

*Le présent projet de note en réponse
reste soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ IRATA LLC



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 18 octobre 2022, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

**LE PROJET D'OFFRE, LE PROJET DE NOTE D'INFORMATION ET LE PRESENT
PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF.**

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de la société Atari (www.atari-investisseurs.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut également être obtenu sans frais auprès de :

Atari
25, rue Godot de Mauroy
75009 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, d'Atari seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités.

Un communiqué de presse sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1	Contexte et motifs de l'Offre	6
1.1.1	Présentation de l'Initiateur	6
1.1.2	Contexte de l'Offre	6
1.1.3	Répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	8
1.1.4	Motifs de l'Offre	9
1.1.5	Information	9
1.2	Rappel des caractéristiques de l'Offre	9
1.2.1	Termes de l'Offre.....	9
1.2.2	Ajustement des termes de l'Offre	10
1.2.3	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	10
1.2.4	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites et de Stock-Options	11
1.2.4.1	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites.....	11
1.2.4.2	Situation des titulaires de Stock-Options.....	12
1.2.5	Modalités de l'Offre.....	14
1.2.6	Procédure d'apport à l'Offre.....	15
1.2.7	Centralisation des ordres.....	16
1.2.8	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison.....	16
1.2.9	Calendrier indicatif de l'Offre	16
1.2.10	Conditions de l'Offre.....	17
1.2.11	Réouverture de l'Offre.....	17
1.2.12	Restrictions concernant l'Offre en dehors de France	17
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	17
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	27
4.	INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	27
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	27
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	27
6.1	Structure et répartition du capital.....	27
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	28
6.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	29
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	29
6.5	Droits de contrôle spéciaux.....	29
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel...30	
6.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	30
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	30
6.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration.....	30
6.8.2	Règles applicables à la modification des statuts	31
6.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	31
6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	33
6.11	Indemnités de départ au profit de membres du Conseil d'administration ou de salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.....	33

7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	33
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	34
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	34
	ANNEXE 1	35

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application des dispositions du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF (le « **RGAMF** »), Irata LLC, une société à responsabilité limitée (*limited liability company*) régie par les lois de l'Etat du Colorado (Etats-Unis d'Amérique), dont le siège social est sis 7424 S University Blvd Unit E #207, Centennial, CO, 80122, Etats-Unis d'Amérique (ci-après « **Irata** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Atari, société anonyme à conseil d'administration au capital de 3.825.342,86 euros, dont le siège social est sis 25, rue Godot de Mauroy – 75009 Paris, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 341 699 106, et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0010478248 (ci-après « **Atari** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société (les « **Actions** »), qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (sous réserve des exceptions ci-dessous), au prix de 0,19 euro par Action (le « **Prix de l'Offre** ») et dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 28 septembre 2022 (le « **Projet de Note d'Information** »).

A la connaissance de la Société, l'Initiateur, une société holding ayant pour unique actionnaire M. Wade J. Rosen, Président-directeur général d'Atari, détient directement et indirectement 102.176.741 Actions, soit 26,71% du capital social et 102.176.741 droits de vote soit 26,44% des droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse.¹

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées :

- (i) qui sont déjà émises, à l'exclusion des 3.253.425 Actions auto-détenues² (les « **Actions Auto-Détenues** ») par la Société³ soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 277.104.120 Actions ;
- (ii) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte, à raison de :

¹ Sur la base d'un capital composé de 382.534.286 actions représentant 386.517.797 droits de vote théoriques au 30 septembre 2022 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

² Au 31 août 2022, la Société détenait 3.500.000 Actions Auto-Détenues, dont 246.575 actions ont été livrées par la Société à un bénéficiaire de Stock-Options le 5 octobre 2022. Par conséquent, ces 246.575 actions ont été déduites du nombre d'Actions Auto-Détenues et seront susceptibles d'être apportées à l'Offre.

³ Conformément aux stipulations de l'Accord Relatif à l'Offre (cf. section 1.1.2 du présent Projet de Note en Réponse), les Actions Auto-Détenues ne seront pas apportées à l'Offre par la Société.

- a. l'exercice des options de souscription d'actions Atari (les « **Stock-Options** ») qui sont ou seront exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte)⁴, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 2.890.112 Actions, étant précisé que seules 296.741 de ces Actions correspondent à des Stock-Options exerçables et dont le prix d'exercice est inférieur au Prix de l'Offre ; et
- b. l'exercice des 219.783 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 223.739 Actions (étant précisé que le prix d'exercice des BSA est supérieur au Prix de l'Offre) ;

soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre d'Actions visées par l'Offre égal à 280.217.971.

L'Offre ne porte pas sur :

- (i) les 3.253.425 Actions Auto-Détenues par la Société ;
- (ii) les Actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options soumis aux plans 26-1, 27-1, 28-1, et 28-2 qui ne seront pas exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte), étant précisé que la Société s'est engagée, dans l'Accord Relatif à l'Offre (*cf.* section 1.1.2 du présent Projet de Note en Réponse), à ne pas utiliser la faculté prévue par lesdits plans de procéder à l'accélération de la période d'acquisition (« *vesting* ») de ces Stock-Options du fait de l'Offre (sans préjudice des Actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options au titre des plans 26-1 et 27-1, dont une partie sera exerçable avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte)) ;
- (iii) les 219.783 BSA, ceux-ci n'étant pas cessibles (sauf exceptions légales) et n'étant donc pas visés par l'Offre, sans préjudice du droit pour son porteur unique d'exercer ses BSA avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte) et d'apporter les Actions sous-jacentes à l'Offre, celles-ci étant elles-mêmes visées par l'Offre.

Par ailleurs, le Président-directeur général de la Société, agissant sur délégation du Conseil d'administration de la Société du 10 juin 2022 au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 30 novembre 2021, a procédé à l'attribution gratuite de 2.500.000 actions Atari (les « **Actions Gratuites** ») par décision du 10 juin 2022 (étant précisé que M. Wade J. Rosen, l'un des bénéficiaires, a renoncé à 400.000 desdites actions). Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces 2.500.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la clôture de l'Offre réouverte), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre. Elles ne sont donc pas visées par l'Offre.

Le traitement des Actions Gratuites, des Stock-Options et des BSA est détaillé à la section 1.2.4 du présent Projet de Note en Réponse.

⁴ Les conditions de *vesting* et d'accélération des périodes d'exercice des Stock-Options sont décrites en détail à la section 1.2.4.2 du présent Projet de Note en Réponse.

À la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée de vingt-cinq (25) jours de négociation, sans préjudice de l'éventuelle réouverture de l'Offre par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, dans l'hypothèse où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé aux articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9, I du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 28 septembre 2022, pour le compte de l'Initiateur, par Rothschild Martin Maurel (l'« **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de la Société (www.atari-investisseurs.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de la Société (25, rue Godot de Mauroy – 75009 Paris) et de l'Etablissement Présentateur (23 bis, avenue de Messine – 75008 Paris, France).

1.1 Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1 Présentation de l'Initiateur

Irata est une *limited liability company* (LLC) de droit américain.

Irata est une société holding ayant notamment pour activité la détention des Actions de la Société et dont l'unique actionnaire est M. Wade J. Rosen, Président-directeur général d'Atari. M. Wade J. Rosen est également administrateur de Wishlist Inc., ThrivePass Inc., Bluesuit, Inc., Flagship Biosciences, Inc. et Rosen Diversified, Inc. Il est par ailleurs fondateur de plusieurs entreprises technologiques privées aux États-Unis.

1.1.2 Contexte de l'Offre

Le 4 avril 2022, l'Initiateur a déclaré à l'AMF avoir franchi en hausse, le 30 mars 2022, les seuils de 20% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 81.733.163 Actions de la Société représentant

autant de droits de vote, soit 21,37% du capital et 21,18% des droits de vote. Ce franchissement de seuils résultait de la souscription à une augmentation de capital de la Société.⁵

A la suite de cet accroissement de participation, M. Wade J. Rosen, qui contrôle l'Initiateur, a été désigné directeur général de la Société, en plus de son mandat de Président du Conseil d'administration qu'il occupait depuis le 3 avril 2020. L'Initiateur est ainsi devenu un actionnaire de référence de la Société, convaincu du modèle économique de la Société, de son positionnement et de son potentiel et sa capacité de croissance future.

Depuis son entrée au capital, l'Initiateur (et M. Wade J. Rosen qui le contrôle) a pu parfaire sa compréhension de la Société et partager l'ambition de l'équipe dirigeante visant à faire de la Société un leader mondial dans le domaine des produits de divertissement interactifs multi-plateformes et des produits sous licence.

Par le biais de l'Initiateur, M. Wade J. Rosen souhaite désormais consolider sa position d'actionnaire de référence et faire bénéficier la Société du soutien et de la stabilité d'un actionnaire de contrôle.

Dans ce cadre, l'Initiateur a d'abord remis, le 19 août 2022, une lettre d'intention non-engageante au Conseil d'administration, décrivant son projet pour la Société et indiquant qu'il pourrait envisager de déposer un projet d'offre publique sur les titres de la Société si certaines conditions étaient réunies, notamment un accueil favorable du Conseil d'administration de la Société. A la suite de la remise de cette lettre d'intention, des discussions préliminaires se sont tenues entre l'Initiateur et les membres du Conseil d'administration de la Société, dans le cadre desquelles des informations supplémentaires ont été fournies par la Société à l'Initiateur aux termes d'un accord de confidentialité conclu entre eux.

Le 23 août 2022, le Conseil d'administration de la Société a constitué un comité *ad hoc*, composé de Mmes Kelly Bianucci et Jessica Tams (désignée en qualité de présidente du comité *ad hoc*), administratrices indépendantes et de M. Alexandre Zyngier, chargé de recommander le choix de l'expert indépendant, de superviser les travaux dudit expert et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre. Le Conseil d'administration de la Société a décidé le 2 septembre 2022, sur recommandation du comité *ad hoc*, de nommer le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par M. Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 2° du RGAMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du RGAMF.

Par déclaration en date du 22 septembre 2022, Irata a notifié à l'AMF la modification de ses intentions, indiquant que M. Wade J. Rosen envisage désormais d'acquérir le contrôle d'Atari. Cette déclaration précisait que les discussions en cours n'avaient pas encore abouti et qu'Irata informerait l'AMF et le marché dès qu'un accord relatif à une telle offre aurait été trouvé.⁶

A la demande de la Société, le cours de la Société a été suspendu par Euronext Paris le 22 septembre 2022 à 15h42.

Le 23 septembre 2022, l'Initiateur a remis à la Société une lettre d'offre engageante présentant son intention de déposer l'Offre et les engagements pris dans ce cadre (l'« **Accord Relatif à l'Offre** »), prévoyant notamment :

- (i) l'engagement du Conseil d'administration de la Société d'accueillir favorablement le projet d'Offre dans l'attente du rapport de l'expert indépendant et d'autoriser la contresignature de l'Accord Relatif à l'Offre par la Société ;
- (ii) une description des motifs ainsi que des principaux termes et conditions de l'Offre ainsi que les

⁵ D&I 222C0771 du 5 avril 2022.

⁶ Avis AMF n°222C2238 du 23 septembre 2022.

conditions dans lesquelles l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre ;

- (iii) le traitement envisagé pour les titulaires de Stock-Options, d'Actions Gratuites et de BSA ;
- (iv) un engagement de l'Initiateur et de la Société de coopérer de bonne foi dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre ; et
- (v) l'interdiction pour la Société de solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre, étant précisé que le Conseil d'administration de la Société conserve la faculté d'examiner et le cas échéant de recommander une offre concurrente non sollicitée par la Société, sous réserve d'avoir permis à l'Initiateur d'améliorer l'Offre. Aucune indemnité de résiliation (*break-up fee*) n'est stipulée dans l'Accord Relatif à l'Offre.

A la suite de discussions entre l'Initiateur et la Société, cette dernière a contresigné cet Accord Relatif à l'Offre le 25 septembre 2022.

Il est précisé que la conclusion de l'Accord Relatif à l'Offre a été autorisée par le Conseil d'administration de la Société conformément aux dispositions des articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, M. Wade J. Rosen s'étant abstenu de participer aux délibérations et au vote compte-tenu du conflit d'intérêts.

Le 26 septembre 2022, la Société et l'Initiateur ont annoncé, par voie de communiqué de presse conjoint, la conclusion de l'Accord Relatif à l'Offre et l'intention de l'Initiateur de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF.

A la suite de l'annonce de la signature de l'Accord Relatif à l'Offre, l'AMF a publié le 26 septembre 2022 un avis annonçant le début d'une période de pré-offre.⁷

Les motifs de l'Offre sont plus amplement décrits à la section 1.1.4 « Motifs de l'Offre » ci-dessous.

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

Le capital social de la Société s'élève, au 30 septembre 2022, à 3.825.342,86 euros, divisé en 382.534.286 Actions ordinaires de 0,01 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société sur la base du nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 septembre 2022, la répartition du capital et des droits de vote d'Atari est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Irata LLC	102.176.741	26,71%	102.176.741	26,44%
M. Alexandre Zyngier	3.779.778	0,99%	3.779.778	0,98%
Actions Auto-Détenues	3.253.425 ⁸	0,85%	3.253.425	0,84%

⁷ Avis AMF n°222C2249 du 26 septembre 2022.

⁸ Au 31 août 2022, la Société détenait 3.500.000 Actions Auto-Détenues, dont 246.575 actions ont été livrées par la Société à un bénéficiaire de Stock-Options le 5 octobre 2022. Par conséquent, ces 246.575 actions ont été déduites du nombre d'Actions Auto-Détenues et seront susceptibles d'être apportées à l'Offre.

Public**	273.324.342	71,45%	277.307.853	71,75%
Total	382.534.286	100%	386.517.797	100%

** Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.*

*** Dont 3.983.511 actions comportent un droit de vote double.*

1.1.4 **Motifs de l'Offre**

Compte tenu des perspectives économiques et de marché, l'Initiateur souhaite renforcer sa position d'actionnaire de référence de la Société, pour soutenir ses ambitions de développement.

Le projet d'Offre s'inscrit dans la volonté d'Irara et de M. Wade J. Rosen de soutenir le développement d'Atari en acquérant de façon amicale et volontaire le contrôle de la Société afin de soutenir sa stratégie visant à étendre l'écosystème d'Atari dans ses quatre activités : jeux, hardware, licence et blockchain. Ce projet démontre l'engagement de M. Wade J. Rosen dans la stratégie d'Atari, dans la continuité des efforts de transformation engagés depuis sa prise de fonctions en 2020.

En outre, M. Wade J. Rosen continuera de travailler en étroite collaboration avec les équipes en place pour accompagner la Société dans l'exécution de sa stratégie, tout en préservant l'intégrité du groupe.

L'Offre vise en outre à offrir une opportunité de liquidité aux actionnaires d'Atari dans un contexte de marché instable.

1.1.5 **Information**

L'information faisant l'objet du Projet de Note en Réponse permet de rétablir, en tous points significatifs et en tant que de besoin, l'égalité d'accès entre les différents actionnaires et investisseurs à l'information relative à la Société.

1.2 **Rappel des caractéristiques de l'Offre**

1.2.1 **Termes de l'Offre**

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du RGAMF, le projet d'Offre a été déposé le 28 septembre 2022 auprès de l'AMF par l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur.

L'AMF a publié un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site internet (www.amf-france.org).⁹

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 0,19 euro par Action, payable uniquement en numéraire, pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation, sauf réouverture par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF.

⁹ D&I 222C2263 du 28 septembre 2022.

Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée à la section 2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

1.2.2 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date du Projet de Note d'Information et la date du dernier règlement-livraison de l'Offre (incluse) (ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte (incluse)), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) à un amortissement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date du dernier règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte), le Prix de l'Offre serait ajusté en conséquence pour tenir compte de cette opération, étant précisé que (i) dans le cas où l'opération aurait lieu entre la date du règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date du règlement-livraison de l'Offre réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre réouverte serait ajusté, et que (ii) le prix de l'Offre par Action serait ajusté à l'euro l'euro.

Tout ajustement du Prix de l'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

1.2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la connaissance de la Société, l'Initiateur détient directement et indirectement 102.176.741 Actions, soit 26,71% du capital social et 102.176.741 droits de vote soit 26,44% des droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse.¹⁰

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées :

- (i) qui sont déjà émises, à l'exclusion des 3.253.425 Actions Auto-Détenues soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 277.104.120 Actions ;
- (ii) qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte, à raison de :
 - a. l'exercice des Stock-Options qui sont ou seront exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte), soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 2.890.112 Actions, étant précisé que seules 296.741 de ces Actions correspondent à des Stock-Options exerçables et dont le prix d'exercice est inférieur au Prix de l'Offre ; et
 - b. l'exercice des 219.783 BSA, soit, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal théorique de 223.739 Actions (étant précisé que le prix d'exercice des BSA est supérieur au Prix de l'Offre) ;

¹⁰ Sur la base d'un capital composé de 382.534.286 actions représentant 386.517.797 droits de vote théoriques au 30 septembre 2022 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre d'Actions visées par l'Offre égal à 280.217.971.

L'Offre ne porte pas sur :

- (i) les 3.253.425 Actions Auto-Détenues par la Société ;
- (ii) les Actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options soumis aux plans 26-1, 27-1, 28-1, et 28-2 qui ne seront pas exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte), étant précisé que la Société s'est engagée, dans l'Accord Relatif à l'Offre (*cf.* section 1.1.2 du présent Projet de Note en Réponse), à ne pas utiliser la faculté prévue par lesdits plans de procéder à l'accélération de la période d'acquisition (« *vesting* ») de ces Stock-Options du fait de l'Offre (sans préjudice des Actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options au titre des plans 26-1 et 27-1, dont une partie sera exerçable avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte)) ;
- (iii) les 219.783 BSA, ceux-ci n'étant pas cessibles (sauf exceptions légales) et n'étant donc pas visés par l'Offre, sans préjudice du droit pour son porteur unique d'exercer ses BSA avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte) et d'apporter les Actions sous-jacentes à l'Offre, celles-ci étant elles-mêmes visées par l'Offre.

Par ailleurs, le Président-directeur général de la Société, agissant sur délégation du Conseil d'administration de la Société du 10 juin 2022 au titre de l'autorisation de l'assemblée générale de la Société du 30 novembre 2021, a procédé à l'attribution gratuite de 2.500.000 actions Atari (les « **Actions Gratuites** ») par décision du 10 juin 2022 (étant précisé que M. Wade J. Rosen, l'un des bénéficiaires, a renoncé à 400.000 desdites actions). Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), ces 2.500.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la clôture de l'Offre réouverte), et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre. Elles ne sont donc pas visées par l'Offre.

Il n'existe à la connaissance de la Société aucun autre titre de capital ou autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.4 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites et de Stock-Options

1.2.4.1 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

Comme indiqué précédemment, il existe, à la connaissance de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse, 2.500.000 Actions Gratuites (étant précisé que M. Wade J. Rosen, l'un des bénéficiaires, a renoncé à 400.000 desdites actions). À la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente les principales caractéristiques des Actions Gratuites attribuées à ce jour, soit les 2.500.000 Actions Gratuites en période d'acquisition :

Plan d'Actions Gratuites / Date d'attribution	Nombre d'Actions Gratuites	Date d'acquisition définitive	Fin de la période de conservation
Plan n°22-1			
10 juin 2022	1.500.000	1/4 par an à compter du 10 juin 2023	10 juin 2024
Plan n°22-2			
10 juin 2022	1.000.000 ¹¹	10 juin 2023	10 juin 2024
Total	2.500.000		

Sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les 2.500.000 Actions Gratuites seront encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, la date clôture de l'Offre réouverte), et ne peuvent pas conséquent pas être apportées à l'Offre. Elles ne sont donc pas visées par l'Offre.

1.2.4.2 Situation des titulaires de Stock-Options

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution de Stock-Options au bénéfice des mandataires sociaux et de certains salariés de la Société et de ses filiales pour un total de 10.030.364 Stock-Options en circulation à la date du présent Projet de Note en Réponse.

Le tableau ci-dessous résume, à la connaissance de la Société, les principales caractéristiques des Stock-Options en circulation à la date du présent Projet de Note en Réponse :

	Plan n° 23-2	Plan n° 23-4	Plan n° 24-1	Plan n° 25-1	Plan n° 25-2
Date d'émission	01/09/2015	27/01/2016	12/07/2017	16/07/2018	16/07/2018
Date de début d'exercice	28/06/2016	26/01/2017	12/07/2018	16/07/2019	16/07/2019
Modalités d'exercice	1/3 par an	1/3 par an	1/3 par an	1/3 par an	1/3 par an
Nombre de Stock-Options en circulation	36.067	285.500	205.239	1.335.516	500.000
Nombre d'actions susceptibles d'être émises à l'exercice des Stock-Options	37.672	296.741	211.438	656.469	512.563
En ce compris M. Wade Rosen	-	-	-	-	-

¹¹ Attribuées à M. Wade J. Rosen, M. Wade J. Rosen ayant renoncé à 400.000 desdites actions.

Date d'expiration	31/08/2023	31/05/2024	11/07/2025	31/07/2026	31/07/2026
Prix d'exercice	0,193€	0,164€	0,272€	0,377€	0,977€
Accélération et/ou caducité en cas de changement de contrôle	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Accélération et/ou caducité automatique dans le Contexte de l'Offre	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

	Plan n° 25-3	Plan n° 26-1	Plan n° 27-1	Plan n° 28-1	Plan n° 28-2
Date d'émission	18/12/2018	14/07/2020	30/11/2021	10/06/2022	08/07/2022
Date de début d'exercice	18/12/2019	14/07/2021	30/11/2022	10/06/2023	08/07/2023
Modalités d'exercice	1/3 par an	1/4 par an	1/4 par an	1/4 par an	1/4 par an
Nombre de Stock-Options en circulation	40.417	738.049	2.000.000	500.000	5.000.000
En ce compris M. Wade J. Rosen	-	-	-	-	4.000.000
Nombre d'actions susceptibles d'être émises à l'exercice des Stock-Options	41.432	738.049 dont 63.625 susceptibles d'être émises avant le 1 ^{er} avril 2023 ¹²	2.036.000 dont 631.160 susceptibles d'être émises avant le 1 ^{er} avril 2023 ¹³	500.000	5.000.000
Date d'expiration	17/01/2027	13/07/2028	30/11/2029	10/06/2030	10/06/2030
Prix d'exercice	0,264€	0,224€	0,399€	0,16150€	0,14780€

¹² Projection réalisée pour les besoins de l'Offre.

¹³ Projection réalisée pour les besoins de l'Offre.

Accélération en cas de changement de contrôle	Non	Non	Oui, mais en aucun cas moins d'un an après la date d'attribution	Oui, mais en aucun cas moins d'un an après la date d'attribution	Oui, mais en aucun cas moins d'un an après la date d'attribution
Accélération dans le contexte de l'Offre	N/A	A la discrétion du Conseil d'administration	A la discrétion du Conseil d'administration	A la discrétion du Conseil d'administration	A la discrétion du Conseil d'administration

Conformément aux termes et conditions de chacun de leurs plans d'attribution :

- (i) Les Stock-Options émis en vertu des plans n°23-2, 23-4, 24-1, 25-1, 25-2 et 25-3 sont exerçables en intégralité et les Actions issues de leur exercice pourront être apportées à l'Offre, étant précisé que les Stock-Options émis en vertu des plans n°23-2, 24-1, 25-1, 25-2 et 25-3 ont un prix d'exercice supérieur au Prix de l'Offre. L'absence d'exercice des Stock-Options au titre de ces plans dans le cadre de l'Offre n'entraînera pas leur caducité ;
- (ii) Les Stock-Options émis en vertu du plan n°23-4 ont un prix d'exercice inférieur au Prix de l'Offre et sont donc susceptibles d'être exercés dans le cadre de l'Offre. L'exercice de l'intégralité des Stock-Options émis en vertu du plan n°23-4 donnerait lieu à l'émission de 296.741 Actions susceptibles d'être apportées à l'Offre. L'absence d'exercice des Stock-Options au titre de ce plan dans le cadre de l'Offre n'entraînera pas leur caducité ;
- (iii) Une partie des Stock-Options émis en vertu des plans n°26-1 et 27-1 sont exerçables ou seront exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte) et les Actions issues de leur exercice pourront être apportées à l'Offre, étant précisé que les Stock-Options émis en vertu de ces plans ont un prix d'exercice supérieur au Prix de l'Offre ;
- (iv) Les Stock-Options émis en vertu des plans 28-1 et 28-2 ne sont pas exerçables, respectivement avant 10 juin 2023 et le 8 juillet 2023 ;
- (v) Les Stock-Options émis en vertu des plans 26-1, 27-1, 28-1 et 28-2 comportent des clauses d'accélération des périodes d'exercice à la discrétion du Conseil d'administration en cas d'offre publique visant les titres de la Société. Aux termes de l'Accord Relatif à l'Offre, la Société s'est engagée à ne pas faire usage de cette faculté dans le cadre de l'Offre. En conséquence, les Stock-Options concernés ne seront pas exerçables et les actions sous-jacentes ne seront pas susceptibles d'être apportés à l'Offre. Par ailleurs, les plans 28-1 et 28-2 comportent des clauses d'accélération en cas de changement de contrôle ; toutefois, cette accélération ne peut avoir lieu avant une durée d'un an suivant l'attribution.

1.2.5 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 28 septembre 2022. L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) un avis de dépôt concernant l'Offre.¹⁴

Conformément à l'article 231-16 du RGAMF, le Projet de Note d'Information de l'Initiateur est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de la Société ainsi qu'auprès de l'Etablissement

¹⁴ D&I 222C2263 du 28 septembre 2022.

Présentateur et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.atari-investisseurs.fr).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26, I-3° du RGAMF, la Société a déposé ce jour auprès de l'AMF le présent Projet de Note en Réponse, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis motivé du Conseil d'administration en application des dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera sur son site Internet la décision de conformité motivée. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information par l'AMF.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

1.2.6 Procédure d'apport à l'Offre

En application des dispositions des articles 232-1 et suivant du RGAMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation, sauf réouverture de l'Offre par l'AMF conformément à l'article 232-4 du RGAMF. Les actionnaires de la Société peuvent apporter leurs Actions à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre réouverte.

Les Actions apportées à l'Offre ou à l'Offre réouverte devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires d'Atari qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre réouverte, devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre ou, le cas échéant de l'Offre réouverte. Les détenteurs d'Actions sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables.

Les titulaires d'Actions détenues sous la forme « nominatif pur » devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour être présentées à l'Offre ou à l'Offre réouverte, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur (sauf indication contraire du teneur de registre). L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion de leurs Actions au porteur perdraient les avantages liés à la détention des Actions sous la forme nominative, notamment l'acquisition ou la détention de leurs droits de vote double, si l'Offre ne connaissait pas une suite positive.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du RGAMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date de l'apport des Actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

L'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente supportés par les actionnaires qui apporteraient leurs Actions à l'Offre ainsi qu'à l'Offre réouverte, dans la limite de 0,3 % (hors taxes) du montant de l'ordre, avec un maximum de 250 euros (toutes taxes incluses) par actionnaire.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires d'Atari apportent à l'Offre ou à l'Offre réouverte.

1.2.7 Centralisation des ordres

La centralisation des ordres d'apport des Actions à l'Offre sera réalisée par Euronext Paris.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils auront reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera les résultats de l'Offre et les communiquera à l'AMF.

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre réouverte.

1.2.8 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

En application des dispositions de l'article 232-3 de son règlement général, l'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de règlement des capitaux.

A la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre réouverte), l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre réouverte). À cette date, les Actions de la Société apportées et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Actions à l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte) à compter de la date de règlement-livraison de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte).

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre réouverte.

1.2.9 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.11 (Calendrier Indicatif de l'Offre) du Projet de Note d'Information.

1.2.10 Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9 I du RGAMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% dans les conditions détaillées à la section 2.7 du Projet de Note d'Information (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du RGAMF.

1.2.11 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RGAMF, si l'Offre connaît une suite positive, l'Offre sera automatiquement réouverte au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre réouverte, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de négociation.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre réouverte et la procédure de l'Offre réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre réouverte seront irrévocables.

L'Offre réouverte et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

1.2.12 Restrictions concernant l'Offre en dehors de France

Les restrictions concernant l'Offre en dehors de France sont décrites à la section 2.15 (Restrictions concernant l'Offre en dehors de France) du Projet de Note d'Information et s'appliquent au présent Projet de Note en Réponse.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 17 octobre 2022 à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents (y compris par conférence téléphonique), à l'exception de Monsieur Wade J. Rosen, Président-directeur général de la Société également actionnaire unique de l'Initiateur, qui ne participe ni aux délibérations ni au vote. Les termes de l'Offre ont été rappelés aux membres du Conseil d'administration tels que repris dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Les membres du Conseil d'administration ont ensuite étudié le Projet de Note en Réponse de la Société.

La délibération du Conseil d'administration contenant son avis motivé est reproduite ci-dessous :

« *Il est rappelé que :*

- *le 4 avril 2022, l'Initiateur a déclaré à l'AMF avoir franchi en hausse, le 30 mars 2022, les seuils de 20% du capital et des droits de vote de la Société et détenir 81.733.163 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 21,37% du capital et 21,18% des droits de vote. Ce franchissement de seuils résultait de la souscription par l'Initiateur à une augmentation de capital de la Société. M. Wade J. Rosen, qui contrôle*

l'Initiateur, avait été désigné directeur général de la Société en date du 31 mars 2021 avec effet au 6 avril 2021 en plus de son mandat de Président du Conseil d'Administration qu'il occupait depuis le 3 avril 2020 ;

- le 19 août 2022, l'Initiateur a remis une lettre d'intention non-engageante au Conseil d'Administration, décrivant son projet pour la Société et indiquant qu'il pourrait envisager de déposer un projet d'offre publique sur les titres de la Société si certaines conditions étaient réunies, notamment un accueil favorable du Conseil d'Administration ;*
- à la suite de la remise de cette lettre d'intention, des discussions préliminaires ont été engagées entre l'Initiateur et les membres du Conseil d'Administration, dans le cadre desquelles des informations ont été fournies par la Société à l'Initiateur aux termes d'un accord de confidentialité conclu entre eux ;*
- le 23 août 2022, le Conseil d'Administration a constitué un comité ad hoc, composé de Mesdames Kelly Bianucci et Jessica Tams (désignée présidente du comité ad hoc), administratrices indépendantes, et de Monsieur Alexandre Zyngier (le « **Comité ad hoc** »), chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'Administration concernant l'Offre ;*
- le 2 septembre 2022, le Conseil d'Administration a décidé, sur recommandation du Comité ad hoc, de nommer le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-I, I-2° du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-I et suivants du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** ») ;*
- par déclaration en date du 22 septembre 2022, l'Initiateur a notifié à l'AMF la modification de ses intentions, indiquant que Monsieur Wade J. Rosen envisageait désormais d'acquérir le contrôle d'Atari. Cette déclaration précisait que les discussions en cours n'avaient pas encore abouti et que l'Initiateur informerait l'AMF et le marché dès qu'un accord relatif à une telle offre aurait été trouvé ;*
- le 23 septembre 2022, l'Initiateur a remis à la Société une lettre d'offre engageante présentant son intention de déposer l'Offre et les engagements pris dans ce cadre (l'« **Accord Relatif à l'Offre** »), prévoyant notamment :*
 - (i) l'engagement du Conseil d'Administration d'accueillir favorablement le projet d'Offre dans l'attente du rapport de l'Expert Indépendant et d'autoriser la contresignature de l'Accord Relatif à l'Offre par la Société ;*
 - (ii) une description des motifs ainsi que des principaux termes et conditions de l'Offre ainsi que les conditions dans lesquelles l'Initiateur s'est engagé à déposer l'Offre ;*
 - (iii) le traitement envisagé pour les titulaires de Stock-Options, d'Actions Gratuites et de BSA (tels que ces termes sont définis ci-dessous) ;*
 - (iv) un engagement de l'Initiateur et de la Société de coopérer de bonne foi dans le cadre du dépôt et de la mise en œuvre de l'Offre ; et*
 - (v) l'interdiction pour la Société de solliciter, initier ou encourager des offres concurrentes à l'Offre, étant précisé que le Conseil d'Administration conserve la faculté d'examiner et le cas échéant de recommander une offre concurrente non sollicitée par la Société, sous réserve d'avoir permis à l'Initiateur d'améliorer l'Offre. Aucune indemnité de résiliation (break-up fee) n'est stipulée dans l'Accord Relatif à l'Offre ;*
- le 25 septembre 2022, à la suite de discussions entre l'Initiateur et la Société, cette dernière a contresigné l'Accord Relatif à l'Offre, étant précisé que la conclusion de l'Accord Relatif à l'Offre a été autorisée par le Conseil d'Administration conformément aux dispositions des articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, Monsieur Wade J. Rosen s'étant abstenu de participer aux délibérations et au vote compte-tenu du conflit d'intérêts ;*
- le 26 septembre 2022, la Société et l'Initiateur ont annoncé, par voie de communiqué de presse conjoint, la conclusion de l'Accord Relatif à l'Offre et l'intention de l'Initiateur de déposer le projet d'Offre auprès de*

l'AMF et l'AMF a publié le même jour un avis annonçant le début d'une période de pré-offre ;

- *le 28 septembre 2022, l'Initiateur a déposé le projet de note d'information relatif à l'Offre auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») contenant notamment les termes et modalités de l'Offre ainsi que les intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par l'établissement présentateur Rothschild Martin Maurel (l' « **Etablissement Présentateur** »).*

Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'Administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration les documents suivants:

- *le communiqué de presse conjoint publié le 26 septembre 2022 ;*
- *le Projet de Note d'Information, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par l'Etablissement Présentateur ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;*
- *le rapport de l'Expert Indépendant en date du 17 octobre 2022, qui conclut notamment au caractère équitable du prix de l'Offre ;*
- *le projet d'avis motivé du Comité ad hoc en date de ce jour sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application de l'article 261-1, I-2° du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant, compte tenu des liens entre l'Initiateur et l'actuel Président-Directeur général de la Société et dans la mesure où la Société a conclu avec l'Initiateur l'Accord Relatif à l'Offre.

Le Comité ad hoc s'est réuni le 2 septembre 2022, postérieurement à sa constitution, afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, sur la base des propositions d'intervention reçues, tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et dans le secteur d'activité de la Société, (iii) de leur proposition financière et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité ad hoc, après en avoir délibéré, ont décidé de proposer au Conseil d'Administration la désignation du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I-2° du Règlement général de l'AMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience.

Le cabinet Sorgem Evaluation, par l'intermédiaire de Monsieur Thomas Hachette, a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'expert indépendant et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 2 septembre 2022, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'Administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Sorgem Evaluation en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

La lettre de mission du cabinet Sorgem Evaluation décrivant les paramètres de sa mission et précisant les fondements de sa désignation est annexée au rapport de l'Expert Indépendant.

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité ad hoc

Le Comité ad hoc a participé au cours des mois de septembre et octobre à des réunions de travail ainsi qu'à deux réunions avec Monsieur Thomas Hachette afin de suivre les travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre. En particulier, le Comité ad hoc s'est notamment réuni, en présence des conseils juridiques de la Société ainsi que du directeur des opérations et directeur juridique de la Société :

- le 2 septembre 2022, afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, sur la base des propositions d'intervention reçues et a, comme plus amplement décrit ci-avant, proposé la désignation du cabinet Sorgem Evaluation en qualité d'Expert Indépendant ;
- le 16 septembre 2022, afin d'échanger sur les négociations en cours avec Irata et de faire un point d'étape sur les travaux de l'Expert Indépendant ;
- le 21 septembre 2022, en présence de l'Expert Indépendant, afin d'échanger sur l'avancée des travaux de l'Expert Indépendant. En particulier, le Comité ad hoc a pris connaissance des méthodes de valorisation considérées (y compris à titre indicatif) par l'Expert Indépendant et de ses résultats préliminaires. Le Comité ad hoc a également revu la liste de demandes d'informations et de documents requis par l'Expert Indépendant pour la finalisation de sa mission ;
- le 23 septembre 2022, afin d'examiner l'Accord Relatif à l'Offre ainsi que le projet de communiqué de presse conjoint en vue de leur approbation par le Conseil et de donner tous pouvoirs pour finaliser les termes dudit Accord, ainsi que de faire un point d'étape sur les travaux de l'Expert Indépendant ;
- le 30 septembre, le 7 octobre et le 14 octobre 2022, afin de faire un point d'étape sur l'avancée de l'Offre ; et
- le 17 octobre 2022, en présence de l'Expert Indépendant, afin de prendre connaissance des conclusions de l'Expert Indépendant et de finaliser les termes de sa proposition d'avis motivé au Conseil d'Administration.

Le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre. Le Comité ad hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant le plan d'affaires 2023-2025 préparé par le management et présenté au Conseil d'Administration le 30 août 2022 (le « **Plan d'Affaires** »). Ce Plan d'Affaires, qui a fait l'objet d'une revue par l'Expert Indépendant, constitue à la connaissance du Comité ad hoc les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

Travaux et conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité ad hoc et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet Sorgem Evaluation a remis son rapport au Conseil d'Administration le 17 octobre 2022.

Monsieur Thomas Hachette résume les conclusions du rapport remis par le cabinet Sorgem Evaluation.

Les caractéristiques de l'Offre sont rappelées ci-dessous, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité ad hoc pour établir sa recommandation :

- l'Initiateur détient, à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, 81.733.163 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 21,37% du capital et 21,18% des droits de vote théoriques (sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 31 août 2022) ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci à la date du Projet de Note d'Information ;

- (i) *qui sont déjà émises, à l'exclusion des 3.253.425 Actions auto-détenues (les « **Actions Auto-Détenues** ») par la Société, soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximal de 297.547.698 actions ;*
- (ii) *qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre réouverte, à raison de :*
 - a. *l'exercice des options de souscription d'actions Atari (les « **Stock-Options** ») qui sont ou seront exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte), soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximal théorique de 2.890.112 actions, étant précisé que seules 296.741 de ces actions correspondent à des Stock-Options exerçables et dont le prix d'exercice est inférieur au Prix de l'Offre ; et*
 - b. *l'exercice des 219.783 bons de souscription d'actions émis par la Société (les « **BSA** »), soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximal théorique de 223.739 actions (étant précisé que le prix d'exercice des BSA est supérieur au Prix de l'Offre) ;*

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, un nombre d'actions visées par l'Offre égal à 300.661.549.

L'Offre ne porte pas sur :

- (i) *les 3.253.425 Actions Auto-Détenues par la Société ;*
 - (ii) *les actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options soumis aux plans 26-1, 27-1, 28-1, et 28-2 qui ne seront pas exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte), étant précisé que la Société s'est engagée, dans l'Accord Relatif à l'Offre, à ne pas utiliser la faculté prévue par lesdits plans de procéder à l'accélération de la période d'acquisition (« vesting ») de ces Stock-Options du fait de l'Offre (sans préjudice des actions susceptibles d'être créées à raison de l'exercice des Stock-Options au titre des plans 26-1 et 27-1, dont une partie sera exerçable avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte)) ;*
 - (iii) *les 219.783 BSA, ceux-ci n'étant pas cessibles (sauf exceptions légales) et n'étant donc pas visés par l'Offre, sans préjudice du droit pour son porteur unique d'exercer ses BSA avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte) et d'apporter les actions sous-jacentes à l'Offre, celles-ci étant elles-mêmes visées par l'Offre ;*
- *l'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale conformément aux articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera fixée à 25 jours de négociation ;*
 - *dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir les actions qu'ils détiennent en contrepartie d'un prix unitaire de 0,19 euro ;*
 - *en application des dispositions de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à sa date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% ;*
 - *conformément aux dispositions de l'article 232-4 du Règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, l'Offre sera automatiquement réouverte au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre réouverte, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de négociation ;*
 - *l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société ; et*
 - *les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois sont décrites dans la section 1.2 du Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration.*

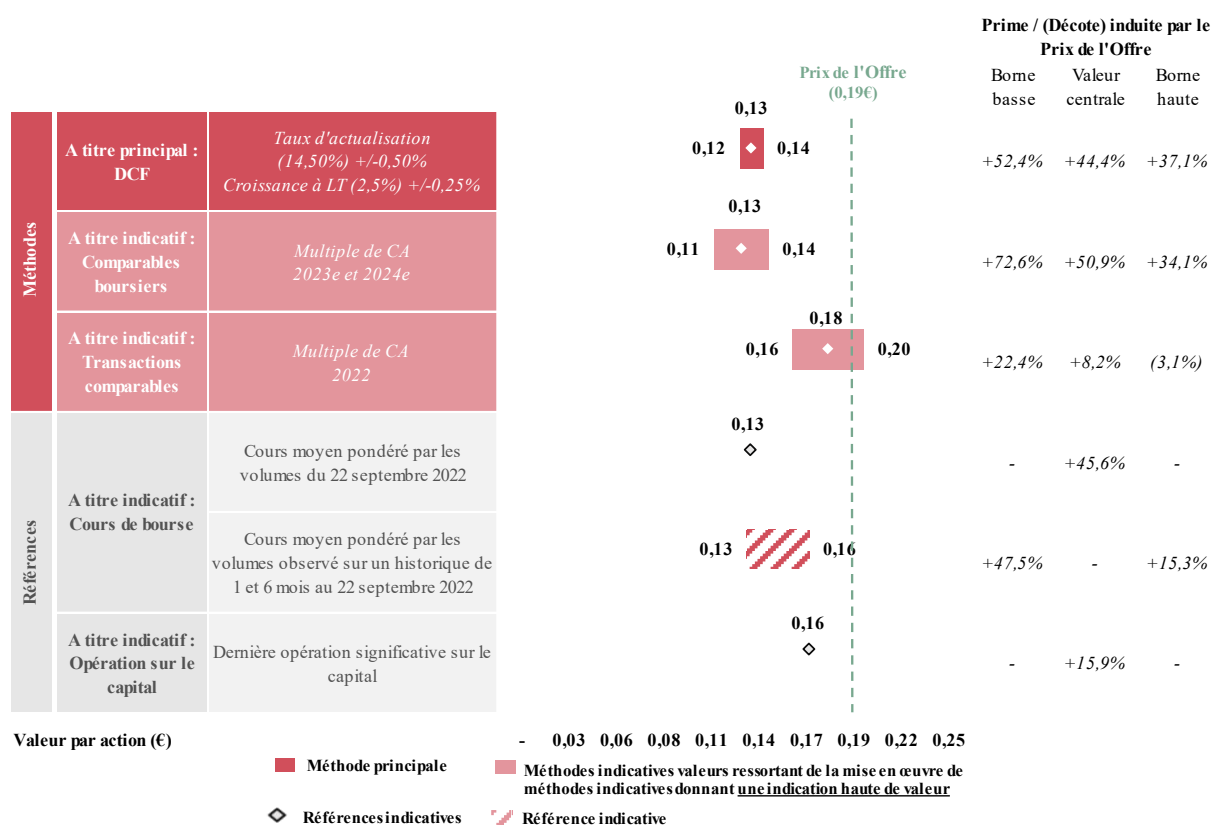
L'Expert Indépendant résume les conclusions de son rapport :

« Nous avons été désignés le 2 septembre 2022 par le Comité d'Administration d'Atari, sur recommandation du comité ad hoc et en application des articles 261-I I et 261-I III du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis du Groupe, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre Publique d'Achat ;
- l'accord connexe à l'Offre (article 261-I du RG-AMF, 4ème alinéa) n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitements entre actionnaires. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre ;
- aucune synergie n'est attendue de l'Opération.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation est présentée ci-après (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 0,19 € :

- est supérieur de 44% à la valeur centrale de notre analyse DCF (0,13 €) menée à titre principal ;
- est supérieur de 51% à la valeur centrale ressortant de notre analyse des comparables boursiers, présentée à titre indicatif et ne tenant pas compte d'une décote difficile à quantifier mais qu'il serait économiquement justifié de retenir afin de tenir compte de la différence de profil entre la Société et les sociétés comparables de l'échantillon ;
- est supérieur de 8% à la valeur centrale ressortant de notre analyse des transactions comparables, présentée à titre indicatif et ne tenant pas compte d'une décote difficile à quantifier mais qu'il serait économiquement justifié de retenir afin de tenir compte de la différence de profil entre la Société et les sociétés comparables de l'échantillon ;

- est supérieur de 15% à 47% aux références de cours de bourse présentées à titre indicatif ;
- est supérieur de 16% à la référence à la dernière opération sur le capital présentée à titre indicatif ;

Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat sont équitables pour les actionnaires du Groupe. »

Depuis le dépôt de l'Offre intervenu le 28 septembre 2022 et jusqu'au 14 octobre 2022 (inclus), l'Initiateur a acquis, au prix de l'Offre, 20.312.274 actions de la Société conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du Règlement général de l'AMF.

L'Expert Indépendant fait le constat de l'absence de courrier d'actionnaires minoritaires précisant leur identité ou leur qualité d'actionnaires. Il note avoir reçu des emails non signés et sans précision quant à la qualité d'actionnaires ou non du rédacteur des emails ; ces emails semblaient être des copier-coller de discussions sur des forums boursiers et revenaient essentiellement sur la compréhension de l'historique de la Société, sans livrer aucune analyse financière ni avis sur la valeur de la Société. Certaines questions relevaient du calendrier de l'opération, consultable dans les documents disponibles sur le site de l'AMF. Dans ce contexte, l'Expert Indépendant indique ne pas avoir de commentaires à formuler sur les courriers qui lui ont été adressés.

Le 17 octobre 2022, le Comité ad hoc a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

Recommandations du Comité ad hoc

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité ad hoc constate que les intentions de l'Initiateur telles que décrites dans le Projet de Note d'Information sont notamment les suivantes :

- en matière de stratégie industrielle et commerciale, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre, qui ne sera pas remise en cause quel que soit le résultat de l'Offre. L'Initiateur n'a pas l'intention de modifier, en cas de suite positive de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

L'Initiateur envisage de contribuer à la croissance du groupe Atari tant par la croissance organique que par croissance externe, en mettant en particulier à disposition son expertise et ses ressources financières.

La stratégie définie par la Société vise à étendre l'écosystème d'Atari en offrant des expériences de divertissement innovantes :

- **Jeux** – Un retour aux racines d'Atari dans le développement et l'édition de jeux, avec un pipeline dynamique de nouvelles sorties de jeux premiums, en s'appuyant sur un large catalogue de propriété intellectuelle ;
- **Hardware** – Conception de systèmes de jeux innovants et de qualité. A l'avenir, Atari entend se concentrer sur les segments de marché (e.g. retro-gaming) sur lesquels le Groupe dispose d'un avantage naturel et où il peut établir une position de premier plan ;
- **Licences** – Partenariat avec des marques internationales respectées et appréciées pour offrir des produits et services grand public innovants, dans l'univers historique d'Atari du jeux et au-delà ; et
- **Blockchain** – Développement de l'écosystème d'Atari dans le Web3, comprenant notamment, un nouveau token propriétaire, des jeux blockchain, des projets NFT propres, des contenus et des partenariats avec des acteurs leaders dans l'univers du Web3.

Par ailleurs, l'Initiateur entend continuer d'assister la Société pour la financer ou lui permettre de bénéficier de nouveaux financements. Pour rappel, la Société bénéficie du soutien de l'Initiateur qui a consenti en 2021 et 2022 des prêts d'actionnaires à la Société pour un montant d'environ 5,1 millions de dollars américains (cf. pp. 40 et 61 du document d'enregistrement universel 2022 de la Société). Une partie de ces prêts ont été

partiellement remboursés (par compensation de créances) à hauteur de 3,2 millions de dollars américain dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée en 2022 par Atari (cf.p. 62 de l'URD). Compte tenu de son horizon de trésorerie incertain dans un contexte de transformation, la Société pourrait conclure le moment venu avec Irata de nouvelles tranches de prêt d'actionnaires à des conditions de marché et lui permettant de faire face à certaines échéances à court terme. Le cas échéant, la Société pourrait envisager de recourir à des nouveaux financements, dans des modalités et calendrier à définir (y compris le cas échéant par appel au marché), pour répondre aux besoins de liquidités futur et refinancer la dette de la Société.

- *en matière de fusion, l'Initiateur n'a pas l'intention de fusionner avec la Société ;*
- *en matière de synergies, l'Initiateur étant une société holding actionnaire de référence de la Société, il n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société. L'Initiateur entend soutenir le développement stratégique de la Société ;*
- *en matière de gouvernance, quel que soit le résultat de l'Offre, l'Initiateur n'envisage pas de changement de la gouvernance actuelle de la Société, ni la désignation à court terme de nouveaux membres non-indépendants du Conseil d'Administration.*

L'Initiateur n'envisageant pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, il prévoit que la Société continue à se référer au Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées pour les valeurs moyennes et petites publié par MiddleNext, lequel prévoit la désignation d'au moins deux administrateurs indépendants au Conseil d'administration ;

- *en matière de politique de dividendes, il est rappelé que la Société n'a pas distribué de dividendes au cours des trois derniers exercices.*

L'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre en fonction de l'évolution des capacités distributives de la Société. Il est rappelé que toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'Administration conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ;

- *en matière de retrait obligatoire, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représentent pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre réouverte, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.*

L'Initiateur pourra continuer d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement à l'éventuel dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur propose d'acquérir, les actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie d'un prix unitaire de 0,19 euro.

L'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente supportés par les actionnaires qui apporteraient leurs actions à l'Offre ainsi qu'à l'Offre réouverte, dans la limite de 0,3 % (hors taxes) du montant de l'ordre, avec un maximum de 250 euros (toutes taxes incluses) par actionnaire. Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires d'Atari apportent à l'Offre ou à l'Offre réouverte.

Le Comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur ainsi que du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc relève notamment que :

- *le prix de l'Offre présente des primes de :*
 - *45,6% par rapport au cours de clôture de l'action le 22 septembre 2022, date du dernier cours avant l'annonce du projet d'Offre ;*
 - *39,9% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 30 jours qui précèdent cette date ;*
 - *39,2% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 60 jours qui précèdent cette date ;*
 - *30,0% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 90 jours qui précèdent cette date ;*
- *le prix de l'Offre présente par ailleurs une prime de 15,3% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 6 mois qui précèdent le 22 septembre 2022 ;*
- *le prix de l'Offre induit une prime de 44% par rapport à la valeur centrale de l'action selon l'approche par les flux de trésorerie disponibles retenue par l'Expert Indépendant ; et*
- *s'agissant des méthodes à titre indicatif, le prix de l'Offre présente une prime par rapport à la valeur de l'action obtenue tant avec l'approche par les comparables boursiers (+51% par rapport à la valeur centrale) qu'avec l'approche par les transactions comparables (+8% par rapport à la valeur centrale), les références de cours de bourse (+15%-+47%) et l'approche par les transactions récentes sur le capital (+15,9% par rapport au prix de souscription de la dernière augmentation de capital de la Société, +2,8% ex-DPS).*

L'Offre, qui ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire, permet aux actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation.

Le Comité ad hoc constate qu'aux termes du rapport établi par le cabinet Sorgem Evaluation et de l'analyse multicritères suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate avec une prime sur le cours de bourse et à des conditions considérées comme équitables par l'Expert Indépendant. Les actionnaires ne souhaitant pas apporter à l'Offre pourront rester actionnaires de la Société.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

En matière d'emploi, l'Initiateur a indiqué que l'opération s'inscrivait dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que sa réussite n'aurait pas d'incidence particulière sur les effectifs de la Société, la politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel.

L'objectif de l'Initiateur est de continuer à s'appuyer sur les équipes en place afin de poursuivre le développement de la Société.

Le Comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence spécifique en matière d'emploi.

* * *

Au vu de l'ensemble des éléments ci-dessus et connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- ***relève que les termes financiers de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;***
- ***présente au Conseil d'Administration le projet d'avis motivé ;***

- **recommande au Conseil d'Administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs titres à l'Offre.**

Avis du Conseil d'Administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Il est demandé aux membres du Conseil d'Administration leurs intentions d'apport ou non des actions qu'ils détiennent à l'Offre. Aucun des membres du Conseil d'Administration n'a l'intention d'apporter ses actions à l'Offre.

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'Administration, à l'unanimité, étant précisé que Monsieur Wade J. Rosen ne participe ni aux délibérations ni au vote :

- **prend acte :**
 - *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
 - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information, en particulier du fait que l'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ;*
 - *des travaux et recommandations du Comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;*
 - *des conclusions de l'Expert Indépendant qui, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires ;*
- **approuve et adopte**, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé tel qu'arrêté par le Comité ad hoc ;
- **considère** en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - *de la Société, notamment dans la mesure où l'Initiateur n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière ;*
 - *de ses actionnaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et en l'absence d'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre; et*
 - *de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence spécifique en matière d'emploi ;*
- **recommande** aux actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ; et
- **décide**, conformément aux engagements pris par la Société au terme de l'Accord Relatif à l'Offre, de ne pas apporter les Actions Auto-Détenues à l'Offre ;

en conséquence de ce qui précède :

- **approuve** le Projet de Note en Réponse tel qu'il lui a été transmis ;
- **approuve** la diffusion du communiqué de presse normé comprenant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse (en ce compris, notamment, l'avis motivé du Conseil d'Administration et les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant), en application des dispositions de l'article 231-26, II du règlement général de l'AMF ; et
- **donne** tous pouvoirs au Président-Directeur général de la Société, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de (i) finaliser, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse et toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le communiqué de presse s'y rapportant, (ii) signer toutes attestations requises ou utiles dans le cadre de l'Offre

et (iii) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire ou utile pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Aucun des membres du Conseil d'administration n'a l'intention d'apporter ses actions à l'Offre.

4. INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

L'Offre ne vise pas les 3.253.425 Actions auto-détenues par la Société.¹⁵

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

À l'exception de l'Accord Relatif à l'Offre décrit à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre accord pouvant avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

L'Initiateur n'envisageant pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, il ne prévoit pas la mise en œuvre de mécanismes de liquidité au bénéfice des titulaires d'Actions Gratuites ou de Stock-Options.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

6.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de la Société s'élève, au 30 septembre 2022, à 3.825.342,86 euros, divisé en 382.534.286 Actions ordinaires de 0,01 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société sur la base du nombre d'actions et de droits de vote théoriques au 30 septembre 2022, la répartition du capital et des droits de vote d'Atari est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques
Irata LLC	102.176.741	26,71%	102.176.741	26,44%
M. Alexandre Zyngier	3.779.778	0,99%	3.779.778	0,98%
Actions Auto-	3.253.425 ¹⁶	0,85%	3.253.425	0,84%

¹⁵ Conformément aux engagements pris par la Société au terme de l'Accord Relatif à l'Offre (cf. section 1.1.2 du présent Projet de Note en Réponse), le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter les Actions Auto-Détenues à l'Offre.

¹⁶ Au 31 août 2022, la Société détenait 3.500.000 Actions Auto-Détenues, dont 246.575 actions ont été livrées par la Société à un bénéficiaire de Stock-Options le 5 octobre 2022. Par conséquent, ces 246.575 actions ont été déduites du nombre d'Actions Auto-Détenues et seront susceptibles d'être apportées à l'Offre.

Détenues				
Public**	273.324.342	71,45%	277.307.853	71,75%
Total	382.534.286	100%	386.517.797	100%

* Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

** Dont 3.455.459 actions comportent un droit de vote double.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l'AMF, la Société a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 9 des statuts de la Société), en vertu de laquelle, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, venant à détenir (ou cessant de détenir), directement ou indirectement, 2 % au moins du capital ou des droits de vote de la Société, ou un quelconque multiple de ce pourcentage, est tenue d'informer celle-ci par lettre recommandée avec demandé d'accusé de réception adressée au siège social dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de chacun de ces seuils et d'indiquer également le nombre de titres qu'elle détient ainsi donnant accès à terme au capital social, et le nombre de droits de vote qui y sont attachés. Les sociétés de gestion de fonds communs de placement sont tenues de procéder à cette information pour l'ensemble des actions de la Société détenues par les fonds qu'elle gère.

Le non-respect de cette obligation sera sanctionné, à la demande, consignée dans un procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital ou des droits de vote de la société, par l'impossibilité d'exercice des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée à compter de ladite assemblée et pour toute assemblée qui se réunirait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Transfert d'actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

Droit de vote double

L'article 10 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double aux actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire, ainsi qu'à toutes les actions issues de ces mêmes titres.

6.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

En application des dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du RGAMF et de l'article 9 des statuts de la Société, l'Initiateur a déclaré par courriers auprès de l'AMF et de la Société en date du 4 avril 2022 avoir franchi à la hausse, le 30 mars 2022, les seuils légaux de 20% du capital et des droits de vote de la Société. A cette occasion, l'Initiateur a également déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L. 233-7 VII du Code de commerce.

Par déclaration en date du 22 septembre 2022, Irata a notifié à l'AMF la modification de ses intentions, indiquant que M. Wade J. Rosen envisage désormais d'acquérir le contrôle d'Atari. Cette déclaration précisait que les discussions en cours n'avaient pas encore abouti et qu'Irata informerait l'AMF et le marché dès qu'un accord relatif à une telle offre aurait été trouvé.

Par courrier en date du 7 octobre 2022, l'Initiateur a déclaré auprès de l'AMF avoir franchi à la hausse, le 3 octobre 2022, le seuil de 25% du capital puis, le 4 octobre 2022, le seuil de 25% des droits de vote et détenir respectivement à ces dates 95.818.710 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 25,05% du capital et 24,82% des droits de vote de cette Société ; et 96.877.330 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 25,33% du capital et 25,10% des droits de vote de cette Société.

Par ailleurs, l'Initiateur a déclaré à la Société le 6 octobre 2022 avoir franchi à la hausse les seuils suivants :

- (i) le 29 septembre 2022, le seuil de 22% du capital et des droits de vote de la Société, détenant à cette date 90.725.662 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 23,72% du capital et 23,50% des droits de vote de la Société ;
- (ii) le 30 septembre 2022, le seuil de 24% du capital et des droits de vote de la Société, détenant à cette date 94.123.778 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 24,61% du capital et 24,39% des droits de vote de la Société ; et
- (iii) le 6 octobre 2022, le seuil de 26% du capital de la Société, détenant à cette date 99.602.451 actions de la Société, soit 26,04% du capital de la Société.

L'Initiateur a également déclaré à la Société le 13 octobre 2022 avoir franchi à la hausse le seuil de 26% des droits de vote de la Société, détenant à cette date 100.626.233 droits de vote de la Société, soit 26,07% des droits de vote de la Société.

6.5 Droits de contrôle spéciaux

La Société n'a pas émis de titres comportant de droits de contrôle spéciaux.

6.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société ne dispose d'aucun système d'actionnariat du personnel (Fonds Communs de Placement d'Entreprise).

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que des articles 13 et 14 des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par le Code de commerce en cas de fusion. A la date du présent Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé de quatre membres.

Conformément à l'article L. 225-19 du Code du commerce et aux stipulations de l'article 13.5 des statuts de la Société, nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 70 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du Conseil d'administration le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge. Si, du fait qu'un administrateur en fonction vient à dépasser l'âge de 70 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, qui peut les révoquer à tout moment, pour une durée de trois ans.

Toutefois, en cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale.

Si la nomination d'un administrateur par le Conseil d'administration n'est pas ratifiée par l'assemblée, les actes accomplis par cet administrateur et les délibérations prises par le Conseil n'en sont pas moins valables.

Si le nombre des administrateurs devient inférieur à trois, une assemblée générale ordinaire des actionnaires doit être immédiatement convoquée en vue de compléter le Conseil d'administration.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que le temps restant à courir sur le mandat de son prédécesseur.

La nomination d'un nouveau membre du Conseil d'administration en adjonction aux membres en exercice ne peut être décidée que par l'assemblée générale.

6.8.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée, le quorum du cinquième étant à nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des autorisations et délégations suivantes, accordées par l'assemblée générale mixte des actionnaires du 27 septembre 2022 :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de permettre à la Société d'intervenir sur ses propres actions	10% des actions composant le capital 50.000.000€	18 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital, dans la limite de vingt pour cent (20%) du capital social par an, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, par une offre visée au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	20 % du capital social au jour de l'assemblée générale du 27 septembre 2022*	26 mois
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de réduire le capital social par annulation d'actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat	10 % du capital social au jour de l'annulation par période de 24 mois	18 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital ou à des titres de créance de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	30.000.000 €*	26 mois

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme, au capital ou à des titres de créance de la Société ou donnant droit à l'attribution de titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires par voie d'offre au public, à l'exception des offres visées au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	30.000.000 €*	26 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration aux fins d'augmenter le capital par émission de valeurs mobilières de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des adhérents d'un plan d'épargne entreprise	5.000.000 €*	26 mois
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas de demande excédentaire lors de la réalisation d'une émission de valeurs mobilières visées aux résolutions 12 à 15, dans la limite de quinze pour cent (15%) de l'émission initiale	Option de surallocation limitée à 15% de l'émission initiale	26 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès au capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société, en dehors d'une OPE	10 % du capital social à la date d'utilisation*	26 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès au capital en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société, dans le cadre d'une OPE	50.000.000 €*	26 mois
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue d'attribuer des options de souscription et/ou d'achat d'actions de la Société	10 % du capital social à la date d'utilisation*	38 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou autres dont la capitalisation serait admise	-	26 mois
Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital par émission d'actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées	30.000.000 €	18 mois

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Autorisation à donner au Conseil d'administration en vue de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux de la Société et des sociétés du groupe Atari, emportant renonciation du droit préférentiel de souscription des actionnaires	10 % du capital social à la date d'utilisation*	26 mois
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre, en une ou plusieurs fois, des bons de souscription d'actions, donnant droit à la souscription d'actions ordinaires nouvelles de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes déterminées	10 % du capital social à la date d'utilisation*	18 mois
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de décider d'un regroupement des actions de la Société.	-	12 mois

** Sous réserve d'un plafond global des augmentations de capital immédiates ou à terme et autres valeurs mobilières représentatives de titres de créance qui pourraient résulter de l'ensemble des délégations et autorisations données au Conseil d'administration par l'Assemblée du 27 septembre 2022 fixé à 50.000.000€ (à l'exception de la quinzième résolution (Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital par émission d'actions et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à des titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de catégories de personnes répondant à des caractéristiques déterminées) et vingt-quatrième résolution (Délégation de compétence consentie au Conseil d'administration en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices ou autres dont la capitalisation serait admise)).*

6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la connaissance de la Société, aucun accord conclu par la Société ne sera modifié ou ne prendra fin en raison du changement de contrôle de la Société.

6.11 Indemnités de départ au profit de membres du Conseil d'administration ou de salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Aucun accord avec la Société ne prévoit d'indemnité en cas de départ des membres du Conseil d'administration ou d'un salarié de la Société en cas d'offre publique.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 2 septembre 2022, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I-2° du RGAMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 17 octobre 2022, est intégralement reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requises par l'article 231-28 du RGAMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.atari-investisseurs.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Atari
25, rue Godot de Mauroy
75009 Paris

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE

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

Atari
Par : Monsieur Wade J. Rosen
Président-directeur général

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA
SOCIETE ATARI

Paris, le 17 octobre 2022

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'administration d'Atari*

Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	6
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre	6
2. Présentation du Groupe cible de l'Offre	7
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre	8
3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre	8
3.2 Modalités de l'Offre	9
3.3 Motifs de l'Offre	10
4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant	10
5. Définition du caractère équitable de l'Offre	12
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	13
1. Présentation de Sorgem Evaluation	13
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission	14
3. Déclaration d'indépendance	15
4. Réserves	15
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE	17
1. Historique	17
2. Activités	18
2.1 Pôle Jeux (Games)	18
2.2 Pôle Hardware	19
2.3 Pôle Licence	19
2.4 Pôle Blockchain	20
3. Le marché mondial du jeu vidéo	21
3.1 Vue d'ensemble	21
3.2 Environnement concurrentiel	24
3.3 Prévisions à moyen terme	26
4. Principales caractéristiques financières du Groupe	27
4.1 Compte de résultat	27
4.2 Bilan économique	32
5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	35
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	36
1. Méthodes et références écartées	37
1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes	37
1.2 Méthode de l'actif net réévalué	37
1.3 Référence à l'actif net comptable	37
1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes	38
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	38
2.1 Principe	38

2.2	Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	40
2.2.1.	Nombre d'actions pris en compte	40
2.2.2.	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres.....	40
2.3	Présentation des prévisions retenues	43
2.3.1.	Sources d'informations utilisées	43
2.3.2.	Synthèses des hypothèses structurantes.....	43
2.4	Estimation du taux d'actualisation.....	49
2.4.1.	Principe de détermination du taux.....	49
2.4.2.	Taux sans risque	50
2.4.3.	Bêta.....	50
2.4.4.	Prime de risque marché.....	51
2.4.5.	Prime de taille.....	52
2.4.6.	Autres primes éventuelles	52
2.4.7.	Taux d'actualisation retenu.....	53
2.5	Conclusion sur la valeur	54
3.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	55
3.1	Principe et application au cas d'espèce	55
3.2	Présentation des sociétés retenues pour l'analyse indicative	56
3.3	Présentation des multiples retenus.....	58
3.4	Conclusion sur la valeur	59
4.	Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)	60
4.1	Références identifiées	60
4.2	Limites de la méthode.....	60
4.3	Présentation des multiples retenus.....	61
4.4	Conclusion sur la valeur	62
5.	Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif)	63
5.1	Référence au cours de bourse jusqu'au 22 septembre 2022, avant l'annonce de l'Offre ...	63
5.2	Evolution du cours de bourse depuis le 22 septembre 2022	66
6.	Référence de valeur : dernière opération récente et significative sur le Capital (à titre indicatif).....	68
V.	ACCORD CONNEXE A L'OFFRE	69
VI.	SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION	70
VII.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	71
1.	Méthodes et références retenues	71
2.	Méthode DCF.....	71
3.	Méthode des comparables boursiers.....	72
4.	Méthode des transactions comparables	73
5.	Référence à une transaction récente sur le capital	74
6.	Analyse du cours de bourse.....	74

VIII. REPONSE AUX EVENTUELS COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES.....	75
IX. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	76
ANNEXES	79
1. Programme de travail.....	79
2. Liste des personnes rencontrées ou contactées	80
3. Informations et documents utilisés.....	81
4. Calendrier de la mission.....	81
5. Rémunération.....	81
6. Lettre de mission	82

■ Liminaire

La société à responsabilité limitée (*limited liability company*) Irata LLC, (ci-après « Irata » ou l'« Initiateur »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») à proposer aux actionnaires de la société anonyme à conseil d'administration Atari (ci-après « Atari », la « Société » ou « le Groupe »), d'acquérir, dans le cadre d'une offre publique d'achat volontaire (ci-après l'« OPA » ou « l'Offre »), la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à un prix par action (le « Prix d'Offre ») de **0,19 euro**.

A la date de ce rapport, l'Initiateur détient directement et indirectement 102 176 741 actions représentant 102 176 741 droits de vote, soit 26,71% du capital social et 26,44% des droits de vote de la Société (cf. Projet de note en réponse).

Dans ce contexte, le conseil d'administration de la Société (ci-après « le Comité d'Administration »), sur recommandation du comité ad hoc, a désigné le 2 septembre 2022 Sorgem Evaluation, représentée par Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant.

L'expert indépendant a pour mission, en application de l'article 261-1, I, 2° du règlement général de l'AMF, d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique d'achat déposée par l'Initiateur.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

La société Irata LLC, l'Initiateur, est une société à responsabilité limitée de droit américain et régie par les lois de l'Etat du Colorado (Etats-Unis).

Irata est une société holding, ayant notamment pour activité la détention des Actions de la Société et dont l'unique actionnaire est M. Wade J. Rosen, Président-directeur général d'Atari.

Par ailleurs, Irata LLC a consenti en 2021 et 2022 des prêts d'actionnaires à la Société (une partie de ces prêts ont été partiellement remboursés par compensation de créances dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée en 2022 par Atari. Irata LLC entend continuer d'assister la Société pour la financer ou lui faire bénéficier de nouveaux financements, en particulier dans un contexte de transformation d'Atari.

2. Présentation du Groupe cible de l'Offre

Atari S.A. est une Société Anonyme à Conseil d'Administration de droit français au capital de 3 825 342,86 €¹, dont le siège social est situé au 25 rue Godot de Mauroy, 75009 Paris.

Fondée en 1972 par Nolan Bushnell et Ted Dabney, Atari a joué un rôle essentiel dans le développement de l'industrie des jeux d'arcade, des consoles de jeux et des ordinateurs personnels dans les années 70 et 80, et a lancé l'industrie des jeux vidéo telle que nous la connaissons aujourd'hui :

- 1972 : lancement de "PONG", premier succès commercial des jeux vidéo ;
- 1977 : lancement de l'Atari 2600, vendue à plus de 30 millions d'exemplaires ;
- 1979 : lancement des ordinateurs Atari 400 et Atari 800 ;
- 1988 : Atari Lynx, première console de jeux portable en couleur ;
- 1993 : Atari Jaguar, première console de jeux 64-bit.

Au cours de son histoire, Atari a constitué un large portefeuille de propriété intellectuelle comprenant plus de 200 jeux.

Après avoir été cédés à Warner Communications (1976), Jack Trameil (1984), et Hasbro (1998), les actifs et la propriété intellectuelle d'Atari ont été acquis en l'an 2000 par Infogrames Entertainment ("Infogrames"), société française de développement de jeux vidéo cotée sur la bourse de Paris.

En 2009, Infogrames change son nom pour celui d'Atari et les actions de la Société sont aujourd'hui cotées sur le marché Growth d'Euronext Paris.

¹ Au 31 mars 2022, le capital souscrit et entièrement libéré s'élève à 3 060 274,29€. A la date du présent Document, le capital souscrit et entièrement libéré s'élève à 3 825 342,86 €, suite à l'augmentation de capital réalisé le 1er avril 2022.

Atari est une société de divertissement interactif et une marque iconique du secteur des jeux vidéo. Le Groupe est organisé autour de quatre lignes de métier : Jeux (Games), Hardware, Licence et Blockchain.

Sur l'exercice clôturé au 31 mars 2022, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 14,9 M€ pour un résultat net négatif de -23,8 M€.

3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'Offre

3.1 L'actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnariat à la date du dépôt du projet d'Offre

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Irata LLC	102 176 741	26,71%	102 176 741	26,44%
M. Alexandre Zyngier	3 779 778	0,99%	3 779 778	0,98%
Actions auto-détenues	3 253 425 ²	0,85%	3 253 425	0,84%
Autres - Flottant	273 324 342 ³	71,45%	277 307 853	71,75%
Total	382 534 286	100,00%	386 517 797	100,00%

Source : Projet de note en réponse

² Au 31 août 2022, la Société détenait 3.500.000 Actions Auto-Détenues, dont 246.575 actions ont été livrées par la Société à un bénéficiaire de Stock-Options le 5 octobre 2022. Par conséquent, ces 246.575 actions ont été déduites du nombre d'Actions Auto-Détenues et seront susceptibles d'être apportées à l'Offre (cf. Projet de note en réponse).

³ Dont 3 983 511 actions comportent un droit de vote double.

3.2 Modalités de l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou assimilées à celles-ci à la date de ce rapport :

- qui sont déjà émises, à l'exclusion des 3 253 425 actions Atari auto-détenues par la Société qui ne sont pas visées par l'Offre soit, à la connaissance de la Société, un nombre maximal de 277 104 120 Actions ;
- qui sont susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, à raison de :
 - > l'exercice des Stock-Options qui sont ou seront exerçables avant la clôture de l'Offre (le cas échéant réouverte, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de note en réponse, un nombre maximal théorique de 2 890 112 Actions, étant précisé que seules 296 741 de ces Actions correspondent à des Stock-Options exerçables et dont le prix d'exercice est inférieur au Prix de l'Offre⁴ ; et
 - > l'exercice des 219 783 BSA, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de note en réponse, un nombre maximal théorique de 223 739 Actions (étant précisé que le prix d'exercice des BSA est supérieur au Prix de l'Offre) ;

Soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du Projet de note en réponse, un nombre d'Actions visées par l'Offre égale à 280 217 971.

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires du Groupe d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix unitaire de 0,19 euro.

⁴ 285 500 stock-options issues du plan n°23-4, cf. Comptes consolidés annuels mars 2022.

3.3 Motifs de l'Offre

Le projet de note d'information indique que :

- l'Initiateur souhaite renforcer sa position d'actionnaire de référence de la Société (acquisition du contrôle de manière amicale et volontaire), afin de soutenir ses ambitions de développement, notamment dans l'extension de l'écosystème d'Atari ;
- l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, dans l'hypothèse où les conditions seraient réunies à l'issue de l'Offre ;
- l'Offre vise en outre à offrir une opportunité de liquidité aux actionnaires d'Atari dans un contexte de marché instable.

4. Fondement de la désignation de l'expert indépendant

- Au titre de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF :

1° : « Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » : non applicable au cas d'espèce.

2° : « Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance » ;

L'Initiateur est contrôlé par M. Wade J. Rosen, Directeur Général de la Société et Président du Conseil d'administration.

L'Initiateur a par ailleurs conclu un accord avec le conseil d'administration de la Société (détaillé en partie V.).

L'Offre entre donc dans le champ d'application de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF ;

3° : « Lorsque l'actionnaire qui la contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à une offre publique de rachat lancée par la société sur ses propres titres » : non applicable au cas d'espèce ;

4° : « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » : non applicable au cas d'espèce ;

5° : « Lorsque l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre » : non applicable au cas d'espèce ;

6° : « Lorsque l'acquisition de la société visée est rémunérée par des instruments financiers mentionnés au 1° du II de l'article L. 211-1 du code monétaire et financier donnant accès ou pouvant donner accès, directement ou indirectement, au capital ou aux droits de vote de l'initiateur ou d'une société appartenant au groupe de l'initiateur, autres que des actions. » : non applicable au cas d'espèce.

- Au titre de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF :

Non applicable au cas d'espèce (l'intention de l'Initiateur n'est pas d'aboutir à un retrait obligatoire).

- Au titre de l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF :

L'expert indépendant a été désigné, par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants. L'Offre entre donc également dans le champ d'application de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF.

5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'offre publique d'acquisition est une offre volontaire du point de vue de l'Initiateur. L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre. L'Initiateur a par ailleurs indiqué ne pas envisager la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer si le Prix d'Offre peut être considéré comme équitable, en indiquant comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société.

Du fait de l'existence d'un accord connexe analysé ci-après (voir partie **V.**), l'équité repose également sur le fait que cet accord ne soit pas de nature à remettre en question l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

La société comprend quatre associés (Blanche Feauveaux, Thomas Hachette, Claire Karsenti et Maurice Nussenbaum) et est présidée par Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a notamment produit les attestations d'équité listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
janv-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, KEPLER CHEUVREUX
avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP PARIBAS
janv-18	OPAS	Ses Imagotag	BOE Smart Retail	SOCIETE GENERALE
juil-18	OPR-RO	Heurtey-Petrochem	Axens	INVEST SECURITIES
nov-19	OPR-RO	SIPH	Michelin / SIFCA	ODDO BHF
déc-19	OPR-RO	Afone Participations	FL Finance / Awys	LCL
nov-20	OPAS-RO	Advenis	Inovalis	KEPLER CHEUVREUX
janv-21	OPAS-RO	Amplitude Surgical	Auroralux (PAI)	ROTHSCHILD&CO
avr-21	OPAS-RO	Société Française de Casinos	Casigrangi	ODDO BHF
oct-21	OPR-RO	Tessi	Pixel Holding	SOCIETE GENERALE
mars-22	OPR-RO	Musée Grévin	CDA	CREDIT AGRICOLE DES SAVOIE
mai-22	OPAS-RO	Hiolle Industries	Hiolle Développement	LCL

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également membre du comité directeur et Président d'honneur de l'APEI. Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJEF). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management. Il est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Etienne Langer, Manager, diplômé d'Excelia, disposant d'une expérience professionnelle de sept ans dans le domaine de l'évaluation financière et de l'audit ;
- Maxime Thomas, Consultant junior, diplômé de l'EM Lyon.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'Appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et membre du comité directeur et président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

Nous précisons que le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard du signataire du rapport ainsi que des autres membres de l'équipe SORGEM Evaluation ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la mission sur l'indépendance de SORGEM Evaluation et sa propre indépendance ;
- a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiées au cours de la mission jusqu'à l'émission du rapport. Son rôle a été de s'assurer de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'attestation d'équité. Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'Associé signataire.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, SORGEM Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management du Groupe.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation ont pour objet d'apporter un avis sur la valeur de marché du Groupe à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création d'Atari sont résumés ci-après :

- 1972 : Fondation de la société Atari par Nolan Bushnell et Ted Dabney, considérés comme les pères fondateurs de l'industrie du jeux vidéo ;
- 1987 : Création d'Infogrames Entertainment, société française de développement de jeux vidéo. La société est cotée à la Bourse de Paris dès 1993 ;
- 2000 : Infogrames Entertainment rachète les actifs et la propriété intellectuelle d'Atari en janvier 2001, après plusieurs rachats successifs (Warner Communications en 1976, Jack Trameil en 1984 et Hasbro en 1998) ;
- 2009 : Infogrames Entertainment se renomme Atari SA ;
- 2013 : Au début de l'année 2013, les filiales américaines d'Infogrames ont été placées sous la protection du chapitre 11 de la loi américaine sur les faillites. A la suite de la réorganisation de ses activités, le Groupe se désendette et concentre ses efforts sur le marché des jeux mobiles *free-to-play* ;
- 2017 : Annonce de la nouvelle console Atari VCS, qui marque le retour du Groupe sur le segment des consoles jeux vidéo de salon ;
- 2020 : Wade J. Rosen acquiert 10,46% du capital de la Société avant d'être nommé Président du Conseil d'Administration début avril 2020 puis Président Directeur Général l'année suivante ;
- 2021 : Atari annonce un nouveau plan stratégique, visant notamment à recentrer sa ligne de métier Jeux sur les jeux premium. Afin de mener à bien cette stratégie, le Groupe a décidé de se désengager de ses activités de Casino en Afrique et de réorganiser ses activités en quatre lignes de métiers ;
- 2022 : Transfert de cotation sur Euronext Growth.

2. Activités

Atari est une société de divertissement interactif et une marque iconique du secteur des jeux vidéo. Le Groupe est reconnue mondialement pour ses produits de divertissements et ses produits sous licences de marques.

Le principal métier d'Atari est de développer, directement ou sous licence, des jeux vidéo, des produits hardware et de grande consommation, ainsi que des contenus médias. Le Groupe possède et gère également un portefeuille de plus de 200 jeux et franchises et monétise ainsi son portefeuille de propriété intellectuelle, directement ou indirectement, via des accords de licence.

Au 31 mars 2022, le Groupe comptait 22 salariés, dont 18 aux Etats-Unis, et a publié un chiffre d'affaires sur l'année écoulée de 14,9 M€.

Le Groupe distingue ses activités en quatre lignes métier : « Jeux (Games) » ; « Hardware » ; « Licence » et « Blockchain » (ci-après les « Pôles d'activités » ou les « Business Units »).

2.1 Pôle Jeux (Games)

Le pôle « Jeux (Games) » représente 38% du chiffre d'affaires consolidé au 31 mars 2022.

Sur ce segment, le modèle économique d'Atari est celui d'un producteur exécutif. Atari détient les droits de propriétés intellectuelle directement ou à travers des contrats de licences et fait appel à des studios de développement pour la production des jeux, qu'Atari commercialise ensuite via différents canaux.

Actuellement, le Groupe ne développe lui-même aucun jeu et ne possède aucun studio de développement.

Après avoir profité de la croissance du marché des jeux gratuits dans les années 2010, l'environnement concurrentiel et marketing pèse désormais sur le modèle économique des jeux *free-to-play*. Le Groupe a décidé d'être plus sélectif sur les jeux gratuits qu'il exploite et a concentré ses ressources, depuis juillet 2021, sur le segment des jeux premiums.

Afin de développer de nouveaux jeux premiums, Atari a fondé sa stratégie sur trois axes : (i) la modernisation des jeux Atari classiques, adaptés aux plateformes actuelles ; (ii) le développement de nouveaux jeux, cohérents avec la marque Atari et (iii) la transformation de jeux Atari classiques, via des suites ou préquelles par exemple.

2.2 Pôle Hardware

Le pôle « Hardware » représente 21% du chiffre d'affaires consolidé au 31 mars 2022.

Ce pôle est composé de deux activités principales :

- L'Atari VCS, commercialisée depuis juillet 2021, une console ouverte hybride PC / console, qui offre un accès aux principales plateformes de streaming de jeux ainsi que des exclusivités Atari et des contenus retro. Le système d'exploitation de la console fait également office de centre multimédia, en permettant par exemple de télécharger des films ou d'écouter de la musique ;
- Atari XP, des cartouches rares ou inédites des jeux Atari, à destination des fans de la marque et des collectionneurs, dont la commercialisation a commencé fin 2021.

2.3 Pôle Licence

Le pôle « Licence » représente 9% du chiffre d'affaires consolidé au 31 mars 2022.

Le Groupe monétise la marque Atari et sa propriété intellectuelle, de plus de 200 jeux, par des accords de licence consentis à des tiers en charge de la fabrication des produits contre le paiement de redevances.

Le Groupe consent des licences dans les domaines principaux suivant : (i) les produits de divertissement (principalement les bornes d'arcades), (ii) les vêtements et chaussures, (iii) l'univers des médias et (iv) le développement d'hôtels sur le thème d'Atari aux Etats-Unis.

2.4 Pôle Blockchain

Le pôle « Blockchain » représente 33% du chiffre d'affaires consolidé au 31 mars 2022⁵.

Le Groupe a pour ambition d'intégrer la blockchain dans l'écosystème Atari via une présence accrue et des partenariats dans de nombreux domaines :

- création d'expériences communautaires dans les jeux web3 ;
- création d'un nouveau token propriétaire, annoncé en avril 2022 et en partenariat avec la société NiftyLabs ;
- partenariats avec des acteurs reconnus des NFTs et du metaverse, notamment EveryRealm, The Sandbox et Arcade O.G.

⁵ Nous notons qu'une part importante du chiffre d'affaires du pôle Blockchain en mars 2022 est relative à la vente de terrains du metaverse *The Sandbox* et constitue donc un revenu non récurrent.

3. Le marché mondial du jeux vidéo

3.1 Vue d'ensemble

Les jeux vidéo constituent une branche de plus en plus populaire de l'industrie du divertissement et des loisirs.

Le marché est fragmenté et comprend à la fois le matériel (consoles, PC), les logiciels dédiés à ces supports (jeux dématérialisés ou non) et des segments plus récents mais en forte croissance tels que les jeux en ligne, sociaux et mobiles.

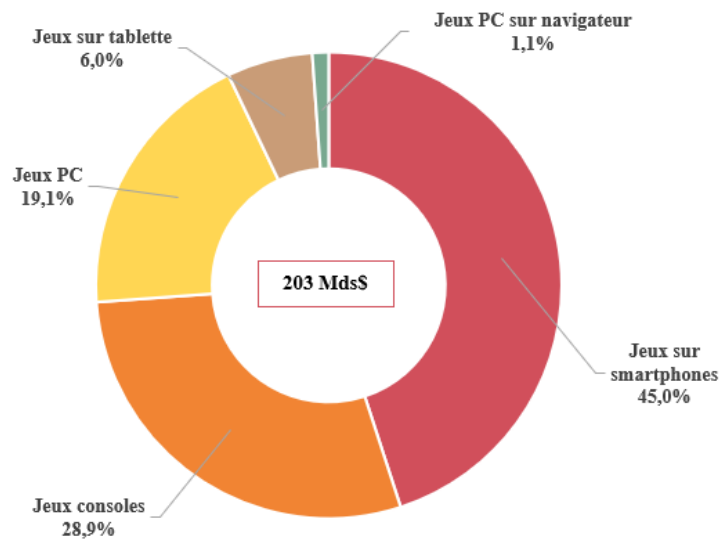
Les principaux métiers de l'industrie des jeux vidéo sont les suivants :

- la fabrication de consoles (hardware) : conception et fabrication ;
- le développement des jeux (software) : conception, programmation, test, etc. ;
- l'édition : financement, publication sur support physique et/ou numérique, production et marketing ;
- la distribution, physique et digitale.

Atari est quant à elle présente sur les segments hardware (console VCS) et l'édition de jeux sur tous supports. Le développement de software est sous-traité à des développeurs indépendants, tandis que l'essentiel de la distribution est faite à travers des plateformes digitales.

Le marché mondial du jeux vidéo connaît une croissance continue depuis de nombreuses années. Il a généré près de 193 Mds\$ en 2021 et devrait atteindre 203,1 Mds\$ en 2022.

Ventes par segment (2022)

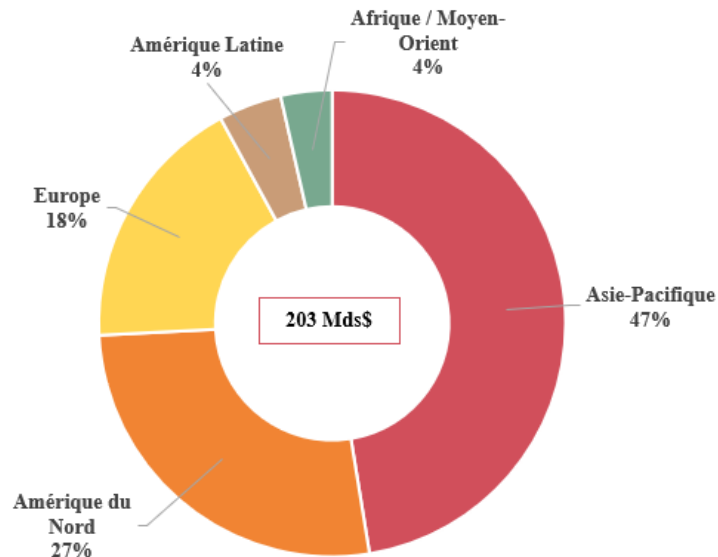


Source : Newzoo, Global Games Market Report, via Statista

Depuis plusieurs années, les jeux sur smartphone constituent le premier segment des jeux vidéo, l'accès aux supports mobiles se démocratisant à l'échelle du globe. La croissance de ce segment est cependant en ralentissement, du fait notamment de l'arrivée à maturité de certains marchés.

En dépit de l'émergence du smartphone et des débuts du *cloud gaming*, le jeu sur console reste un segment dynamique avec un peu moins d'un tiers des ventes totales, en croissance sur 2022.

Répartition géographique des ventes de jeux vidéo (2022)



Source : Newzoo, Global Games Market Report, via Statista

Si la région Asie Pacifique représente le plus grand marché des jeux vidéo (tiré par la Chine, avec plus de la moitié des ventes de la région), le premier pays reste les Etats-Unis, principal marché d'Atari, avec environ 25% du marché mondial.

3.2 Environnement concurrentiel

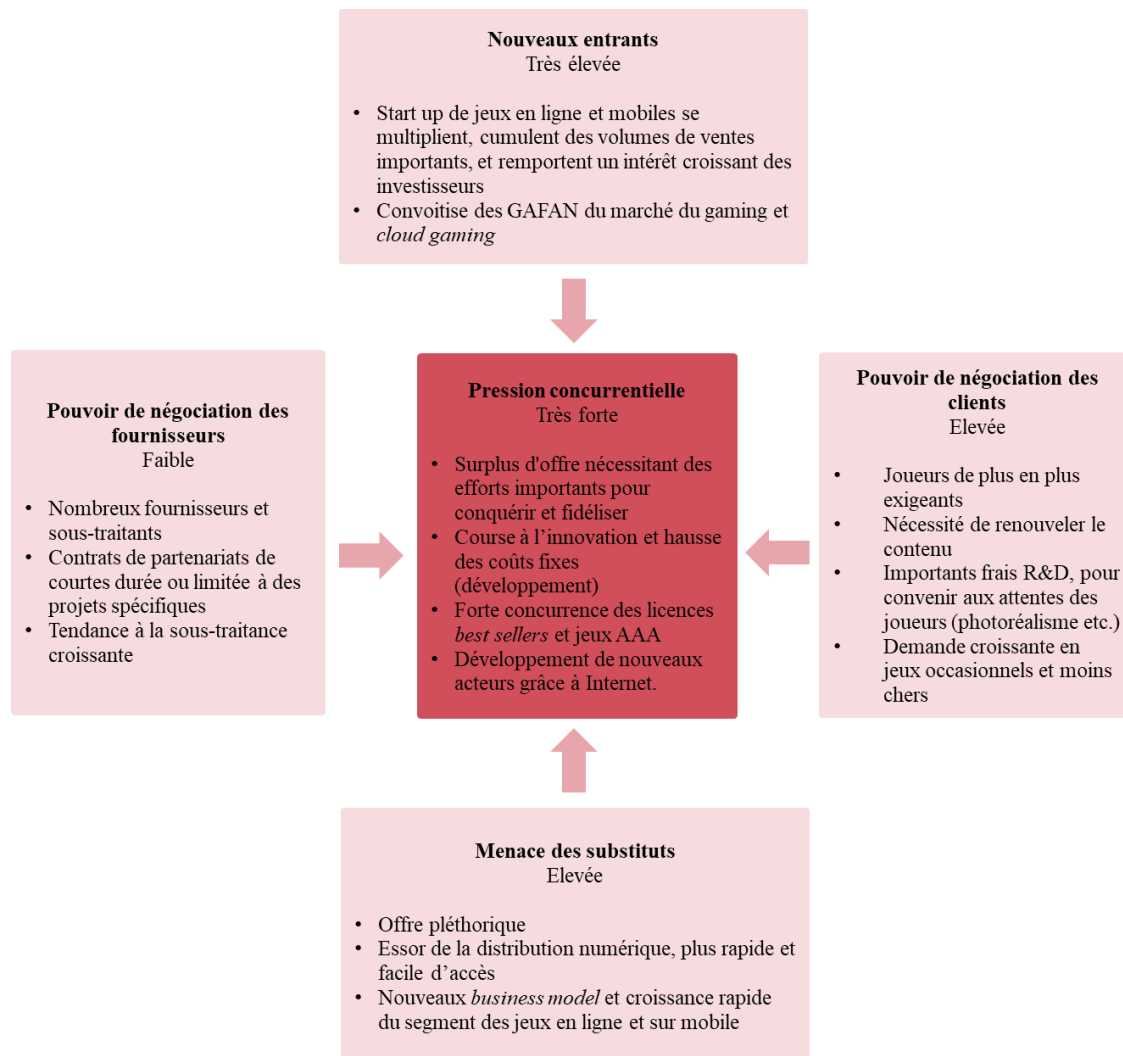
Les principaux acteurs du marché des jeux vidéo sont globaux, souvent intégrés verticalement et peuvent être divisés en quatre catégories :

- les *pure players* (Nintendo, Activision Blizzard, Ubisoft, etc.) qui participent exclusivement au développement et à la publication de consoles, accessoires, jeux et contenus connexes ;
- les sociétés de divertissement (Bandai Namco, Sega Sammy, Square Enix, etc.), qui développent et commercialisent des jeux vidéo, mais également divers autres systèmes et logiciels de divertissement (machines d'arcade, machines à sous, etc.)
- les acteurs du web, à l'image des Chinois Tencent et NetEase, ou encore Google et Amazon qui tentent de se faire une place dans le *cloud gaming*.
- les groupes diversifiés (Sony, Microsoft), également impliqués dans divers autres segments de l'électronique grand public (appareils mobiles, divertissement à domicile, PC, etc.).

L'environnement concurrentiel est donc très large, avec les grands groupes susmentionnés mais également des éditeurs de taille plus modeste travaillant souvent avec des studios indépendants.

Face à une offre très étendue et aux évolutions technologiques fréquentes, chaque acteur doit engager des fonds importants (i) de recherche et développement pour renouveler son offre et (ii) de marketing pour conquérir et fidéliser une clientèle non captive. Toutes les forces en présence induisent ainsi une intensité concurrentielle très élevée :

Marché du jeu vidéo – analyse de Porter



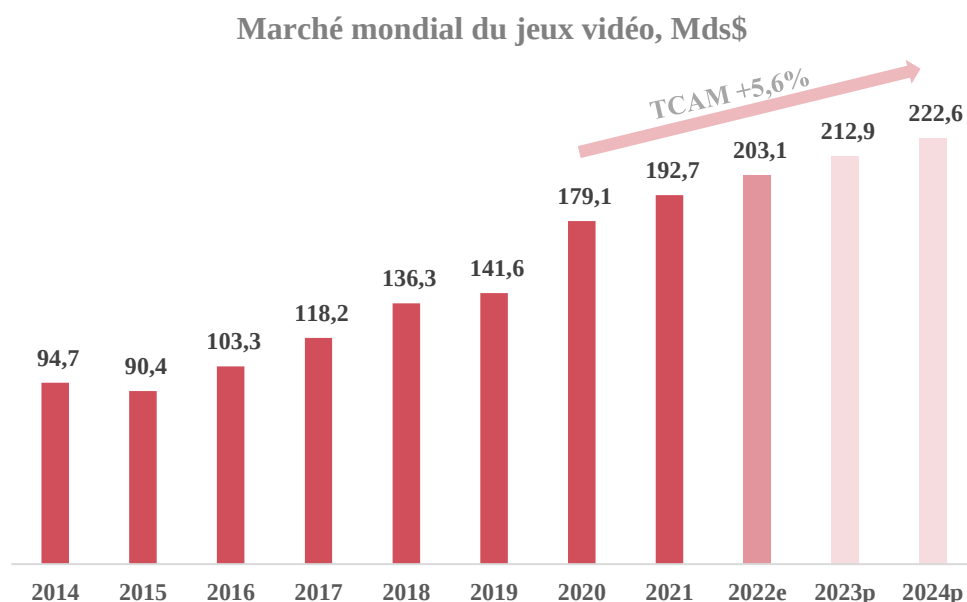
Source : Xerfi Global, analyses Sorgem Evaluation

3.3 Prévisions à moyen terme

Le nombre de joueurs dans le monde devrait atteindre 3,1 milliards en 2022 et continuer de croître dans les années à venir. Compte tenu de la saturation de certains marchés, notamment sur les smartphones, la croissance annuelle du nombre de joueur devrait cependant s'affaïssir et passer sous la barre des 5% par an.

Le marché mondial estimé à 203 Mds\$ a connu de fortes croissances depuis 2015, avec un bond constaté sur 2020, les confinements successifs liés à la situation sanitaire ayant boosté les ventes de jeux.

Les prévisions du secteur à moyen terme induisent une croissance annuelle moyenne s'élevant à 5,6% entre 2020 et 2024 :



Source : Xerfi Global, Newzoo, traitement Sorgem Evaluation

4. Principales caractéristiques financières du Groupe

4.1 Compte de résultat

Compte de résultat 2019-20 à 2021-22

En M€	31/03/2020	31/03/2021	31/03/2022
Chiffre d'affaires	24,0	18,9	14,9
% variation	16,5%	(21,3%)	(21,2%)
dont Games	9,6	8,1	5,7
dont Hardware	-	2,8	3,1
dont Licensing	14,5	7,9	1,3
dont Blockchain	-	0,1	4,9
Coût des ventes	(2,4)	(5,5)	(3,4)
Marge brute	21,6	13,4	11,5
% du chiffre d'affaires	90,0%	70,9%	77,2%
Frais de R&D	(4,2)	(3,3)	(3,9)
Frais marketing et commerciaux	(4,2)	(2,6)	(1,2)
Frais généraux et administratifs	(4,7)	(6,3)	(5,1)
Autres produits et charges d'exploitation	-	0,5	-
EBITDA	8,5	1,7	1,3
% du chiffre d'affaires	35,4%	9,0%	8,7%
Dépréciations	-	(8,2)	(20,3)
Amortissements R&D	(5,6)	(4,6)	(3,6)
Autres amortissements	(0,1)	(0,5)	-
Provisions pour risques et charges	-	-	(0,4)
EBIT	2,9	(11,6)	(23,0)
% du chiffre d'affaires	12,1%	(61,4%)	(154,4%)
Résultat financier net	(0,8)	(0,2)	(1,9)
Charges d'impôt	(0,1)	-	(0,1)
Résultat net des activités non poursuivies	-	-	1,1
Résultat net (part du groupe)	2,0	(11,9)	(23,8)
% du chiffre d'affaires	8,3%	(63,0%)	(159,7%)

Sources : Rapports annuels du Groupe, analyses et présentation Sorgem Evaluation

Evolution du chiffre d'affaires

Au 31 mars 2020, Atari a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 24,0 M€, soit une croissance de 16,5% à taux de change courant par rapport à l'exercice précédent. L'activité a été soutenue par la bonne performance des activités d'Atari Games, portée notamment par le jeu mobile RollerCoaster Tycoon. Atari avait également lancé deux autres jeux mobiles au cours de cet exercice, tandis que l'activité de licence avait bénéficié (i) de la bonne santé des produits Arcade 1 Up et Atari Flashback et (ii) de revenus réalisés dans le cadre du partenariat avec ICICB⁶.

Sur l'exercice 2020-21, impacté par la crise sanitaire, Atari a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 18,9 M€, en baisse de -21,3% à taux de change courant par rapport à l'exercice 2020. Les activités de licence ont enregistré sur cet exercice une baisse de près de 45,5%, significativement impactée par le non-renouvellement de certains contrats de licence (2,0 M€ de licences sur une série télévisée par exemple). L'activité Jeux Vidéo a ralenti également sur l'exercice (-15,6%) à la suite du renchérissement des coûts d'acquisition, pour lesquels il avait été décidé d'optimiser les dépenses de marketing. Les premières ventes de la console VCS (segment Hardware) n'ont pas compensé la forte diminution des revenus des autres segments.

Au 31 mars 2022, Atari a enregistré un chiffre d'affaires consolidé de 14,9 M€, en baisse de -21,2% à taux de change courant par rapport à l'exercice précédent. Cette diminution s'explique par (i) un chiffre d'affaires en recul de près de 30% sur le segment Games, traduisant la nouvelle orientation stratégique du Groupe qui souhaite recentrer son portefeuille sur les jeux premiums afin d'optimiser les dépenses marketing et (ii) une chute des revenus Licence (-83.5%), à la suite de la révision des critères de sélection des partenaires sur les contrats de licence (la résiliation des accords de licence avec ICICB en raison de non-respect des contrats représente la quasi-totalité de cette diminution). Les revenus Blockchain ont fortement augmenté sur la période, essentiellement du fait de la vente exceptionnelle de parcelles de terrain dans The Sandbox pour 4,3 M\$ (chiffre d'affaires non récurrent).

Evolution du coût des ventes et de la marge brute

Le taux de marge brute est dépendant du mix-produit : l'évolution du taux de marge brute à 70,7% du chiffre sur l'exercice 2021, contre 90,0% au titre de l'exercice 2019-20, relève notamment des premières ventes de l'Atari VCS, activité qui enregistre un taux de marge inférieur aux autres activités du Groupe. L'exercice 2021-22 a connu l'effet

⁶ Nous notons que les créances liées aux revenus générés avec ICICB ont *in fine* été dépréciées à 100%.

inverse, la marge brute passant à 77,1% du chiffre d'affaires, grâce à un effet mix favorable de l'activité Blockchain, à marge plus élevée.

Evolution des charges d'exploitation

L'évolution des charges d'exploitation sur la période, traduisant la nouvelle orientation stratégique du Groupe, s'expliquent par :

- des frais de recherches et développement en augmentation en proportion du chiffre d'affaires, traduisant une concentration des efforts d'investissement du Groupe dans le développement d'un catalogue de nouveaux jeux ;
- une réduction des frais marketing et commerciaux, du fait de l'optimisation de la rentabilité recherchée au sein de l'activité jeux vidéo en restreignant et ciblant de façon plus efficace les campagnes d'acquisition de nouveaux publics, notamment via l'arrêt des dépenses d'acquisitions non-rentables d'utilisateurs sur les jeux *free-to-play* ;
- la hausse des frais généraux et administratifs sur l'exercice 2020-21 qui s'explique entre autres par des honoraires d'avocats sur les litiges de contrefaçons de marque (gagnés par le Groupe) et à des frais liés aux Atari tokens. Leur diminution sur l'exercice 2021-22 correspond notamment à l'arrêt des activités du Groupe en Afrique et des frais connexes et de la diminution des frais de personnel.

Commentaires sur les dépréciations

Les dépréciations enregistrées au cours des exercices 2020-21 et 2021-22 correspondent à l'impact des dépréciations enregistrées dans le cadre du changement stratégique opéré par le Groupe et de la réalisation de tests *d'impairment* :

- Au 31 mars 2021, les dépréciations correspondent notamment à :
 - > 2,1 M€ de dépréciations des valeurs brutes des frais de développement de 5 jeux gratuits dont il a été décidé d'arrêter le développement ;
 - > 0,6 M€ de dépréciations suite à l'arrêt d'une série télévisée ;
 - > 0,3 M€ de dépréciations sur les frais de développement et licences dans les entités africaines, suite au désengagement du Groupe de l'activité d'Atari Casino en Afrique ;
 - > 3,6 M€ de dépréciations sur les frais de développement de jeux gratuits, à la suite de la réalisation de tests *d'impairment* consécutifs à la révision des prévisions budgétaires.

- Au 31 mars 2022, les dépréciations correspondent notamment à :
 - > 9,7 M€ de dépréciations d'une créance irrécouvrable sur les licences ICICB, dans le cadre de la résiliation des contrats associés ;
 - > 9,4 M€ de dépréciations sur les stocks et la R&D de l'Atari VCS, en raison de ventes inférieures aux attentes ;
 - > 1,1 M€ de dépréciations sur les frais de développement de jeux gratuits, à la suite de la réalisation de tests *d'impairment* consécutifs à la révision des prévisions budgétaires.

Commentaires sur la profitabilité

Sur les exercices analysés, la diminution des charges d'exploitation n'a pas été suffisante pour faire face à la chute de l'activité et éviter un effet ciseau défavorable.

Les frais généraux et administratifs et les achats consommés, notamment, n'ont pas diminué proportionnellement au chiffre d'affaires.

L'EBITDA est ressorti à 1,7 M€ sur l'exercice 2021, soit 9,0% du chiffre d'affaires, et a atteint 1,3 M€ au 31 mars 2022, soit 8,7% du chiffre d'affaires.

L'EBIT est par ailleurs très négatif sur les exercices 2020-21 et 2021-22, en raison des importantes dépréciations reflétant (i) les choix stratégiques du Groupe (notamment le repositionnement de l'activité Jeux sur les jeux premiums) et (ii) la résiliation des contrats de licences avec ICICB.

Commentaires sur le résultat financier et les activités non poursuivies

Les frais financiers, très faibles, traduisent un faible recours aux emprunts bancaires pour le financement du Groupe. En effet, au 31 mars 2022, la dette financière le Groupe est essentiellement composée d'un prêt d'actionnaires, pour 5,2 M€.

Le résultat financier négatif s'explique en grande partie par les frais de cotations ainsi que des dépréciations sur titres non consolidés. Sur l'exercice 2021-22, les autres produits et charges financières concernent principalement la dépréciation sur les entités africaines pour 1,9 M€, traduisant la décision d'abandonner les activités de casino des filiales africaines. Le résultat net de ses activités non poursuivies était de 1,1 M€ sur l'exercice.

Impacts sanitaires, macroéconomiques et géopolitiques sur l'historique et les prévisions

La crise sanitaire en 2020 a eu un impact sur l'activité du Groupe, avec des conséquences variables en fonction des activités. Un effet défavorable a été enregistré sur l'activité Licence, en générant des reports dans les renouvellements de contrats, tandis qu'un effet légèrement positif a été observé sur les revenus des jeux vidéo.

Le Groupe n'étant pas directement exposé au prix de l'énergie et des matières premières, l'augmentation importante de l'inflation a pour l'instant un impact limité, les stocks d'Atari VCS étant déjà constitué. Les coûts de développement des jeux futurs pourraient néanmoins être impactés, du fait de revalorisations salariales dans un contexte de pénurie persistante de main d'œuvre.

Par ailleurs, le Groupe a subi les conséquences de délais de livraison très allongés sur la fourniture de composants électroniques, ce qui a eu un impact sur le calendrier de livraison des unités de l'Atari VCS. Cela entraîne des répercussions sur la gestion des plannings, la logistique (gestion de l'espace de stockage), la relation clients, et *in fine* la trésorerie.

A ce jour, la guerre en Ukraine n'a pas eu d'impact direct sur les activités du Groupe.

4.2 Bilan économique

Bilan économique – 2019-20 à 2021-22

En k€	31/03/2020	31/03/2021	31/03/2022
Immobilisations incorporelles	17,8	9,9	5,2
Immobilisations corporelles	2,3	1,9	1,6
<i>dont droit d'usage (IFRS 16)</i>	2,3	1,9	1,6
BFR « d'exploitation »	(6,9)	(7,3)	(6,4)
BFR « hors exploitation »	12,2	14,8	4,2
Actif économique	25,5	19,3	4,7
Actifs hors exploitation	5,5	5,0	7,5
Total capitaux employés	31,0	24,3	12,2
Capitaux propres part du groupe	28,5	24,2	4,4
Intérêts minoritaires	(0,4)	-	-
Capitaux propres totaux	28,1	24,2	4,4
Dette financière	1,5	-	5,2
Dette financière - IFRS 16	2,4	1,9	1,7
Trésorerie nette	(1,8)	(2,5)	(0,6)
Dette financière nette	2,1	(0,6)	6,2
Provisions non courantes	0,8	0,7	1,6
Total capitaux investis	31,0	24,3	12,2

Sources : Rapports annuels du Groupe, analyses et présentation Sorgem Evaluation

L'analyse du bilan économique du Groupe fait apparaître les principaux éléments suivants :

Actif économique

- Les immobilisations incorporelles comprennent essentiellement des éléments tels que (i) les frais de développement de jeux vidéo et de l'Atari VCS, (ii) les droits d'exploitation des licences acquises, (iii) les marques et (iv) les logiciels de gestion. La diminution de la valeur nette de ces immobilisations incorporelles correspond à l'impact des dépréciations enregistrées dans le cadre du changement stratégique opéré par le Groupe (cf. *supra*).

- Les immobilisations corporelles IFRS 16 correspondent au droit d'utilisation sur les contrats de location des bureaux d'Atari à New-York et Paris, amortis sur la durée du bail.
- Le BFR « d'exploitation » est structurellement négatif, du fait des délais de paiement des fournisseurs (studios de développement, usines pour les consoles VCS, etc.) tandis que les clients achètent les jeux vidéo au comptant. Sur la période, les dettes fournisseurs et les stocks ont augmenté, en raison de la mise en production de l'Atari VCS.
- Le BFR « hors exploitation » se compose essentiellement des créances à plus d'un an sur des contrats de licences. La diminution de ce poste au bilan traduit la résiliation des contrats de licences avec la société ICICB, qui représentait la majeure partie de ces créances.

Actifs hors exploitation

- Les actifs hors exploitation correspondent :
 - > à la valeur des actifs cryptographiques acquis (estimée à 0,9 M€ au 31 mars 2022) ;
 - > à la valeur des prises de participations d'Atari dans des studios de développement de jeux vidéo (estimée à 1,4 M€ au 31 mars 2022) ;
 - > à un prêt convertible consenti à la société Antstream, pour 3,1 M€ ;
 - > et à la valeur comptable des impôts différés actifs, soit 2,0 M€ au 31 mars 2022.

Capitaux investis

- L'évolution des capitaux propres sur la période est la conséquence directe des résultats négatifs enregistrés par le Groupe. Entre les exercices 2019-20 et 2020-21, les capitaux propres ont diminué d'environ 4 M€, principalement impactés par la perte nette de l'exercice de 11,9 M€ et l'augmentation de capital de 8,4 M€ réalisée en décembre 2020. Sur l'exercice 2022, les capitaux propres ont diminué de près de 20 M€, en raison des pertes de 23,8 M€ enregistrées par le Groupe et d'une augmentation de capital de 2,4 M€ résultant de l'exercice de stock-options. Au 31 mars 2022, les capitaux propres s'élevaient ainsi à 4,4 M€ (avant prise en compte du produit de l'augmentation de capital réalisée le 1^{er} avril 2022).

- Au 31 mars 2021, le Groupe Atari n'avait plus aucune dette financière en dehors des dettes de loyer IFRS 16, en raison (i) du remboursement de l'OCEANE 2003-2020 arrivée à échéance et (ii) du dénouement de litiges en faveur du Groupe, conduisant au remboursement de l'avance sur produit de litiges perçue par Atari. L'endettement financier net a à nouveau progressé sur l'exercice 2022 pour s'établir à 6,2 M€, en lien avec le prêt d'actionnaire de 5,2 M€ accordé par Irata LLC (avant prise en compte du remboursement de ces emprunts par compensation de créances, dans le cadre de l'augmentation de capital réalisée le 1^{er} avril 2022).
- Corrigé des dettes de loyers (IFRS 16), le Groupe présentait au 31 mars 2022 une dette financière nette de 4,6 M€, représentant un ratio d'endettement comptable légèrement supérieur à 100%.
- Les provisions non courantes concernent des risques divers (0,9 M€) et une incertitude sur l'utilisation de déficits reportables aux Etats-Unis (0,7 M€).

5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
✓ Société pionnière du jeux vidéo ✓ Catalogue d'environ 200 jeux et franchises ✓ Marque à la notoriété très forte, référence de la pop culture	✓ Absence de profitabilité, même depuis la réorganisation de la Société en 2014 ✓ Les forts coûts de développements engagés sur les dernières années n'ont pas été rentabilisés ✓ Taille relativement faible au regard des acteurs du marché
Opportunités	Menaces
✓ Positionnement sur les technologies blockchain / metaverse ✓ Essor du retro gaming ✓ Revue du business model dans l'objectif de se repositionner sur les jeux premium	✓ Concurrence très importante du secteur du jeux vidéo ✓ Nécessité d'engager de lourds coûts de développement en dépit du manque de profitabilité ✓ Menace des GAFAN, aux ressources importantes, dans l'offre digitalisée (cloud gaming)

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des actions de la Société au 15 octobre 2022 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché observées en date du 5 octobre 2022.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- à titre principal, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») (2.) ;
- à titre indicatif, la méthode des comparables boursiers (3.) ;
- à titre indicatif, la méthode des transactions comparables (4.) ;
- à titre de référence indicative, le cours de bourse du Groupe sur une durée comprise entre un et six mois avant l'annonce le 28 septembre 2022 de l'Offre (5.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La Société n'a pas distribué de dividende et ses flux de trésorerie disponibles sont négatifs depuis de nombreuses années.

La détermination de la capacité de distribution d'Atari dans le futur serait par ailleurs redondante avec l'approche DCF mise en œuvre à titre principal. La méthode de l'actualisation des dividendes a donc été considérée comme non pertinente.

1.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, cette méthode n'apparaît pas directement pertinente dans la mesure où elle serait redondante avec l'évaluation DCF, conduite notamment à partir des projections financières de la Société.

1.3 Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société à partir de la référence à son actif comptable. Néanmoins, les principaux actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan à leur valeur de marché.

A titre d'information, l'actif net comptable (part du Groupe) de 4,4 M€ représente une valeur par action de 0,01€.

1.4 Référence aux objectifs de cours des analystes

Le seul analyste ayant suivi l'action Atari est TP ICAP Midcap, dans le cadre d'un contrat passé avec la Société. La dernière note disponible a été publiée en janvier 2022 et présente un cours cible à 0,70€.

Compte tenu (i) du lien entre l'analyste et la société et du faible nombre d'analystes suivant la valeur ainsi que (ii) de l'ancienneté de la note, cette référence n'a pas été retenue.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités évaluées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) du groupe évalué (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres du groupe évalué.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu 379 321 468 actions, correspondant à :

- l'intégralité des 382 534 286 actions composant le capital au 31 août 2022,
- diminué des 3 253 425 actions détenues en propre par la Société (cf. Projet de note en réponse),
- augmenté d'un nombre d'action théoriquement nécessaire pour satisfaire les plans de stocks options (i) pouvant être exercés et (ii) dont le prix d'exercice est inférieur aux Prix d'Offre, après prise en compte de l'encaissement théorique du prix d'exercice, soit 40 607 actions⁷.

Les actions gratuites attribuées (2,5 millions), dont les dates de jouissance sont comprises entre juin 2024 et juin 2026, n'ont pas été considérées⁸. L'impact de la dilution maximale induite par ces actions serait de -0,7% de la valeur par action estimée dans le cadre de nos travaux.

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

Sur la base de la dette financière nette au 30 septembre 2022 communiquée par le Management, des comptes au 31 mars 2022 et de nos analyses, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement positif d'un montant de **+13,1 M€** :

⁷ Méthode dite de « *Treasury stock* » sur le plan n°23-4, dont les stocks option potentiellement exerçables induirait 296 741 actions accessibles pour un prix total d'exercice de 48,7 k€, représentant 256 134 actions à 0,19€.

⁸ Cette approche maximise la valeur dans le sens où la dilution induite par ces actions gratuites aurait eu un impact négatif sur le prix par action déterminé dans le cadre de nos travaux.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

en M€		
Trésorerie et équivalents de trésorerie	[1]	2,0
Dette financière hors droits d'utilisation IFRS 16		(2,4)
Dette sur droits d'utilisation IFRS 16		-
Dette financière brute	[2]	(2,4)
Intérêts minoritaires		-
Provisions non courantes nettes d'impôt		(1,4)
Déficits reportables		10,2
Actifs hors exploitation		4,6
Autres éléments	[3]	13,4
Passage	[1]+[2]+[3]	13,1

Sources : Rapport annuel Atari 2021-22, Management, analyses Sorgem Evaluation.

Ce passage appelle les commentaires suivants :

a) Dette financière nette

La dette relative à la norme comptable IFRS 16 (activation des contrats de location simples) n'a pas été considérée, en ligne avec les prévisions du plan d'affaires et le traitement des agrégats des comparables boursiers.

b) Provisions

Les provisions non courantes (risques divers et incertitude sur utilisation de déficit, cf. *supra*) correspondant à un décaissement futur de trésorerie, elles ont été considérées comme élément de passage pour leur valeur comptable, après prise en compte de l'effet de l'impôt le cas échéant.

c) Défis reportables

Les déficits reportables auront pour effet de diminuer l'impôt effectif de la Société lorsque celle-ci présentera des résultats positifs.

Au 31 mars 2022, les déficits reportables sur l'ensemble des entités américaines s'élevaient à 310 M\$, et les déficits français à environ 738 M€. Le gain d'impôt différé retenu dans les comptes consolidés est estimé à 2,0M€.

Nous avons procédé à une réévaluation du gain potentiel sur les déficits reportables américains, étant précisé que (i) l'essentiel de l'activité du Groupe est fait sur les entités américaines, et (ii) que les entités françaises constituent des centres de coûts qui ne devraient pas générer de marges significatives dans le futur.

Un impôt calculé sur la base d'un taux statutaire a été considéré dans l'approche DCF pour les exercices explicites ressortant un résultat positif. Les gains d'impôts futurs liés aux déficits reportables américains ont été calculés de manière séparée, en tenant compte (i) d'un taux d'impôt de 25,8%⁹ et (ii) des limites fiscales de consommation des déficits reportables à chaque exercice donné¹⁰.

Après actualisation au coût des capitaux propres (*cf. infra*), les gains d'impôts futurs au titre des déficits reportables américains ont été estimés à 10,2 M€, correspondant à des réductions d'impôts effectives jusqu'en 2040.

d) Actifs hors exploitation

Les actifs hors exploitations comprennent :

- les participations en cryptomonnaies détenus par Atari, dont le portefeuille n'a pas évolué depuis la dernière clôture comptable, et évaluées à 60 k€ selon les cours de clôture¹¹ au 5 octobre 2022. Par ailleurs, en l'absence de marché actif pour les jetons ATRI détenus et compte tenu de la fin de la joint-venture Atari Chain, ceux-ci sont valorisés à zéro¹² ;

⁹ Moyenne 2021 estimée pour les Etats-Unis (<https://taxfoundation.org/>), et dont l'ordre de grandeur a été validé par la Société, bien que des différences puissent exister entre Etats. L'impact du taux retenu n'a pas d'impact significatif sur les valeurs obtenues dans le cadre de nos travaux.

¹⁰ Les pertes subies avant le 1er janvier 2018 ne sont reportables que pendant 20 ans. Les pertes fiscales après le 1er janvier 2018 peuvent être reportées indéfiniment ; toutefois, elles sont limitées à 80% du revenu imposable de l'année d'utilisation du report (<https://taxfoundation.org/>).

¹¹ <https://coinmarketcap.com/>

¹² Comptes annuels au 31 mars 2022.

- les participations dans les studios de jeux vidéo (retenus pour leur juste valeur comptable, soit 1,4 M€¹³) ;
- un contrat de prêt convertible émise par la société Antstream (retenu pour sa valeur comptable, soit 3,1 M€¹⁴).

Nous précisons par ailleurs que les actifs digitaux détenus dans les metaverses (principalement les terrains du metaverse *The Sandbox*), constituent des actifs nécessaires à l'écosystème Atari, et sont par conséquent considérés comme actifs d'exploitation, dont la détention est nécessaire à la réalisation de la croissance projetée de la Société.

A titre purement indicatif, et dans l'hypothèse – optimiste – où tous les terrains *The Sandbox* pourraient être vendus au prix de la cote à la date d'évaluation, le montant obtenu pour ces actifs serait d'environ 2,0 M€, soit moins de 0,01€ par action.

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur un plan d'affaires préparé par le Management et présenté au Conseil d'Administration le 30 août 2022.

Ce plan d'affaires a été préparé selon les hypothèses mensuelles de croissance et de flux par pôle d'activité.

2.3.2. Synthèses des hypothèses structurantes

a) Hypothèses générales

Le plan d'affaires a été établi sur un horizon explicite de trois ans (exercices mars 2023 à mars 2025), (i) sans dégradation de l'activité ou résiliation de contrats de licences et (ii) en considérant une croissance continue de l'activité à partir de 2023-24, entraînant la constatation de marges opérationnelles significatives.

¹³ Comptes annuels au 31 mars 2022.

¹⁴ Comptes annuels au 31 mars 2022.

Les investissements projetés ne comprennent que des flux de renouvellement d'immobilisation et de développement de nouveaux jeux, sans prévision de croissance externe.

Le plan d'affaires a par ailleurs été réalisé sans prise en compte de la norme IFRS 16.

Compte tenu des prévisions de croissance fortes (très au-delà de celles du secteur) et de constatation de flux de trésorerie positifs significatifs en fin de plan, celui-ci nous apparaît comme ambitieux au regard des performances passées d'Atari.

b) Horizon du plan d'affaires (2022-23 à 2024-25) – Principales tendances

Evolution du chiffre d'affaires

Après des exercices 2020-21 et 2021-22 impactés par une baisse d'activité, le chiffre d'affaires des activités courantes devrait selon le plan d'affaires à nouveau croître en 2022-23¹⁵ et atteindre le point haut historique de 2019-20 dès l'exercice 2023-24. Sur l'horizon du plan d'affaires, le chiffre d'affaires connaît un taux de croissance annuel moyen légèrement supérieur à 42%, qui se caractérise par :

- un maintien au niveau d'activité actuel des jeux *free-to-play* en portefeuille au début de l'exercice 2022-23, notamment grâce au renouvellement de la licence RollerCoaster Tycoon¹⁶ ;
- une croissance de l'activité jeux grâce au lancement régulier de nouveaux jeux premiums, dont le cycle d'exploitation explique une forte croissance du chiffre d'affaires sur l'exercice 2023-24, avant de connaître une croissance plus mesurée sur l'exercice 2024-25 ;
- une augmentation des revenus de licence les portant en fin de plan à un niveau proche du plus haut historique des exercices 2019-20 et 2020-21¹⁷, notamment

¹⁵ Evolution du chiffre d'affaires estimée sur l'ensemble des business units d'Atari, exclusion faite de la vente exceptionnelle de terrains *The Sandbox* sur 2021-22 (4,3 M\$).

¹⁶ Le Groupe a annoncé le 7 octobre 2022 une prolongation de 10 ans de la licence RollerCoaster Tycoon avec le créateur de la franchise, Chris Sawyer. Cette licence représente historiquement une part importante du chiffre d'affaires global d'Atari (20% à 30% sur les trois dernières années).

¹⁷ Exclusion faite des revenus comptabilisés avec ICICB.

grâce à la mise en place d'un partenariat avec une agence tierce jouant un rôle d'apporteur d'affaires ;

- un niveau d'activité stable sur le segment Hardware, la diminution de la demande sur les consoles VCS étant compensée par un accroissement du nombre d'unités Atari XP vendues ;
- une forte progression des revenus liés à l'activité Blockchain, grâce à la vente régulière de NFTs et à l'accroissement des revenus de licences via de nouveaux partenariats.

In fine, le chiffre d'affaires sur la dernière année du plan devrait s'établir à près de 32 M€, avec un mix d'activité estimé comme suit : Jeux 42%, Hardware 9%, Licence 22% et Blockchain 26%.

Evolution des marges

Une part importante des charges d'exploitation étant fixes, l'augmentation constante du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan entraîne mécaniquement une amélioration des marges attendues à horizon 2024-25.

Le taux de marge brute devrait fortement augmenter en 2022-23 et se stabiliser à environ 85% sur l'horizon explicite du plan d'affaires, grâce à un mix d'activité plus favorable que sur l'historique. L'activité Blockchain notamment, à forte marge brute, est attendue en progression, tandis que les ventes de consoles VCS, qui supposent des coûts de vente plus importants, diminuent.

Les frais de R&D, qui ont été forts sur les dernières années notamment au travers du projet VCS, devraient diminuer en proportion du chiffre d'affaires pour ne plus représenter en fin de plan qu'environ 20% à 21% (avant capitalisation).

Les frais de marketing diminuent également sur l'horizon du plan et devraient représenter moins de 5% du chiffre d'affaires en fin de plan. Cette diminution s'explique par le virage stratégique amorcé par le Groupe, qui optimise ses dépenses marketings en se concentrant sur les jeux premiums, aux coûts d'acquisition et de rétention plus faibles.

Les frais généraux et administratifs, qui incluent les frais de personnels, devraient en revanche augmenter significativement sur l'exercice 2022-23. L'augmentation de ces frais sur l'exercice 2022-23 reflète l'évolution en cours de la stratégie du Groupe, avec un investissement important dans la structure, qui se caractérise par :

- une réorganisation des effectifs avec :
 - > des embauches pour soutenir la croissance ;
 - > un renouvellement d'une part des équipes (induisant notamment des indemnités de départ et des frais de réorganisation) ;
- une augmentation générale des salaires à travers (i) la prise en compte de l'inflation américaine et (ii) la reprise d'une politique de bonus avec le retour de la croissance ;
- des coûts plus exceptionnels induits par (i) l'augmentation de capital et (ii) la restructuration de la Société de manière plus générale (frais conseils, audits, juridiques) ;

Sur les exercices 2023-24 et 2024-25, ces frais généraux et administratifs restent relativement stables en valeur absolue, la diminution des coûts non récurrents susmentionnés étant globalement contrebalancée par les recrutements et l'augmentation des salaires.

En fin de plan, les frais généraux et administratifs devraient donc se situer en dessous de 45% du chiffre d'affaires.

In fine, l'EBITDA projeté pour l'exercice 2022-23 devrait être négatif (entre -3,0M€ et -3,5 M€), mais connaître d'après le plan d'affaires une très forte augmentation sur les exercices subséquents pour atteindre environ 28% du chiffre d'affaires en 2024-25.

Evolution des investissements et du besoin en fonds de roulement

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements en R&D s'élèvent à environ 6,5 M\$ par an. Pour mémoire, l'investissement moyen sur les trois dernières années s'élève à 9,2 M\$, du fait notamment des coûts de R&D liés à la console VCS.

Sur l'horizon du plan d'affaires, les coûts de R&D se concentrent sur le développement de jeux premiums (et sur l'activité blockchain, de façon plus marginale).

Le besoin en fonds de roulement diminue sur l'horizon du Plan d'Affaires, en raison de la diminution des stocks (de consoles VCS notamment) et de la normalisation des créances fournisseurs. En fin de plan, le Management prend l'hypothèse d'un besoin en fonds de roulement nul.

Taux d'impôt sur les sociétés

Nous reflétons sur l'horizon du plan d'affaires un taux d'imposition de 25,8% (*cf. supra*).

c) Extrapolation des flux de trésorerie sur deux années

Deux années d'extrapolation ont été prises en compte afin de faire converger le taux de croissance du chiffre d'affaires observé en fin de plan (+25,7%) vers nos hypothèses normatives.

Les paramètres suivants ont été retenus pour la période d'extrapolation :

- une évolution linéaire du taux de croissance entre l'année 2024-25 du Plan d'Affaires et celui de l'année normative égal au taux de croissance à long terme (*cf. infra*) ;
- une évolution linéaire du taux de marge d'EBITDA entre l'année 2025 du Plan d'Affaires et celui de l'année normative (*cf. infra*) ;
- une stabilité du BFR, ce dernier étant nul en fin de plan (*cf. supra*) ;
- une évolution linéaire des dépenses d'investissements principalement liées à la capitalisation de la R&D entre l'année 2024-25 et celui de l'année normative, ce dernier étant fixé à 7,5% du chiffre d'affaires (*cf. infra*).

d) Hypothèses normatives et Valeur Terminale

Le flux normatif a été construit à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires : égal à la dernière année d'extrapolation, augmenté de la croissance à long terme (2,5%, cf. ci-dessous) ;
- Taux de marge d'EBITDA : estimé à 28,0%, soit un niveau égal à la médiane des marges projetées des comparables à horizon 2024 et proche du taux de marge d'Atari estimé en fin de plan ;
- Dotations aux amortissements : niveau normatif estimé à 7,5% du chiffre d'affaires, soit un niveau égal à la médiane des dotations aux amortissements projetées des comparables à horizon 2024 ;
- Investissements : niveau normatif estimé égal à celui des dotations aux amortissements traduisant le fait qu'ils représentent uniquement le remplacement de l'actif existant (principalement des frais de R&D capitalisés), sans tenir compte d'une éventuelle inflation des coûts dans le futur¹⁸ ;
- Variation du besoin en fonds de roulement nulle, en ligne avec un besoin en fonds de roulement nul en fin de Plan d'Affaires et sur la période d'extrapolation.

Taux d'impôt sur les sociétés : 25,8% (cf. *supra*).

La valeur du Groupe fin 2026-27 a ensuite été déterminée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 2,5%, en ligne avec le taux médian utilisé par les analystes financiers suivant les sociétés du secteur¹⁹.

¹⁸ L'éventuelle prise en compte de cette inflation n'aurait pas d'impact matériel sur la valeur obtenue par la méthode DCF.

¹⁹ Dans le cadre de nos recherches, nous avons identifiés sur les 24 derniers mois des notes de Kepler Cheuvreux, Evercore ISI, HSBC Global Research et UBS portant sur Stillfront, Electronic Arts, Take Two Interactive, Tencent et Ubisoft.

2.4 Estimation du taux d'actualisation

2.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Nous avons en effet considéré une absence de valeur significative attachée à la déduction fiscale des intérêts (qui sont faibles). Nous rappelons par ailleurs que l'impact de la dette financière sur le taux de rentabilité attendu de l'actif économique compte tenu de son risque peut être considéré au cas présent d'autant plus marginal que l'effet positif (baisse du Coût Moyen Pondéré du Capital) généré par la déductibilité des intérêts financiers est notamment compensé par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite. Par ailleurs, compte tenu du niveau de risque de la Société et de son historique de consommation de flux de trésorerie, nous considérons qu'elle ne pourrait se financer de manière significative en ayant recours à de l'endettement.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$

Avec :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Bêta des actions du Groupe (en l'absence d'endettement)</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays</i>

2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Les prévisions du plan d'affaires étant en dollars et l'essentiel de l'activité étant réalisée aux Etats-Unis, nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat américaines d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **3,54%** au 5 octobre 2022.

2.4.3. Bêta

Plusieurs références ont été considérées dans nos analyses pour estimer le bêta actif (i.e. corrigé de la dette) d'Atari.

a) Bêta d'Atari

Le bêta actif d'Atari, calculé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans, ressort à **1,11**.

Son coefficient de détermination (R^2) ressort dans cette analyse à 7%.

b) Bêta des comparables boursiers

Le bêta actif des sociétés sélectionnées pour constituer notre échantillon de comparables (cf. **IV. 3.2**), calculé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans des sociétés pour lesquelles le coefficient de détermination (R^2) est supérieur à 5%, ressort à **0,81**.

c) Bêta de sociétés du secteur retenus par les analyses

Dans le cadre de leurs analyses de valeur, les analystes financiers peuvent mettre en œuvre une approche DCF, en estimant un Bêta applicable à la cible évaluée.

Dans le cadre de nos recherches, nous avons identifiés sur les 24 derniers mois des notes de Kepler Cheuvreux, Evercore ISI, HSBC Global Research et UBS portant sur Stillfront, Electronic Arts, Take Two Interactive, Tencent et Ubisoft.

Les bêtas actifs utilisés par les analystes dans le cadre de leurs analyses de valeurs sont compris entre 1,0 et 1,25, pour une médiane de **1,10**.

d) Bêta sectoriel – professeur Damodaran

Le beta actif (« *unlevered beta corrected for cash* ») calculé par le professeur Damodaran pour le secteur « *Entertainment* » (comprenant notamment Atari) à l'échelle mondiale s'élève en janvier 2022 à **1,11**.

Compte tenu de l'ensemble de ces références, nous retenons pour Atari un bêta actif de **1,10**.

Indépendamment des calculs conduits et des références consultées, ce bêta désendetté supérieur à 1 nous paraît pertinent dans la mesure où (i) la Société évolue sur un secteur de produits discrétionnaires au sein duquel (ii) la part de charges fixes (développement des jeux) est très élevée.

2.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Action en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans nos méthodes d'actualisation des flux de trésorerie à **6,25%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,3 Md\$ et 16,7 Md\$)²⁰.

²⁰ « 2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps.

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF²¹.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de **4,2%**²².

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît opérationnellement justifiée dans la mesure où une taille significative permet notamment (i) d'engager des sommes importantes de communication, (ii) de disposer d'économies d'échelle et (iii) de diversifier ses risques en développant un plus grand nombre de jeux (effet portefeuille).

2.4.6. Autres primes éventuelles

Le Plan d'Affaires de la Société table sur un retournement de situation de la Société : d'une situation de consommation de cash / d'EBIT négatifs sur plusieurs exercices à une situation génératrice de flux de trésorerie importante. Nous sommes d'avis qu'un investisseur *lambda* du marché tiendrait compte dans son évaluation de la Société de cette situation et pourrait considérer une prime de risque spécifique au niveau du taux d'actualisation.

Face à la difficulté d'estimer une telle prime²³, nous ne retenons pas de prime spécifique complémentaire. Néanmoins, nous estimons que la valeur obtenue par application du taux

²¹ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Bêtas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

²² Source : « 2021 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime moyenne associée aux entreprises du 10^{ème} décile de taille (capitalisation boursière comprise entre 10,6 M\$ et 289,0 M\$), diminuée de la prime *Mid Cap*.

²³ L'application d'une prime supplémentaire dans le taux d'actualisation aurait pour effet de diminuer la valeur obtenue pour Atari.

d'actualisation calculé constitue une borne haute ; les analyses de sensibilité réalisées *infra* n'incluent donc pas de taux d'actualisation inférieur aux taux présenté ci-après.

2.4.7. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **14,50%**²⁴ pour Atari, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation. Nous avons procédé à une analyse de sensibilité à ce paramètre.

²⁴ $3,54\% + 1,10 \times 6,25\% + 4,2\% = 14,61\%$ arrondi à 14,50%.

2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (pas de +0,50% à +1,0%) et à la croissance perpétuelle (+/-0,25%) une Valeur d'Entreprise de la Société comprise dans une fourchette allant de **34,2 M€** à **39,4 M€**, avec une valeur centrale de **36,7 M€**.

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation
et de croissance à l'infini (M€)

		Taux de croissance à long terme				
		+2,00%	+2,25%	+2,50%	+2,75%	+3,00%
Taux d'actualisation	14,5%	37,0	37,8	38,6	39,4	40,3
	15,0%	35,2	35,9	36,7	37,4	38,2
	15,5%	33,6	34,2	34,9	35,6	36,3
	16,0%	32,0	32,6	33,2	33,9	34,6
	16,5%	30,6	31,2	31,7	32,3	32,9

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, la valeur par action ressort dans une fourchette allant de **0,125 €** à **0,139 €**, avec une valeur centrale de **0,131 €**.

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation
et de croissance à l'infini (€)

		Taux de croissance à long terme				
		+2,00%	+2,25%	+2,50%	+2,75%	+3,00%
Taux d'actualisation	14,5%	0,132€	0,134€	0,136€	0,139€	0,141€
	15,0%	0,127€	0,129€	0,131€	0,133€	0,135€
	15,5%	0,123€	0,125€	0,126€	0,128€	0,130€
	16,0%	0,119€	0,120€	0,122€	0,124€	0,126€
	16,5%	0,115€	0,117€	0,118€	0,120€	0,121€

3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

3.1 Principe et application au cas d'espèce

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Pour constituer un panel de sociétés, nous avons réalisé une recherche de sociétés cotées sur la base de critères d'activités, de segmentation produits et de géographie :

- sociétés américaines et européennes de développement et d'édition de jeux vidéo, l'activité principale d'Atari étant liée à la production de jeux vidéo et à l'activité de licences ;
- opérant principalement sur le segment des jeux *free-to-play* ou *premiums*, à l'exception des jeux de casino, soit la typologie des jeux commercialisés par Atari aujourd'hui ;
- exclusion faite des acteurs réalisant des jeux blockbusters AAA et dont les capitalisations boursières représentent des dizaines de milliards d'euros (Electronic Arts, Take-Two Interactive, etc.) ;

L'ensemble des sociétés sélectionnées vendent par ailleurs leurs jeux partout dans le monde.

3.2 Présentation des sociétés retenues pour l'analyse indicative

Nous avons identifié les sociétés suivantes sur la base des critères mentionnés *supra* :

Nom	Pays	Capitalisation boursière (M€)	Marge EBIT 2022 (M€)	Description
StillFront Group	Suède	1 093	21,0%	Stillfront Group opère en tant que développeur et éditeur de jeux mobiles et sur navigateur. La société crée, développe et exploite des jeux dans le monde entier.
Team17 Group	Royaume-Uni	641	29,1%	Team17 Group développe et publie des logiciels de jeux pour ordinateur, console, appareils mobiles et autres plateformes numériques, dans le monde entier.
Ten Square Games	Pologne	157	17,9%	TEN Square Games opère en tant que société de développement et d'édition de jeux mobiles. La société se spécialise dans les jeux mobiles casual et <i>free-to-play</i> , et disposent également de revenus liés à son activité de licences.
Thunderful Group	Suède	107	5,0%	Thunderful Group développe et publie des jeux pour PC, consoles et mobiles. La société sert ses clients dans le monde entier et est spécialisée dans les jeux mobiles indépendants.
Rovio Entertainment	Finlande	469	11,9%	Rovio Entertainment développe et publie des jeux mobiles dans le monde entier. La société est également présente sur le segment des services marketing liés à ces jeux.
Digital Bros	Italie	329	25,6%	Digital Bros développe, publie et vend des jeux vidéo pour les PC et les téléphones mobiles, dans le monde entier. La société se concentre à la fois sur les jeux premiums et <i>free-to-play</i> .

Source : Bloomberg, données au 5 octobre 2022, cours de bourse moyen sur 1 mois

Les principales caractéristiques financières du panel constitué sont reprises ci-dessous :

Principales projections financières des sociétés retenues

Société	Croissance		Marge EBITDA		Marge EBIT	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
StillFront Group	+30,8%	+8,4%	35,6%	36,5%	21,0%	23,0%
Team17 Group	+40,2%	+9,0%	33,5%	34,7%	29,1%	30,9%
Ten Square Games	(15,0%)	(0,7%)	21,0%	20,3%	17,9%	16,6%
Thunderful Group	+3,5%	+3,7%	10,2%	13,3%	5,0%	8,8%
Rovio Entertainment	+11,2%	+2,9%	15,6%	16,8%	11,9%	13,5%
Digital Bros	+7,4%	+22,5%	42,4%	44,6%	25,6%	26,8%

Sources : Bloomberg au 5 octobre 2022, analyses Sorgem ;

Note : Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16.

Il ressort de cette analyse que les sociétés retenues :

- présentent des taux de marge projetés très supérieurs à ceux d'Atari sur la même période, la Société ne devant renouer avec la rentabilité qu'en mars 2024 ;
- sont de taille significativement supérieure à la Société (la médiane des capitalisations boursières est près de huit fois supérieure à la valeur des capitaux propres obtenue par la méthode DCF).

Par ailleurs, les marges négatives ou peu significatives d'Atari obligent à appliquer un multiple de chiffre d'affaires qui, lui, ne tient pas compte de ce défaut de rentabilité.

En outre, la taille supérieure de l'échantillon plaiderait pour l'application d'une décote de taille sur les multiples retenus²⁵.

Ces raisons nous conduisent à considérer la méthode des multiples boursiers à **titre indicatif uniquement**. En outre, les résultats obtenus par l'application d'un multiple de chiffre d'affaires non décoté devraient constituer **une borne haute** de la valeur d'Atari (marges positives des comparables et taille supérieure de l'échantillon).

²⁵ Nous indiquons par exemple que la prise en compte du rapport de capitalisation boursière entre Atari et la médiane de celle des comparables (proche de 12%) ferait ressortir une décote d'environ 15% (source : Travaux E-E. Grena, *Revue de la Société Française des Analystes Financiers*, 4^{ème} trimestre 2002).

3.3 Présentation des multiples retenus

Compte tenu de la croissance d'Atari estimée sur les prochains exercices, nous privilégions l'application de multiples prospectifs, à savoir les multiples médians VE / CA mars 2023 et mars 2024 des comparables.

Les multiples des comparables boursiers sont présentés ci-après.

Multiples boursiers mars 2022 à mars 2024 des sociétés retenues

Société	xSales		
	mars-22	mars-23	mars-24
StillFront Group	3,44x	2,63x	2,42x
Team17 Group	5,62x	4,01x	3,68x
Ten Square Games	1,06x	1,24x	1,25x
Thunderful Group	0,56x	0,54x	0,53x
Rovio Entertainment	1,15x	1,04x	1,01x
Digital Bros	2,52x	2,35x	1,92x
Moyenne	2,39x	1,97x	1,80x
Mediane	1,84x	1,80x	1,58x

Sources : Bloomberg, analyses Sorgem Evaluation.

Notes :

- Agrégats retraités des effets de la norme IFRS 16 ;
- Capitalisations boursières calculées à partir d'une moyenne sur un mois du prix de l'action au 5 octobre 2022.
- Calendarisation au 31 mars 2022 selon la date de clôture comptable la plus proche (ex : une date de clôture comptable au 31 décembre N correspond dans le tableau à mars N+1)

Si nous notons une certaine disparité des multiples de chiffre d'affaires des comparables, ceux-ci apparaissent fortement corrélés aux taux de marge d'EBIT, ce qui confirme que les résultats indicatifs obtenus par la méthode doivent constituer une borne haute de la valeur d'Atari.

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir un multiple de 3,7x le chiffre d'affaires attendu pour mars 2023 et 2,3x le chiffre d'affaires attendu pour mars 2024.

Nous avons appliqué les multiples aux agrégats de mars 2023 et mars 2024 du plan d'affaires d'Atari retenus dans l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie pour estimer la Valeur d'Entreprise de la Société.

3.4 Conclusion sur la valeur

L'application des multiples aux chiffre d'affaires 2022-23 et 2023-24 du Groupe conduit à une Valeur d'Entreprise de respectivement **28,7 M€** et **40,7 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **41,8 M€** et **53,8 M€**, et une valeur par action comprise entre **0,11 €** et **0,14 €**.

Nous retenons une valeur centrale de **0,13 €** par action, soit la moyenne de ces deux valeurs, qui, nous le rappelons, ne doit être vue que comme une valeur indicative haute.

4. Méthode des transactions comparables (à titre indicatif)

4.1 Références identifiées

Cette méthode consiste à appliquer au Groupe les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Après avoir analysé les transactions achevées au cours des trois dernières années sur les continents européen et américain sur le secteur des jeux vidéo, nous avons identifié des transactions dont (i) les cibles sont pertinentes en termes d'activités (édition et développement de jeux vidéo), et dont (ii) les informations disponibles permettent de reconstituer un multiple de chiffre d'affaires. Les transactions visant les studios de développement purs, ne réalisant pas l'édition des jeux, ont été écartées de l'analyse.

4.2 Limites de la méthode

La méthode présente plusieurs limites du fait de l'ancienneté des transactions et du peu d'informations disponibles sur la plupart d'entre elles : agrégats normatifs utilisés, contexte de la transaction, synergies potentielles, montant des compléments de prix, poids de la prime de contrôle, croissance et marges projetées de la cible notamment.

De surcroît, la marge opérationnelle historiquement négative d'Atari oblige à appliquer un multiple de chiffre d'affaires qui, lui, ne tient pas compte de ce défaut de rentabilité. Nous précisons à ce titre que la médiane des marges d'EBITDA des sociétés identifiées et dont l'information est disponible²⁶ s'élève à plus de 25%.

D'autre part, il apparaît que nombre de transactions du secteur ont été réalisées en ayant recours à des compléments de prix, sujets à des conditions de performances futures des cibles acquises. Ainsi, la Valeur d'Entreprise calculée par les bases de données financières comprend souvent une part de complément de prix qui peut *in fine* ne pas avoir été versée en totalité ni même en partie au vendeur de la cible. Les multiples calculés incluant les compléments de prix sont donc des multiples maximums.

Pour toutes ces raisons, la méthode des transactions comparables est présentée **à titre indicatif uniquement**. En tout état de cause, les résultats obtenus devraient constituer

²⁶ Cinq transactions sur huit identifiées.

une **borne haute** de la valeur d'Atari (compléments de prix non versés en totalité et marges globalement positives des cibles).

4.3 Présentation des multiples retenus

Les multiples de transactions comparables sont présentés ci-dessous, avec prise en compte ou non des compléments de prix lorsque l'information nécessaire était communiquée :

Date (réalisation)	Cible	Pays	Acquéreur	Valeur d'Entreprise 100% (M€) - incl. compl. prix	xCA excl. compl. Prix	xCA incl. compl. Prix
mai.-22	Zynga, Inc.	Etats Unis	Take-Two Interactive	9 340	4,0x	4,0x
janv.-22	Astragon Entertainment	Allemagne	Team17 Group	95	2,4x	3,3x
déc.-20	Hutch Games	Royaume Uni	Modern Times Group	298	6,9x	7,3x
sept.-20	Nanobit doo	Croatie	Stillfront Group	127	3,6x	4,3x
juil.-19	Seriously Digital Entert. Oy	Finlande	Playtika	326	4,5x	5,5x
févr.-21	Headup GmbH	Allemagne	Thunderful Group AB	11	1,2x	2,6x
nov.-20	Big Blue Bubble, Inc.	Canada	Enad Global 7 AB	49	1,3x	6,2x
janv.-20	Moon Active Ltd	Israël	Insight Partners	1 134	2,5x	2,5x
Moyenne					3,3x	4,5x
Médiane					3,1x	4,1x

Sources : MergerMarket, Epsilon Research, analyses Sorgem Evaluation

Note : Multiples calculés sur les agrégats des derniers comptes publiés à la date de la transaction

A titre indicatif, le Prix d'Offre fait ressortir un multiple de 4,0x le chiffre d'affaires 2022 d'Atari.

Nous avons appliqué les multiples de chiffre d'affaires avec et sans compléments de prix au chiffre d'affaires 2022 d'Atari.

4.4 Conclusion sur la valeur

L'application des multiples au CA 2022 de la Société conduit à une Valeur d'Entreprise indicative d'Atari de respectivement **45,8 M€** et **61,3 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **58,9 M€** et **74,4 M€**, et une valeur par action comprise entre **0,16 €** et **0,20 €**.

Nous retenons une valeur centrale de **0,18 €** par action, soit la moyenne de ces deux valeurs, qui, nous le rappelons, ne doit être vue que comme une valeur indicative haute.

5. Référence de valeur : Cours de bourse (à titre indicatif)

Racheté en 2000 par la société Infogrames Entertainment, alors cotée à la bourse de Paris, le Groupe Atari est aujourd'hui coté sur le compartiment Euronext Growth Paris. A la date du dépôt du projet d'Offre, le flottant du Groupe représentait 76,80% du capital²⁷.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du Groupe sur deux périodes :

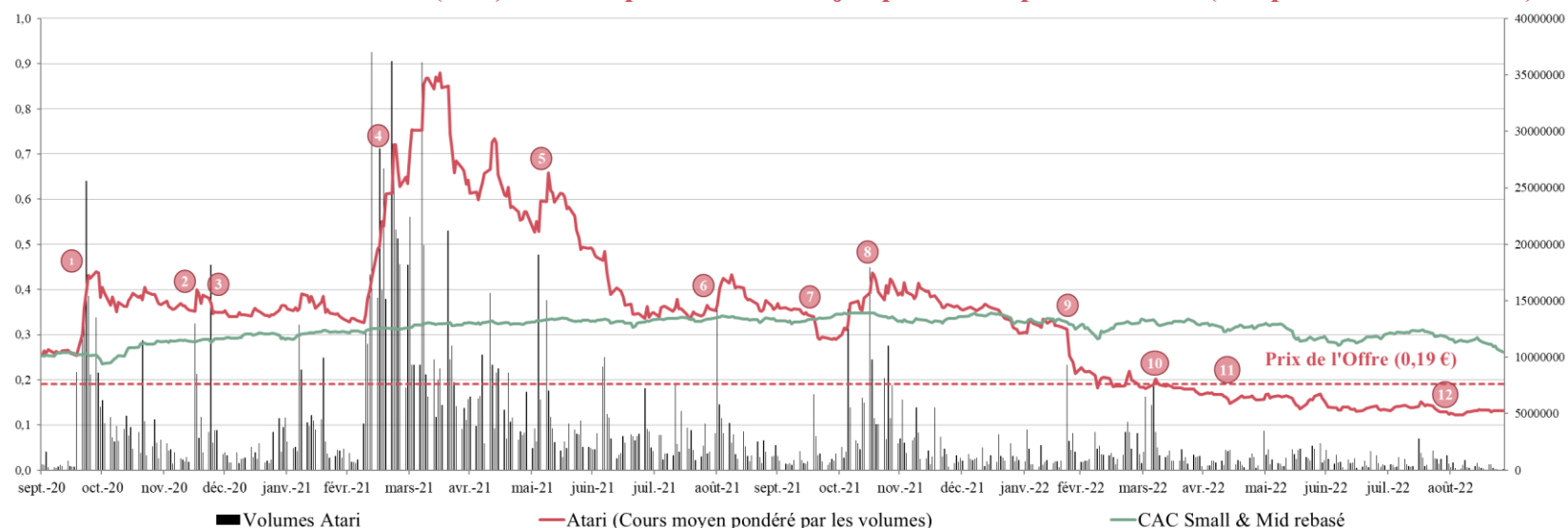
- une première période sur les 24 mois qui précèdent l'annonce de l'Offre, soit du 22 septembre 2020 au 22 septembre 2022 ;
- une seconde période postérieure à cette annonce, comprise entre le 22 septembre 2022 et le 11 octobre 2022.

5.1 Référence au cours de bourse jusqu'au 22 septembre 2022, avant l'annonce de l'Offre

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action du Groupe, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse des deux dernières années, du 22 septembre 2020 au 22 septembre 2022, date à laquelle est observé le dernier cours de bourse avant l'annonce de l'Offre.

²⁷ Projet de note d'information.

Evolution du cours de bourse (en €) du Groupe sur deux ans jusqu'au 22 septembre 2022 (comparé au CAC Small)



Légende	Date	Evènement
1	16/10/2020	Accord avec Bitcoin.com Exchange pour une vente publique et une cotation de l'Atari Token.
2	16/12/2020	Livraison des premières unités de l'Atari VCS.
3	22/12/2020	Augmentation de capital d'un montant de 5,8 M€ via l'émission d'actions nouvelles au prix de 0,32€ par action.
4	22/03/2021	Atari étend son partenariat hôtelier avec le Groupe ICICB à de nouveaux pays en Europe en Afrique et en Asie.
5	31/05/2021	Atari annonce la disponibilité des consoles VCS en grandes surfaces dès le 15 juin 2021 aux Etats-Unis.
6	16/08/2021	Publication des résultats annuels 2020/2021, avec un chiffre d'affaires en diminution de -10,9% à taux de change courant et une perte de 5,5 M€.
7	15/10/2021	Révisions à la baisse des résultats par rapport aux estimations communiqués en août, faisant apparaître une perte nette de 11,9 M€.
8	23/11/2021	Atari annonce la réalisation d'un investissement stratégique de 3,5 M\$US dans Antstream et a conclu la vente de parcelles de terrain NFTs dans The Sandbox à un tiers pour 4,3 M\$.
9	21/02/2022	Atari annonce une augmentation de capital afin de consolider son bilan.
10	30/03/2022	Fin des accords avec Crypto Blockchain Industry.
11	18/04/2022	Fin des accords de licences avec ICICB.
12	28/07/2022	Publication des résultats annuels.

Source : Bloomberg et Euronext

Le graphique met en évidence une volatilité très forte de l'action Atari sur la période d'analyse, qui peut être expliquée par l'évolution de certains marchés sous-jacents de la Société (notamment le segment Blockchain), les changements stratégiques opérés et un attrait du titre par des actionnaires connaissant la marque (qui est très notoire) mais ne se fondant pas nécessairement pour leur choix d'investissement sur des analyses financières détaillées (qui sont elles-mêmes rendues plus complexes à mettre en œuvre dans un contexte où la Société est peu ou pas suivi par des analystes financiers). La caractéristique « penny stock » du titre (cours de l'action se traitant en centimes) peut également être de nature à favoriser la spéculation.

Compte tenu de ces éléments, nous ne retenons la référence au cours de bourse qu'à titre indicatif.

On distingue plusieurs phases d'évolution du cours de bourse du Groupe sur la période :

- d'octobre 2020 à février 2021, on observe tout d'abord une forte progression du cours à la suite de l'annonce de la vente publique du token Atari, puis une relative stabilité avec une faible réaction à l'annonce de l'augmentation de capital ;
- de début mars à fin avril 2021, le cours de l'action Atari est multiplié par trois, sans que nous soyons en mesure d'identifier des annonces opérationnelles majeures. Il est cependant à observer sur la période une forte progression du cours de l'Atari token et de l'ensemble des cryptomonnaies ;
- de mai à juillet 2021, le cours de l'action Atari chute et retrouve son niveau de fin d'année 2020, en lien avec l'évolution des cours de l'Atari token et de l'ensemble des cryptomonnaies sur la période ;
- d'août 2021 à février 2022, le cours réagit fortement aux annonces opérationnelles, tant à la hausse qu'à la baisse ;
- après une baisse significative liée à l'annonce de l'augmentation de capital le 21 février 2022, le cours suit une tendance globalement baissière jusqu'à l'annonce de l'Offre.

Le tableau ci-après donne de plus amples indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes, jusqu'au 22 septembre 2022. On y observe un volume moyen non négligeable ; la rotation du flottant représente 148,3% sur 12 mois soit 113,9% du capital total échangé.

Analyse du cours de bourse du Groupe sur deux ans jusqu'au 22 septembre 2022

A la date d'annonce de l'Offre	Spot*	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois	24 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	0,13	0,13	0,14	0,16	0,29	0,47
<i>Prime/(Décote) induite par le prix d'offre</i>	45,6%	47,5%	35,2%	15,3%	-34,4%	-60,0%
Cours le plus haut (€)	-	0,13	0,17	0,22	0,44	0,88
Cours le plus bas (€)	-	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Volume moyen quotidien (en milliers d'actions)	-	496	741	1 120	1 683	3 478
Volume cumulé (en milliers d'actions)	-	11 419	48 936	145 646	435 792	1 794 405
Nb de jours avec échanges	-	23	66	130	259	516
Nb de jours de bourse	-	23	66	130	259	516
Rotation du flottant (Volumes cumulés / flottant)	-	3,9%	16,7%	49,6%	148,3%	610,8%

Source : Bloomberg au 22 septembre 2022.

Note : Cours pondérés par les volumes.

*Le spot correspond au cours de clôture au 22 septembre 2022.

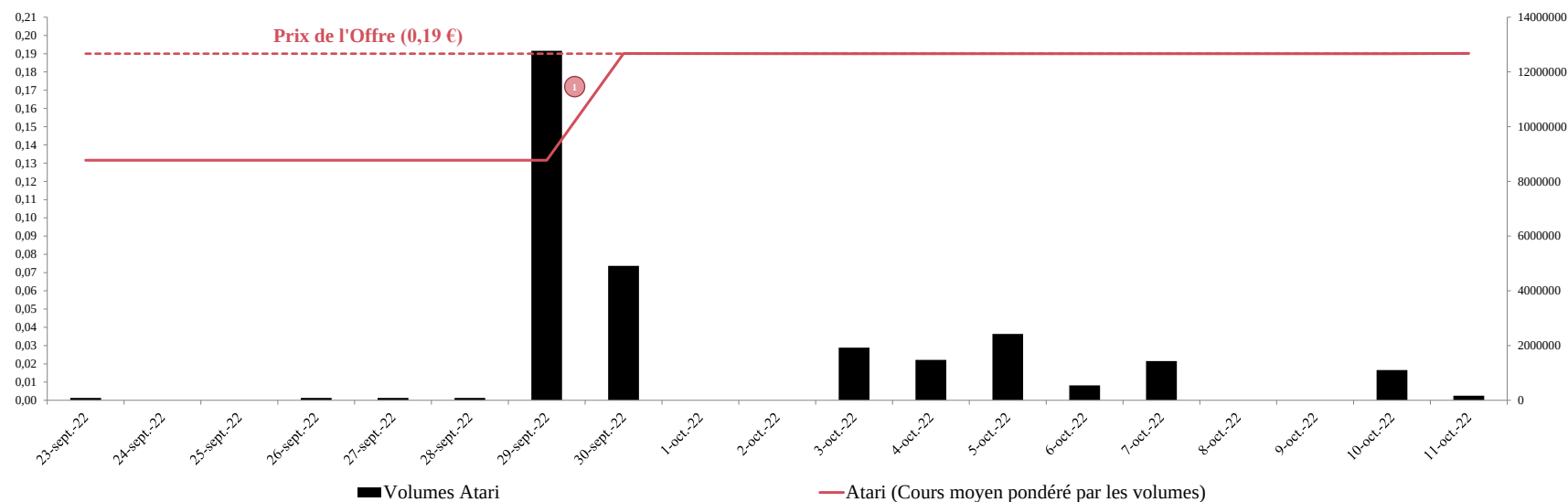
Le Prix d'Offre de 0,19 € par action Atari extériorise :

- une prime de +45,6% par rapport au cours de clôture du 22 septembre 2022, soit le dernier cours observé avant l'annonce de l'Offre ;
- une prime comprise entre +47,5% et +15,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur le mois (0,13 €) et les six mois (0,16 €) précédant l'annonce de l'Offre.

5.2 Evolution du cours de bourse depuis le 22 septembre 2022

Après l'annonce de l'Offre, le cours s'est établi entre 0,1900€ et 0,1905€, soit un prix moyen très légèrement supérieur au prix d'Offre.

Evolution du cours de bourse (en €) du Groupe depuis le 22 septembre 2022



Légende	Date	Evènement
1	29/09/2022	Premier jour de Bourse après l'annonce de l'OPA

Source : Bloomberg et Société

6. Référence de valeur : dernière opération récente et significative sur le Capital (à titre indicatif)

Le 30 mars 2022, dans le cadre d'une augmentation de capital, l'Initiateur a souscrit à 31 223 911 actions de la Société pour une **valeur unitaire de 0,164 euro**.

V. ACCORD CONNEXE A L'OFFRE

Le 23 septembre 2022, l'Initiateur a remis à la Société une lettre d'offre engageante présentant son intention de déposer l'Offre et les engagements pris dans ce cadre (l'« Accord Relatif à l'Offre »), décrivant les motifs de l'Offre et prévoyant notamment²⁸ l'engagement du Conseil d'administration de la Société (i) d'accueillir favorablement le projet d'Offre dans l'attente du rapport de l'expert indépendant, (ii) de ne pas activer de clause de *vesting* accéléré des plans de stocks options et (iii) de ne pas solliciter d'offre alternative par un tiers. Sur ce dernier point, les offres concurrentes non sollicitées peuvent être considérées et recommandées par le Conseil d'Administration après avoir permis à l'Initiateur de revoir son Offre.

A la suite de discussions entre l'Initiateur et la Société, cette dernière a contresigné cet Accord Relatif à l'Offre le 25 septembre 2022.

L'analyse des dispositions de cet accord nous amène à conclure que celui-ci n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitement entre actionnaires.

Le projet de note d'information du 28 septembre 2022 indique que l'Initiateur n'a pas connaissance d'un autre accord et n'est pas partie à un autre accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre.

²⁸ Les principales conditions de l'Accord Relatif à l'Offre sont reprises dans le Projet de note en réponse.

VI. SYNERGIES LIEES A L'OFFRE ET CONSEQUENCES DE L'OPERATION

Il nous a été indiqué que l'Initiateur étant une société holding actionnaire de référence d'Atari, il n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société.

VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

1. Méthodes et références retenues

Rothschild Martin Maurel (ci-après « l'Etablissement Présentateur ») retient, comme nous l'avons fait, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

L'Etablissement Présentateur retient également à titre principal l'analyse du cours de bourse, tandis que nous retenons cette référence à titre indicatif.

Rothschild Martin Maurel présente également à titre indicatif, comme nous l'avons fait, (i) la méthode des comparables boursiers, (ii) celle des transactions comparables et (iii) la référence à une transactions récente sur le capital.

2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par l'Etablissement Présentateur conduit à une valeur centrale par action de 0,165 €, contre une valeur de 0,131 € dans nos travaux.

Cet écart de +0,03 € par action provient essentiellement de :

- l'utilisation d'un taux d'actualisation plus faible pour l'Etablissement Présentateur (11,7% contre 14,5%) et ;
- d'un chiffre d'affaires normatif supérieur au nôtre, en lien avec une extrapolation du plan d'affaires jusqu'en 2030, soit sur une période de cinq ans, contre seulement deux ans dans nos travaux ;
- en partie compensée par la prise en compte, dans nos éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres, (i) des actifs hors exploitation, comprenant la réévaluation du gain potentiel sur les déficits reportables et (ii) d'une date de passage différente, avec un impact sur la position de trésorerie et de dette financière brute.

Nous présentons ci-après les autres différences principales, dont les impacts sont plus mesurés et se compensent partiellement entre eux :

- un taux de marge d'EBITDA normatif légèrement supérieur au nôtre (29% contre 28%) ;
- un niveau d'investissement normatif supérieur au nôtre (11,0% du chiffre d'affaires contre 7,5% du chiffre d'affaires) ;
- des estimations de BFR différentes, ce dernier étant estimé nul selon nos discussions avec le Management ;
- les actions gratuites attribuées, prise en compte dans le nombre d'actions par l'Etablissement Présentateur, dont l'attribution définitive n'interviendra que dans le futur et dont nous avons considéré l'impact dilutif comme non significatif.

Les écarts résiduels proviennent de différences sur la date d'évaluation (30 septembre 2022 pour l'Etablissement Présentateur, contre 15 octobre 2022 pour la nôtre) et sur le niveau de dotations aux amortissements.

3. Méthode des comparables boursiers

La différence entre nos résultats (moyenne de 0,13€ par action) et ceux de l'Etablissement Présentateur (moyenne de 0,11 € par action) résulte principalement de la définition de l'échantillon de sociétés comparables.

Comme l'Etablissement Présentateur, nous avons retenu les sociétés Stillfront, Team17, TenSquare et Thunderful. Rothschild Martin Maurel a également retenu les sociétés suivantes dans son échantillon : Nexon, Playtika, SciPlay et Com2Us. Nous avons exclu ces sociétés en raison de (i) critères géographiques (pour Playtika, Nexon et Com2us, établies hors d'Europe et des Etats-Unis) ou bien (ii) leur spécialisation dans les jeux de type casino (SciPlay).

Les différences de multiples sur les sociétés retenues s'expliquent par :

- la date des paramètres de marché : les multiples de l'Etablissement Présentateur sont déterminés au 22 septembre 2022, alors que les nôtres le sont au 5 octobre 2022 ;
- la présentation de multiples post IFRS 16 par l'Etablissement Présentateur, alors que nous présentons des multiples retraités de l'impact IFRS 16 ;
- l'intégration des provisions pour compléments de prix dans nos multiples, alors que l'Etablissement présentateur n'effectue par ces retraitements.

Par ailleurs, les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action diffèrent, du fait :

- de la prise en compte des actions gratuites attribuées dans le nombre d'actions par l'Etablissement présentateur (*cf. supra*) ;
- de la prise en compte, dans nos éléments de passage des actifs hors exploitation comprenant la réévaluation du gain potentiel sur les déficits reportables ;
- d'une date de passage différente, impactant la position de trésorerie et de dette financière brute (impact inférieur à 0,01€ par action).

4. Méthode des transactions comparables

La différence entre nos résultats (moyenne de 0,18€ par action) et ceux de l'Etablissement Présentateur (valeur de 0,19€ par action) résulte principalement de la définition de l'échantillon de transactions comparables.

Comme l'Etablissement Présentateur, nous avons retenu la transaction sur Zynga.

Nous ne retenons pas les autres transactions retenues par l'Etablissement Présentateur du fait (i) de leur antériorité (transactions datées de 2016, 2017 ou 2018), (ii) de la non-réalisation de ces transactions à la date du présent rapport ou bien (iii) de l'absence d'information sur ces transactions dans nos bases de données.

Par ailleurs, les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par actions diffèrent, du fait :

- de la prise en compte des actions gratuites attribuées dans le nombre d'actions par l'Etablissement présentateur (*cf. supra*) ;
- de la prise en compte, dans nos éléments de passage des actifs hors exploitation comprenant la réévaluation du gain potentiel sur les déficits reportables ;
- d'une date de passage différente, impactant la position de trésorerie et de dette financière brute (*cf. supra*) ;
- de la prise en compte des dettes locatives (IFRS 16) par l'Etablissement Présentateur.

5. Référence à une transaction récente sur le capital

Comme l'Etablissement Présentateur, nous retenons la référence à la transaction significative et récente sur le capital à titre indicatif.

6. Analyse du cours de bourse

Rothschild Martin Maurel retient la référence au cours de bourse à titre principal tandis que nous retenons cette référence à titre indicatif.

L'analyse du cours de bourse de l'Etablissement Présentateur est similaire à la nôtre, avec néanmoins des périodes supplémentaires chez l'Etablissement Présentateur²⁹.

²⁹ Cours Spot, moyennes 1, 3, 6 et 12 mois chez Rothschild Martin Maurel contre des moyennes 1 et 6 mois pour Sorgem.

VIII. REPONSE AUX EVENTUELS COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES

Nous n'avons pas reçu de courrier d'actionnaires minoritaires précisant leur identité ou leur qualité d'actionnaires.

Nous avons reçu des mails non signés et sans précision quant à la qualité d'actionnaires ou non du rédacteur des mails. Ces mails semblaient être des copier-coller de discussions sur des forums boursiers et revenaient essentiellement sur la compréhension de l'historique de la Société, sans livrer aucune analyse financière ni avis sur la valeur de la Société. Certaines questions relevaient du calendrier de l'opération, consultable dans les documents disponibles sur le site de l'AMF.

Dans ce contexte, nous n'avons pas de commentaires à formuler sur les courriers qui nous ont été adressés.

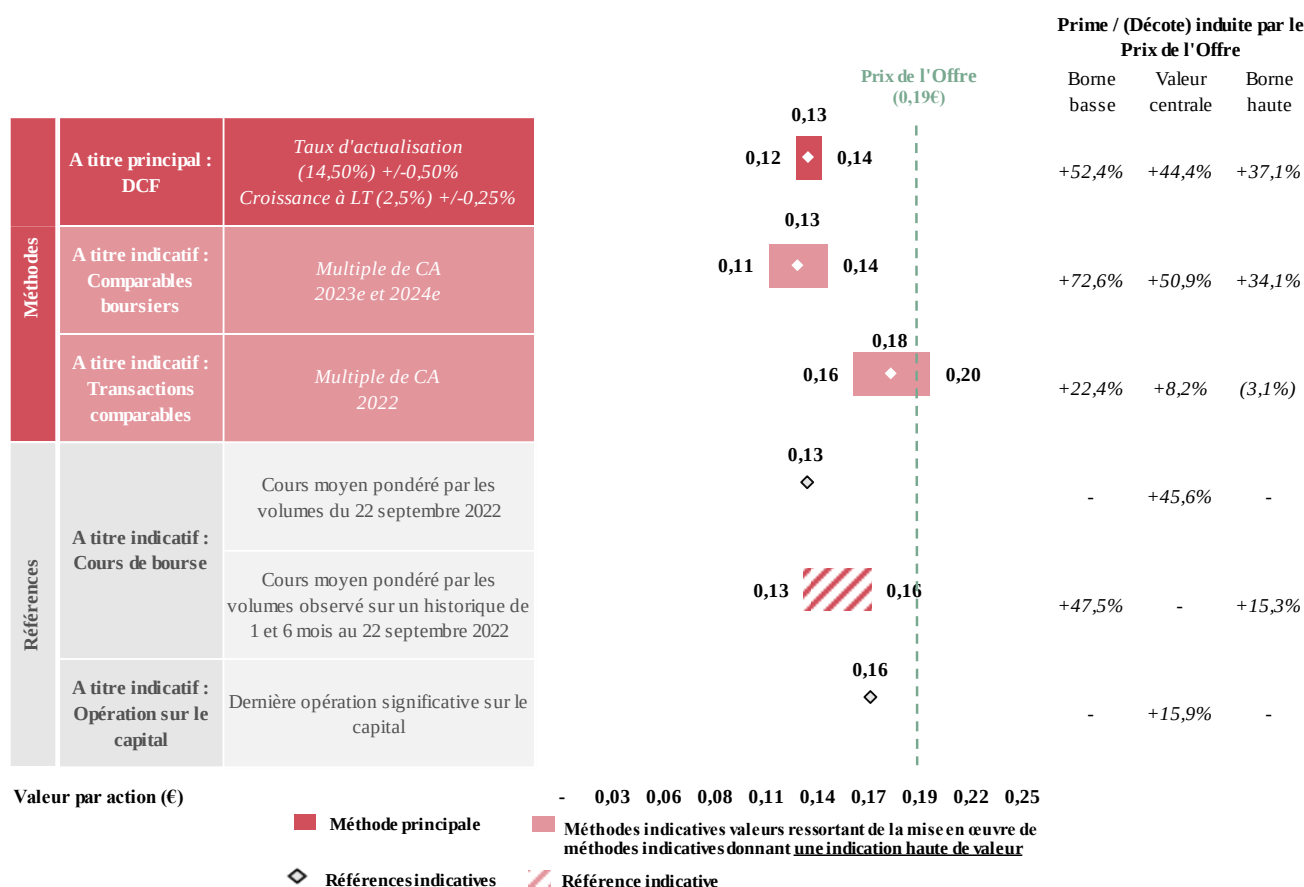
IX. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés le 2 septembre 2022 par le Comité d'Administration d'Atari, sur recommandation du comité ad hoc et en application des articles 261-1 I et 261-1 III du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis du Groupe, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'Offre Publique d'Achat ;
- l'accord connexe à l'Offre (article 261-1 du RG-AMF, 4^{ème} alinéa) n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions offertes dans le cadre de l'Offre ou l'égalité de traitements entre actionnaires. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre ;
- aucune synergie n'est attendue de l'Opération.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation est présentée ci-après (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 0,19 € :

- est supérieur de 44% à la valeur centrale de notre analyse DCF (0,13 €) menée à titre principal ;
- est supérieur de 51% à la valeur centrale ressortant de notre analyse des comparables boursiers, présentée à titre indicatif et ne tenant pas compte d'une décote difficile à quantifier mais qu'il serait économiquement justifié de retenir afin de tenir compte de la différence de profil entre la Société et les sociétés comparables de l'échantillon ;
- est supérieur de 8% à la valeur centrale ressortant de notre analyse des transactions comparables, présentée à titre indicatif et ne tenant pas compte d'une décote difficile à quantifier mais qu'il serait économiquement justifié de retenir afin de tenir compte de la différence de profil entre la Société et les sociétés comparables de l'échantillon ;
- est supérieur de 15% à 47% aux références de cours de bourse présentées à titre indicatif ;

- est supérieur de 16% à la référence à la dernière opération sur le capital présentée à titre indicatif.

Dans ces conditions, nous considérons que les conditions financières de l'offre publique d'achat sont équitables pour les actionnaires du Groupe.

Fait à Paris, le 17 octobre 2022,

Pour Sorgem Evaluation



Thomas HACHETTE
Associé
SORGEM EVALUATION

Annexes

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre et des éléments présentés dans le projet de note d'information ;
- Analyse de l'information publique disponible sur le Groupe, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2019-20) ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient le Groupe ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 3 derniers exercices ;
- Entretiens avec le Groupe sur les points suivants :
 - > description des activités du Groupe, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - > présentation et explication de la performance historique ;
 - > présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses sous-jacentes ;
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions le Groupe à travers :
 - > la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation – taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
 - > la méthode des comparables boursiers à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
 - > la méthode des transactions comparables à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse des conditions le cas échéant, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
 - > l'analyse du cours de bourse à titre indicatif ;
 - > l'analyse des dernières transactions significatives sur le capital à titre indicatif ;
- Analyse du rapport d'évaluation établi par l'Etablissement Présentateur et échanges sur ce rapport ;

- Obtention des lettres d'affirmation (Groupe et Initiateur) ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

Groupe Atari

Geoffroy CHATEAUVIEUX : Directeur Général des Opérations

Blaine CHESHIRE : CFO USA

Membres du comité ad hoc

Alexandre ZYNGIER, administrateur non indépendant

Jessica TAMS, administratrice indépendante

Kelly BIANUCCI, administratrice indépendante

Rothschild Martin Maurel (Etablissement Présentateur)

Pierre-Henry CHAPPAZ : Associé Gérant

Sébastien TRAVERS : Directeur

Jacques DEEGE : Head of Legal Department

Amandine SOUIN : Legal Counsel

Gide Loyrette Nouel (Conseils juridiques)

Charles DE REALS : avocat Associé

Corentin CHARLES : avocat Associé

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes Groupe	Groupe
Données de gestion (CA par clients, industries, etc.)	Groupe
Analyses de marché	Groupe, sites internet, Xerfi
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	Bloomberg, S&P Capital IQ
Informations financières des sociétés comparables	Bloomberg, sociétés
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas, etc.)	Bloomberg, S&P Capital IQ
Information sur les transactions du secteur	MergerMarket, Epsilon
Plan d'affaires	Groupe
Rapport d'évaluation de l'Etablissement Présentateur	Etablissement Présentateur
Projet de note d'information	Initiateur
Lettres d'affirmation	Initiateur, Groupe
Projet de note en réponse	Groupe

4. Calendrier de la mission

- Premiers échanges dans le cadre de la réponse à l'appel d'offres pour la réalisation d'une mission d'expertise indépendante au cours du mois d'août 2022 ;
- Etablissement d'une lettre de mission : 30 août 2022 ;
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Comité d'Administration : 2 septembre 2022 ;
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec le Groupe et l'Etablissement Présentateur et rédaction du projet de rapport : du 8 septembre (première réception de documents de la part du Groupe) au 17 octobre 2022 ;
- Obtention de lettres d'affirmation (17 octobre 2022) et remise de la version finale de notre rapport (17 octobre 2022).

5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 60 000 euros hors taxes et débours, représentant environ 270 heures de travail.

6. Lettre de mission

DocuSign Envelope ID: BF0DBD11-B59B-4BBF-965C-CA561182A946

ATARI SA
Société anonyme au capital de 3.825.342,86 euros
25, rue Godot de Mauroy, 75009 Paris, France
341 699 106 RCS Nanterre
(la "Société")

LETTRE DE MISSION

SORGEM Evaluation
11, rue LEROUX
75016 PARIS

A l'attention de Thomas Hachette
(thachette@sorgemeval.com)

Paris, le 17 octobre 2022

Objet : Désignation de l'expert indépendant – Projet d'offre publique d'achat (l'« Offre ») sur les actions Atari (la « Société ») initié par la société IRATA LLC.

Monsieur,

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat qui a été déposé le 28 septembre 2022 auprès de l'Autorité des Marchés Financiers par notre actionnaire de référence IRATA LLC, qui détenait à la date du dépôt 21,37% du capital et 21,18% des droits de vote théoriques (sur la base du nombre d'actions et de droits de vote de la Société au 31 août 2022), le Conseil d'Administration d'Atari SA a l'obligation de désigner un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre en application de l'article 261-1 I-2° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

A cette fin, le Conseil d'Administration d'Atari a constitué en date du 23 août 2022 un Comité *ad hoc* ayant notamment pour mission d'effectuer des recommandations sur le choix d'un expert indépendant, et d'assurer le suivi de ses travaux.

Le Comité *ad hoc* a recommandé votre cabinet lors du conseil d'administration du 2 septembre 2022, sur la base de votre proposition de service détaillée. Le Conseil d'Administration a suivi cette recommandation vous désignant en qualité d'expert indépendant justifiant la remise de cette lettre de mission, aux fins :

- d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat ; et
- de se prononcer sur le caractère équitable de l'Offre.

Les termes et conditions de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre proposition annexée aux présentes et acceptée par le Conseil d'Administration de la Société lors de sa réunion du 2 septembre 2022, étant précisé que vos honoraires s'élèveront à un montant total de 60.000€ HT.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de situation de conflit d'intérêts au sens de l'article I de l'instruction AMF 2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Geoffroy Châteauneux
COO

 Geoffroy Châteauneux