2	69,5	69,8	70,2	70,5	70,8	71,1	71,5	71,8	72,2
13,9%	62,3	62,5	62,8	63,0	63,2	63,5	63,8	64,0	64,3	64,6
14,9%	56,4	56,6	56,8	57,0	57,2	57,4	57,6	57,8	58,0	58,2

Tableau de sensibilité à la marge normative et au taux de croissance à l'infini										
	1,1%	1,2%	1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%
7,0%	52,7	53,0	53,2	53,5	53,8	54,1	54,4	54,7	55,0	55,3
8,0%	61,0	61,3	61,6	61,9	62,3	62,6	62,9	63,3	63,6	64,0
9,0%	69,3	69,6	70,0	70,3	70,7	71,1	71,5	71,9	72,3	72,7
10,0%	77,5	77,9	78,3	78,8	79,2	79,6	80,0	80,5	80,9	81,4
11,0%	85,8	86,3	86,7	87,2	87,6	88,1	88,6	89,1	89,6	90,1
12,0%	94,1	94,6	95,1	95,6	96,1	96,6	97,1	97,7	98,2	98,8
13,0%	102,4	102,9	103,4	104,0	104,5	105,1	105,7	106,3	106,9	107,5

Valorisation par les comparables

Il est très difficile de trouver de réels comparables européens à la société car les principaux concurrents ne sont pas cotés. Il est possible d'envisager de comparer Demos d'une part à des groupe d'interim sur la base de similitudes évidentes (service aux départements de ressources humaines, main d'œuvre flexible) et d'autre part à des SSII en considérant qu'une partie de plus en plus importante du métier de Demos réside dans le conseil. Nous avons néanmoins choisi de constituer un échantillon basé sur des comparables internationaux exerçant dans la formation.

Nous avons retenu :

- ✓ Education Development International, un organisme de formation basé au Royaume-Uni dont les formations sont accréditées par les autorités de régulation britanniques. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 28,3m£ en 2009 et elle est cotée à Londres sur AIM. Sa capitalisation boursière est de 58,1m£ (71,6m€) ;
- ✓ ILX Group, un organisme de formation anglais principalement présent dans l'e-learning. L'entreprise vend ses services tant au Royaume-Uni qu'à l'étranger et a réalisé un chiffre d'affaires de 14,7m£ pour l'année fiscale se terminant le 31 mars 2010. La société est cotée sur AIM au London Stock Exchange et a une capitalisation de 5,1m£ (7m€) ;
- ✓ Universal Technical Institute, une université américaine spécialisée dans la formation de techniciens pour l'industrie automobile et nautique. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 366,6m\$ pour l'année fiscale se terminant au 30 septembre 2009. Il s'agit d'une entreprise cotée sur le New York Stock Exchange et dont la capitalisation s'établit à 469,9m\$ (341m€) ;
- ✓ Learning Tree International, un organisme de formation américain spécialisé dans l'informatique et la gestion. Son chiffre d'affaires s'établit à 132,6m\$ pour l'année fiscale se finissant le 2 octobre 2009. Cet organisme est coté sur le Nasdaq aux Etats-Unis et sa capitalisation atteint 133m\$ (100m€).

Sélection des multiples de comparaison

Pour tenir compte du fait que l'année 2010 est une année charnière et du fait que Demos est très bien positionnée pour tirer parti d'une reprise de la croissance nous avons choisi de retenir l'année 2011 pour utiliser les multiples choisis : VE/CA, VE/Ebit et PE. Les chiffres pour l'année 2010 sont donnés à titre indicatif.

Résultats et synthèse

	Cours (€)	Nb titres	Capi.	Bpa 10	Bpa 11
Education Development International PI	1,21	56,36	68,2	0,15	0,16
ILX Group PLC	0,27	23,57	6	0,05	0,06
Universal Technical Institute Inc.	13,54	24,22	328	0,95	1,16
Learning Tree International Inc.	7,16	13,58	97	0,26	0,37

Source: consensus Factset au 05/10/10

Echantillon	VE/CA		VE/Ebit		PE	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Education Development International PI	1,6	1,4	5,0	4,0	8,3	7,8
ILX Group PLC	0,5	0,5	4,8	3,6	5,8	4,4
Universal Technical Institute Inc.	0,7	0,8	5,6	5,8	14,3	11,7
Learning Tree International Inc.	0,5	0,6	13,2	8,0	27,2	19,2
Moyenne	0,8	0,8	7,2	5,4	13,9	10,8
Chiffres Demos	101,3	109,9	6,8	10,0	4,3	6,7
Dette nette Demos	10,6	8,1	10,6	8,1	10,6	8,1
Valorisation Demos (m€)		81,0		45,8		72,0

Source: consensus Factset au 05/10/10

Notre valorisation moyenne ressort à 66,3m€. Nous appliquons à cette valeur la décote proposée par Eric Eugène Grena basée sur le rapport entre la capitalisation moyenne de l'échantillon et celle de la valorisation obtenue. La moyenne des capitalisations de notre échantillon est de 125m€, le rapport entre la capitalisation de Demos et cette moyenne est de 53%. Selon l'abaque d'Eric Eugène Grena la décote doit donc être de 4,7%.

Abaque Eric Eugène Grena		
Rapport des capitalisations		
<2%	-40%	
2%	-34%	
5%	-26%	
10%	-20%	
20%	-14%	
30%	-10%	Décote
40%	-7%	
50%	-5%	
60%	-4%	
80%	-2%	
100%	0%	

Finalement notre valeur ressort à 63,2m€.

Synthèse comparables (m€)			
	Avant	Décote	Après
Echantillon formation	66,3	4,7%	63,2

Notre valorisation laisse apparaître un potentiel d'appréciation de près de 20% par rapport au dernier cours coté. Cet objectif est uniquement basé sur un potentiel de croissance interne. L'opération de levée de fonds réalisée en 2009 laisse cependant planer peu de doute sur les intentions de Demos de continuer à réaliser de la croissance externe.

Compte de Résultat (m€)	12/07	12/08	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Chiffre d'affaires	78,3	97,5	96,2	101,3	109,9	120,9
Variation	34%	24%	-1%	5%	8%	10%
Marge Brute	73,9	93,1	92,0	96,8	105,0	115,5
Marge Brute (%)	94%	96%	96%	96%	96%	96%
Excédent Brut d'Exploitation	8,8	10,4	6,6	9,6	12,7	14,9
Marge Brute d'Exploitation	11%	11%	7%	9%	12%	12%
Résultat Opérationnel	7,4	8,7	4,4	6,8	10,0	12,2
Marge opérationnelle	9%	9%	5%	7%	9%	10%
Résultat courant avant impôt	7,3	8,9	4,0	6,2	9,5	11,7
Résultat net	4,00	3,98	0,81	2,24	4,38	5,91
Marge nette	5%	4%	1%	2%	4%	5%
Résultat net part du groupe	3,7	4,0	0,6	2,2	4,4	5,9
Marge nette part du groupe	5%	4%	1%	2%	4%	5%
Résultat net part du groupe ajusté	4,6	6,5	3,3	4,3	6,7	8,2
Bilan actif (m€)	12/07	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Immo Incorpo	2,0	4,2	6,6	6,6	6,6	6,6
Goodwill	6,6	24,9	26,8	24,7	22,6	20,3
Immo Corpo	2,2	3,8	2,9	4,1	4,4	4,7
Autres actifs non courants	0,9	0,9	1,0	4,2	6,1	6,5
Total actif non courant	11,7	33,7	37,2	39,6	39,8	38,1
Stocks	0,3	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Clients	26,3	35,1	27,6	29,0	31,5	34,7
Autres créances	4,4	5,7	8,7	9,2	10,0	11,0
Total trésorerie	18,5	6,5	13,8	12,2	11,4	14,2
Total actif courant	49,5	47,9	50,6	51,0	53,5	60,5
Total actif	61,1	81,6	87,8	90,6	93,2	98,6
Bilan passif (m€)	12/07	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds propres part du groupe	24,1	27,7	28,4	29,8	33,3	38,0
Intérêts minoritaires	1,43	0,95	0,73	1,00	1,00	1,00
Fonds propres	25,5	28,6	29,1	30,8	34,3	39,0
provisions pour risques et charges	0,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Dettes financières non courantes	3,3	7,2	16,6	16,5	12,9	9,3
Total passif non courant	4,1	7,8	17,2	17,2	13,6	10,0
Fournisseurs	13,9	24,0	18,9	19,5	20,5	22,0
Dettes financières courantes	1,6	3,9	6,6	6,3	6,6	7,5
Autres passifs courants	16,0	17,3	16,0	16,8	18,3	20,1
Total passif courant	31,5	45,2	41,5	42,6	45,4	49,6
Total passif	61,1	81,6	87,8	90,6	93,2	98,6
Eléments de bilan (m€)	12/07	12/08	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
Fonds de roulement	18,8	3,3	9,7	9,1	8,8	11,6
BFR d'exploitation	12,7	11,7	9,2	10,1	11,6	13,3
BFR	1,1	0,1	1,9	2,4	3,3	4,2
Capitaux employés (hors goodwill)	5,3	8,0	11,4	13,1	14,3	15,4
Endettement net	-13,6	4,6	9,4	10,6	8,1	2,6
Gearing	-53%	16%	32%	34%	24%	7%
Cash Flow Statement (m€)	12/07	12/08	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
Résultat net	4,0	4,0	0,8	2,2	4,4	5,9
DAP nettes	-2,1	-3,6	-4,2	-4,9	-5,0	-5,1
Autres impacts non cash	0,0	-0,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow Brut	6,2	7,4	4,4	7,1	9,3	11,0
Variation du BFR	-1,8	-4,2	0,9	-0,5	-0,9	-0,9
Investissements	-3,1	-3,9	-4,2	-4,0	-3,0	-3,0
Free Cash Flow	1,3	-0,6	1,0	2,6	5,5	7,1
Investissements financiers	-1,7	-14,5	-5,7	-3,3	-2,3	-
Distribution	-0,4	-0,8	-0,6	-0,9	-0,9	-1,2
Augmentation de capital	11,2	0,1	0,0	-	-	-
Variation du cash net	10,5	-15,6	-5,2	-1,5	2,3	5,9

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION

ANALYSTES FINANCIERS

Daniel Anizon

Biotechs

 33 1 44 88 77 88

 danizon@invest-securities.com

Paul Arkwright

Immobilier

 33 1 73 73 90 25

 parkwright@invest-securities.com

Louis Bazy

Small caps - Stock picking

 33 1 44 88 77 93

 lbazy@invest-securities.com

Benoît Faure-Jarrosion

Immobilier

 33 1 44 88 88 09

 bfaure-jarrosion@invest-securities.com

Nicolas Maïquès

Media - Software - Internet - Agro

 33 1 44 88 77 98

 nmaiques@invest-securities.com

Laurent Wilk

Greentech - Cleantech - Small Caps

 33 1 44 88 77 97

 lwilk@invest-securities.com

Nailin Zhang

Valeurs chinoises

 33 1 73 73 90 27

 nzhang@invest-securities.com

SALLE DES MARCHES

Eric d'Aillières

Directeur

 33 1 44 88 77 99

 edailieres@invest-securities.com

Claude Bouyer

Relations investisseurs institutionnels

 33 1 44 88 77 99

 clbouyer@invest-securities.com

Pascal Hadjedj

Vendeur actions

 33 1 44 88 77 99

 phadjedj@invest-securities.com

Thierry Roussilhe

Vendeur actions

 33 1 44 88 77 99

 troussilhe@invest-securities.com

Kaspar Stuart

Vendeur actions

 33 1 44 88 88 02

 kstuart@invest-securities.com

Frédéric Micaelli

Négociateur

 331 44 88 77 99

 fmicaelli@invest-securities.com

René Reymond

Négociateur

 331 44 88 77 99

 rreymond@invest-securities.com

Dominique Humbert

Négociateur

 331 44 88 77 99

 dhumbert@invest-securities.com

INVEST SECURITIES CHINA

Pacific Century Place – IBM Tower – 14F, 48A, 2A Workers Stadium Road N Chaoyang District - Chaoyang District - 100027 Beijing PR China

Christine Lambert Goue

Managing Director

 86 10 84 51 10 63

 clambert-goue@invest-securities.com

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par les émetteurs. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.