

**Expertise indépendante
sur l'équité du plan de restructuration
présenté par Infogrames Entertainment
faisant l'objet des opérations financières suivantes :**

- augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription**
- émission réservée de bons de souscription**
- offre publique sur les Océane 2009**
- modification du contrat d'émission des obligations 2008**

Ce rapport comporte 19 pages

5 octobre 2006

SOMMAIRE

- I Présentation de l'expert
- II Mission et moyens
 - A *Mission*
 - B *Déclaration d'indépendance, moyens et rémunération*
 - C *Programme de travail*
- III Diagnostic financier et contexte de la restructuration
 - A *Analyse des comptes passés*
 - B *Diagnostic*
- IV Description du plan
- V Impact du plan pour les porteurs obligataires
- VI Impact du plan pour les actionnaires actuels
 - A *Evolution théorique du cours d'Infogrames avant et après les opérations*
 - B *Evolution de la valeur d'entreprise d'Infogrames*
 - C *Méthodologie de valorisation*
 - D *Situation des parties*
 - E *Appréciation de l'équité par la méthode des « options réelles »*
 - F *Emission réservée de BSA*
 - G *Espérance mathématique de gain des différentes parties*
- VII Equité

I. Présentation de l'expert

Associés en Finance, société indépendante détenue par ses associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention.

Elle a une expérience de près de trente ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Elle a effectué de nombreux missions de conseil et d'expertise indépendante.

Associés en Finance (AEF) a développé et entretient le modèle d'évaluation TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 428 sociétés suivies un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une dizaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'AEF.

Associés en Finance a réalisé sur les douze derniers mois les missions suivantes d'expertise indépendante sur des titres cotés :

	Objet	Acquéreur/Emetteur	Banque Conseil
2005	OPA Saveurs de France-Brossard Actions et BSAR	TESC	BNP Paribas
2005	OPRA/OPA actions Siparex Croissance	Siparex Croissance	Odéo
2006	OPR Titres Participatifs Socorec	Socorec	Crédit Coopératif
2006	Valeur des parts de la Commandite	IDI	
2006	Emission d'Obsar	CS Communication et Systèmes	CALYON
2006	Emission d'actions	ST Dupont	HSBC
2006	OPRA/OPE sur les actions Sequana Capital contre des actions SGS	Sequana Capital	BNP Paribas

II. Mission et moyens

A. Mission

Le Conseil d'administration d'Infogrammes Entertainment SA a mandaté Associés en Finance aux fins de délivrer une attestation d'équité relative à l'ensemble du plan de recapitalisation présenté le 12 septembre 2006, qui correspond à une extension de la mission qu'il avait confiée à AEF le 23 juin 2006.

Du point de vue juridique, ce plan comporte :

- une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS), et engagement de souscription de tiers créanciers ;
- une émission réservée de bons de souscription d'action (BSA) ;
- une offre publique d'échange sur les Oceane 2009 contre des actions à émettre et la modification du contrat d'émission ;
- la modification du contrat d'émission des obligations 2008.

Ce plan a fait l'objet d'un accord entre la société Infogrames et un groupe d'investisseurs. Ce dernier, désigné dans la suite du rapport comme les *Financiers*, comprend Bluebay AM, Boussard & Gavaudan AM (BGAM), GLG et Bank of America Securities (BOA). Ni la Société, ni AEF, n'ont connaissance d'autres accords qui pourraient lier les *Financiers* entre eux.

L'évaluation de l'équité du plan visera donc à analyser les apports, prises de risque et rémunérations des *Financiers* vis à vis des trois collèges concernés : les actionnaires d'Infogrames, les porteurs minoritaires d'Oceane 2009 et les porteurs minoritaires des obligations 6 % 2008.

B. Déclaration d'indépendance, moyens et rémunération

AEF n'a pas participé à des opérations présentées par Rothschild & Cie au cours des dix-huit derniers mois.

Dans le cadre de ses missions d'expertise pour des affaires de contentieux boursiers, AEF est amené à effectuer des analyses sur des faits passés, soit à la demande directe du client, soit sur recommandation de ses conseils juridiques. AEF est intervenu dans l'examen des griefs adressés à la société Eurazeo, ancien actionnaire d'Infogrames, relatifs à la communication lors de la fusion avec Rue Impériale en 2004 et les interventions sur son propre titre en 2001. Sur recommandation des conseils d'Eurazeo, AEF a réalisé un rapport de même type concernant GLG sur les interventions en bourse sur le titre Vivendi à fin 2002 par l'un de ses anciens collaborateurs.

AEF n'a jamais effectué de mission d'aucune sorte ni avec Bluebay AM, ni avec BGAM, ni avec BOA.

Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec les parties et leurs actionnaires, ni n'effectue actuellement de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de ces opérations. AEF estime donc remplir les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

AEF, pour mener à bien ses travaux, a disposé des délais nécessaires et s'est appuyé sur les diverses sources d'informations disponibles, les documents internes fournis par la Société, des entretiens avec la Direction, le Conseil d'administration et leurs conseils, banquiers et avocats, et ses propres méthodes et bases de données qui incorporent notamment le titre Infogrames et des sociétés comparables.

Outre les deux associés signataires, l'effectif dévolu à l'exécution de cette mission comprend trois analystes dont un ingénieur pour les évaluations de titres hybrides, qui ont entre deux et quatre ans d'expérience, trois personnes pour le contrôle qualité, dont un associé ne participant pas directement à la mission, et deux anciens directeurs financiers de grandes entreprises, qui ont de vingt à trente ans d'expérience.

Les honoraires perçus pour cette mission s'élèvent à 125 000 euros HT, auxquels s'ajoutent des frais techniques de 5% (6 250 €), soit un total de 131 250 € HT. Les honoraires correspondent à un budget temps de 150 heures d'associés, 125 heures d'analystes et l'utilisation de la base de données.

C. Programme de travail

Il n'y a pas d'évaluation réalisée par la Banque Conseil, l'opération ne nécessitant pas une telle évaluation et par conséquent sa revue critique de notre part.

Notre programme de travail a compris les points suivants :

- analyse des notes d'information, documents de référence déposés par l'émetteur ;
- analyse des restructurations de septembre 2003 et mars 2005 ;
- analyse de l'ensemble des contrats sous-jacents à la restructuration entre la Société et les *Financiers* ;
- discussions avec le management sur le plan de restructuration et la pertinence des mesures financières ;
- discussions avec le banquier conseil et l'avocat conseil ;
- exploitation des bases de données propres ou externes relatives aux sociétés du secteur ;
- analyse financière d'Infogrames, comptes et stratégie ;
- évaluation d'Infogrames par actualisation de flux futurs (DCF) et par comparables boursiers, à partir de nos propres projections établies préalablement à la mission et des plans d'affaires émanant de la Société ainsi que celles émanant de consensus ;
- évaluation des apports et rémunérations des différentes parties ;
- analyse des primes ou décotes implicites à l'application des accords ;
- évaluation de l'opération, analogue à une option réelle, et simulation de la variation de la valeur des actifs des différentes parties.

Associés en Finance considère avoir effectué cette mission en se conformant intégralement aux articles du nouveau règlement de l'AMF concernant l'expertise indépendante.

III. Diagnostic financier et contexte de la restructuration

A. Analyse des comptes passés

Les résultats sont en perte depuis sept exercices consécutifs. Le résultat d'exploitation n'a été positif qu'au cours de l'exercice 2004-2005. Le chiffre d'affaires a été divisé par deux en quatre années, avec une réduction des coûts de fonctionnement.

L'historique des comptes indiqué dans le tableau ci-dessous appelle les commentaires suivants :

- les pertes publiées cumulées depuis juin 1999 s'élèvent à 564 M€ ;
- les frais de recherche et développement suivent la baisse du chiffre d'affaires ;
- les frais financiers représentent 6 % du chiffre d'affaires, les concours bancaires ayant un coût de 12,5 % actuellement ; leur poids devient insupportable et s'explique par l'aggravation de la situation financière, qui se conjugue avec une exploitation déficitaire pour générer un risque financier qui ne peut être réduit que par des recapitalisations massives ;
- ce niveau de frais financiers correspond au niveau des marges d'exploitation de 1996-98.

M€	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	cumul
	30-juin	30-juin	30-juin	30-juin	30-juin	31-mars	31-mars	31-mars	31-mars	1999-06
Chiffre d'affaires (1)	223,5	306,1	521,6	674,3	770,1	660,8	700,8	602,1	391,2	
Résultat brut exploitation	23,3	26,9	-27,7	-37,7	-14,0	-13,3	4,2	16,1	-13,4	-85,8
Résultat d'exploitation	16,0	23,6	-47,9	-67,2	-47,0	-49,1	-13,5	5,0	-69,6	-289,3
Frais financiers	1,8	-1,2	-3,6	9,0	24,5	16,4	19,8	22,3	23,4	111,8
Résultat avant impôt	14,2	24,8	-44,3	-76,2	-71,5	-65,5	-33,3	-17,3	-93,0	-401,1
Résultat courant	14,8	20,2	-44,4	-76,4	-65,8	-68,5	-32,5	-12,1	-94,7	-394,4
Résultat publié	12,8	20,6	-27,6	-123,5	-82,3	-96,5	-30,8	-24,6	-179,3	-564,6
Recherche & développement				109,8	145,3	128,0	110,5	85,7	65,5	estimé
R&D en % de (1)				16,3%	18,9%	19,4%	15,8%	14,2%	16,7%	2006-07
Frais financiers en % de (1)				1,3%	3,2%	2,5%	2,8%	3,7%	6,0%	6,2%

Sources : Associés en Finance sur la base des Rapports annuels

Retraitements : les coûts de restructuration récurrents sont remontés en charges courantes

Seul l'exercice 2006 est aux normes IFRS

L'exploitation ne dégage pas d'excédent de trésorerie. L'excédent brut d'exploitation minoré des frais financiers et de l'impôt exigible est négatif de -39 M€ pour l'exercice 2005-2006, de -120 M€ et de -190 M€ en cumul respectivement sur cinq et sept ans.

La Société a financé par le passé ses acquisitions par accroissement des fonds propres et dettes comme le montre le cumul 1999-2006 du tableau ci-après.

Variation	2000 30-juin	2001 30-juin	2002 30-juin	2003 31-mars	2004 31-mars	2005 31-mars	2006 31-mars	cumul 1999-2006	cumul 2001-2006
Excédent d'exploitation	-24.2	-46.9	-32.8	-32.7	-14.8	-1.0	-38.5	-190.9	-119.8
Immobilisations	367.7	303.1	11.1	-35.0	-49.9	-28.5	-55.7	512.8	-158.0
BFR	79.5	-23.6	3.2	-110.2	-10.3	-57.4	-36.7	-155.5	-211.4
Trésorerie d'exploitation	-471.4	-326.4	-47.1	112.5	45.4	84.9	53.9	-548.2	249.6
Résultat exceptionnel	25.4	-26.5	20.2	-5.9	26.0	8.7	-84.6	-36.7	-35.6
Trésorerie d'exploitation	-446.0	-352.9	-26.9	106.6	71.4	93.6	-30.7	-584.9	214.0
Variation Fonds propres	119.6	198.9	34.8	-36.7	82.1	12.7	64.5	475.9	157.4
Variation Dettes Financières	-326.4	-154.0	7.9	69.9	153.5	106.3	33.8	-109.0	371.4

Le désendettement de 371,4 M€, comme l'indique le cumul 2001-2006, s'est réalisé grâce aux cessions d'actifs, à la réduction du besoin en fonds de roulement, négatif depuis deux années, et aux apports en capital, notamment par l'augmentation de capital d'Atari Inc. L'amélioration du bilan a eu pour corollaire la baisse de l'activité et la dilution des actionnaires. Infogrames a poursuivi une stratégie « d'achat de temps » pour protéger la valeur de ses actifs qui risquait d'être significativement réduite en cas d'incident financier du fait des clauses de rupture de contrats.

Au 31 mars 2006, les fonds propres consolidés, part du groupe, étaient négatifs et s'établissaient à -22,1 M€. L'actif net dans les comptes sociaux était égal à 95,1 M€, soit 0,50 € par titre.

Le pool bancaire historique a cédé l'ensemble de ses créances court et moyen termes, échues au 15 décembre 2005 pour le moyen terme, et au 31 décembre 2005 pour le court terme, à Bank of America Securities, cession homologuée par le Tribunal de Commerce de Lyon en avril 2006. Les créances concernées ont été rééchelonnées en ce qui concerne le moyen terme à hauteur de 23,5 M€. Par ailleurs, un nouveau crédit court terme de 20 M€ a été mis en place après le 31 mars 2006. Dans le cadre du plan de restructuration de la dette globale d'Infogrames, Bank of America a, le 8 septembre 2006, mis à la disposition de la Société 25 M€ supplémentaires et étendu la maturité au 31 décembre 2008.

B. Diagnostic

Ainsi, Infogrames s'est consacré à gérer depuis quatre ans un endettement considérable, d'autant moins supportable que son exploitation était déficitaire. En l'absence d'actionnaire de référence, la Société a vainement cherché depuis trois ans des investisseurs institutionnels ou des industriels apporteurs de capitaux pour celle-ci et ses actifs.

Les actionnaires et les créanciers font face à l'alternative suivante : constater une perte partielle ou totale de leurs avoirs ou donner une chance à une stratégie de retournement moyennant des investissements financiers.

Le Conseil d'administration n'a donc pas eu d'autres solutions que de négocier un accord global avec les *Financiers*. Ceux-ci sont des professionnels de l'investissement dans des actifs risqués. Les taux de rendement qu'ils exigent s'accompagnent de prises de risque pouvant aller jusqu'à la

perte totale de leur investissement. Si la Société continuait à enregistrer des pertes au rythme actuel, les problèmes se reposeraient à un horizon de l'ordre de deux à trois ans.

Seuls des investisseurs très avertis et conscients de ce risque maximal peuvent donc accompagner ces professionnels.

Lors de la mise en liquidation de concurrents cotés d'Infogrames dans les années 2001-2002, les actionnaires et les obligataires se retrouvèrent avec des titres sans valeur. En sens inverse, la division jeux vidéo de Vivendi, en perte de 203 M€ en 2004, a effectué un redressement aussi rapide que remarquable avec ses jeux sur Internet.

IV. Description du plan de restructuration

Le plan présenté prévoit les opérations suivantes :

- *une augmentation de capital avec maintien du DPS*, d'un montant de 74 M€, à laquelle les *Financiers* s'engagent à souscrire à hauteur de ce qui n'aura pas été souscrit par les actionnaires à titre irréductible et à titre réductible, est lancée à 0,15 € par action nouvelle à hauteur de 13 actions nouvelles pour 5 anciennes ;
- *dilution des anciens actionnaires* : de 100 % à 54,6 % s'ils suivent l'augmentation de capital, et à 47,8 % si les BSA décrits ci-après sont exercés ;
- *remboursement anticipé des Obligations 2008 (33,7 M€) garanties par un nantissement d'actions Atari Inc* : remboursement en numéraire au pair à 14 € financé par l'augmentation de capital à laquelle BGAM s'engage à souscrire à hauteur du montant total de l'emprunt. Le remboursement doit avoir lieu le jour du règlement livraison de l'augmentation de capital ;
- *une nouvelle OPE sur les Oceane 2009*. Chaque Oceane 2009 sera échangée contre 32 actions Infogrames avec une décote de 36,3 % sur le prix de remboursement compte tenu d'un cours à 0,15 € et modification du contrat d'émission pour les Océanes 2009 conservées. Les *Financiers* détiennent 67,8 % de l'encours.

Les parties prenantes reçoivent les rémunérations ou avantages suivants :

- attribution à Bluebay de 181,6 millions de BSA, échéance décembre 2009, donnant droit chacun à la souscription d'une action au prix d'exercice de 0,15 € ;
- attribution à BGAM de 36,3 millions de BSA, échéance décembre 2009, donnant droit chacun à la souscription d'une action au prix d'exercice de 0,15 € ;
- attribution à Bluebay d'une commission de 3 M€ dans le cadre de la négociation ;
- nomination de deux nouveaux administrateurs représentant Bluebay au Conseil.

Les opérations doivent être réalisées sous les conditions suspensives suivantes :

- approbation par les actionnaires de ces opérations à l'assemblée générale du 12 octobre 2006 :
 - renouvellement des autorisations financières permettant l'augmentation de capital et l'OPE ;
 - émission réservée de BSA.
- dérogation par l'AMF du dépôt d'une offre publique en cas de dépassement de seuil.

V. Impact du plan pour les porteurs obligataires

Le tableau ci-dessous résume l'impact du plan pour les différents porteurs obligataires par rapport aux valeurs retenues dans les deux offres d'échange précédentes.

	Oceane 99-04	Oceane 00-05	Oceane 00-05
OPE Septembre 2003			
Cours avant l'offre	87.66 €	37.29 €	
Contrevaleur proposée à l'OPE	95.15 €	43.41 €	
Taux de succès de l'OPE	79.6%	46.3%	
OPE mars 2005			
Cours avant l'offre			38.55 €
Contrevaleur proposée à l'OPE			43.20 €
Taux de succès de l'OPE			94.7%
<i>Contrevaleur à fin août 2006</i>	<i>47.96 €</i>	<i>15.24 €</i>	<i>26.33 €</i>
<i>Contrevaleur implicite du plan</i>	<i>55.99 €</i>	<i>24.16 €</i>	<i>26.70 €</i>
<i>Contrevaleur du plan par rapport à la valeur à l'OPE</i>	<i>-41%</i>	<i>-44%</i>	<i>-38%</i>

Les *Financiers* détiennent respectivement 75,8 % et 67,8 % de l'encours de l'obligation 2008 et de l'Oceane 2009.

Les modalités du plan entraînent sur chaque ligne une perte presque identique, de l'ordre de 40 % depuis les deux OPE alors que l'action a baissé de plus de 90 %.

Les porteurs d'obligations 2008 sortent de l'opération par remboursement anticipé au pair de la totalité de l'emprunt en numéraire au jour du règlement livraison de l'augmentation de capital, prévu le 29 novembre 2006.

C'est la contrepartie de l'accord des porteurs pour avoir reporté plusieurs fois le remboursement de la première tranche de l'emprunt, initialement prévu le 15 mars 2006, ce qui a évité à la Société et à ses actionnaires la constatation et les conséquences d'un défaut de paiement.

Le porteur majoritaire s'est engagé à souscrire à l'augmentation de capital qui permet ce remboursement.

L'Oceane 2009 connaît des transactions significatives, avec 2,6 millions de titres échangés en 2006 (1,7 million en 2005), à un cours moyen pondéré par les volumes de 3,5 €. La prime sur le cours de l'Oceane 2009 pré-annonce est significative. En février 2007, les porteurs d'Oceane 2009 recevront en échange d'un titre 32 actions qui, sur la base d'un cours de 0,15 €, représentent une contrevaleur supérieure de 63% par rapport au cours de 2,9 €, et égale à 4,8 €. Les porteurs minoritaires détiendront 14 % du capital dilué soit 169 millions de titres.

La modification du contrat d'émission laisse les porteurs d'Oceane 2009, s'ils n'apportent pas leurs titres à l'offre, avec des titres dont la valeur serait très dépréciée. En effet, le taux d'intérêt sera abaissé à 0,1 % avec suppression de la prime de remboursement, et l'échéance repoussée à

mars 2020. Avec un taux actuariel de 10 %, la valeur du titre serait réduite à 2 € soit une décote de 31 % par rapport au cours de 2,9 €.

Les porteurs subissent également une décote indirecte, eu égard à la disponibilité des actions Infogrames remises en échange, celles-ci n'étant livrables qu'en février 2007 selon le calendrier prévisionnel du déroulement des opérations. L'indisponibilité des actions conduit le porteur d'Oceane 2009 à se couvrir pendant cinq mois contre les fluctuations des titres Infogrames sous-jacents. Ceci s'évalue comme l'achat d'un put qui représenterait 16 % du prix implicite de 4,8 €.

Cours action ex droit	0.150 €	Volatilité	Durée	Taux
Put Oceane (pour 32 actions)	0.77 €	65.5%	5 mois	3.37%
en % de 4,80 €	16%			

Compte tenu de la prime significative par rapport au dernier cours de bourse pré-annonce, le traitement des porteurs minoritaires d'Oceane 2009 est satisfaisant en dépit de la décote qu'ils acceptent par rapport à son prix de remboursement, décote justifiée par le statut juridique qui place cette émission dans l'ordre décroissant des créanciers juste avant les actionnaires, et du délai de livraison des actions remises en échange.

VI. Impact du plan pour les actionnaires actuels

A. Evolution théorique du cours d'Infogrames avant et après les opérations

L'impact des opérations peut être quantifié comme suit, avec le cours moyen de 0,32 € observé entre le 13 et le 22 septembre 2006 :

		Prix	Montant	Prix moyen
Titres existants	189 726 158	0.32 €	60 712 371 €	
Augmentation de capital	493 288 010	0.15 €	73 993 202 €	
Sous-total	683 014 168		134 705 572 €	0.20 €
OPE à 100 %	527 599 648	0.15 €	79 139 947 €	
Sous-total	1 210 613 816		213 845 519 €	0.18 €
BSA	217 900 000	0.15 €	32 685 000 €	
Total	1 428 513 816		246 530 519 €	0.17 €

La multiplication potentielle par sept du nombre d'actions conduit au cours théorique ex-droit de 0,17 €.

Le cours théorique du droit préférentiel de souscription (DPS) s'établit à 0,05 €. L'achat de cinq droits, soit 0,25 €, permet de souscrire à 13 actions à 0,15 € et d'obtenir un gain de 0,26 €, soit 13 fois la différence entre 0,17 € (prix théorique après dilution maximale) et 0,15 € (prix de souscription).

Les *Financiers* se sont engagés à souscrire toutes les actions qui ne l'auraient pas été par l'exercice de DPS ou à titre réductible. Ils n'acquerront donc aucun droit sur le marché. Il faudrait que globalement les actionnaires actuels souscrivent l'intégralité de l'augmentation de capital ou que de nouveaux investisseurs se substituent à eux pour que le DPS cote 0,05 €.

Les porteurs d'Océane 2009 voudront peut-être obtenir la liquidité de leur investissement. BGAM, s'il s'est engagé à souscrire à l'augmentation de capital, aura la liberté de céder les titres ainsi acquis.

Les *Financiers* n'ont en aucun cas exprimé un quelconque engagement de maintien des cours de l'action ou du DPS. L'obtention de la dérogation de dépôt d'offre publique en cas de dépassement de seuil demandée à l'AMF est une des conditions suspensives du plan de restructuration.

Les actionnaires doivent donc être conscients que ces facteurs techniques ne favorisent pas un cours élevé du droit de souscription et de l'action. Des ordres de ventes risquent de peser ultérieurement sur le cours de l'action. Le plan de restructuration privilégie avant tout la situation financière de l'entreprise. Il ne constitue pas une opportunité de sortie immédiatement favorable pour ses actionnaires.

B. Evolution de la valeur d'entreprise d'Infogrames

Le désendettement a eu pour effet une dilution des actionnaires avec plus du doublement du nombre de titres en cinq ans. La baisse de la valeur d'entreprise de 790,7 M€ (de 1025,2 M€ à 234,5 M€) entre septembre 2001 et août 2006 s'explique par les pertes accumulées, 537 M€ pendant la même période, et par l'absence de toute rémunération des capitaux engagés.

	2001 30-sept	2002 30-sept	2003 30-juin	2004 30-juin	2005 30-juin	2006 30-juin	2006 31-août
Nombre d'actions en millions	80,1	110,2	110,2	181,2	189,7	189,7	189,7
Cours en €	5,85 €	1,85 €	5,19 €	2,26 €	1,70 €	0,53 €	0,48 €
M€							
Capitalisation	468,6	203,8	571,8	409,5	322,5	100,6	91,1
Intérêts minoritaires	12,0	8,5	9,3	91,9	29,1	31,9	35,1
Dettes financières	544,6	536,7	466,8	313,3	207,0	173,2	193,2
Ecart sur dettes cotées				-41,7	-42,3	-83,9	-84,9
Valeur d'entreprise	1025,2	749,0	1047,9	772,9	516,3	221,7	234,5
Résultat cumulé	-123,5	-205,8	-302,3	-333,1	-357,7	-537,0	-537,0
Actif d'exploitation	810,5	755,1	552,0	449,8	331,6	183,0	203,0
VE/actif d'exploitation	1,26	0,99	1,90	1,72	1,56	1,21	1,16
Rentabilité de l'actif	-8,3%	-6,2%	-8,9%	-3,0%	1,5%	-34,3%	-34,3%

Les capitalisations sont retenues trois mois après la clôture de l'exercice, soit après la présentation des résultats, La situation au 31 août 2006 permet d'établir une référence préalablement à l'annonce du plan.

Par rapport à la situation exceptionnelle au bilan à fin mars 2006, l'actif d'exploitation de 183 M€ (colonne du 30 juin 2006 dans le tableau ci-dessous) comme les dettes financières nettes de 173,2 M€ figurant au bilan, ont été majorés du crédit de 20 M€ indispensable pour rétablir la trésorerie courante et le besoin en fonds de roulement, ce qui les portent respectivement à 203 M€ (colonne du 31 août 2006) et 193,2 M€.

La valeur d'entreprise de 234,5 M€ à fin août 2006 était supérieure à la valeur ajustée de l'actif d'exploitation de 203 M€, composé d'immobilisations incorporelles alors que celles-ci ne produisent toujours pas de bénéfices.

C. Méthodologie de valorisation

Infogrames ne réalise pas de bénéfices depuis sept ans et ne communique pas de prévisions de résultat au marché. Les frais financiers prohibitifs acquittés par un débiteur dans la situation d'Infogrames obèrent sa visibilité, comme le nantissement de l'essentiel de ses actifs. Le report permanent dans le temps de perspectives bénéficiaires et le processus de cessions enlèvent enfin toute pertinence à des modélisations de flux futurs puisque l'on ne connaît ni le périmètre du Groupe à l'avenir, ni la capacité des actionnaires à réinvestir de nouvelles sommes si nécessaire au-delà de l'exercice de leurs BSA.

Les approches de type analogique, qui supposeraient de comparer aux leaders du secteur une Société qui n'a jamais atteint ses marges normatives et qui se trouve en état d'alerte 3, ne sont pas pertinentes. L'alerte 3 correspond à l'avertissement des commissaires aux comptes à l'ensemble des actionnaires sur des faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation.

Une valeur d'actif net réévalué paraît enfin difficile à établir, la seule référence étant la valeur sous-jacente au plan de restructuration.

Une approche indicative pour s'assurer de l'équité du traitement des actionnaires est celle des « options réelles », qui permet de calculer une valeur dans des situations aussi tendues où se répète l'alternative entre l'ouverture d'une procédure collective et le réinvestissement de fonds dans l'espoir de retrouver une valeur plus élevée que la valeur actuelle.

D. Situation des parties

Le tableau suivant indique la valeur d'entreprise à fin août, à mi-septembre après l'annonce du plan, et avec la valorisation implicite des actions et des Oceane 2009 (Plan).

Au 31 août 2006, il existait une dichotomie entre le cours des Oceane 2009, qui anticipait une aggravation de la situation de la Société, et le cours de l'action, qui avait certes beaucoup baissé mais qui conduisait à une valeur d'entreprise, 234,5 M€, supérieure à la valeur comptable ajustée de 203 M€.

	2006 31-août	2006 15-sept	2006 Plan
Nombre d'actions en millions	189.72	189.72	189.72
Cours M€	0.48 €	0.35 €	0.15 €
Capitalisation	91.1	66.4	28.5
Intérêts minoritaires	35.1	34.8	34.8
Financiers			0.0
Minoritaires Oceane			0.0
Oceane 2011			0.0
Dettes cotées	72.9	112.8	112.8
Autres dettes	35.4	35.4	35.4
Valeur d'entreprise	234.4	249.4	211.4
Actif d'exploitation	203.0	203.0	203.0

Le 15 septembre 2006, après l'annonce du plan de restructuration, le cours de l'action a chuté à 0,35 € alors que les dettes obligataires cotées se sont revalorisées. Ces deux variations combinées conduisaient à une valeur d'entreprise globalement en hausse à 249,4 M€.

La valeur pivot de l'opération, à 0,15 € par action, a pour effet de ramener la valeur d'entreprise de 249,4 M€ (colonne du 15 septembre 2006 dans le tableau) à 211,4 M€ (Plan), proche de la valeur comptable ajustée.

E. Appréciation de l'équité par l'approche des « options réelles »

L'Oceane 2009, dont le marché est significatif, peut servir d'approximation pour l'estimation du risque de défaut de paiement.

Le cours coté de 2,9 € avant annonce, pour une obligation au taux de 4 % et remboursée dans deux ans et demi à 7,53 €, procurait au titre un rendement actuariel exceptionnel de 56,65 % impliquant de fait une probabilité forte de défaut de paiement.

Au rendement du taux actuel des prêts bancaires, 12,5 %, et qui intègre une prime de risque liée à la situation de l'entreprise, le calcul montre qu'il faut retenir un taux de défaut dans deux ans et demi de 61 %.

Simulation d'une valorisation à 450 M€

Un scénario favorable, mais dans le domaine du possible, est d'atteindre d'ici fin 2009 une valorisation comparable à celle d'Ubisoft en terme de multiple pour l'exercice 2009-2010, soit dix fois le résultat d'exploitation attendu.

La réalisation d'un bénéfice d'exploitation de 45 M€ pour Infogrames supposerait par exemple un ou deux succès vendus à trois millions d'exemplaires, qui porteraient la marge à 8 % sur un

chiffre d'affaires de 562 M€, montant proche de celui atteint lors de l'exercice clos le 31 mars 2004.

Nombre d'actions en millions	1428.51
Cours	0.282 €
M€	
Capitalisation	402.6
Intérêts minoritaires	70.0
Dettes financières	-22.6
Valeur d'entreprise	450.0

Dans ces conditions, la valorisation atteindrait 450 M€, soit plus du double de la valeur d'entreprise actuelle. Ceci correspondrait à 0,282 € par action en tenant compte de la dilution. Ce dernier chiffre n'est pas comparable au cours de bourse aujourd'hui droit de souscription attaché.

Les actionnaires existants, dont les moyens d'empêcher un accident de liquidité à Infogrames étaient très réduits, se voient néanmoins préserver la possibilité de participer à cette nouvelle tentative et donc de bénéficier de cette appréciation potentielle.

Valorisation de l' « option réelle » des Financiers

Afin de vérifier si les actionnaires actuels ne sont pas lésés par les dispositions du plan de restructuration, il convient *a contrario* de mesurer le potentiel d'enrichissement des autres actionnaires, les *Financiers*. La probabilité de défaut permet de déterminer la perte potentielle en cas de non exercice de l' « option réelle », et son complément, le gain potentiel. En l'état, et avant l'annonce de leur intervention, la probabilité de défaut était de l'ordre de 61%.

Les *Financiers* ont une exposition totale de 147,6 M€ sur la Société se décomposant en 53,7 M€ d'Océane 2009 après décote de 37% (offre à 4,8 € par un rapport à un prix de remboursement de 7,53 €), 25,5 M€ d'obligations 2008 et 68,4 M€ de crédits dont 43,4 M€ avec des garanties suffisantes pour éliminer tout risque de perte.

Les *Financiers* ont une probabilité à deux ans de 61% de perdre 147,6 M€ - 43,4 M€, soit 104,2 M€.

Le gain potentiel estimé des *Financiers* provient de trois sources :

- la plus-value sur les actions provenant de l'échange de leurs Océane 2009 soit 357,7 millions de titres multipliés par 0,132 € (différence entre le prix théorique de 0,282 € et le cours pivot de 0,15 €) représentant 47,2 M€ ;
- la plus-value sur les actions provenant de la souscription à l'augmentation de capital, soit 493,3 millions de titres multipliés par 0,132 € représentant 65 M€ ;
- la plus-value sur les actions provenant de l'exercice des BSA, soit 217,9 millions de titres multipliés par 0,132 € représentant 28,7 M€.

Le gain potentiel des *Financiers* ressort donc à 140,9 M€ (47,2 M€ + 65 M€ + 28,7 M€) avec une probabilité de réalisation de 39% à deux ans.

La valeur actualisée de l'« option réelle » s'établit à -8 M€ (61 % de -104,2 M€ + 39 % de 140,9 M€, soit -63,6 M€ + 55 M€ = -8,6 M€ actualisés sur deux ans au taux de 3,5 %) mais atteint avec les commissions (3 M€ attribués à Bluebay et 5 M€ attribués à BOA) une valeur quasiment nulle.

L'opération aurait été bien plus favorable aux *Financiers* à la valeur pivot de 0,10 € (+37 M€), mais avec un risque de voir leur participation réduite du fait d'un prix trop bas. La perte potentielle (-15,3 M€) était significative et l'opération peu motivante avec une valeur pivot de 0,20 €.

On peut donc bien en conclure *a contrario* qu'au prix de 0,15 € les actionnaires sont traités équitablement.

F. Emission réservée de BSA

L'émission réservée de BSA correspond à une rémunération conditionnelle qui se compare au risque pris par les *Financiers* qui se sont engagés à souscrire à l'augmentation de capital quoiqu'il arrive.

Les 217,9 millions de BSA à émettre doivent être évalués en tenant compte d'un gain maximal, cohérent avec les hypothèses de l'« option réelle » puisque les BSA concernent une participation de 18 % dans le capital de la Société.

L'engagement des *Financiers* porte au maximum sur 493 millions de titres. L'évaluation du risque qu'ils portent se mesure par le coût de la couverture de cet engagement, assimilable à l'acquisition d'autant d'options de vente (*Put* dans le tableau ci-dessous).

La volatilité de 71,5 % correspond à la volatilité moyenne du cours de l'action sur trois ans, et celle de 65,5 % à la volatilité moyenne à soixante jours. Le cours d'Infogrames, quelles que soient les périodes, se caractérise par une forte volatilité.

Le tableau suivant résume les hypothèses utilisées et les résultats obtenus :

Cours action droit attaché	0.320 €	0.230 €	0.150 €	Volatilité	Durée	Taux
Cours action ex droit	0.170 €	0.160 €	0.150 €			
BSA	0.031 €	0.029 €	0.027 €	71.5%	3 ans	3.60%
Titres en millions	217.9	217.9	217.9			
Total	6 746 802 €	6 363 391 €	5 979 980 €			
Put	0.012 €	0.015 €	0.019 €	65.5%	3 mois	3.37%
Titres en millions	493.3	493.3	493.3			
Total	5 829 787 €	7 385 134 €	9 302 030 €			

L'hypothèse la moins favorable (cours ex droit de 0,15 €) conduit à une valeur des *Put* de 9,3 M€. Le coût de l'engagement de souscription est d'autant plus élevé que le cours se situe dans le bas de la fourchette. Le solde de la valeur des BSA minorée de celle des *Put* s'établit à -3,3 M€ (6 M€ - 9,3 M€) pour un cours à 0,15 €. Cet écart négatif est pratiquement compensé par la commission de 3 M€ attribuée à Bluebay en cas de réalisation de l'ensemble du plan.

L'émission réservée des BSA s'assimile à une compensation des risques supportés de manière unilatérale par les *Financiers* et constitue un mécanisme permettant une recapitalisation rapide.

G. Espérance mathématique de gain des différentes parties

Les conclusions des deux approches précédentes peuvent être illustrées par le calcul de l'espérance mathématique de gain pour chacune des parties. On peut en effet modéliser les potentiels de gain et de perte des différents intervenants en utilisant la probabilité de défaut de paiement déduite du cours pré-annonce de l'Océane 2009.

a) actionnaires

		cours	gain par titre	perte par titre	probabilité gain	probabilité perte	Résultat
Actions	juin-06	0.53 €	0.15 €	-0.53 €	39%	61%	
Actions	sept-06	0.32 €	0.09 €	-0.32 €	0.06 €	-0.32 €	-0.26 €
Actions	nov-06	0.17 €	0.11 €	-0.17 €	0.04 €	-0.20 €	-0.16 €
					0.04 €	-0.11 €	-0.06 €
					probabilité gain	probabilité perte	
Actions		0.17 €	0.11 €	-0.17 €	67%	33%	
					0.07 €	-0.06 €	0.02 €

A fin juin 2006, l'action cotait 0,53 €. Le gain potentiel était égal à l'augmentation du cours sur six mois induite par la volatilité du titre (0,15 €). Compte tenu de la situation précaire de la société, la perte pouvait être totale. Avec les probabilités utilisées précédemment, l'espérance mathématique, soit le gain probabilisé ($0,15 \text{ €} \times 39\% = 0,06 \text{ €}$) minoré de la perte probabilisée ($-0,53 \text{ €} \times 61\% = -0,32 \text{ €}$), était une perte de 0,26 € par action. Ce résultat peut s'expliquer par la dichotomie précédemment relevée entre le cours de l'action et le cours de l'Océane 2009.

Avec la baisse du cours de l'action à l'annonce du plan de restructuration globale de la dette, cette perte est mécaniquement réduite à 0,16 €. Ce résultat correspond au fait que la valeur d'entreprise, avec ce cours de l'action, reste supérieure à la valeur de l'actif.

Avec le cours ex droit tel qu'il a été calculé au paragraphe VI A, c'est à dire en tenant compte de toutes les opérations projetées, l'espérance mathématique est réduite à une perte de 0,06 € ($0,11 \text{ €} \times 39\% - 0,1725 \text{ €} \times 61\%$), à probabilités inchangées, mais avec une espérance de gain

accrue (0,11 € soit le prix théorique de 0,282 € minoré de 0,1725 €) si la valeur d'entreprise atteint la valeur d'hypothèse de 450 M€.

La mise en place du plan réduit la probabilité de défaut. A perspectives égales, l'intervention des *Financiers* améliore, sur la base d'une probabilité de défaut ramenée de 61 % à 33 %, l'espérance de gain des actionnaires à 0,02 € ($67\% \times 0,11\text{ €} - 33\% \times 0,1725\text{ €}$).

b) porteurs minoritaires d'Oceane 2009

	cours	gain par titre	perte par titre	probabilité gain 39%	probabilité perte 61%	Résultat	Gain total
Oceane							1.90 €
Oceane	4.80 €	4.21 €	-4.80 €	1.64 €	-2.93 €	-1.28 €	0.62 €
				probabilité gain 67%	probabilité perte 33%		
Oceane	4.80 €	4.21 €	-4.80 €	2.81 €	-1.60 €	1.21 €	3.11 €

La valeur implicite de l'Oceane 2009 au cours pivot de l'opération est égale à 32 fois 0,15 €. Le gain potentiel est égal à 4,21 € ($32 \times 0,13\text{ €}$ soit le prix théorique de 0,282 € minoré de 0,15 €), mais avec un cours de référence de 0,15 € et non pas de 0,17 € comme pour les actions.

Par rapport à un cours pré-annonce de 2,9 €, le gain potentiel avec les probabilités initiales s'élève à 0,62 € : 1,90 € (prix implicite de 4,80 € moins cours pré-annonce de 2,9 €) minoré de 1,28 € ($39\% \text{ de } 4,21\text{ €} - 61\% \text{ de } 4,80\text{ €}$). La prise en compte de l'amélioration des probabilités de succès à 67 % porterait ce gain à 3,11 €.

Les porteurs minoritaires d'Oceane 2009 bénéficient, comme les *Financiers*, d'un cours d'entrée plus bas (0,15 €) que les actionnaires (0,17 €).

c) porteurs minoritaires d'obligations 2008

Les porteurs minoritaires ont l'assurance d'être remboursés en numéraire au pair alors que le cours pré-annonce était de 75 % du nominal de l'obligation.

d) les Financiers

	Nombre de titres millions	cours	gain par titre En €	perte par titre	gain global En M€	perte globale	probabilité gain 39%	probabilité perte 61%	probabilité gain 67%	probabilité perte 33%
Oceane 2009	11.2	4.80 €	4.21 €	-4.80 €	47.1	-53.7	18.4	-32.7	31.4	-17.9
Prêt	1.0	25.00 €	0.00 €	-25.00 €	0.0	-25.0	0.0	-15.3	0.0	-8.3
BSA	217.9	0.00 €	0.13 €	0.00 €	28.7	0.0	11.2	0.0	19.1	0.0
<i>Sous-total</i>							29.6	-48.0	50.5	-26.2
Gain probabilisé (1)							-18.4		24.3	
Obligation 2008	1.8	10.50 €	3.50 €	0.00 €	6.4		6.4		6.4	
Gain Oceane	11.2		1.90 €		21.2		21.2		21.2	
Commissions					8.0		8.0		8.0	
Gain acquis (2)							35.6		35.6	
Avec souscription actions		0.15 €	0.13 €	-0.15 €	65.0	-74.0	25.3	-45.1	35.9	-28.4
Résultat sur souscription (3)							-19.8		7.5	
Résultat après souscription (1)+(2)+(3)							-2.6		67.4	

Ce tableau reprend le même type de raisonnement pour l'ensemble des engagements des *Financiers*. Il indique que les conditions du plan conduisent dans leur cas à une espérance mathématique légèrement négative à -2,6 M€ (perte de 18,4 M€ sur les Oceane 2009, sur le prêt et les BSA, gains acquis de 35,6 M€, perte de 19,8 M€ sur l'augmentation de capital) avec les probabilités initiales, comme pour les autres parties.

Un cours pivot pour l'opération de 0,20 € ne modifie pas sensiblement les résultats pour les différentes parties jusqu'à des probabilités de 50 % / 50 %.

La rémunération du risque pris par les *Financiers* au travers des différentes opérations apparaît équilibrée en préservant les actionnaires des conséquences de procédures collectives, qui sinon seraient inéluctables. *Ces derniers bénéficient de l'amélioration de la viabilité de l'entreprise, et doivent être convaincus, s'ils accompagnent l'augmentation de capital, qu'il existe deux chances sur trois pour que la valeur d'entreprise double.*

VII. Equité

L'opération n'a pas d'alternative compte tenu de la gravité et de l'urgence de la situation. La décote, massive comme dans le cas d'opérations analogues, est justifiée au regard des fondamentaux de la Société, tout en laissant une « chance » aux actionnaires dans la mesure où les opérations projetées ne les évincent pas totalement. **Mais ils doivent être prévenus, s'ils envisagent de souscrire, que l'opération est très risquée.**

Il subsiste en effet une incertitude sur la capacité d'investissement de la Société sur les développements des jeux sur nouvelle console ou sur internet et des risques liés à la situation d'Atari Inc. La Société n'a toujours pas démontré qu'elle était capable d'offrir un niveau de rémunération normative pour les capitaux qui y sont investis.

En revanche, la consolidation de l'industrie de jeux peut conduire à la constatation de primes sur la valeur de la Société ou certains de ses actifs stratégiques. La Société a désormais un actionnaire et créancier de référence (Bluebay) représenté au Conseil d'Administration. La discipline dans la gestion renforcée par la gravité de la situation, ainsi que la présence d'investisseurs professionnels, peuvent se révéler des facteurs positifs sur la gestion et les résultats.

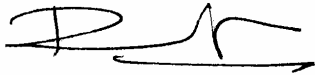
Les porteurs minoritaires de l'obligation 2008 bénéficient, par le remboursement de leurs titres au pair et en numéraire, de la contrepartie des reports d'échéance et des engagements consentis par le principal porteur.

Les porteurs minoritaires de l'Océane 2009 doivent présenter leurs titres à l'offre, la modification du contrat d'émission dépréciant considérablement ces derniers s'ils venaient à les conserver. La parité d'échange représente une prime de 63 % par rapport aux cours de bourse de leurs titres pré-annonce de la restructuration.

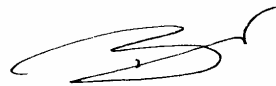
Sans l'intervention des *Financiers*, l'ensemble des actionnaires existants s'exposait à la mise en application de procédures collectives et à un cours nul pour l'action. L'émission réservée de bons de souscription aux *Financiers* permet de rendre leur intervention économiquement viable de leur point de vue tout en restant une rémunération conditionnelle. L'analyse de l'ensemble des modalités du plan indique qu'ils ne seront pas gagnants dans tous les cas de figure. Leur intérêt financier converge avec celui des autres actionnaires.

Mais les *Financiers* n'ont en aucun cas exprimé un quelconque engagement de maintien des cours de l'action. L'obtention de la dérogation de dépôt d'offre publique en cas de dépassement de seuil demandée à l'AMF est une des conditions suspensives du plan de restructuration.

L'ensemble des opérations est équitable pour l'ensemble des porteurs de titres concernés.



Professeur Bertrand Jacquillat



Daniel Beaumont