SORGEM
ÉVALUATION

ATTESTATION D'EQUITE POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS CONCERNANT LE PROJET DE RESTRUCTURATION FINANCIERE DE LA SOCIETE NACON

Paris, le 2 novembre 2026

Consultation réalisée à la demande du Conseil d'Administration de la société NACON

N/Réf : 26/457/R/TH/JV/VV

11, rue Leroux
75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

Sommaire

GLOSSAIRE 5

LIMINAIRE 11

I. PRESENTATION DU PLAN DE RESTRUCTURATION 12

1. Cadre et principales modalités du plan envisagé 12
2. Réaménagement du passif 13
3. Opérations sur le capital 17

3.1 AK n°1 en numéraire avec maintien du DPS 17
3.2 AK n°2 par conversion des créances intragroupe 19
3.3 AK n°3 au titre de la commission de garantie 19
3.4 Plan d'intéressement du management 21
3.5 Incidence des opérations sur l'actionnariat 22
3.6 Synthèse des étapes des opérations sur le capital 22

4. Conditions de réalisation 24

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION 26

1. Présentation de SORGEM Evaluation et sélection de références 26
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission 28
3. Déclaration d'indépendance 30
4. Réserves 31

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE 33

1. Présentation de la Société 33

1.1 Présentation générale et chiffres clés 33
1.2 Organigramme 33

2. Présentation des activités de la Société 34

2.1 L'activité Jeux Vidéo 36
2.2 L'activité Accessoires 38

3. Historique de la société jusqu'en 2026 39
4. Présentation du marché dans lequel intervient la Société 41

4.1 Un marché marqué par le cycle de la crise sanitaire 41
4.2 Environnement concurrentiel 42
4.3 Dynamiques structurantes du marché 43

4.3.1. Jeux vidéo 43
4.3.2. Accessoires gaming 44

4.4 Les perspectives du marché mondial du jeu vidéo 46
4.5 Conclusion 47

5. Principales données financières historiques de la Société 48

5.1 Principaux éléments du compte de résultat 48

5.1.1. Évolution du chiffre d'affaires 48
5.1.2. Évolution des charges d'exploitation 50
5.1.3. Évolution des marges 50

5.2 Principaux éléments du bilan économique 52

5.2.1. Capitaux employés 52
5.2.2. Capitaux investis 53

5.3 Conclusion 54

6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces 55

IV. ÉVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE 56

1. Approche méthodologique 56

1.1 Approche et méthodes mises en œuvre 56

1.1.1. Première étape : l'estimation de la Valeur d'Entreprise de la Société en continuité d'exploitation (cf. § IV.2.) 56

1.1.2. Deuxième étape : la prise en compte de la situation actuelle de la Société dans la Valeur d'Entreprise (cf. § IV.3.) 56

1.1.3. Troisième étape : le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (cf. § IV.4.) 57

1.1.4. Quatrième étape : calcul de la Valeur des Fonds Propres et synthèse (cf. § IV.5.) 57

1.2 Méthodes et références écartées 57

1.2.1. Cours de bourse 57

1.2.2. Objectifs de cours des analystes 63

1.2.3. Transactions récentes sur le capital de Nacon 63

1.2.4. Actif net comptable consolidé 63

1.2.5. Actif net réévalué 64

2. Estimation de la Valeur d'Entreprise de la Société 64

2.1 Méthode DCF (retenue à titre principal) 64

2.1.1. Principe de la Méthode DCF 64

2.1.2. Hypothèses de calcul du flux normatif 68

2.1.3. Estimation du taux d'actualisation 69

2.1.4. Conclusion sur la VE issue de la Méthode DCF 73

2.2 Valeur de l'économie liée aux déficits fiscaux reportables 74

2.3 Conclusion sur la Valeur d'Entreprise retenue 75

2.4 Méthode des comparables boursiers (présentée à titre indicatif) 75

2.4.1. Principe 75

2.4.2. Présentation des sociétés retenues 77

2.4.3. Multiples retenus 84

2.4.4. Conclusion sur la VE issue de la Méthode des comparables boursiers 89

2.5 Méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif) 91

2.5.1. Principe 91

2.5.2. Présentation des transactions retenues 92

2.5.3. Multiples retenus 97

2.5.4. Conclusion sur la VE issue de la Méthode des transactions comparables 99

2.6 Synthèse de la Valeur d'Entreprise 101

3. Prise en compte des conséquences de la situation actuelle de la Société sur la Valeur d'Entreprise 102

3.1 Pré-Plan de restructuration 102

3.2 Post-Plan de restructuration 103

4. Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres 103

4.1 Pré-Plan de restructuration 103

4.2 Post-Plan de restructuration 109

5. Valeur des Fonds Propres et valeur par action 112

5.1 Pré-Plan de restructuration 112

5.2 Post-Plan de restructuration 112

V. DEFINITION DU CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS 113

VI. ANALYSE DES PRINCIPALES MODALITES DU PLAN ET DE LEURS IMPACTS 114

1. Un endettement net ramené à un niveau compatible avec le Plan d'Affaires Nacon 114
2. En l'absence de restructuration, une liquidation probable, qui ne laisserait aucune valeur aux actionnaires 115
3. Des prix d'émission appréciés au regard de la valeur par action après restructuration 116
4. Des créanciers qui supportent eux-mêmes une décote significative 119
5. Une dilution massive des actionnaires actuels, au profit de BBI et des garants 121
6. Un intérêt économique à souscrire à l'AK n°1 ou, à défaut, à céder ses DPS ... 122
7. Les conditions particulières consenties à BBI dans le plan 122
8. Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel 123

VII. ACCORDS CONNEXES 125

1. Les engagements de garantie et leur rémunération 125
2. Le plan d'intéressement du management 128
3. Le traitement du CIC 130
4. Conclusion sur les accords connexes 130

VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS 131

ANNEXES 133

1. Programme de travail 133
2. Liste des personnes rencontrées ou contactées 134
3. Principaux documents et informations utilisés 135
4. Calendrier de la mission 135
5. Rémunération 136
6. Lettre de mission 137

Glossaire

Les dénominations suivantes sont utilisées dans le présent rapport :

AA	Segment des jeux vidéo à budget de développement intermédiaire, situé entre les productions à gros budget des grands éditeurs internationaux et les productions indépendantes
AACE	Autres Achats et Charges Externes
Accessoires	Désigne l'activité de conception et de distribution d'accessoires gaming de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANR	Actif Net Réévalué
APEI	Association Professionnelle des Experts Indépendants
B2B	Business to Business : activité dont les clients sont des entreprises (en l'espèce, les consoliers, les plateformes de distribution numérique et les distributeurs) et non directement les consommateurs
Back-catalogue	Ensemble des jeux sortis au cours des exercices précédents et toujours commercialisés
BBI	Désigne la société Bigben Interactive SA, société mère du Groupe et actionnaire majoritaire de la Société
Bêta ou β	Mesure du risque de marché d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Bigben Connected	Désigne la société Bigben Connected SAS, filiale de BBI spécialisée dans les accessoires mobiles, cédée le 7 octobre 2026

CA	Chiffre d'Affaires
CAPEX	Capital Expenditure ou dépenses d'investissement nettes des cessions d'actifs
Cessation des paiements	Impossibilité pour le débiteur de faire face au passif exigible avec son actif disponible
CNEJEF	Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance
D&A	Dotations aux Amortissements
Date d'Évaluation	30 septembre 2026
DCF	Discounted Cash Flows
Déficits fiscaux reportables	Pertes fiscales imputables sur les bénéfices des exercices ultérieurs, dans la limite des plafonds légaux
DFN	Dette Financière Nette
Earn-out	Complément de prix conditionnel dû aux cédants des sociétés acquises, fonction de leurs performances futures
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ETP	Équivalent Temps Plein
FMI	Fonds Monétaire International
Free-to-play	Modèle économique de jeu vidéo à accès gratuit, monétisé par des achats intégrés
Goodwill	Écart entre le prix d'acquisition d'une société et la juste valeur de ses actifs et passifs identifiables

GTA	Grand Theft Auto
IA	Intelligence Artificielle
IBR	Independent Business Review
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFRS 16	Norme IFRS relative aux contrats de location
IS	Impôt sur les Sociétés
Jeux Vidéo	Désigne l'activité d'édition de jeux vidéo de la Société
K€	Milliers d'euros
le Groupe	BBI et ses filiales
le Management	Management de Nacon
la Société	Désigne la société Nacon SA (et, pour la présentation de ses activités et de ses comptes consolidés, Nacon SA et ses filiales consolidées)
M$	Millions de dollars américains
M€	Millions d'euros
Md$	Milliards de dollars américains
Md€	Milliards d'euros
MEDAF	Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers
Micro Cap	Sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 3,7 M$ et 782,2 M$
Micro-transactions	Achats de faible montant unitaire réalisés au sein d'un jeu (contenus additionnels, objets virtuels)

Mid Cap	Sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 4,2 Md$ et 20,5 Md$
Minimum garanti	Montant fixe versé à l'éditeur par une plateforme de distribution lors de la mise à disposition d'un jeu, indépendamment de ses ventes futures
Mkt Cp	Market Capitalization
NA	Non applicable
Nacon	Désigne la Société
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
Obligations échangeables	Obligations émises par Bigben Interactive, dont le remboursement peut intervenir par remise d'actions Nacon existantes
OPA	Offre Publique d'Achat
OPAS	Offre Publique d'Achat Simplifiée
OPR	Offre Publique de Retrait
Passif gelé	Désigne les dettes de la Société nées antérieurement au jugement d'ouverture du redressement judiciaire
PC	Personal Computer
Période d'observation	Période ouverte par le jugement d'ouverture d'une procédure collective, au cours de laquelle l'activité est poursuivie et la situation du débiteur analysée en vue de l'élaboration d'un plan
P&L	Profit and Loss
Plan d'Affaires Nacon	Désigne le plan d'affaires de la Société sur la période 2027-2037, établi dans le cadre de l'IBR

Plan de restructuration	Désigne le projet de plan de redressement de la Société, dans sa version du 26 octobre 2026, et les opérations sur le capital qu'il prévoit
Plan de sauvegarde de l'emploi	Ensemble de mesures visant à éviter ou limiter les licenciements pour motif économique et à faciliter le reclassement des salariés
post-Plan	Désigne la situation de la Société à l'issue de la mise en œuvre du Plan de restructuration
Premium	Jeu vendu à l'unité à prix plein
pré-Plan	Désigne la situation de la Société en l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration
RCS	Registre du Commerce et des Sociétés
R&D	Recherche et Développement
Redressement judiciaire	Procédure collective ouverte à l'égard d'un débiteur en cessation des paiements, destinée à permettre la poursuite de l'activité, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif
RO	Retrait Obligatoire
Redevances	Montants versés à l'éditeur par les plateformes de distribution en fonction des ventes de ses jeux, en complément du minimum garanti
Sauvegarde accélérée	Procédure collective ouverte à la demande d'un débiteur engagé dans une procédure de conciliation, destinée à permettre l'adoption rapide d'un plan par les classes de parties affectées
SELL	Syndicat des Éditeurs de Logiciels de Loisirs
SFEV	Société Française des Évaluateurs
TCAM	Taux de Croissance Annuel Moyen

URD	Universal Registration Document
Valeur des Fonds Propres	Valeur revenant aux actionnaires, égale à la Valeur d'Entreprise diminuée de la dette financière nette et des autres éléments de passage
VE	Valeur d'Entreprise
VT	Valeur Terminale

Liminaire

Le Tribunal de commerce de Lille Métropole a ouvert, le 2 mars 2026, une procédure de redressement judiciaire au bénéfice de Nacon (ci-après « la Société »). Cette procédure fait suite à la dégradation de sa situation de liquidité dans le contexte des difficultés de refinancement de son actionnaire majoritaire, Bigben Interactive (ci-après « BBI » et, avec ses filiales, « le Groupe »).

Dans le prolongement de l'accord de lock-up du 21 août 2026 conclu notamment avec BBI et les principaux créanciers financiers des deux sociétés, Nacon a préparé un projet de plan de redressement (ci-après le « Plan de restructuration » ou le « Plan »). Celui-ci vise à réduire son endettement et à lui apporter les ressources nécessaires à la poursuite de son activité.

Le Plan repose sur des abandons de créances et un rééchelonnement du passif, ainsi que sur une augmentation de capital en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après le « DPS »). Cette dernière pourrait atteindre 32 M€ selon le projet de résolutions du 22 octobre 2026 et bénéficie de 25 M€ d'engagements de souscription et/ou de garantie, dont 16 M€ apportés par BBI. Il prévoit également la conversion en actions d'environ 19,5 M€ de créances de BBI et de Bigben Logistics, le règlement en actions des commissions rémunérant les engagements de financement et un plan d'intéressement du management.

La mise en œuvre de ces opérations entraînerait une dilution massive des actionnaires actuels, particulièrement s'ils ne participaient pas à l'augmentation de capital avec maintien du DPS. Elle est étroitement liée à la restructuration de BBI, dont dépendent notamment son apport de fonds et le traitement de certaines garanties consenties au bénéfice des créanciers de Nacon.

Dans ce contexte, le conseil d'administration de la Société a désigné SORGEM Evaluation en qualité d'expert indépendant, sur une base volontaire en application de l'article 261-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), afin de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières du Plan pour les actionnaires actuels de la Société. Le présent rapport a vocation à être mis à leur disposition avant le vote de la classe des détenteurs de capital et à être intégré à la documentation relative aux augmentations de capital soumise à l'AMF.

Notre appréciation porte sur la situation des actionnaires actuels en l'absence de mise en œuvre du Plan et à l'issue de sa réalisation, ainsi que sur les différences de traitement entre actionnaires susceptibles de résulter de ses modalités et des accords connexes. SORGEM Evaluation intervient également en qualité d'expert indépendant dans le cadre du plan de sauvegarde accélérée de BBI, qui fait l'objet d'un rapport distinct.

I. PRESENTATION DU PLAN DE RESTRUCTURATION

1. Cadre et principales modalités du plan envisagé

Ses actifs disponibles ne permettant plus de couvrir son passif exigible, Nacon a annoncé le 25 février 2026 une déclaration de cessation des paiements et une demande d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire[1].

FHBX et BMA ont été désignés comme administrateurs judiciaires, avec une mission d'assistance. Le passif antérieur est gelé pendant la période d'observation, au cours de laquelle la Société poursuit son activité et prépare un plan de réaménagement de son endettement[2].

La réorganisation opérationnelle prévoit une réduction des dépenses de développement et de publication des jeux. Des suppressions de postes sont engagées chez Nacon, Cyanide et Kylotonn, dont 39 postes chez Nacon SA. Les studios Kylotonn et Cyanide ont eux-mêmes été placés en redressement judiciaire le 30 mars 2026 et présentent leurs propres plans, dont le passif est pris en compte dans nos travaux (cf. § **IV.4.1**.). Par ailleurs, les filiales Spiders, Nacon Tech et Midgar Studio ont été placées en liquidation judiciaire[3].

L'accord de lock-up formalise l'accord de principe annoncé le 4 août 2026. Les créanciers signataires s'y engagent à soutenir les deux plans et à voter en leur faveur. Les porteurs de l'emprunt obligataire de BBI (ci-après « les obligataires de BBI ») sont appelés à détenir la majorité du capital de BBI à l'issue de son propre plan[4].

Cet accord stipule que ses signataires n'agissent pas de concert (article 8). Il ne prévoit ni restriction de cession des actions émises, ni droit de gouvernance, ni rémunération des signataires au titre de leur engagement de vote.

Le plan de redressement envisagé aurait une durée de huit ans à compter du jugement l'arrêtant[5].

---

1 Nacon, communiqué du 25 février 2026, p. 1.
2 Nacon, communiqué du 3 mars 2026.
3 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, pp. 217-219.
4 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, pp. 219 et 221.
5 Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 4, « Durée du Plan de Redressement ».

À la date du présent rapport, le Plan doit encore être soumis au vote des classes de parties affectées, puis à l'arrêté du Tribunal de commerce de Lille Métropole. Selon le calendrier communiqué par la Société, les votes seraient clos le 23 novembre 2026 pour les classes de créanciers, le 24 novembre pour la classe des détenteurs de capital, et le Plan serait examiné à l'audience du 9 décembre 2026 (cf. § **I.4**.).

2. Réaménagement du passif

Les créanciers et les détenteurs de capital sont répartis en 14 classes de parties affectées, présentées dans le tableau ci-après.

Pour les créances bancaires concernées, deux modalités de règlement seraient proposées.

- l'option courte prévoit le paiement en une fois de 30 % de la créance, en principal et intérêts contractuels courus jusqu'au jugement arrêtant le plan, avec abandon du solde, des intérêts de retard et des pénalités. Ce paiement interviendrait le dixième jour ouvré suivant le règlement-livraison de l'augmentation de capital en numéraire décrite au § **I.3.1**. (l'« AK n°1 ») ;

- l'option longue prévoit l'abandon de 50 % de la créance et le remboursement du solde sur huit ans, augmenté des intérêts contractuels qui continueraient à courir sur ce solde. Les annuités représenteraient respectivement 1 %, 5 %, 10 %, 10 %, 10 %, 21,33 %, 21,33 % et 21,34 % du montant à rembourser.

L'option courte s'appliquerait obligatoirement à la quote-part des créances bénéficiant d'une garantie de BBI, ainsi qu'à l'ensemble des autres créances chirographaires (classe 9 du tableau ci-après). Pour les autres créances bancaires chirographaires (classe 8 du tableau ci-après), l'option longue serait plafonnée à 35,75 M€ de créances avant abandon. Un dépassement de ce plafond serait réparti entre les créanciers concernés au prorata de leurs créances et traité selon l'option courte[6].

[6] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 1, définitions des options et de la date de reprise des paiements, et partie 3, traitement de la classe 8. Les pourcentages des annuités de l'option longue s'appliquent au montant conservé après abandon de 50 %, augmenté des intérêts contractuels éventuels.

Pour la classe 8, Bpifrance (qui y détient des créances, outre celles des classes 3 et 4), la Caisse d'Épargne Hauts-de-France et ABN AMRO ont choisi l'option courte. La Banque Postale a retenu l'option longue pour sa part non garantie par BBI, et Banque Palatine l'option longue. BRED, seule banque non signataire de l'accord de lock-up, doit être consultée au plus tard le 2 novembre 2026. À défaut de réponse au 13 novembre 2026, l'option courte s'appliquerait[7].

Le tableau suivant présente les montants nominaux estimés avant traitement, ainsi que les modalités et les pourcentages de remboursement prévus pour chaque classe. Ces pourcentages ne tiennent pas compte de la conversion en actions des créances de BBI et de Bigben Logistics (classe 11)[8].

Classe et créanciers	Montant (M€)	Part remboursée (%)	Traitement envisagé
1 – Créanciers publics	0,76	100 %	Remboursement intégral en quatre annuités de 10 %, 15 %, 55 % et 20 %.
2 – Bailleur SCI Georges V Investissements	0,07	100 %	Remboursement intégral en quatre annuités de 10 %, 15 %, 55 % et 20 %.
3 – Bpifrance Prêts garantis par des gages-espèces	28,70	30 % + gages ≈ 36,8 % au total	Option courte, puis affectation à Bpifrance des gages-espèces de 1,95 M€ et abandon du solde.
4 – Bpifrance Financement d'équipement	1,19	100 % par compensation ou 30 % si résiliation	Compensation avec le prix de rachat de la ligne de production. En cas de résiliation préalable, paiement de 30 % dans les 30 jours suivant la résiliation.
5 – Fournisseurs critiques	9,72	100 %	Remboursement intégral en quatre annuités de 10 %, 15 %, 55 % et 20 %.

[7] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 8, modalités du choix entre les deux options. ABN AMRO est citée dans ce passage du projet, tandis que le tableau des classes mentionne Neuflize.

[8] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, composition et traitement des classes. Les montants sont présentés en valeur nominale et restent soumis à la vérification et à l'admission du passif. L'annexe 6 comporte l'attestation des commissaires aux comptes du 17 juin 2026, qui relève notamment l'absence de documentation permettant d'apprécier le caractère compensable des soldes intragroupe. Le taux de 36,8 % de la classe 3 comprend les gages-espèces de 1,95 M€, hors intérêts contractuels éventuels.

Classe et créanciers	Montant (M€)	Part remboursée (%)	Traitement envisagé
6 – Clients Remises de fin d'année	0,04	100 %	Remboursement intégral en quatre annuités de 10 %, 15 %, 55 % et 20 %.
7 – CIC Maintien de l'affacturage	14,15[9]	30 % sur 7,10 M€ 100 % sur 7,00 M€	Environ 7,10 M€ en option courte et 7,00 M€ remboursés intégralement en trois annuités de 33,33 %, 33,33 % et 33,34 %. En contrepartie, maintien d'une ligne d'affacturage de 7 M€ pendant trois ans, avec révision tarifaire, et des services bancaires existants.
8 – Autres créanciers bancaires chirographaires	60,52	30 % ou 50 %	Option courte ou longue, sous réserve de l'option courte sur la part garantie par BBI et du plafond de l'option longue précisés ci-dessus.
9 – Autres créanciers chirographaires	10,78	30 %	Option courte, seule modalité prévue par le projet de plan du 26 octobre 2026[10].
10 – Filiales de Nacon Créances intragroupe	20,85	0 %	Abandon intégral des créances.
11 – BBI et Bigben Logistics Créances intragroupe	19,83[11]	0 % en numéraire dans le schéma principal	Conversion par l'AK n°2 et abandon du solde et des recours de BBI. Paiement en numéraire possible en cas d'exercice du droit de priorité (cf. § **I.3.3**.).
12 – Créances potentielles ou litigieuses	Non déterminé [12]	Selon la classe d'affectation	Règlement après admission définitive, selon le traitement de la classe correspondant à la nature de la créance. Option courte si celle-ci relève des classes 8 ou 9.

[9] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 7. Le total de la classe est de 14 151 893,13 €, contre 14 096 088,60 € détaillés dans son traitement, soit un écart de 55 804,53 €. Le maintien de l'affacturage figure dans le projet.

[10] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 9. Le projet du 20 octobre 2026 laissait aux créanciers de la classe le choix entre les deux options.

[11] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classes 11 et 14. Le montant de la classe 11 est de 19 831 561,04 €, contre 19 529 228,42 € pour la conversion, soit un écart de 302 332,62 €. Le projet prévoit l'abandon de l'éventuel solde et répartit la conversion entre BBI (17 915 335,20 €) et Bigben Logistics (1 613 893,20 €), soit 19 529 228,40 €.

[12] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, composition des classes et traitement de la classe 12. Les 42 € du tableau du projet de plan correspondent à l'attribution d'un euro de droit de vote par créance litigieuse. Ils ne constituent ni une estimation du passif susceptible d'être admis ni un plafond de décaissement.

Classe et créanciers	Montant (M€)	Part remboursée (%)	Traitement envisagé
13 – Eden Games Transaction autorisée	0,74	0 % dans le plan	Abandon intégral des créances déclarées, en application de la transaction autorisée le 11 juin 2026. Les paiements issus de la transaction restent hors du plan.
14 – Détenteurs de capital	Sans objet	Sans objet	Réduction de la valeur nominale, trois augmentations de capital et plan d'intéressement du management (cf. § I.3.).

Certaines créances sont exclues du périmètre des parties affectées et obéissent à des modalités distinctes.

- la créance de Factofrance, société d'affacturage, de 10,6 M€ à la date d'ouverture de la procédure est exclue du périmètre des parties affectées, étant couverte par les liquidités et les créances commerciales acquises au titre du contrat d'affacturage. Ce contrat serait maintenu à hauteur de 7 M€ pendant trois ans, le CIC acceptant de garantir une quote-part des risques supportés par Factofrance en contrepartie du traitement différencié de sa créance (classe 7) ;

- les créances salariales, dont celles reprises par l'AGS (régime de garantie des salaires, géré par le CGEA), sont également exclues. Les créances déclarées par le CGEA s'élèvent à 0,57 M€ au titre des salaires de février 2026, auxquels s'ajoute une partie du coût du plan de sauvegarde de l'emploi avancée par l'AGS, soit 1,2 M€ au total selon Eight Advisory (cf. § IV.4.1.). Leur éventuel échelonnement relèverait d'un accord hors plan[13] ;

- les créances inférieures à 500 € seraient réglées sans remise ni délai après l'adoption du plan, sous réserve de leur admission et des limites prévues par le projet.

[13] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, créances non affectées et classe 13. Le paiement immédiat des créances inférieures à 500 € est soumis notamment au plafond de 5 % du passif estimé et aux exclusions prévues par le projet. Les paiements issus de la transaction Eden Games restent hors plan. L'échéancier de règlement de l'AGS n'est pas arrêté dans le projet reçu.

3. Opérations sur le capital

Les opérations sur le capital comprendraient une réduction préalable de la valeur nominale, puis trois augmentations de capital (ci-après « AK »), ainsi que la mise en place du plan d'intéressement. L'AK n°1 apporterait la *new money*, et les AK n°2 et n°3 seraient libérées par compensation de créances.

Le capital de Nacon est composé de 111 156 083 actions ordinaires d'une valeur nominale de 1 €, dont 1 983 593 actions créées le 21 septembre 2026 à la suite de l'acquisition définitive d'actions gratuites. Son document d'enregistrement universel (« URD »), déposé le 16 octobre 2026, retient encore 109 172 490 actions, et le projet de plan du 26 octobre 2026 un capital de 109 172 490 €[14].

Avant les augmentations de capital, cette valeur nominale serait ramenée à 0,0001 € par action, par une réduction de capital motivée par les pertes. L'opération ne modifierait pas le nombre d'actions existantes et permettrait les émissions aux prix décrits ci-après[15].

3.1 AK n°1 en numéraire avec maintien du DPS

Les actionnaires existants pourraient participer à l'AK n°1 en exerçant leurs DPS.

L'AK n°1 serait réalisée au prix de 0,0009 € par action. Le projet de résolutions du 22 octobre 2026 (ci-après « le projet de résolutions ») retient un montant maximal de 32 M€, prime d'émission incluse, correspondant à un maximum de 35 555 555 555 actions nouvelles. Le ratio indicatif est d'environ 320 actions nouvelles par action existante. Les 25 M€ d'engagements décrits ci-après couvrent 78 % du plafond de 32 M€. Une augmentation de capital ne pouvant être limitée aux souscriptions reçues que si celles-ci atteignent au moins les trois quarts de l'émission décidée, ces engagements permettraient donc de réaliser l'opération[16].

---

[14] Nacon, information mensuelle relative au nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital social au 21 septembre 2026 (communiqué du 25 septembre 2026, augmentation de capital constatée par le conseil d'administration du 21 septembre 2026 à la suite de l'acquisition définitive d'actions gratuites) et au 30 septembre 2026 (communiqué du 21 octobre 2026). Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, pp. 2, 206 et 312. Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 1 (définition de la Société) et partie 2.

[15] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 14, réduction de capital préalable. Le projet de plan et le projet de résolutions du 22 octobre 2026 retiennent un montant maximal de 111 144 967,39 €, soit 0,9999 € pour chacune des 111 156 083 actions existantes. Le projet de plan du 20 octobre 2026 mentionnait 109 161 572,75 €, calculé sur 109 172 490 actions.

[16] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 1 et partie 3, classe 14.

Le prix de l'AK n°1 a été calibré indirectement. Le prix de conversion des créances intragroupe (AK n°2, cf. § **I.3.2**.) en est le double, et il a été fixé pour que les actions existantes représentent 1 % du capital après cette seule conversion, sur la base des 109,2 millions d'actions retenues par le projet de plan, avant l'AK n°1 et le plan d'intéressement du management décrit au § **I.3.4**. Sur la base des 111,2 millions d'actions existantes, cette part s'établit à 1,01 % (111,2 millions d'actions sur 10 960,7 millions).

On notera que la participation finale des actionnaires actuels sera également impactée par leur éventuelle souscription à l'AK n°1, l'émission d'actions au titre de la commission de garantie et l'attribution des actions du MIP[17].

Les engagements de souscription et de garantie s'élèvent à 25 M€, répartis entre douze investisseurs, dont BBI pour 16 M€. Par commodité et conformément au projet de plan, ces douze investisseurs sont désignés ci-après « les garants », bien que leurs engagements soient de deux natures :

- BBI, Alain Falc, Sébastien Bolloré, CHAPTAL&Co, Laurent Honoret, Xavier Bouteyre, Anne Badot Janssen, Ross Gordon Symons Family Trust, Equinoxe Unit Trust et Jules-Benjamin Lalisse, qui sont actionnaires de Nacon (ci-après « les Garants Actionnaires »), s'engagent à exercer leurs DPS et à présenter des ordres à titre réductible, pour 18,2 M€ au total. Leur engagement porte donc sur leur propre souscription, et non sur le solde que les autres actionnaires ne souscriraient pas[18] ;

- Bolloré SE s'engage au contraire à souscrire, à hauteur de 4,8 M€, les actions qui n'auraient pas été souscrites par les actionnaires. Bpifrance Investissement a pris un engagement de même nature de 2 M€[19]. Les deux engagements atteignent 6,8 M€ au total[20].

---

17 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, p. 219.

18 Nacon, projet de plan de redressement du 20 octobre 2026, annexe 8, engagements de BBI et des sept autres garants actionnaires, clauses (i), (ii) et clause relative à l'absence de garantie du solde non souscrit.

19 Le courrier transmis (annexe 8 du projet de plan du 20 octobre 2026) présente plusieurs conditions suspensives.

20 Nacon, projet de plan de redressement du 20 octobre 2026, annexe 8, lettres de Bolloré SE et de Bpifrance Investissement. Cette dernière intervient via le fonds Bpifrance Capital 2.

3.2 AK n°2 par conversion des créances intragroupe

L'AK n°2 vise à éteindre une partie de la dette intragroupe de Nacon envers BBI et Bigben Logistics par conversion en fonds propres.

Elle serait réservée aux créanciers convertis, BBI et Bigben Logistics, avec suppression du DPS. Le projet de résolutions fixe un montant maximal de 19 529 228,42 €, au prix de 0,0018 € par action, soit deux fois le prix de l'AK n°1, et un nombre maximal de 10 849 571 344 actions nouvelles[21]. La souscription serait libérée par compensation avec des créances certaines, liquides et exigibles.

La conversion porterait sur le compte courant et la dette opérationnelle envers BBI, ainsi que sur la dette opérationnelle envers Bigben Logistics.

Ces créances sont distinctes des créances de recours de BBI, estimées à 13,7 M€, qui seraient intégralement abandonnées. En effet, lorsqu'une banque est désintéressée par BBI au titre d'un cautionnement de Nacon, BBI dispose en principe d'un recours contre Nacon pour les sommes ainsi supportées. L'abandon prévu par le plan éteindrait ce recours[22].

3.3 AK n°3 au titre de la commission de garantie

L'AK n°3 vise à rémunérer les engagements de garantie de l'AK n°1 par une remise d'actions. Elle permettrait ainsi de régler la commission due aux garants sans décaissement de trésorerie.

La commission serait égale à 5 % des montants engagés. Appliqué aux 25 M€ recensés, ce taux représente 1,25 M€.

L'AK n°3 serait réservée aux garants avec suppression du DPS et serait libérée par compensation avec leurs créances de commission. Le projet de résolutions fixe le prix à 0,0009 € par action, le montant maximal à 1,25 M€ et le nombre maximal d'actions nouvelles à 1 388 888 888.

---

[21] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 1 et partie 3, classes 11 et 14. Le projet maintient 10 849 571 344 actions pour l'AK n°2. Ce nombre reste à rapprocher du calibrage de 1 % pour les actionnaires « hors BBI » indiqué dans l'URD, p. 219.

[22] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, p. 219.

Le tableau suivant présente les montants par investisseur et les nombres d'actions théoriques correspondants[23].

Investisseur	Engagement (M€)	Commission (k€)	Actions théoriques à 0,0009 €
BBI	16,0	800,0	888 888 889
Bolloré SE	4,8	240,0	266 666 667
Bpifrance (fonds Capital 2)	2,0	100,0	111 111 111
Alain Falc	0,5	25,0	27 777 778
Autres	1,7	85,0	94 444 443
Total	**25,0**	**1 250,0**	**1 388 888 888**

La commission est calculée sur l'engagement initial, indépendamment des actions effectivement allouées. Elle est acquise à la réalisation de l'AK n°1 si les obligations prévues ont été exécutées, notamment la présentation des ordres requis. Son règlement intervient en actions[24].

La commission de 1,25 M€ correspond au plafond du projet de résolutions, qui limite l'AK n°3 à 1,39 milliard d'actions en visant des engagements d'un montant cumulé maximum de 25 M€.

Pour chacune des augmentations de capital réalisées avec suppression du DPS (AK n°2 et AK n°3), les résolutions prévoient un droit de priorité si le Plan n'est pas approuvé par la classe des détenteurs de capital et lui est imposé par application forcée interclasses. Ce droit, exerçable à titre irréductible uniquement, permettrait une souscription en espèces au prix de l'AK concernée, dans la limite du ratio individuel calculé selon les règles d'éligibilité et de détention prévues par les résolutions.

---

[23] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 14, et annexe 8 du projet du 20 octobre 2026. Calculs SORGEM Evaluation à partir de 25 M€ d'engagements, d'une commission de 5 % et du prix de 0,0009 €. Le projet retient une commission de 1 250 000 € et 1 388 888 888 actions. Les actions du tableau sont des calculs indicatifs arrondis, et non des allocations arrêtées.

[24] Nacon, projet de plan de redressement du 20 octobre 2026, annexe 8, lettres de BBI, Alain Falc, Sébastien Bolloré, CHAPTAL&Co, Laurent Honoret, Xavier Bouteyre, Anne Badot Janssen et Jules-Benjamin Lalisse, clause (iii).

3.4 Plan d'intéressement du management

Un plan d'intéressement du management (« MIP ») serait mis en place par attribution gratuite d'actions ordinaires existantes ou nouvelles aux salariés et mandataires sociaux éligibles de Nacon et de ses entités liées, dans la limite de 10 % du capital apprécié à l'issue de l'ensemble des opérations sur le capital, sur une base entièrement diluée. Les résolutions laissent au conseil d'administration le soin d'arrêter les bénéficiaires et les conditions d'acquisition, conformément aux principes détaillés ci-après[25] :

- les actions seraient attribuées en trois tranches acquises après 12 mois (25 %), 24 mois (35 %) et 36 mois (40 %), suivies d'une période de conservation de 12 mois, sous condition de présence ;

- la première tranche serait soumise à un résultat opérationnel courant consolidé de Nacon supérieur à 20 M€ au titre de l'exercice clos le 31 mars 2027 ;

- les deuxième et troisième tranches seraient soumises, pour 75 %, au même seuil de résultat opérationnel courant au titre des exercices clos les 31 mars 2028 et 2029 et, pour 25 %, à un cours moyen de l'action Nacon sur 60 jours de bourse supérieur à 2 fois, puis 3,5 fois, le prix de l'AK n°1 ;

- en deçà de 80 % de l'objectif (résultat opérationnel courant ou cours), aucune action ne serait acquise. Entre 80 % et 100 %, l'acquisition serait comprise entre 50 % et 100 % de la tranche, par interpolation linéaire. La condition de résultat serait réputée satisfaite si la condition de cours l'est, ou si la moyenne des deux derniers exercices dépasse le seuil ;

- si les actions Nacon cessaient d'être admises aux négociations sur Euronext Paris ou Euronext Growth Paris pendant la période d'acquisition, les conditions de cours équivalentes du MIP de BBI s'appliqueraient par substitution. Si ni les actions Nacon ni les actions BBI n'étaient plus admises aux négociations, les conditions de cours des deuxième et troisième tranches seraient réputées satisfaites, et avec elles les conditions de résultat correspondantes ;

- Alain Falc, président-directeur général de Nacon, ne figurerait pas parmi les bénéficiaires, son intéressement étant porté par le MIP de BBI (cf. § **VII.2**.).

[25] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 14, attribution gratuite d'actions, et term sheet du plan d'intéressement communiquée par la Société.

3.5 Incidence des opérations sur l'actionnariat

La restructuration entraînerait une dilution massive des actionnaires existants ne participant pas à l'AK n°1. À l'issue de la restructuration et sur une base entièrement diluée, les actions préexistantes représenteraient environ 0,25 % du capital, dont 0,11 % pour les actionnaires autres que BBI (cf. § **VI.5**.).

BBI demeurerait l'actionnaire majoritaire de Nacon. Après attribution intégrale du MIP, BBI et Bigben Logistics détiendraient 66,3 % du capital si l'AK n°1 était limitée aux 25 M€ d'engagements (cf. § **VI.5**.), et environ 55,6 % si elle était souscrite à hauteur de 32 M€, la souscription de BBI restant de 16 M€. La fourchette d'environ 60,4 % à 69,4 % mentionnée par le document d'enregistrement universel de BBI repose sur les paramètres antérieurs du plan[26].

3.6 Synthèse des étapes des opérations sur le capital

Étape	Bénéficiaires et DPS	Montant et prix par action	Règlement et effet
Préalable Réduction du nominal	Actionnaires existants.	Nominal ramené de 1 € à 0,0001 € par action. 111 156 083 actions existantes.	Réduction de capital motivée par les pertes. Nombre d'actions inchangé.
AK n°1 *New money*	Actionnaires existants et garants. Maintien du DPS.	32,0 M€ maximum dans le projet de résolutions. 0,0009 € par action. 35,56 milliards d'actions pour 32 M€.	Numéraire. 25 M€ d'engagements de souscription et/ou de garantie, dont 16 M€ de BBI.
AK n°2 Conversion de dette	BBI et Bigben Logistics. Suppression du DPS. Droit de priorité possible en cas d'application forcée interclasses.	Environ 19,5 M€. 0,0018 € par action. 10 849 571 344 actions indicatives.	Compensation de créances. Remboursement en numéraire possible si le droit de priorité est exercé.

[26] Bigben Interactive, DEU au 31 mars 2026, p. 263. Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, classe 14, et annexe 8 du projet du 20 octobre 2026. Calculs SORGEM Evaluation.

Étape	Bénéficiaires et DPS	Montant et prix par action	Règlement et effet
AK n°3 Commission de garantie	Garants de l'AK n°1. Suppression du DPS. Droit de priorité possible en cas d'application forcée interclasses.	5 % des engagements, soit 1,25 M€. 0,0009 € par action. Environ 1,39 milliard d'actions par calcul.	Compensation avec les créances de commission. Aucun décaissement.
MIP Intéressement	Salariés et mandataires sociaux de Nacon et de ses entités liées.	Actions gratuites limitées à 10 % du capital après les opérations, sur une base entièrement diluée.	Attributions gratuites sous conditions de performance financière et/ou opérationnelle.
Regroupement Après les AK	Tous les actionnaires.	1 action nouvelle de 1 € pour 10 000 actions anciennes de 0,0001 €.	Après le règlement-livraison des augmentations de capital. Quotes-parts inchangées.

Après la réalisation des augmentations de capital, les actions seraient regroupées à raison d'une action nouvelle de 1 € de valeur nominale pour 10 000 actions anciennes de 0,0001 €. Les valeurs par action présentées dans le présent rapport s'entendent avant regroupement, sauf mention contraire.

Illustration pour un actionnaire détenant 1 million d'actions :

L'exemple présente le cas d'un actionnaire non garant, non créancier et non bénéficiaire du MIP, et l'AK n°1 est supposée limitée à 25 M€.

Dans le scénario avec souscription, il exerce les DPS attachés à son million d'actions, sans achat de DPS supplémentaires ni souscription à titre réductible. Le plan est supposé approuvé par la classe des actionnaires, sans ouverture du droit de priorité sur l'AK n°2. Le MIP est supposé intégralement attribué et représentant 10 % du capital final[27].

Étape	Sans souscription Actions et part du capital	Exercice des DPS Actions et part du capital
Situation initiale	1 000 000 actions 0,8996 %	1 000 000 actions 0,8996 %

[27] Calculs SORGEM Evaluation sur 111 156 083 actions existantes. Les droits sont calculés au prorata des 35 555 555 555 actions offertes, soit 319 870 533 actions souscrites pour un million d'actions initiales. L'AK n°2 reprend le nombre indicatif du projet du 26 octobre et l'AK n°3 est recalculée sur 1,25 M€ de commissions à 0,0009 €. L'apport de 25 M€ est une hypothèse de calcul.

Étape	Sans souscription Actions et part du capital	Exercice des DPS Actions et part du capital
Après réduction du nominal	1 000 000 actions 0,8996 %	1 000 000 actions 0,8996 %
Après AK n°1	1 000 000 actions 0,0036 %	320 870 533 actions 1,1505 %
Après AK n°2	1 000 000 actions 0,0026 %	320 870 533 actions 0,8283 %
Après AK n°3	1 000 000 actions 0,0025 %	320 870 533 actions 0,7996 %
Après attribution intégrale du MIP	1 000 000 actions 0,0022 %	320 870 533 actions 0,7197 %

L'exercice des DPS représente la souscription de 319 870 533 actions nouvelles, soit un apport de 287 883 €, et porte la détention à 320 870 533 actions.

On notera que :

- la quote-part augmente après l'AK n°1 car la souscription utilise tous les droits attachés aux actions initiales alors que la levée globale est limitée à 25 M€. Les 111,2 millions d'actions existantes donnent en effet droit à 35,6 milliards d'actions nouvelles, alors que 27,8 milliards seulement sont émises pour 25 M€. L'actionnaire qui exerce tous ses droits souscrit ainsi 1,15 % de l'émission effectivement réalisée, contre 0,90 % du capital initial, les autres titulaires de DPS, dont BBI, ne les exerçant pas tous ;

- les émissions réservées et le MIP diluent ensuite cette participation.

4. Conditions de réalisation

Le plan de redressement serait soumis au vote des classes de parties affectées puis à l'arrêté du Tribunal de commerce de Lille Métropole. Sa mise en œuvre suppose l'arrêté concomitant du plan de sauvegarde accélérée de BBI, à défaut duquel les opérations sur le capital ne pourraient être réalisées[28].

[28] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, principes généraux, et partie 4, approbation et arrêté du plan. Le projet du 20 octobre 2026 faisait de l'arrêté concomitant du plan de BBI une condition suspensive.

Selon le calendrier communiqué par la Société, la convocation des classes serait publiée au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) le 2 novembre 2026, les votes des classes de créanciers seraient clos le 23 novembre, la classe des détenteurs de capital se réunissant le 24 novembre 2026 à 11 heures, et les deux plans seraient examinés à l'audience du 9 décembre 2026, en vue d'un arrêté avant le 17 décembre 2026 pour BBI et le 31 décembre 2026 pour Nacon. Les augmentations de capital seraient lancées en janvier 2027. BBI, qui détient déjà plus de la moitié du capital et des droits de vote, verrait sa participation augmenter, et aucun autre actionnaire ne franchirait le seuil de 30 % (cf. § **VI.5**.). Selon l'analyse des conseils des obligataires de BBI, validée avec l'AMF, aucune dérogation à l'obligation de déposer une offre publique n'est requise, et les seules conditions restant à satisfaire sont les visas de l'AMF sur les notes d'opération[29].

[29] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 2 (déroulement de la procédure) et partie 4, et annexe 8 du projet du 20 octobre 2026.

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

1. Présentation de SORGEM Evaluation et sélection de références

SORGEM est une société de conseil en finance d'entreprise qui effectue des interventions dans les domaines suivants :

- les évaluations financières ;
- le support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages) ;
- le conseil en ingénierie financière ;
- les services transactionnels (Due Diligences financières) ;
- le conseil en stratégie.

SORGEM dispose d'une équipe de plus de 30 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation et d'expertises économiques et financières dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux) aussi bien pour des grands groupes internationaux que pour le compte de PME/PMI.

SORGEM apparaît comme l'un des acteurs majeurs en Evaluation et Litigation Support, d'après les derniers classements Décideurs, dans lesquels elle est classée dans onze rubriques « incontournable » ou « excellent ».

SORGEM comprend quatre associés : Alban Cabanis, Thomas Hachette, Claire Karsenti et Maurice Nussenbaum. Elle est présidée par Maurice Nussenbaum.

Au cours des dernières années, SORGEM Evaluation a notamment produit les attestations d'équité listées en page suivante.

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
En cours	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Casino	Non applicable	Non applicable
En cours	OPAS-RO	Installux	Financiere CCE	CM-CIC Securities
En cours	OPAS-RO	Adeunis	Webdyn	CM-CIC Securities
Juil-26	OPR-RO	Societe de la Tour Eiffel	SMA BTP	Portzamparc
Oct-25	OPAS	AgroGeneration	Novaagro	Oddo BHF
Oct-25	Offre publique mixte	VOGO	ABEO	CM-CIC Securities
En cours	OPAS	Entreprendre	Danae	SwissLife Banque Privee
Fév-25	Rachat hors marché d'un bloc d'actions	Icape	Non applicable	Non applicable
Déc-24	Augmentation de capital réservée & OPAS-RO	UTI Group	Eekem Group	Societe Generale
Déc-24	OPR-RO	Alpha MOS	Ambrosia / Jolt Capital	Oddo BHF
Nov-24	OPA	Lexibook	Doodle	Societe Generale
Sept-24	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Atos	Non applicable	Non applicable
Juil-24	OPAS-RO	TTI	Citizenplane	Oddo BHF
Jan-24	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Casino	Non applicable	Non applicable
Jan-24	OPR-RO	EURO Ressources	IAMGOLD France	Natixis
Juin-23	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Orpea	Non applicable	Non applicable
Juin-23	Expertise indépendante dans le cadre du projet de cotation d'Editis	Editis	Non applicable	Non applicable
Déc-22	OPA	Atari	Irata LLC	Rothschild Martin Maurel
Mai-22	OPAS-RO	Hiolle Industries	Hiolle Developpement	LCL
Fév-22	OPR-RO	Musee Grevin	Compagnie des Alpes	Credit Agricole des Savoie
Oct-21	OPR-RO	Tessi	Pixel Holding	Societe Generale
Avr-21	OPAS-RO	Societe Française de Casinos	Casigrangi	Oddo BHF
Jan-21	OPAS-RO	Amplitude Surgical	PAI Partners	Rothschild Martin Maurel
Nov-20	OPAS-RO	Advenis	Inovalis	Kepler Cheuvreux
Déc-19	OPR-RO	Afone Participations	FL Finance / Awys	LCL

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN / SIFCA	ODDO BHF
Juin-18	OPR-RO	HEURTEY PETROCHEM	AXENS	INVEST SECURITIES
Jan-18	OPAS	SES-IMAGOTAG	BOE	SOCIETE GENERALE
Avr-17	OPRA	GAUMONT	GAUMONT	BNP PARIBAS
Jan-17	OPAS	TESSI	PIXEL HOLDING	CM-CIC MARKET SOLUTIONS / KEPLER CHEUVREUX
Juil-16	OPAS	FUTUREN	BOUSSARD & GAVAUDAN	ODDO & CIE
Juil-15	OPR	LAGARDERE ACTIVE	LAGARDERE	ODDO & CIE
Juin-15	OPAS	EMME	GROUPE SFPI	BANQUE DEGROOF
Avr-15	OPAS-RO	QIAGEN MARSEILLE	QIAGEN	KEPLER CAPITAL MARKETS
Nov-14	OPE	HAVAS	BOLLORE	CRÉDIT AGRICOLE CIB / BNP PARIBAS / MEDIOBANCA / BARBER HAULER CAPITAL ADVISERS
Juin-14	OPR-RO	ERMO	INGLASS	ODDO & CIE

SORGEM 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.

Les Associés de SORGEM 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). À 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. Thomas HACHETTE est expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles. Il est diplômé de l'EDHEC, enseigne ou a enseigné à l'EDHEC, KEDGE, HEC et à la DFCG. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, ALLIANZ (Munich), KPMG CORPORATE FINANCE et SORGEM EVALUATION. Il est membre de la SFEV (Société Française des Évaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) ;

- **Jean VERNEY,** Directeur. Jean VERNEY est diplômé de l'EM LYON et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université PARIS-DAUPHINE. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de douze ans dont huit années en évaluation financière et assistance aux contentieux chez SORGEM EVALUATION précédées de quatre années en Transaction Services chez EY (Ernst & Young) ;

- **Vincent VIGNOLLES,** Manager. Vincent VIGNOLLES est diplômé de KEDGE BUSINESS SCHOOL et de l'IAE BORDEAUX. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de six ans en évaluation financière acquise chez SORGEM EVALUATION, précédée de stages chez NATIXIS et CREDIT AGRICOLE ;

- **Sarah BOBAN,** Senior. Sarah BOBAN est diplômée de l'EMLV (École de Management Léonard de Vinci). Elle dispose d'une expérience professionnelle de plus de quatre ans en évaluation financière acquise chez SORGEM EVALUATION et SQUARENESS, précédée de stages chez RSM et EIFFAGE ENERGIE SYSTEME ;

- **Benjamin ROYER,** Consultant. Benjamin ROYER est diplômé de l'Université Paris Dauphine-PSL. Il dispose d'une expérience professionnelle de deux ans en évaluation financière acquise chez SORGEM EVALUATION, précédée de stages chez GIMAR & CO et OPTIMUM ASSET MANAGEMENT.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante (contrôle qualité) réalisée par **Maurice NUSSENBAUM**, diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, professeur émérite 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 (h), agréé par la Cour de cassation (h), Président d'honneur de la Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance (CNEJEF), ancien président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de cassation, expert du Club des juristes, et Président d'honneur et membre du comité directeur 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

SORGEM Evaluation et l'ensemble des membres de l'équipe qui a réalisé la Mission, ainsi que la personne ayant réalisé la revue indépendante conformément à l'instruction AMF n°2006-08, confirment leur indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, et attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans le Plan, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous précisons qu'au cours des dix-huit derniers mois précédant sa nomination, SORGEM Evaluation n'a effectué aucune mission pour Nacon ayant donné lieu à l'émission d'un rapport.

SORGEM Evaluation a été désignée simultanément en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de BBI, actionnaire majoritaire de la Société, afin de se prononcer sur le caractère équitable du plan de sauvegarde accélérée de BBI pour les actionnaires de celle-ci. BBI est partie au Plan en qualité de souscripteur de l'AK n°1, rémunéré par une commission, de créancier, avec sa filiale Bigben Logistics, dont les créances sont converties par l'AK n°2, et de caution de certaines dettes de la Société. Cette situation étant susceptible de créer un risque de conflit d'intérêts, nous la mentionnons ici. Nous considérons qu'elle n'est pas de nature à affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement, pour les raisons exposées ci-après.

Les deux plans, issus du même accord de lock-up du 21 août 2026, sont indissociables, la mise en œuvre de chacun supposant l'arrêté concomitant de l'autre (cf. § **I.4**.). La participation dans la Société représentant la majeure partie de la valeur de BBI après restructuration, nos deux missions reposent sur une évaluation unique de la Société, présentée dans le présent rapport et reprise dans notre rapport relatif à BBI, ce qui assure la cohérence de nos deux appréciations. Nous n'avons pris part à la négociation d'aucun des deux plans, et chacun de nos rapports apprécie le caractère équitable du plan concerné pour les seuls actionnaires actuels de la société qui nous a désignés (cf. § **II.4**.).

Les intérêts des actionnaires des deux sociétés peuvent néanmoins diverger sur certaines modalités, en particulier sur le prix de conversion des créances de BBI (AK n°2), un prix élevé limitant la dilution des actionnaires minoritaires de la Société mais réduisant le nombre d'actions reçues par BBI. Ce prix est apprécié dans les deux rapports au regard de la même valeur par action post-Plan de la Société. Supérieur de 42 % à celle-ci, il est favorable aux actionnaires minoritaires de la Société (cf. § **VI.3**.). Il procure toutefois à BBI un recouvrement comparable à celui des autres créanciers de la Société et très supérieur à la valeur de ses créances en l'absence de plan, de sorte que les conditions de sa participation au Plan lui restent favorables (cf. notre rapport relatif à BBI, § **VI.7**.).

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 ainsi que par ses 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 de la Société et de ses conseils.

Nous rappelons également (i) que nous n'avons pas pris part aux négociations intervenues entre la Société et les différentes parties prenantes ayant conduit au projet de Plan de restructuration, (ii) que nous n'avons pas étudié d'éventuels plans alternatifs, et (iii) que le présent rapport a pour objet de nous prononcer sur le caractère équitable du Plan de restructuration pour les actionnaires actuels de Nacon, et en particulier pour ses actionnaires minoritaires, Bigben Interactive étant partie au Plan de restructuration. Il ne vise ni les actionnaires de Bigben Interactive, dont la situation fait l'objet d'un rapport distinct, ni aucune autre partie prenante.

Le Plan de restructuration est indissociable du plan de sauvegarde accélérée de Bigben Interactive, dont l'arrêté concomitant conditionne la mise en œuvre. Nos travaux reposent sur les termes du projet de Plan de restructuration dans sa version du 26 octobre 2026 et supposent la réalisation de l'ensemble des opérations prévues par les deux plans. Ils reposent également sur les hypothèses retenues pour les éléments du passif non encore définitivement arrêtés.

Par ailleurs, nous précisons que nos travaux d'expertise indépendante reposent notamment sur l'estimation d'une valeur de marché au 30 septembre 2026 (laquelle constitue la « Date d'Évaluation »). 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, ainsi que sur des prévisions financières établies dans un contexte d'incertitude significative liée à la continuité d'exploitation de la Société.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

1. Présentation de la Société

1.1 Présentation générale et chiffres clés

Nacon est un développeur-éditeur de jeux vidéo et un concepteur d'accessoires gaming.

Elle intervient sur deux segments du marché du jeu vidéo : **(i)** l'édition de jeux pour PC et consoles et **(ii)** les accessoires gaming.

Au 31 mars 2026, la Société réalise 160,8 M€ de chiffre d'affaires, dont 89,0 % hors de France.

Elle compte 16 studios de développement[30], 26 filiales consolidées et 1 125 collaborateurs.

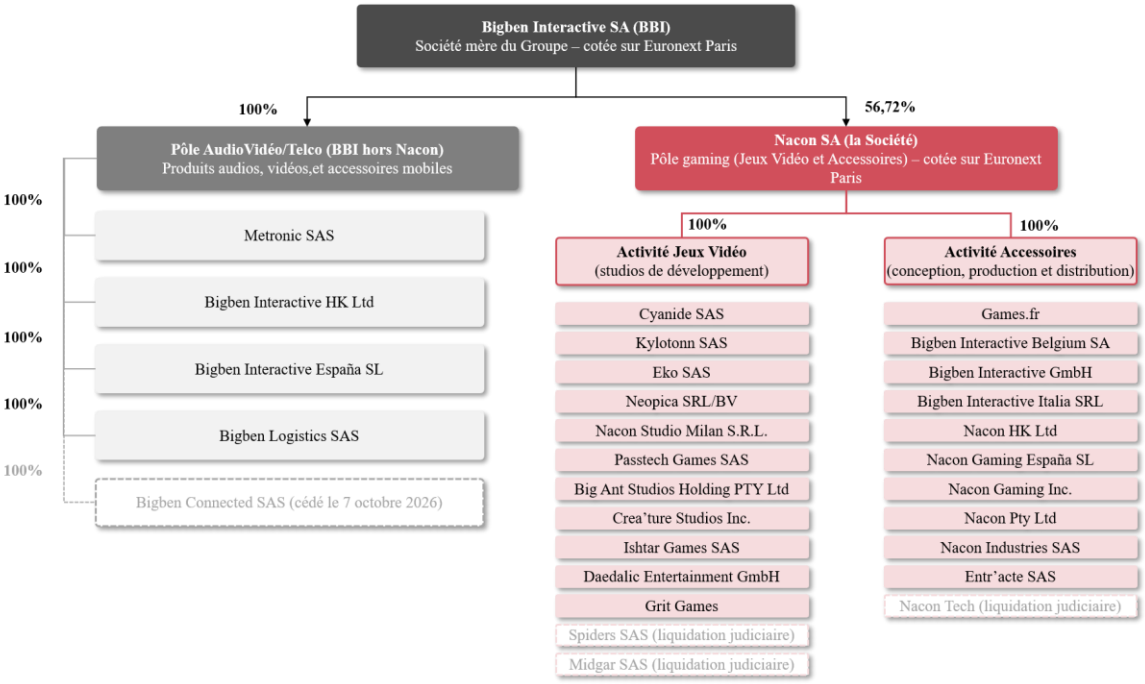
1.2 Organigramme

La Société est la principale société opérationnelle du Groupe. Elle porte l'ensemble de ses activités (développement-édition de jeux vidéo et accessoires gaming).

BBI, société mère du Groupe, porte le pôle AudioVidéo/Telco (produits audio et vidéo), dont Bigben Connected (accessoires mobiles), cédée le 7 octobre 2026 dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée de BBI, ouverte le 17 août 2026[31].

[30] Ces données ne tiennent pas compte de l'arrêt des studios Spiders, Midgar et Nacon Tech intervenu au cours de l'exercice suivant, ni des réductions d'effectifs engagées chez Cyanide et Kylotonn.
[31] Bigben Interactive, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

Organigramme simplifié du Groupe au 30 septembre 2026



Sources : Nacon et Bigben Interactive, Documents d'enregistrement universels 2025/26. Analyse SORGEM Evaluation.

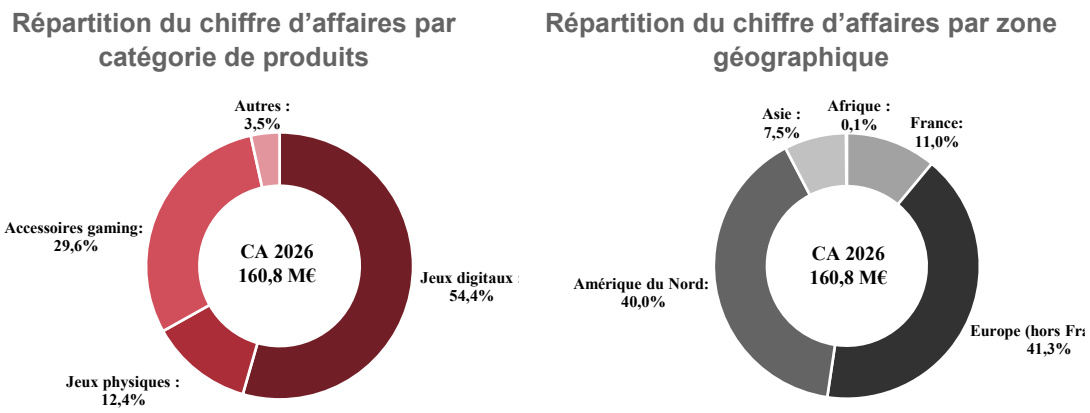
2. Présentation des activités de la Société

Les activités de la Société sont présentées dans le détail ci-après :

- **les jeux vidéo (67 % du CA 2026, soit 107,5 M€)** : conception et développement des titres par les studios internes ou par des studios tiers, édition (financement, ligne éditoriale et marketing) puis commercialisation auprès des consoliers et des plateformes de distribution numérique ;

- **les accessoires gaming (30 % du CA 2026, soit 47,7 M€)** : conception en interne de périphériques de jeu (manettes sous licence officielle Sony ou Microsoft ou hors licence, casques, volants et pédaliers), dont la fabrication est intégralement sous-traitée en Asie ;

- **les autres activités (3 % du CA 2026, soit 5,6 M€)** : distribution, par certaines filiales, d'accessoires mobiles de Bigben Connected et de produits audio de BBI.



Sources : Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, analyse SORGEM Evaluation.

La Société commercialise ses produits via deux canaux de distribution :

- **le canal digital**, prédominant pour les jeux (81,4 % du CA Jeux Vidéo et 54,4 % du CA total en 2025/26). Il s'agit d'une activité B2B : la Société livre la version finale du jeu aux consoliers (Sony, Microsoft et Nintendo) et aux plateformes de distribution numérique (Steam ou Epic Games Store sur PC), qui la vendent aux joueurs. Son chiffre d'affaires correspond donc aux montants que lui versent ces plateformes, et non au prix payé par le joueur. Ces montants comprennent un minimum garanti, reconnu en chiffre d'affaires dès la mise à disposition du jeu, puis des montants additionnels (redevances), fonction des ventes réalisées auprès des joueurs et reconnus au fur et à mesure de ces ventes. Le minimum garanti assure ainsi un revenu dès la sortie du jeu, tandis que les redevances permettent à la Société de bénéficier de son succès commercial[32] ;

- **le canal physique**, qui porte le solde des jeux (18,6 % du CA Jeux Vidéo) et la totalité des accessoires. Il regroupe les ventes aux chaînes de grande distribution et aux enseignes spécialisées dans le jeu vidéo (catégories de distributeurs dont relèvent par exemple Carrefour ou Walmart, et GameStop ou Micromania[33]), réalisées directement par les filiales de la Société en Europe (France, Belgique, Pays-Bas, Allemagne, Espagne, Italie), aux États-Unis et en Australie, et indirectement par des distributeurs exclusifs dans le reste du monde, ainsi que les ventes en ligne sur des places de marché telles qu'Amazon. Le chiffre d'affaires est reconnu à la livraison aux distributeurs, net des remises et d'une estimation des

[32] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.
[33] Xerfi, *L'industrie mondiale des jeux vidéo*, avril 2025.

baisses de prix consenties en cas d'écoulement insuffisant[34]. Lorsqu'un produit se vend moins bien que prévu en magasin, la Société accorde au distributeur une réduction de prix sur ses stocks invendus. Ce coût, estimé dès la livraison, vient minorer le chiffre d'affaires de l'exercice.

2.1 L'activité Jeux Vidéo

La Société se positionne sur le segment « AA », situé entre les productions à gros budget des grands éditeurs internationaux et les productions indépendantes.

Elle cible des communautés de joueurs spécialisées (sports de niche, simulation, aventure, racing) que les grands éditeurs délaissent, faute d'une base suffisante pour amortir leurs coûts fixes.

Ces titres visent des ventes de 200 000 à 3 000 000 d'exemplaires, pour des budgets de développement compris entre 1 et 20 M€[35]. Le rapport entre le chiffre d'affaires généré par les jeux et les montants investis dans leur développement constitue ainsi un indicateur clé de la rentabilité d'un éditeur. Pour la Société, le chiffre d'affaires Jeux Vidéo d'un exercice représente entre 1,2 fois (2023) et 1,5 fois (2026) les coûts de développement activés au cours du même exercice (cf. *infra*).

Le portefeuille compte plus de 250 titres, répartis entre quatre genres de jeux (Action/Aventure, Sport, Racing et Simulation), pour un rythme visé de 10 à 15 sorties par an[36].

La valeur captée par la Société dépend de son niveau de maîtrise de la propriété intellectuelle du jeu :

- **en propriété propre et développé par un studio interne** : aucune redevance n'est reversée au développeur, et la Société supporte uniquement les coûts de son studio ;

- **développé par un studio externe** : la Société verse au studio un minimum garanti pendant le développement, puis des redevances complémentaires si les ventes dépassent les prévisions ;

[34] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.
[35] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.
[36] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2024/25*.

- **sous licence** (par exemple Robocop, de MGM, ou Warhammer, de Games Workshop) : la Société verse au détenteur de la marque un minimum garanti, puis des redevances au-delà de ce minimum.

Hors titres distribués (jeux d'autres éditeurs dont la Société assure uniquement la distribution), le chiffre d'affaires Jeux Vidéo 2026 se répartit entre[37] :

- les jeux développés sur une propriété intellectuelle détenue par la Société **(57 %)** ;
- les jeux exploitant une marque licenciée **(23 %)** ;
- les jeux édités pour le compte de tiers **(20 %)**.

La Société signe plus de 200 contrats de licence par an pour intégrer des marques ou des éléments de tiers dans ses jeux[38] (par exemple nom et l'apparence des joueurs dans les jeux de sports ou les modèles des constructeurs automobiles dans les jeux de course).

La marge dégagée sur chaque jeu dépend de trois flux de rémunération versés à des tiers :

- **lorsque le développement est confié à un studio externe**, un montant garanti versé pendant la production, complété d'un intéressement aux ventes au-delà d'un seuil. La Société cherche notamment à conserver cette part de valeur en internalisant ses studios depuis 2018 ;
- **lorsque le jeu exploite une licence**, un montant garanti immobilisé avec les coûts de développement, puis des redevances sur les ventes versées au détenteur de la licence ;
- **la commission des consoliers et des plateformes de distribution**, dont le taux n'est pas rendu public, la Société ne reconnaissant que le revenu net qui lui revient.

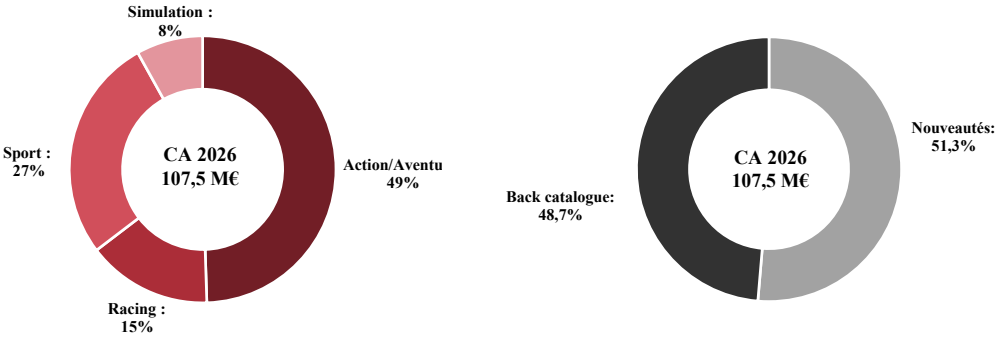
Le cycle de vie d'un jeu s'étend sur plusieurs exercices. Son développement dure généralement de deux à quatre ans, période durant laquelle il ne génère aucun revenu[39]. Après sa sortie, ses coûts de développement sont amortis sur un à cinq ans selon un rythme dégressif, tandis que le jeu continue de se vendre, notamment en digital. Ces ventes de jeux sortis au cours des exercices précédents constituent le back-catalogue (ci-après « le back-catalogue »).

---

[37] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.
[38] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2024/25*.
[39] Xerfi, *L'industrie mondiale des jeux vidéo*, avril 2025.

En 2026, le chiffre d'affaires Jeux Vidéo se partage ainsi entre les sorties de l'exercice (51 %) et le back-catalogue (49 %), que la Société présente comme le socle récurrent de son modèle.

Répartition du chiffre d'affaires jeux par gamme et catégorie



Sources : Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, analyse SORGEM Evaluation.

2.2 L'activité Accessoires

La Société est l'un des principaux acteurs européens des accessoires pour consoles tiers (non produits par les fabricants de consoles).

L'offre repose sur trois marques :

- **Nacon**, pour les manettes, sous licence officielle Sony ou Microsoft, avec deux positionnements :
  - haut de gamme, les manettes Revolution (dont la Revolution 5 Pro pour PlayStation 5 et la Revolution X pour Xbox), destinée aux joueurs les plus exigeants ;
  - entrée de gamme à prix accessible (notamment les manettes Compact et Asymmetric Wireless pour PlayStation 4 et Pro Compact pour Xbox), écoulée à plusieurs millions d'unités et qui compte parmi les meilleures ventes de la Société.

- **RIG**, marque haut de gamme pour les périphériques audio (casques gaming, microphones et écouteurs), classée dès sa première année d'intégration dans le Top 3 des ventes de casques gaming aux États-Unis[40] ;

[40] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

- **Revosim,** marque haut de gamme dédiée au sim-racing (volants, pédaliers et bases Direct Drive).

La Société conçoit ses accessoires en interne et en sous-traite la fabrication (modèle dit « fabless ») à des usines partenaires en Asie, sélectionnées et auditées par sa filiale de Hong Kong.

En décembre 2024, elle a également engagé à Lauwin-Planque (Nord) la construction d'un site de fabrication d'accessoires porté par sa filiale Nacon Industries, détenue à 65 %[41].

La commercialisation d'un accessoire sous licence officielle suppose un contrat de licence distinct avec le consolier concerné. Pour Sony, ces contrats sont conclus pour deux à trois ans renouvelables, sont limités à une liste de territoires, ne sont pas exclusifs et sont révocables à tout moment. Ils donnent lieu au versement d'une redevance fixe en dollars par pièce vendue[42].

3. Historique de la société jusqu'en 2026

Nacon a été constituée en 2019 par l'apport de la branche Gaming de Bigben Interactive, qui demeure son principal actionnaire.

La Société s'est construite en trois étapes : **(i)** la conception et la distribution d'accessoires pour consoles, dont la fabrication est sous-traitée, à partir des années 1990, **(ii)** la distribution puis l'édition de jeux vidéo à partir des années 2000, puis **(iii)** le développement de jeux en propre depuis 2017.

Les principales étapes structurantes sont présentées ci-après :

- **1981** : création de Bigben par M. Alain Falc, positionnée sur la conception, la sous-traitance de fabrication et la distribution de produits électroniques ;

- **1993** : entrée dans le secteur du jeu vidéo et développement des accessoires pour consoles ;

[41] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.
[42] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

- **1999** : introduction en bourse de Bigben Interactive et début du développement international (rachat de sociétés de distribution en Angleterre et au Benelux, création d'une filiale en Allemagne et d'un bureau d'études à Hong Kong) ;

- **2000-2014** : diversification vers la distribution puis l'édition de jeux vidéo, acquisition de ModeLabs en 2011 (futur pôle Bigben Connected) et création de filiales de distribution en Espagne et en Italie (2013-2014) ;

- **2019** : création de Nacon par apport partiel d'actifs de la branche Gaming de Bigben Interactive le 31 octobre 2019 ;

- **2020** : admission des actions aux négociations sur Euronext Paris le 4 mars 2020, assortie d'une augmentation de capital de 109,0 M€, acquisition de la marque de casques *gaming* RIG, signature d'un partenariat accessoires avec Microsoft, acquisition du studio Neopica ;

- **2021-2022** : sept acquisitions de studios, dont Big Ant Studios (Australie), RaceWard (Italie) et Daedalic Entertainment (Allemagne, studio-éditeur spécialisé dans les jeux d'aventure et l'édition de jeux indépendants), portant le pôle Édition à 16 studios et plus de 800 développeurs ;

- **2023** : fermeture du département de développement de Daedalic Entertainment, recentré sur l'édition ;

- **2024** : création d'un pôle dédié au Racing, présentation de la marque d'accessoires premium Revosim, augmentation de capital de 19,0 M€ (souscrite à hauteur de 9,9 M€ par Bigben Interactive par compensation de créance) et lancement de la construction du site de production de Nacon Industries ;

- **2025** : accord exclusif avec WRC Promoter pour l'édition des jeux officiels du Championnat du monde des rallyes sur six saisons (2027 à 2032), commercialisation du premier volant Revosim sur PC[43] et lancement d'une trentaine d'accessoires dédiés à la Nintendo Switch 2 ;

- **2026** : défaut de Bigben Interactive sur ses obligations échangeables en actions Nacon (février), ouverture d'une procédure de redressement judiciaire de la Société (2 mars), redressement judiciaire de Cyanide et de Kylotonn et liquidation judiciaire de Spiders, Nacon Tech et Midgar, revue stratégique et plan de réduction des coûts et des effectifs (juillet), accord de principe sur la restructuration financière (4 août).

[43] TheSixthAxis, *Nacon's Revosim RS Pure racing wheel launches in June*, 6 mars 2025.

4. Présentation du marché dans lequel intervient la Société

Nacon intervient sur deux segments du marché du jeu vidéo, l'édition de jeux pour PC et consoles (67 % du CA 2026) et les accessoires gaming (30 %), présentés ci-après.

Ces deux segments sont présentés ensemble, à l'exception de leurs dynamiques propres (cf. § **III.4.3.**), pour les raisons suivantes :

- la demande d'accessoires découle de celle du jeu vidéo, dans la mesure où elle dépend de la taille du parc de consoles et de PC et suit le cycle des plateformes. Les deux activités s'adressent aux mêmes joueurs, passent par les mêmes distributeurs et dépendent des mêmes consoliers. La Société ne présente d'ailleurs qu'un seul secteur opérationnel (« Nacon Gaming »), considérant que les jeux vidéo et les accessoires s'adressent au même marché et ont les mêmes caractéristiques économiques[44] ;

- les sources disponibles n'isolent pas nécessairement le marché mondial des accessoires gaming.

4.1 Un marché marqué par le cycle de la crise sanitaire

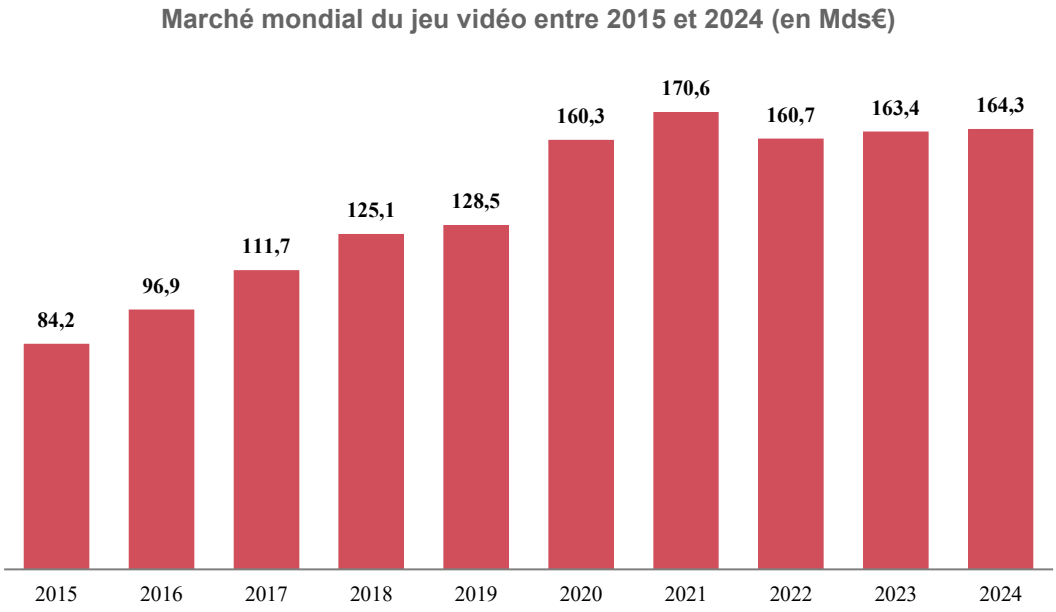
La crise sanitaire a provoqué un pic d'activité car les confinements ont reporté une partie des dépenses de loisirs vers le jeu vidéo, et le marché mondial a progressé de 24,7 % en 2020 puis de 6,4 % en 2021, passant de 128,5 Md€ en 2019 à 170,6 Md€ en 2021[45].

Le marché s'est ensuite contracté de 5,8 % en 2022, puis a stagné en 2023 et 2024. Il s'établit ainsi à 164,3 Md€ en 2024, un niveau encore inférieur à son point haut de 2021 (170,6 Md€)[46].

Cette normalisation après la crise sanitaire a conduit les éditeurs à supprimer 14 600 postes dans le monde en 2024. Les fermetures de studios se sont multipliées depuis, notamment chez Ubisoft (San Francisco et Osaka en 2024, Stockholm et Halifax en 2026), Microsoft (Arkane et Tango Gameworks en 2024) et Pullup Entertainment (Leikir Studio en 2026).

---

[44] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26.
[45] Xerfi, *L'industrie mondiale des jeux vidéo*, avril 2025.
[46] Xerfi, *L'industrie mondiale des jeux vidéo*, avril 2025.



Sources : Xerfi, L'industrie mondiale des jeux vidéo, avril 2025, analyses SORGEM Evaluation

4.2 Environnement concurrentiel

Le marché mondial est dominé par des groupes intégrés américains, japonais et chinois (Sony, Tencent, Microsoft, NetEase, Nintendo), dont le chiffre d'affaires dans le jeu vidéo dépasse 10 Mds€[47].

Les concurrents directs de la Société sont toutefois des acteurs de taille intermédiaire :

- jeux vidéo : les éditeurs « AA », comme Pullup Entertainment, Embracer, Digital Bros, everplay group ou Frontier Developments ;

- accessoires : les fabricants de consoles et des spécialistes comme Turtle Beach, Guillemot, Corsair Gaming.

Dans les deux activités, les consoliers sont à la fois partenaires et concurrents de Nacon : Sony, Microsoft et Nintendo distribuent ses jeux sur leurs plateformes, et Sony et Microsoft lui accordent les licences officielles pour les manettes. Ils concurrencent aussi directement la Société, avec leurs propres jeux et leurs propres manettes.

L'environnement concurrentiel se caractérise par :

[47] Xerfi, *Les leaders mondiaux des jeux vidéo*, avril 2025.

- **un mouvement de consolidation**, illustré par l'acquisition d'Activision Blizzard par Microsoft (64 Md€, fin 2023), celle de Zynga par Take-Two (plus de 9 Mds€, 2022) et la prise de participation de Tencent dans la filiale regroupant les principales licences d'Ubisoft (2025)[48] ;

- **une structure mondiale concentrée** autour de quelques groupes, dont Sony (27,2 Md€ de chiffre d'affaires dans le jeu vidéo en 2024), Tencent (25,4 Md€) et Microsoft (19,9 Md€). Le segment des consoles constitue un oligopole partagé quasi exclusivement entre Nintendo, Sony et Microsoft[49] ;

- **des restructurations significatives, y compris chez les leaders** : annulations et reports de projets, fermetures de studios et réductions d'effectifs touchent l'ensemble du secteur depuis 2024. En janvier 2026, Ubisoft a ainsi annoncé l'annulation ou le report de six jeux et la fermeture de deux studios, et PulluP Entertainment la fermeture de Leikir Studio[50].

4.3 Dynamiques structurantes du marché

4.3.1. Jeux vidéo

Au-delà de sa croissance d'ensemble, le marché PC et consoles est marqué par plusieurs tendances structurantes qui conditionnent la capacité d'un éditeur de taille intermédiaire à rentabiliser ses développements :

- **une concentration des dépenses** sur un nombre limité de franchises internationales et de jeux free-to-play à forte récurrence, au détriment de la visibilité des éditeurs intermédiaires ;

- **une distribution dématérialisée et concentrée :** la digitalisation prolonge la vie commerciale des jeux (contenus additionnels et back-catalogue), mais renforce la dépendance des éditeurs à un petit nombre de plateformes et limite leur pouvoir de négociation ;

- **une pression durable sur les prix,** les joueurs privilégiant promotions, abonnements et achats différés. Sur Steam, le prix médian des titres les plus vendus a baissé d'environ 20 % entre février 2023 et l'automne 2025. Environ 65 % des joueurs

[48] Xerfi, *Les leaders mondiaux des jeux vidéo*, avril 2025.
[49] Xerfi, *Les leaders mondiaux des jeux vidéo*, avril 2025.
[50] Xerfi, *L'industrie du jeu vidéo*, février 2026.

déclarent recourir à des stratégies pour limiter leurs dépenses, en premier lieu l'attente des promotions ;

- **des coûts fixes élevés et un secteur en restructuration :** plus de la moitié des productions françaises sont développées en moins de deux ans, mais les projets dont le budget dépasse 10 M€ requièrent généralement plus de quatre ans. L'inflation des budgets rend la rentabilité dépendante des volumes ;

- **l'essor de l'IA générative dans le développement :** environ un jeu sur cinq sorti sur Steam au troisième trimestre 2025 déclare y recourir, et près de la moitié des studios l'utiliseraient. L'IA peut réduire les coûts et les délais de production, mais l'afflux de nouveaux titres qu'elle favorise rend la visibilité des jeux plus difficile à obtenir ;

- **des cycles de plateformes qui rythment la demande :** le lancement de la Switch 2 en juin 2025 a soutenu le marché, et la génération suivante de consoles (PlayStation 6 et nouvelle Xbox), attendue fin 2027 mais dont le calendrier n'est pas arrêté, pourrait relancer le renouvellement du parc. Des prix d'entrée plus élevés pourraient toutefois limiter l'élargissement de la base installée à leur sortie ;

- **un calendrier de sorties qui rythme les revenus :** chaque exercice dépend des titres mis sur le marché. En 2026, le lancement de GTA VI captera une part importante des dépenses de fin d'année, au risque de pénaliser les titres sortis à la même période. Les revenus d'un éditeur de taille intermédiaire reposent d'autant plus sur son back-catalogue, qui amortit sans la neutraliser la volatilité liée au calendrier des nouveautés.

La Société intervient donc sur un marché globalement en croissance, mais dont les dynamiques structurelles (concentration des dépenses sur les franchises établies, érosion des prix et concentration de la distribution) défavorisent les éditeurs intermédiaires. Sa rentabilité dépend dès lors moins de la croissance du marché que de la régularité de son calendrier de sorties et de la profondeur de son back-catalogue.

4.3.2. Accessoires gaming

Le marché des accessoires gaming (manettes, casques, volants) découle de celui du jeu vidéo. Sa demande dépend de la taille du parc de consoles et de PC, et suit le renouvellement des équipements et le cycle de vie des plateformes. Ce segment présente les dynamiques suivantes :

- **une demande portée par la montée en gamme** plutôt que par les volumes : les ventes d'accessoires progressent grâce aux joueurs déjà équipés, qui se tournent vers

des périphériques plus premium, y compris lorsque les ventes de consoles reculent[51] ;

- **une demande récurrente, peu corrélée au cycle des consoles :** d'après le Management, manettes, volants et casques répondent à un besoin fonctionnel identifié, auprès d'une clientèle plus prévisible que celle des jeux. Les licences de Sony et Microsoft n'étant généralement accordées aux accessoiristes tiers qu'un à deux ans après la sortie d'une console, le lancement d'une nouvelle génération ne se traduit pas par un pic de ventes l'année de sa sortie, et le chiffre d'affaires de la Société s'en trouve lissé. La fin de cycle peut même lui être favorable, les consoliers cessant parfois de distribuer leur propre manette. Seul Nintendo fait exception, la Société ayant proposé une trentaine de produits dès le lancement de la Switch 2 en juin 2025 ;

- **une sensibilité au coût du hardware** : le prix des composants mémoire a été multiplié par 3 à 5 depuis janvier 2025, ce qui renchérit consoles et PC et pèse à la fois sur le coût de revient des périphériques et sur les dépenses des joueurs[52] ;

- **une exposition au marché nord-américain et au risque douanier** : l'Amérique du Nord représente 40,0 % du chiffre d'affaires de la Société en 2025/26 (ventes digitales comprises, rattachées au pays de la plateforme) et constitue le principal débouché de RIG. Depuis avril 2025, les accessoires vendus aux États-Unis sont soumis à des droits de douane de 15 %, alors que leur production est intégralement sous-traitée en Asie[53] ;

- **des barrières à l'entrée liées aux licences des consoliers** : chaque accessoire sous licence officielle nécessite l'accord du fabricant de la console, ce qui limite le nombre d'acteurs tiers crédibles.

[51] Xerfi, *L'industrie du jeu vidéo*, février 2026.
[52] Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026.
[53] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

4.4 Les perspectives du marché mondial du jeu vidéo

Le marché mondial du jeu vidéo a renoué avec la croissance en 2025 (+9,1 %), après une progression limitée en 2024 (+3,9 %). Un ralentissement est toutefois attendu à moyen terme[54].

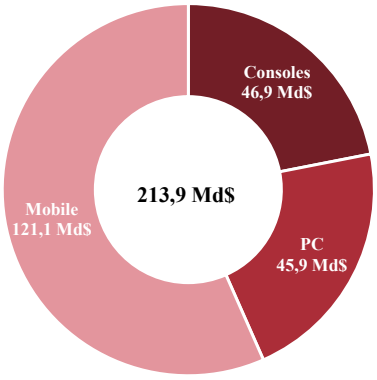
Les principales perspectives sont les suivantes :

- **taille du marché** : de 213,9 Md$ en 2026 (+6,1 %), il est attendu à 242,8 Md$ en 2029, soit un TCAM de 4,3 % sur 2026-2029, contre 6,3 % sur 2023-2026[55] ;

- **relais de croissance** : la base de joueurs (3,70 milliards en 2026, soit 62 % de la population connectée) approche de la saturation, et la part des joueurs payants devrait se stabiliser. La croissance reposerait donc sur la hausse de la dépense des joueurs existants plutôt que sur le recrutement de nouveaux joueurs[56] ;

La Société intervient sur le segment des jeux vidéo pour PC et consoles, à l'exclusion du mobile. La répartition du marché dans son ensemble est présentée ci-après :

Marché mondial du jeu vidéo par plateforme en 2026



Source : Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026, analyse SORGEM Evaluation.

Les deux segments adressés par la Société présentent des dynamiques différentes[57] :

- **PC** : plateforme dont le taux de conversion est le plus élevé, sa croissance est soutenue par le retour des micro-transactions (achats réalisés au sein des jeux), les ventes de

[54] Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026.
[55] Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026.
[56] Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026.
[57] Newzoo, *Global Games Market Report 2026*, septembre 2026.

jeux premium et de jeux à prix intermédiaire. Elle ralentirait à moyen terme (TCAM de 5,2 % sur 2026-2029, contre 7,2 % sur 2023-2026) ;

- **consoles** : la croissance est portée par la sortie de GTA VI, attendue le 19 novembre 2026, par les abonnements multi-jeux et par la hausse des prix des jeux et des services. Hors GTA VI, les revenus consoles reculeraient en 2026. Ce titre sort en exclusivité sur consoles, une version PC n'étant attendue que fin 2027. À moyen terme, la croissance resterait modérée (TCAM de 2,6 % sur 2026-2029, contre 1,7 % sur 2023-2026).

4.5 Conclusion

Il ressort de l'analyse du marché les éléments suivants :

- **après le pic lié à la crise sanitaire (170,6 Md€ en 2021), le marché mondial du jeu vidéo s'est contracté puis a stagné jusqu'en 2024. Cette période a entraîné une vague de restructurations dans le secteur (14 600 postes supprimés en 2024) ;**
- **le marché a renoué avec la croissance en 2025 (+9,1 %), mais cette croissance ralentirait à moyen terme (TCAM de 4,3 % sur 2026-2029, contre 6,3 % sur 2023-2026). Elle reposerait sur la dépense des joueurs existants plutôt que sur l'acquisition de nouveaux joueurs ;**
- **le paysage concurrentiel est dominé par de grands groupes intégrés (Sony, Tencent, Microsoft). Les consoliers sont à la fois partenaires et concurrents de la Société, et ses concurrents directs sont des acteurs de taille intermédiaire ;**
- **les dynamiques du marché défavorisent les éditeurs de taille intermédiaire (concentration des dépenses sur quelques franchises, dépendance aux plateformes, pression sur les prix, hausse des coûts de développement), dont la rentabilité dépend de la régularité de leur calendrier de sorties et de la profondeur de leur back-catalogue ;**
- **le marché des accessoires est porté par la montée en gamme et par la prochaine génération de consoles, attendue fin 2027. Il reste exposé aux droits de douane américains et à la hausse du coût des composants.**

5. Principales données financières historiques de la Société

Les exercices sont désignés par leur date de clôture au 31 mars (« 2026 » pour l'exercice 2025/26).

5.1 Principaux éléments du compte de résultat

Le tableau ci-après présente le compte de résultat consolidé de la Société pour les exercices 2023 à 2026.

P&L (en M€)	31/03/2023	31/03/2024	31/03/2025	31/03/2026
Chiffre d'affaires	**156,0**	**167,7**	**167,9**	**160,8**
% évol.	*n.a.*	*+7,5%*	*+0,1%*	*(4,3%)*
Achats consommés	**(63,8)**	**(63,5)**	**(59,8)**	**(57,0)**
Marge brute	**92,1**	**104,2**	**108,1**	**103,7**
% du CA	*59,1%*	*62,1%*	*64,4%*	*64,5%*
Autres produits opérationnels	1,5	7,6	1,7	1,6
Autres achats et charges externes	(25,7)	(27,9)	(27,3)	(32,0)
Impôts et taxes	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)
Charges de personnel	(21,2)	(22,5)	(25,0)	(25,3)
Autres charges opérationnelles	(1,3)	(4,3)	(1,0)	(1,2)
Ajustements de clôture	-	-	-	1,3
EBITDA	**44,9**	**56,7**	**55,9**	**47,5**
% du CA	*28,8%*	*33,8%*	*33,3%*	*29,5%*
Autres produits et charges opérationnelles non courants	4,0	14,2	3,7	5,9
EBITDA Ajusté	**48,9**	**70,9**	**59,6**	**53,3**
% du CA	*31,4%*	*42,3%*	*35,5%*	*33,2%*
Amortissements et provisions	(31,6)	(50,0)	(58,5)	(403,0)
EBIT	**17,3**	**20,9**	**1,1**	**(349,7)**
% du CA	*11,1%*	*12,5%*	*0,7%*	*(217,5%)*
Résultat financier	(2,3)	(4,8)	(5,8)	(5,1)
Résultat avant impôt	**15,0**	**16,1**	**(4,7)**	**(354,8)**
Impôts sur les bénéfices	(2,2)	1,5	3,3	(11,3)
Arrondi	-	(0,0)	-	-
Résultat net de l'ensemble consolidé	**12,8**	**17,5**	**(1,3)**	**(366,1)**

Source : Nacon, Documents d'enregistrement universels 2023/24 à 2025/26, analyses SORGEM Evaluation.

5.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Sur la période 2023-2026, le chiffre d'affaires consolidé progresse de 156,0 M€ à 167,9 M€ entre 2023 et 2025, avant de reculer à 160,8 M€ en 2026 (-4,3 %).

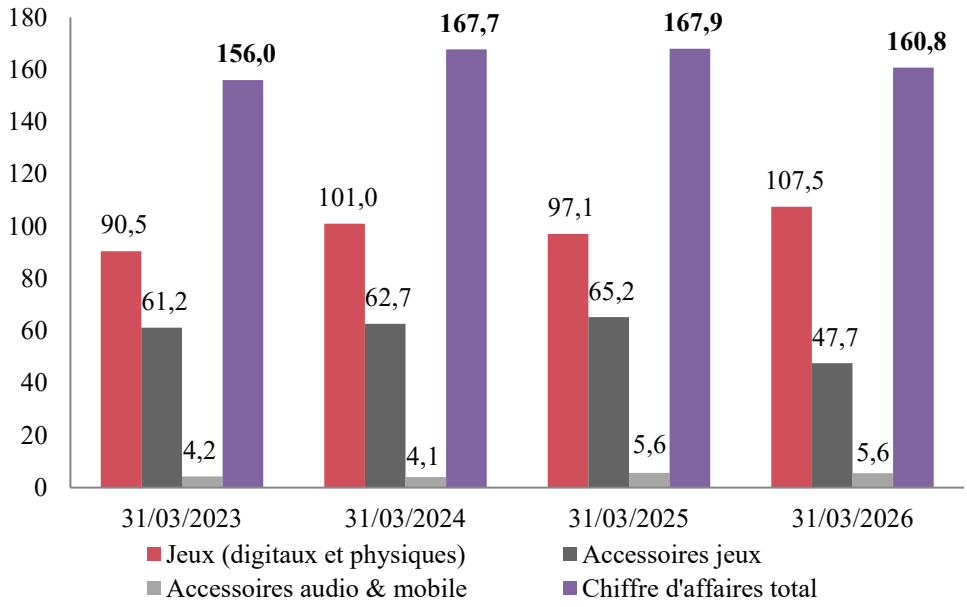
L'analyse par activité fait apparaître les évolutions suivantes :

- l'activité Jeux Vidéo progresse de 90,5 M€ à 107,5 M€ (+5,9 % par an), portée par les jeux digitaux, dont le poids dans le chiffre d'affaires total passe de 46,3 % (2023) à 54,4 % (2026) ;

- l'activité Accessoires, stable jusqu'en 2025 (de 61,2 M€ à 65,2 M€), recule de 26,9 % en 2026, à 47,7 M€. La Société attribue principalement ce recul aux droits de douane de 15 % appliqués aux États-Unis depuis avril 2025. Cette baisse de 17,6 M€ explique à elle seule le repli du chiffre d'affaires consolidé ;

- les autres ventes (5,6 M€, soit 3,5 % du total) correspondent essentiellement à des produits Mobile et Audio du Groupe Bigben, distribués par certaines filiales. Leur pérennité est à apprécier au regard de la cession de Bigben Connected.

Répartition du chiffre d'affaires par activité sur la période 2023 à 2026



Source : URD Nacon du 31/03/2023 au 31/03/2026, analyses SORGEM Evaluation.

Au sein de l'activité Jeux Vidéo, le chiffre d'affaires dépend du nombre de sorties, et se partage entre les nouveautés de l'exercice et le back-catalogue :

- les nouveautés passent de 48,9 M€ en 2023 à 59,3 M€ en 2024 (+19 jeux), à 38,4 M€ en 2025 (+9 jeux), puis 55,3 M€ en 2026 (+13 jeux) ;

- le back-catalogue, dont le niveau dépend des sorties des exercices précédents, progresse de 41,6 M€ en 2023 à 52,3 M€ en 2026, après un point haut de 58,6 M€

en 2025. Sa part dans le chiffre d'affaires consolidé passe de 26,7 % à 32,5 %. Cette progression s'appuie sur les principaux titres sortis au cours des exercices précédents, notamment Steelrising et Cricket 22 (2022/23), RoboCop: Rogue City (2023/24) et Test Drive Unlimited Solar Crown (2024/25), qui continuent de générer des ventes après leur année de sortie, en particulier en digital[58].

5.1.2. Évolution des charges d'exploitation

Les charges d'exploitation sont principalement représentées par deux postes, d'une part les charges de personnel (25,3 M€ en 2026) et d'autre part, les autres achats et charges externes (32,0 M€), dont les évolutions sont présentées ci-après :

- les charges de personnel progressent de 12,7 % sur deux ans, reflet de l'internalisation de la production de jeux au sein des studios de la Société (Kylotonn, Cyanide, Spiders, Daedalic, etc.) ;

- les autres achats et charges externes augmentent de 4,6 M€ en 2026, principalement sous l'effet de la hausse des dépenses de publicité (+2,2 M€), liée à un calendrier de sorties plus fourni qu'en 2025 (13 jeux contre neuf), et des frais d'entretien et de réparation (+2,1 M€)[59].

5.1.3. Évolution des marges

a) EBITDA

L'EBITDA passe de 44,9 M€ en 2023 (28,8 % du CA) à 56,7 M€ en 2024 (33,8 %), puis recule à 47,5 M€ en 2026 (29,5 %), sous l'effet du repli de la marge brute et de la hausse des charges externes (essentiellement des dépenses de publicité qui sont liées au calendrier de sortie, cf. *supra*).

L'EBITDA ajusté intègre des reprises de dettes d'earn-out sans effet de trésorerie (32,0 M€ cumulés sur 2024-2026, dont 18,4 M€ en 2024). Lors des acquisitions, la Société s'est engagée à verser aux cédants des compléments de prix (earn-out) en fonction des ventes futures des jeux, et a comptabilisé une dette correspondant à leur montant estimé. Les ventes s'étant révélées inférieures aux estimations, une partie de ces dettes a été reprise en résultat. Ces reprises n'ont aucun effet sur la trésorerie.

[58] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2024/25*.
[59] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

La marge d'EBITDA doit être interprétée au regard du traitement comptable des coûts de développement des jeux, et ne reflète pas directement la capacité de la Société à générer de la trésorerie :

- l'essentiel des coûts de développement des jeux (salaires des studios, développeurs externes) n'est pas passé en charges. Il est inscrit à l'actif, puis amorti sur la durée de commercialisation des jeux. Ce traitement est usuel chez les éditeurs de jeux vidéo, dont les marges d'EBITDA sont de ce fait élevées (cf. § **IV.2.4.2.1.**). Ces dépenses (73,2 M€ en 2026) sont donc exclues de l'EBITDA, alors qu'elles sont payées chaque année ;

- une fois ces investissements déduits de l'EBITDA (47,5 M€ en 2026), l'activité s'avère consommatrice de trésorerie : l'EBITDA diminué des investissements décaissés (72,6 M€) ressort à -25,1 M€ en 2026 et à -104,6 M€ en cumulé sur la période 2023-2026, en raison d'un décalage sur les sorties de certains jeux et de coûts de développement importants lors des derniers exercices. Ce besoin a partiellement été financé par l'endettement et par une augmentation de capital en 2024.

b) EBIT

En 2026, les autres produits et charges opérationnels non courants contribuent positivement à l'EBIT, à hauteur de 5,9 M€.

Ils se composent de 9,6 M€ de reprises de dettes d'earn-out (cf. *supra*), diminuées de 3,6 M€ d'autres charges non récurrentes, dont 1,9 M€ de provision pour la restructuration de Spiders, studio placé en redressement judiciaire en mars 2026 puis en liquidation judiciaire le 29 avril 2026[60].

Sur la période 2023 à 2026, l'EBIT passe de 17,3 M€ à -349,7 M€. Deux facteurs expliquent cette baisse :

- la hausse des amortissements, de 31,6 M€ en 2023 (20 % du CA) à 60,6 M€ en 2026 (38 %), à mesure que les jeux développés sont mis en exploitation ;

- une dépréciation de 342,4 M€ comptabilisée en 2026 à l'issue du test de dépréciation réalisé dans le cadre de la procédure. La Société en indique la répartition suivante :

[60] Nacon, *Document d'enregistrement universel 2025/26*.

le goodwill déprécié en totalité (136,6 M€), les jeux (195,3 M€) et les marques (10,5 M€).

5.2 Principaux éléments du bilan économique

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié de la Société pour les exercices 2023 à 2026.

Bilan économique (en M€)	31/03/2023	31/03/2024	31/03/2025	31/03/2026
Écart d'acquisition (goodwill)	138,1	137,6	136,0	-
Immobilisations incorporelles	186,3	213,4	233,4	43,8
Immobilisations corporelles (hors IFRS 16)	3,9	3,9	3,7	3,0
Immobilisations financières	2,4	2,9	3,0	2,6
Écart d'acquisition et immobilisations	330,8	357,8	376,1	49,4
Droit d'utilisation IFRS 16	7,1	10,0	10,0	8,8
BFR d'exploitation	48,0	30,8	27,4	-5,0
Impôts différés actifs	2,0	2,7	7,4	0,5
Impôts différés passifs	-4,5	-0,8	-0,2	-3,9
Total capitaux employés	**383,5**	**400,5**	**420,6**	**49,8**
Capitaux propres	242,6	263,6	284,4	-81,7
Intérêts minoritaires	-	-	-	0,3
Capitaux propres totaux	**242,6**	**263,6**	**284,4**	**-81,3**
Dette financière nette (hors IFRS 16)	129,8	125,7	124,6	115,6
dont dette financière	*114,9*	*111,4*	*133,3*	*124,9*
dont dettes d'earn-out	*47,0*	*21,3*	*10,7*	*0,9*
dont compte courant BBI	*15,5*	*19,2*	*9,9*	*10,5*
dont trésorerie et équivalents de trésorerie	*-47,6*	*-26,2*	*-29,3*	*-20,7*
Dette engagements locatifs IFRS 16	7,1	10,1	10,2	9,2
Provisions retraites et engagements de retraite	0,9	1,1	1,3	1,4
Autres provisions	3,2	0,1	0,1	5,0
Total capitaux investis	**383,5**	**400,5**	**420,6**	**49,8**

Source : URD Nacon du 31/03/2023 au 31/03/2026, analyses SORGEM Evaluation.

L'analyse du bilan économique sur la période 2025 à 2026 fait apparaître les principaux éléments détaillés ci-après :

5.2.1. Capitaux employés

Les capitaux employés sont principalement constitués des écarts d'acquisition et des immobilisations incorporelles (frais de développement des jeux et marques), complétés par le besoin en fonds de roulement et les impôts différés.

Les capitaux employés passent de 420,6 M€ au 31 mars 2025 à 49,8 M€ au 31 mars 2026 :

- le goodwill est intégralement déprécié et les immobilisations incorporelles, essentiellement des coûts de développement de jeux, passent de 233,4 M€ à 43,8 M€. Les amortissements futurs seront donc mécaniquement réduits, et le résultat opérationnel des prochains exercices ne sera pas comparable à l'historique ;

- le BFR d'exploitation baisse de 48,0 M€ en 2023 (30,8 % du chiffre d'affaires) à 27,4 M€ en 2025 (16,3 %), principalement grâce à la baisse des stocks. Il devient négatif en 2026 (-5,0 M€) sous l'effet du gel du passif consécutif à l'ouverture du redressement judiciaire le 2 mars 2026 (variation de +31,5 M€ au tableau des flux de trésorerie). Les fournisseurs passent de 40,4 M€ à 57,7 M€ et les dettes fiscales et sociales augmentent de 8,1 M€. Le caractère négatif du BFR en 2026 n'est donc pas le reflet d'une amélioration structurelle du cycle d'exploitation mais uniquement la conséquence de la procédure de redressement judiciaire[61] ;

- les impôts différés actifs passent de 7,4 M€ à 0,5 M€ : la Société a décomptabilisé l'intégralité des impôts différés actifs sur ses déficits reportables, compte tenu de ses perspectives de résultat. Les impôts différés passifs, qui portent principalement sur l'amortissement des coûts de développement des jeux, passent de 0,2 M€ à 3,9 M€.

5.2.2. Capitaux investis

Les capitaux propres deviennent négatifs au 31 mars 2026, passant de 284,4 M€ à -81,3 M€, sous l'effet quasi intégral de la perte nette de l'exercice (-366,1 M€).

La dette financière nette, hors passifs locatifs IFRS 16, s'établit à 115,6 M€ au 31 mars 2026. Elle comprend 124,9 M€ de passifs financiers, l'avance de trésorerie de Bigben Interactive (10,5 M€) et le solde des dettes d'earn-out (0,9 M€), après déduction d'une trésorerie de 20,7 M€[62].

La dette financière nette diminue de 9,0 M€ par rapport au 31 mars 2025 (124,6 M€). Cette baisse ne résulte pas d'un désendettement. Elle provient pour l'essentiel de la diminution des dettes d'earn-out (-9,8 M€), elle-même due à des reprises comptables sans

[61] En neutralisant l'intégralité de la hausse des dettes d'exploitation de l'exercice (+27,2 M€ au tableau des flux de trésorerie), qui résulte pour l'essentiel de ce gel, le BFR d'exploitation ressortirait à environ 22,2 M€ au 31 mars 2026, soit 13,8 % du chiffre d'affaires, un niveau proche de celui de 2025.

[62] Hors avance de trésorerie BBI et hors earn-out, la dette financière nette s'établit à 104,2 M€. Ce montant est retenu dans les éléments de passage ci-après dans le présent rapport (cf. § **IV.4.**).

effet sur la trésorerie (9,6 M€), les ventes des jeux des studios acquis s'étant révélées inférieures aux estimations retenues lors des acquisitions.

Hors earn-out, la dette financière nette est stable (113,9 M€ en 2025 et 114,7 M€ en 2026). Cette stabilité tient elle-même au gel du passif depuis l'ouverture de la procédure, qui a suspendu le paiement des dettes antérieures au 2 mars 2026.

5.3 Conclusion

Il ressort de cette analyse les éléments suivants :

- **le chiffre d'affaires recule à 160,8 M€ en 2026 (-4,3 %), après avoir progressé de 156,0 M€ à 167,9 M€ entre 2023 et 2025. Ce repli tient à la baisse des accessoires (-26,9 %), liée aux droits de douane américains, alors que l'activité Jeux Vidéo progresse sur la période (+5,9 % par an), portée par le digital et le back-catalogue ;**

- **l'EBITDA recule à 47,5 M€ en 2026 (29,5 % du CA). Il ne reflète pas la capacité de la Société à générer de la trésorerie, les coûts de développement des jeux (73,2 M€ en 2026) étant inscrits à l'actif. Une fois ces investissements déduits, l'activité consomme de la trésorerie (-104,6 M€ cumulés sur 2023-2026). Ce besoin a été financé en partie par l'endettement et par l'augmentation de capital de 2024 ;**

- **les reprises de dettes d'earn-out (32,0 M€ sur 2024-2026), sans effet sur la trésorerie, traduisent des ventes de jeux des studios acquis inférieures aux estimations retenues lors des acquisitions ;**

- **la dépréciation de 342,4 M€ comptabilisée en 2026 (goodwill, jeux et marques) explique l'essentiel de la perte nette (-366,1 M€). Les capitaux propres deviennent négatifs (-81,3 M€) et les capitaux employés sont ramenés à 49,8 M€. Le résultat opérationnel des prochains exercices ne sera donc pas comparable à l'historique ;**

- **la dette financière nette (115,6 M€ au 31 mars 2026) baisse de 9,0 M€, pour l'essentiel sous l'effet des reprises d'earn-out. Sa stabilité hors earn-out, comme le BFR négatif (-5,0 M€), résulte du gel du passif consécutif à l'ouverture du redressement judiciaire, et non d'une amélioration de la situation financière.**

6. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
✓ **Positionnement de niche** sur le segment AA, avec des jeux ciblant des communautés de joueurs spécialisées (simulation, sport, racing et aventure). ✓ **Catalogue de plus de 250 titres,** répartis en quatre genres (Action/Aventure, Sport, Racing et Simulation). Le back-catalogue représente 49 % du CA Jeux Vidéos en 2026 et constitue un socle de revenus récurrents. ✓ **Propriétés intellectuelles détenues par la Société**, à l'origine de 57 % du CA Jeux en 2026. Elles permettent de capter l'essentiel de la valeur et d'exploiter les franchises dans la durée. ✓ **Trois marques d'accessoires établies** (Nacon, RIG, Revosim), couvrant à la fois l'entrée de gamme et le haut de gamme, appuyées sur des licences officielles Sony et Microsoft. Le modèle est « fabless » et peu capitalistique. ✓ **Forte part du digital** (81 % du CA Jeux en 2026) et présence internationale (89 % du CA réalisé hors de France).	✓ **Structure financière dégradée :** capitaux propres négatifs (-81,3 M€), dette financière nette de 115,6 M€ et emprunts bancaires dont le paiement est gelé depuis l'ouverture du redressement judiciaire, mais qui resteraient dus en totalité en l'absence de plan. ✓ **Retards de développement et ventes de jeux inférieures aux attentes :** plusieurs sorties ont été décalées en 2025/26, et les ventes des derniers jeux ne suffisent plus à financer des coûts de production en hausse. Les reprises de dettes d'earn-out (32,0 M€ sur 2024-2026) confirment que les studios acquis ont été moins performants que prévu. ✓ **Forte dépendance au calendrier éditorial :** les ventes de nouveautés varient de 38,4 M€ à 59,3 M€ selon le nombre de sorties, et conditionnent les revenus futurs du back-catalogue. ✓ **Recul de l'activité accessoires** (-26,9 % en 2026) et contraction de la marge sur les ventes physiques, avec une production intégralement sous-traitée en Asie.
Opportunités	**Menaces**
✓ **Croissance du marché PC et consoles,** cœur de cible de la Société, estimé à 92,8 Mds$ en 2026, avec une croissance annuelle moyenne attendue de 3,9 % jusqu'en 2029. ✓ **Développement des ventes digitales,** qui offrent des marges brutes supérieures aux ventes physiques et prolongent la durée de vie commerciale des jeux. ✓ **Valorisation du back-catalogue** par des portages et rééditions sur les nouvelles plateformes. Ses revenus sont passés de 41,6 M€ en 2023 à 52,3 M€ en 2026. ✓ **Nouveau cycle de plateformes** (Switch 2 en 2025, PS6 et Xbox attendues fin 2027), susceptible de soutenir les ventes d'accessoires à terme et, plus largement, de jeux vidéo. ✓ **Intégration de l'IA** dans les processus de développement (prototypage, création graphique, programmation et tests), susceptible de réduire les délais et les coûts de production.	✓ **Concurrence intense** de grands éditeurs internationaux, et concentration des dépenses des joueurs sur quelques grandes franchises, défavorable aux éditeurs de taille intermédiaire. ✓ **Dépendance aux consoliers et aux plateformes de distribution numérique,** qui pèsent sur les prix et les conditions commerciales. ✓ **Inflation des coûts de développement**, qui avantage les éditeurs disposant de moyens supérieurs ou intégrant efficacement l'IA. ✓ **Essor de l'IA générative,** qui abaisse les barrières à l'entrée et augmente la pression concurrentielle. ✓ **Risque douanier et coût du hardware :** les accessoires vendus aux États-Unis sont soumis à des droits de 15 % depuis avril 2025, et la hausse du prix de la mémoire renchérit consoles et PC. ✓ **Risque lié à la restructuration opérationelle :** la fermeture de trois studios et les réductions d'effectifs peuvent entraîner des pertes de compétences et des retards dans le calendrier de sorties.

IV. ÉVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

1. Approche méthodologique

1.1 Approche et méthodes mises en œuvre

La présente partie a pour objet d'estimer la Valeur des Fonds Propres de la Société dans deux situations distinctes : d'une part, dans sa situation actuelle, c'est-à-dire en l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration (ci-après « pré-Plan »), d'autre part, à l'issue de la mise en œuvre du Plan (ci-après « post-Plan »).

1.1.1. Première étape : l'estimation de la Valeur d'Entreprise de la Société en continuité d'exploitation (cf. § IV.2.)

Nous estimons dans un premier temps la Valeur d'Entreprise de la Société, c'est-à-dire la valeur de ses actifs.

Cette Valeur d'Entreprise est d'abord déterminée dans une hypothèse de continuité d'exploitation, fondée sur le Plan d'Affaires Nacon, établi par le Management avec l'appui du cabinet Eight Advisory dans le cadre de l'*IBR*.

La méthodologie retenue pour estimer la Valeur d'Entreprise est détaillée (cf. § **IV.2.**).

Par ailleurs, nous exposons les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (cf. § **IV.1.2.**).

1.1.2. Deuxième étape : la prise en compte de la situation actuelle de la Société dans la Valeur d'Entreprise (cf. § IV.3.)

Les Valeurs d'Entreprise obtenues à l'issue de la première étape reposent sur une hypothèse de continuité d'exploitation.

Nous retenons cette hypothèse dans les deux situations :

- pré-Plan, la valeur en continuité d'exploitation est déjà inférieure au passif. La prise en compte d'une valeur de liquidation, issue la plus probable en l'absence de plan, ne ferait que renforcer le constat d'une Valeur des Fonds Propres négative (cf. § **IV.3.1.**) ;

- post-Plan, les prévisions de trésorerie ne font pas apparaître d'impasse, et la valeur retenue comprend les déficits reportables (cf. § **IV.3.2**.).

1.1.3. Troisième étape : le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres (cf. § IV.4.)

La Valeur des Fonds Propres est obtenue en déduisant de la Valeur d'Entreprise la dette financière nette, ajustée des autres éléments de passage.

Cette déduction diffère selon la situation considérée :

- pré-Plan, la dette financière nette déduite est la dette actuelle, non restructurée ;

- post-Plan, la dette financière nette est réduite significativement, selon les modalités du Plan présentées (cf. § **I.***)*.

1.1.4. Quatrième étape : calcul de la Valeur des Fonds Propres et synthèse (cf. § IV.5.)

Sur la base (i) des Valeurs d'Entreprise et (ii) des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres, nous calculons la Valeur des Fonds Propres :

- **pré-Plan, sur la base de la Valeur d'Entreprise en continuité d'exploitation et de la dette financière nette ajustée pré-restructuration ;**

- **post-Plan, sur la base de la Valeur d'Entreprise en continuité et de la dette financière nette ajustée post-restructuration.**

En synthèse, nous présentons le patrimoine d'un actionnaire actuel, pré et post-Plan, et vérifions que la Valeur des Fonds Propres post-Plan ressort supérieure.

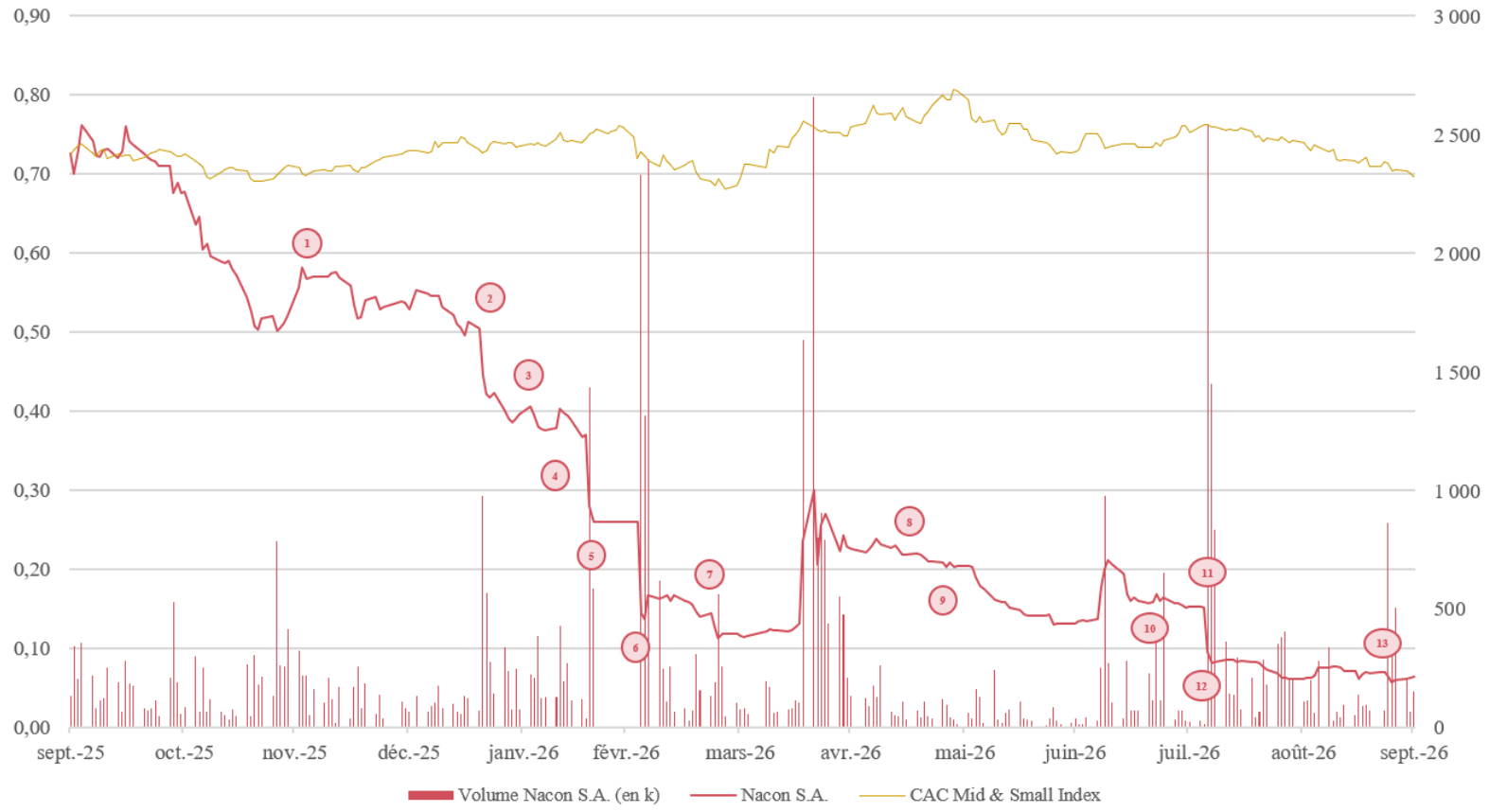
1.2 Méthodes et références écartées

1.2.1. Cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse de Nacon et du CAC Mid & Small, qui regroupe les sociétés cotées sur Euronext Paris de moyenne et de petite capitalisation, entre le 30 septembre 2025 et le 30 septembre 2026 (Date d'Évaluation).

Évolution du cours de bourse de la Société sur les 12 derniers mois au 30 septembre 2026 comparé au CAC Mid & Small Index (rebasé au 30 septembre 2025)



Source : S&P Capital IQ, analyses SORGEM Evaluation.

Légende	Date	Événement
1	05/12/2025	Ouverture par Bigben Interactive de discussions avec les porteurs d'obligations senior échangeables en actions Nacon
2	19/01/2026	Publication du chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice 2025-2026 (en recul de 4,4 %) et révision à la baisse de l'objectif annuel
3	02/02/2026	Adoption par l'assemblée générale des porteurs d'obligations échangeables en actions Nacon de la modification des modalités des obligations, prévoyant notamment un remboursement partiel et un report de l'échéance à 2032
4	17/02/2026	Annonce du refus du pool bancaire de Bigben Interactive de donner suite à l'avis de tirage, rendant impossible le remboursement partiel de l'emprunt obligataire
5	20/02/2026	Suspension de la cotation des actions Nacon sur Euronext Paris
6	04/03/2026	Reprise de la cotation, après l'ouverture le 2 mars 2026 d'une procédure de redressement judiciaire de Nacon par le Tribunal de commerce de Lille Métropole
7	23/03/2026	Déclaration de cessation des paiements de quatre filiales de Nacon et demande d'ouverture de procédures de redressement judiciaire
8	18/05/2026	Publication du chiffre d'affaires annuel 2025-2026 (en recul de 4,3 %) et annonce de dépréciations significatives des actifs
9	27/05/2026	Prolongation de la période d'observation du redressement judiciaire de Nacon jusqu'au 2 septembre 2026
10	21/07/2026	Publication des résultats annuels 2025-2026 et du chiffre d'affaires du premier trimestre 2026-2027
11	28/07/2026	Report de la publication des comptes annuels 2025-2026
12	04/08/2026	Annonce par Bigben Interactive d'un accord de principe avec ses principaux créanciers financiers et du dépôt d'une requête en ouverture de sauvegarde accélérée
13	22/09/2026	Présentation par Nacon des modalités envisagées de son plan de restructuration

Sur les douze mois précédant la Date d'Évaluation, le cours de l'action Nacon a reculé de 91 %, passant de 0,72 € le 30 septembre 2025 à 0,06 € le 30 septembre 2026, alors que l'indice CAC Mid & Small est resté quasiment stable sur la même période (-4 %).

Cette chute traduit la dégradation de la situation financière de la Société et de son actionnaire majoritaire Bigben Interactive, qui a conduit à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire le 2 mars 2026.

Les principales évolutions du cours sur la période sont les suivantes :

- à la suite de l'annonce, la veille, du refus du pool bancaire de Bigben Interactive de financer le remboursement partiel de son emprunt obligataire, le cours chute de 24 % le 18 février 2026 ;

- la cotation est suspendue du 20 février au 3 mars 2026 inclus. Pendant cette période, Nacon déclare sa cessation des paiements et le Tribunal de commerce de Lille Métropole ouvre une procédure de redressement judiciaire. À la reprise de la cotation le 4 mars 2026, le cours recule de 45 % (passant de 0,26 € à 0,14 €) ;

- le 4 août 2026, Bigben Interactive annonce un accord de principe avec ses principaux créanciers financiers et le dépôt d'une requête en ouverture de sauvegarde accélérée, entraînant une baisse du cours de 37 % ;

- le 22 septembre 2026, Nacon présente les modalités envisagées de son Plan de restructuration, qui prévoient alors la conversion de créances intragroupe et une augmentation de capital de 32 M€, entraînant une dilution massive des actionnaires existants. Le cours recule de 8 % et atteint son plus bas de la période le 24 septembre 2026 (0,06 €).

Le tableau ci-dessous reprend différentes données de cours de l'action et de volumes d'échanges sur plusieurs périodes, à la Date d'Évaluation.

Analyse du cours de bourse de la Société sur les 12 derniers mois au 30 septembre 2026

	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	**0,06**	**0,06**	**0,10**	**0,16**	**0,28**
Cours le plus haut (€)	-	0,08	0,21	0,30	0,76
Cours le plus bas (€)	-	0,06	0,06	0,06	0,06
Volume moyen	-	172 718	245 786	223 717	225 289
en % du flottant	-	*0,40 %*	*0,57 %*	*0,52 %*	*0,52 %*
en % du capital	-	*0,16 %*	*0,23 %*	*0,20 %*	*0,21 %*
Volume cumulé	-	3 972 520	16 221 897	28 859 454	57 448 730
en % du flottant	-	*9,2 %*	*37,6 %*	*66,8 %*	*133,0 %*
en % du capital	-	*3,6 %*	*14,9 %*	*26,4 %*	*52,6 %*
Volatilité annualisée	-	98,2 %	125,5 %	163,9 %	133,4 %

Source : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, analyses SORGEM Evaluation.

Sur la période, le cours a subi d'importantes variations, avec un maximum à 0,76 € le 3 octobre 2025 et un minimum à 0,06 € le 24 septembre 2026. Le cours moyen pondéré par les volumes s'établit ainsi à 0,06 € sur le dernier mois, contre 0,28 € sur les 12 derniers mois.

La rotation du flottant ressort à 133 % sur 12 mois. Ce niveau, élevé en nombre de titres, doit être apprécié au regard de la faible valeur du flottant, de l'ordre de 12 M€ seulement sur la base du cours moyen des 12 derniers mois. Au cours des 12 derniers mois, 57,4 millions d'actions ont été échangées, soit 1,3 fois le flottant, ce qui ne représente qu'un montant de 16 M€. La progression de la rotation du flottant depuis 2023 (40 %, puis 70 % en 2024 et 128 % en 2025) résulte de la baisse du cours, les capitaux échangés étant restés compris entre 30 M€ et 38 M€ par an sur cette période, avant de reculer à 16 M€ sur les 12 derniers mois.

Les échanges se concentrent par ailleurs sur les séances qui ont suivi les annonces de la Société et de Bigben Interactive[63]. Ces séances représentent 10 % des séances des 12 derniers mois, mais concentrent 28 % des volumes échangés, et jusqu'à 30 % sur les 6 derniers mois. Hors séance d'annonce, la rotation du flottant ressort à 96 % sur 12 mois.

Malgré des échanges sur la quasi-totalité des séances (247 sur 255), la liquidité du titre en valeur apparaît particulièrement faible. Sur les douze derniers mois, les capitaux échangés ne représentent que 16 M€, contre 30 à 37 M€ par an les années précédentes, pour un montant quotidien moyen de l'ordre de 64 K€ et un bid-ask spread moyen de 2,3 %, soit environ 32 fois la moyenne des sociétés du CAC 40 (0,07 %). Au cours du mois précédant la Date d'Évaluation, la liquidité du titre se dégrade davantage, avec un montant quotidien moyen échangé limité à 11 K€ et un bid-ask spread moyen de 4,1 %.

Le titre présente par ailleurs une très forte volatilité, supérieure à 125 % sur 3, 6 et 12 mois, et de 98 % sur 1 mois. Sur les 255 séances de la période, 46 font apparaître une variation quotidienne du cours d'au moins 5 % (soit 18 % des séances), dont 19 d'au moins 10 %.

Sur les six mois précédant la Date d'Évaluation, le cours du titre Nacon a fluctué entre 0,06 € et 0,30 €, extériorisant une capitalisation boursière comprise entre 6,4 M€ et 32,8 M€. Le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois s'établit à 0,06 €, soit une capitalisation boursière d'environ 7,2 M€ sur la base du nombre d'actions existantes à la Date d'Évaluation.

Compte tenu de la faible liquidité du titre en valeur, de sa forte volatilité et du niveau très réduit de la capitalisation boursière au regard de l'endettement de la Société, la référence au cours de bourse nous paraît insuffisamment pertinente pour pouvoir être retenue.

[63] Séance de l'annonce et première séance de cotation suivante ayant donné lieu à des échanges, soit 26 séances sur les 12 derniers mois.

1.2.2. Objectifs de cours des analystes

À la date du présent rapport, la couverture du titre Nacon par les analystes financiers est très limitée (un seul analyste, ODDO BHF).

ODDO BHF a publié son dernier objectif de cours le 20 janvier 2026, à hauteur de 0,50 € par action (contre 0,65 € en novembre 2025).

Depuis le 4 mars 2026, cet objectif est placé « sous revue » et aucun nouvel objectif de cours n'a été publié, ODDO BHF étant dans l'attente des modalités de la restructuration financière (dette, dilution potentielle) dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire, ainsi que d'une meilleure visibilité sur la trajectoire opérationnelle de Nacon.

Pour ces raisons, nous excluons la référence de valeur que constituent les objectifs de cours des analystes.

1.2.3. Transactions récentes sur le capital de Nacon

Nous n'avons pas eu connaissance de transactions significatives récentes intervenues, hors marché boursier, sur le capital de Nacon, dont les termes financiers précis nous auraient été communiqués et qui auraient pu constituer une référence de valeur.

1.2.4. Actif net comptable consolidé

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Les principaux actifs de la Société ne sont toutefois pas nécessairement inscrits à son bilan à leur valeur de marché, de sorte que l'actif net comptable ne reflète pas sa valeur intrinsèque.

À titre d'information, les capitaux propres (part de la Société) au 31 mars 2026 s'élèvent à - 81,7 M€, et à -81,3 M€ pour l'ensemble consolidé.

Sur la base du nombre d'actions de 109 172 490 au 31 mars 2026, l'actif net comptable est donc négatif et est estimé à -0,75 € par action.

1.2.5. Actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres comptables de la mise à la 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.

Or, au cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs est déjà appréhendée par les autres approches mises en œuvre.

2. Estimation de la Valeur d'Entreprise de la Société

2.1 *Méthode DCF (retenue à titre principal)*

2.1.1. *Principe de la Méthode DCF*

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) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (cf. § **IV.2.1.2.**) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (cf. § **IV.2.1.3.**).

a) Sources d'informations utilisées et périmètre retenu

L'évaluation de Nacon se fonde sur le Plan d'Affaires Nacon, à horizon mars 2037, établi par le Management avec l'appui du cabinet Eight Advisory, dans le cadre de leurs travaux d'*Independent Business Review* (ci-après l'« IBR »).

Compte tenu des profils de risque distincts des activités « Jeux Vidéo » et « Accessoires », la Valeur d'Entreprise de Nacon a été déterminée comme la somme des Valeurs d'Entreprise de chacune de ces activités, estimées par la méthode DCF avec un taux d'actualisation propre.

Le Plan d'Affaires Nacon a été ventilé entre les deux activités sur la base :

- de la répartition du chiffre d'affaires et des achats consommés présentée dans le Plan d'Affaires Nacon ;
- d'une clé de répartition des frais de personnel, établie sur la base d'échanges avec le Management, de 55 % pour les Jeux Vidéo et de 45 % pour les Accessoires ;
- du prorata du chiffre d'affaires pour les autres charges opérationnelles et les investissements de maintenance ;
- d'une affectation intégrale des frais de développement des jeux à l'activité Jeux Vidéo.

b) Synthèse des hypothèses structurantes

Évolution du chiffre d'affaires

Le Plan d'Affaires Nacon prévoit une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires d'environ 0,7 % sur la période 2027-2037, pour atteindre environ 179 M€ en fin de période.

Chiffre d'affaires Jeux Vidéo :

Le chiffre d'affaires Jeux Vidéo représente environ 62 % du chiffre d'affaires total en fin de période du Plan d'Affaires Nacon contre 66 % en 2027.

Celui-ci a été estimé à partir (i) du montant des frais de développement engagés pour les nouveaux jeux et (ii) d'un multiple de chiffre d'affaires de 1,7x[64]. Ce multiple correspond à la moyenne observée sur les jeux sortis entre 2014 et 2026 (2,8x en moyenne avant la crise sanitaire, 1,5x ensuite) [65]. À partir de 2030, le multiple retenu augmente de 1 % par an.

Plus globalement, la trajectoire du chiffre d'affaires s'appuie notamment sur les effets suivants :

- un chiffre d'affaires 2027 estimé jeu par jeu par le Management ;
- un calendrier de sorties détaillé pour les exercices 2027 et 2028, puis une visibilité plus réduite pour les exercices 2029 et 2030, complété de jeux non définis à ce stade ;
- à partir de 2031, un chiffre d'affaires déterminé en appliquant le multiple de l'année à la moyenne des frais de développement des deux exercices précédents ;
- un étalement du chiffre d'affaires de chaque jeu sur plusieurs années après leur sortie, selon le profil moyen de répartition du chiffre d'affaires observé sur 40 jeux sortis avant 2019.

Chiffre d'affaires Accessoires :

Le chiffre d'affaires Accessoires se compose des accessoires jeux et des accessoires audio & mobile.

Il représente environ 38 % du chiffre d'affaires total en fin de période du Plan d'Affaires Nacon contre 34 % en 2027 :

- l'activité d'accessoires de jeux atteint 50 M€ en 2027, après une baisse de 27 % en 2026 liée à la mise en place de droits de douane aux États-Unis. Le chiffre d'affaires progresse ensuite de 1 % par an en moyenne ;
- l'activité d'accessoires audio & mobile atteint 9 M€ en 2029, portée par le développement des ventes sur le site internet de Nacon et l'amélioration des

[64] Le chiffre d'affaires pour les nouveaux jeux correspond à leurs investissements de développement multipliés par un multiple de chiffre d'affaires, fixé à 1,7x.

[65] Le multiple correspond au ratio entre le chiffre d'affaires total et le coût de développement des 106 jeux sortis entre mars 2014 et mars 2026.

performances commerciales. Le chiffre d'affaires évolue ensuite en ligne avec l'inflation (1 % par an jusqu'en 2032, puis 2 % par an), sur un marché tiré par la montée en gamme des smartphones, dont le taux d'équipement est déjà élevé.

Évolution des marges

Le Plan d'Affaires Nacon prévoit un taux de marge brute globalement stable sur l'horizon explicite, compris entre 67 % et 70 % du chiffre d'affaires.

Cette évolution s'appuie notamment sur les effets suivants :

- une hausse progressive du taux de marge brute des Jeux Vidéo, d'environ 86 % en 2027 à environ 88 % en 2037, liée au recul de la part des ventes physiques au profit des ventes digitales : le taux de marge des ventes digitales étant sensiblement plus élevé, environ 89 % contre 53 % pour les ventes physiques en 2025 ;

- des taux de marge brute des Accessoires Jeux et des Accessoires Audio & Mobile stables, respectivement à 37 % et 40 % ;

- un léger recul du poids des Jeux Vidéo dans le chiffre d'affaires, qui compense en partie la hausse de leur taux de marge.

Le Plan d'Affaires Nacon prévoit un taux de marge d'EBITDA compris entre environ 41 % et 46 % sur l'horizon explicite et atteint environ 43 % en 2037.

Cette évolution s'appuie notamment sur les effets suivants :

- les initiatives de réduction de coûts :
  - la réduction des effectifs, principalement dans le cadre d'un plan de sauvegarde de l'emploi (ci-après « PSE ») ;
  - la baisse des frais de marketing, en lien avec la baisse du nombre de studios et de jeux développés chaque année, le recours croissant à l'intelligence artificielle et un alignement sur les standards du marché, estimés à 5 % du chiffre d'affaires Jeux Vidéo ;
  - la diminution des frais de déplacement liée à la réduction des effectifs et des mesures d'économies mises en place avec notamment une présence réduite sur les salons.
- la surperformance du jeu « The Mound », dont les effets sont visibles dès 2027 ;

- la contribution additionnelle du chiffre d'affaires généré par le jeu « Terminator », dont l'impact sur la marge est visible à partir de 2029.

Taux d'imposition

Dans le cadre de nos travaux, nous avons considéré un taux d'imposition théorique égal au taux applicable en France de 25,0 %.

Évolution des investissements

Les investissements correspondent principalement aux frais de développement des jeux, qui évoluent d'environ 60 M€ en 2027 à 55 M€ en 2028 en lien avec la fermeture de trois studios, la restructuration de quatre studios et la baisse du coût unitaire par jeu.

Ils évoluent ensuite en ligne avec l'inflation, et représentent environ 55 % du chiffre d'affaires Jeux Vidéo en fin de période.

Le plan intègre également des investissements de maintenance communs aux deux activités pour environ 2 M€ par an.

Les dotations aux amortissements ont été retenues égales aux investissements prévus chaque année sur l'horizon explicite.

Variation de BFR

Le Plan d'Affaires Nacon prévoit une variation annuelle du BFR peu significative sur l'horizon explicite, comprise entre -2,7 M€ et 1,2 M€[66].

Autres éléments

Les autres charges du Plan d'Affaires Nacon correspondent notamment aux coûts de restructuration de plusieurs studios pour environ 1,1 M€ sur les exercices 2027 et 2028.

Le plan intègre également une enveloppe de charges d'aléas d'activité d'environ 1,2 M€ par an.

2.1.2. *Hypothèses de calcul du flux normatif*

Le flux normatif a été déterminé pour chacune des activités Jeux Vidéo et Accessoires.

---

[66] Le BFR est projeté hors effet de l'affacturage.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires de 1,8 %[67], cohérente avec les prévisions d'inflation à long terme en France[68] ;
- un taux de marge d'EBITDA correspondant à celui retenu sur la dernière année du Plan d'Affaires Nacon, soit environ 63 % pour les Jeux Vidéo et environ 9 % pour les Accessoires ;
- une charge de dotation aux amortissements égale au niveau d'investissement normatif, lui-même augmenté de l'inflation normative, par cohérence avec le taux de croissance normatif retenu ;
- un taux d'imposition correspondant au taux normatif en France de 25 % (cf. *supra*) ;
- un taux d'investissement correspondant au niveau de la dernière année du Plan d'Affaires Nacon augmenté de l'inflation long terme, intégrant les frais de développement des jeux pour l'activité Jeux Vidéo ;
- une enveloppe de charges d'aléas d'activité correspondant à celle retenue sur la dernière année du Plan d'Affaires Nacon, indexée sur le taux de croissance à long terme ;
- une variation du BFR calibrée sur celle de la dernière année du Plan d'Affaires Nacon.

2.1.3. *Estimation du taux d'actualisation*

a) Principe

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,

[67] Source : Fonds Monétaire International.
[68] Pour rappel, sur l'horizon du plan, la croissance annuelle moyenne attendue est faible à hauteur d'environ 0,7 %, inférieure à l'inflation long terme.

celle-ci étant, d'un point de vue théorique, susceptible d'être très largement compensée par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite. Au cas d'espèce, la situation actuelle de la Société en est l'illustration.

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

K_{FP} = Rf + β x prime de risque moyenne du marché action + prime de risque éventuelle

Avec :

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

b) Taux sans risque

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

Nous avons retenu un taux sans risque correspondant au rendement des obligations souveraines de la zone euro notées AAA d'une maturité de 20 ans.

Ce taux s'établit à **3,66 %** à la Date d'Évaluation.

c) Bêta désendetté

Le bêta est une mesure du risque de marché d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché.

Un titre qui a un bêta de 1 est un titre dont le rendement espéré varie de 1 % quand le rendement moyen du marché varie de 1 %. Si le bêta est inférieur à 1, le rendement du titre varie moins que le marché. Inversement, si son bêta est supérieur à 1, son rendement varie plus que le marché. Les bases de données permettent de connaître les bêtas historiques des sociétés cotées.

Plusieurs références ont été retenues pour estimer le bêta de chacune des deux activités de Nacon.

Bêta de Nacon

Le bêta de Nacon, calculé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans, ressort à **0,07** avec un coefficient de détermination de 3 %.

Compte tenu de cette absence de corrélation avec le marché et de la forte volatilité du cours depuis l'ouverture de la procédure de redressement judiciaire, ce bêta n'a pas été retenu.

Bêta des comparables boursiers

Les bêtas actifs des sociétés sélectionnées pour constituer nos échantillons de comparables (cf. § IV.2.4.2.) ont été calculés à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans.

Pour l'activité **Jeux Vidéo**, les bêtas sont dispersés entre 0,27 et 1,13 avec une moyenne à 0,76. Les deux sociétés proposant les bêtas les plus pertinents compte tenu de la liquidité du titre et de leur coefficient de détermination (Frontier Developments et Embracer) ressortent respectivement à **1,13** et **0,92**.

Pour l'activité **Accessoires**, les bêtas sont dispersés entre 0,25 et 1,96 avec une moyenne à 1,05. Les deux sociétés proposant les bêtas les plus pertinents compte tenu de la liquidité du titre et de leur coefficient de détermination (Corsair Gaming et Turtle Beach) ressortent respectivement à **1,55** et **1,96**.

Bêta sectoriel – professeur Damodaran

Les bêtas actifs (« unlevered beta corrected for cash ») calculés en janvier 2026 par le professeur Damodaran pour l'ensemble des sociétés à l'échelle mondiale s'élèvent :

- pour l'activité Jeux Vidéo, à **0,98** pour le secteur « Entertainment », qui regroupe notamment les sociétés de notre échantillon de comparables boursiers ainsi que les principaux éditeurs de jeux vidéo cotés[69] ;

- pour l'activité Accessoires, à 1,47 pour le secteur « Computers / Peripherals » et à 1,19 pour le secteur « Electronics (Consumer & Office) », soit une moyenne de **1,33**.

Au regard de ces références, nous retenons un bêta actif de **0,98** pour l'activité Jeux Vidéo et de **1,33** pour l'activité Accessoires.

[69] Notamment Ubisoft, Electronic Arts et Take-Two Interactive.

Au-delà des références consultées et des calculs menés, un bêta plus élevé pour l'activité Accessoires que pour l'activité Jeux Vidéo nous semble pertinent au cas d'espèce. Les accessoires constituent en effet des biens d'équipement discrétionnaires. Les manettes viennent en complément de celles déjà fournies avec la console, et les casques relèvent d'un confort d'utilisation non indispensable à la pratique du jeu. Leurs ventes sont ainsi directement exposées aux cycles de consommation des ménages et aux conditions du commerce international. Le principal aléa de l'activité Jeux Vidéo tient quant à lui au succès, par nature incertain, de chaque jeu, risque spécifique pris en compte directement dans les flux du Plan d'Affaires Nacon.

d) 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 Actions en conséquence.

À la Date d'Évaluation, 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 des méthodes DCF à **5,50 %**[70].

e) Prime de taille

Plusieurs travaux académiques montrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF[71].

---

[70] 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 4,2 Md$ et 20,5 Md$).

[71] 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

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Kroll aboutit à une estimation de la prime de taille de **2,17 %**[72].

Au cas d'espèce, l'application d'une telle prime nous paraît opérationnellement justifiée dans la mesure où une taille significative permet notamment d'accroître son pouvoir de négociation vis-à-vis des plateformes de distribution et de la grande distribution (conditions commerciales), des détenteurs de licences et des fournisseurs (économies d'échelle), ainsi que de diversifier son catalogue de jeux.

f) Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de 11,30 % pour l'activité Jeux Vidéo et de 13,20 % pour l'activité Accessoires gaming à la Date d'Évaluation.

Paramètres	Calcul	Jeux Vidéo	Accessoires
Taux sans risque	(1)	3,66 %	3,66 %
Beta deleveragé	(2)	0,98	1,33
Prime de marché	(3)	5,50 %	5,50 %
Prime de taille	(4)	2,17 %	2,17 %
Taux d'actualisation	(1)+(2)x(3)+(4)	11,24 %	13,15 %
Taux d'actualisation arrondi		**11,30 %**	**13,20 %**

2.1.4. *Conclusion sur la VE issue de la Méthode DCF*

La Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo ressort, en tenant compte d'une sensibilité au taux d'actualisation (+/- 1,0 %) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,50 %), entre 51,9 M€ et 63,6 M€, avec une valeur centrale de 56,9 M€.

(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, Fondations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

[72] Source : « *2025 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital* » – Kroll – Prime moyenne associée aux entreprises M*icro Cap* (3,7M$ à 782,2M$), diminuée de la prime *Mid Cap*.

En M€		Taux d'actualisation				
		9,30 %	*10,30 %*	*11,30 %*	*12,30 %*	*13,30 %*
Taux de croissance à l'infini	*0,80 %*	65,5	59,8	55,1	51,2	47,9
	1,30 %	67,1	60,9	56,0	**51,9**	48,4
	1,80 %	68,8	62,2	**56,9**	52,6	49,0
	2,30 %	70,9	**63,6**	58,0	53,4	49,6
	2,80 %	73,2	65,3	59,1	54,2	50,2

La Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires ressort, en tenant compte d'une sensibilité au taux d'actualisation (+/- 1,0 %) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,50 %), entre 26,1 M€ et 31,8 M€, avec une valeur centrale de 28,6 M€.

M€		Taux d'actualisation				
		11,20 %	*12,20 %*	*13,20 %*	*14,20 %*	*15,20 %*
Taux de croissance à l'infini	*0,80 %*	33,0	30,2	27,8	25,8	24,1
	1,30 %	33,6	30,7	28,2	**26,1**	24,4
	1,80 %	34,4	31,2	**28,6**	26,5	24,6
	2,30 %	35,2	**31,8**	29,1	26,8	24,9
	2,80 %	36,1	32,5	29,6	27,2	25,2

La méthode DCF fait ressortir une Valeur d'Entreprise comprise entre 51,9 M€ et 63,6 M€ pour l'activité Jeux Vidéo, avec une valeur centrale de 56,9 M€, et entre 26,1 M€ et 31,8 M€ pour l'activité Accessoires, avec une valeur centrale de 28,6 M€. La Valeur d'Entreprise globale de Nacon ressort ainsi entre 78,0 M€ et 95,4 M€, avec une valeur centrale de 85,5 M€.

2.2 Valeur de l'économie liée aux déficits fiscaux reportables

Le stock de déficits reportables retenu au 31 mars 2026 s'élève à 299 M€. Ce stock a été diminué du profit imposable généré par l'abandon de créances prévu dans le cadre du plan de redressement, soit 72,4 M€, comme prévu par les règles fiscales.

Les déficits fiscaux reportables viennent réduire l'impôt effectif de la Société lorsque celle-ci dégage des résultats imposables positifs.

La base imposable est issue du Plan d'Affaires Nacon[73]. Au-delà de l'horizon explicite, elle est prolongée par un taux de croissance à l'infini de 1,8 %, en cohérence avec le taux de croissance normatif retenu pour l'évaluation (cf. § IV.2.1.2.).

[73] La base imposable intègre également le profit imposable lié aux abandons de créances prévus par le plan de redressement, qui vient réduire le stock de déficits l'année de réalisation du plan.

L'imputation est ensuite calculée en tenant compte des plafonds légaux[74].

Ces économies d'impôt annuelles sont enfin actualisées au taux moyen pondéré des actions Jeux Vidéo et Accessoires, soit un taux oscillant entre 11,7 % et 12,4 %, en cohérence avec le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation (cf. § **IV.2.1.3.**).

Ainsi, la valeur de l'économie liée aux déficits fiscaux reportables est comprise entre 13,9 M€ et 17,1 M€, 15,3 **M€** en valeur centrale.

2.3 Conclusion sur la Valeur d'Entreprise retenue

La Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation est estimée *supra* à 85,5 M€. Cette valeur est portée à 100,8 M€ en y ajoutant la valeur des déficits reportables.

2.4 Méthode des comparables boursiers (présentée à titre indicatif)

2.4.1. Principe

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

Cette méthode nécessite donc de déterminer un échantillon de sociétés cotées présentant des caractéristiques similaires à la Société en termes d'activité, de rentabilité et de perspectives de croissance, puis de déterminer leurs multiples de valorisation qui seront, ensuite, appliqués aux agrégats financiers prospectifs de la Société afin d'en estimer la valeur.

La Valeur d'Entreprise de la société valorisée est estimée comme suit :

Valeur d'Entreprise = k x EBIT
Valeur d'Entreprise = k' x EBITDA
Valeur d'Entreprise = X % x CA

[74] Déficit imputable au titre d'un exercice limité à 1 M€ majoré de 50 % de la fraction du bénéfice excédant ce montant.

Cette méthode permet de tenir compte de la réalité du marché (valorisation boursière), mais se heurte toutefois à la difficulté d'identifier un échantillon de sociétés cotées vraiment comparables en termes d'activité, de taille, de croissance et de profitabilité.

Au cas d'espèce, la Valeur d'Entreprise de Nacon a été déterminée, comme pour la méthode DCF (cf. § **IV.2.1.**), comme la somme des Valeurs d'Entreprise des activités Jeux Vidéo et Accessoires, dont les profils de risque et de rentabilité sont distincts et pour lesquelles les sociétés cotées comparables ne sont pas les mêmes.

Les premiers exercices du Plan d'Affaires Nacon n'étant pas représentatifs de la rentabilité durable de la Société, les multiples n'ont pu être appliqués qu'à des agrégats éloignés de la Date d'Évaluation, et notamment, pour l'activité Jeux Vidéo, à l'agrégat normatif retenu pour le calcul de la valeur terminale de la méthode DCF (cf. § **IV.2.4.3.**).

Cette mise en œuvre s'écarte de l'application usuelle de la méthode et conduit à une valeur haute, les multiples observés intégrant des perspectives de croissance supérieures à celles de l'agrégat normatif. La méthode n'est donc présentée qu'à titre indicatif, comme contrôle de cohérence de la méthode DCF.

Nos critères de recherche ont été les suivants :

- secteur d'activité :
  - éditeurs et développeurs de jeux pour PC et consoles positionnés sur le segment « AA » ou sur l'édition indépendante pour l'activité Jeux Vidéo ;
  - concepteurs d'accessoires et de périphériques de jeu commercialisés sous leurs propres marques pour l'activité Accessoires ;

- secteur géographique : Europe et Amérique du Nord ;

- taille comparable à celle de la Société et suivi par les analystes financiers permettant de disposer d'agrégats prévisionnels.

Les deux échantillons ainsi constitués sont présentés ci-après (cf. § **IV.2.4.2.**). Les capitalisations boursières ont été calculées sur la base du cours moyen un mois à la Date d'Évaluation (30 septembre 2026) et les agrégats prévisionnels correspondent au consensus des analystes financiers disponible dans la base de données S&P Capital IQ[75].

[75] Les agrégats des sociétés dont l'exercice ne coïncide pas avec l'année civile ont été rattachés à l'année civile la plus proche de leur date de clôture, les exercices clos entre le 1er juillet N et le 30 juin N+1 étant rattachés à l'année N. Les multiples « 2026 » de Pullup Entertainment et d'Embracer

2.4.2. Présentation des sociétés retenues

a) Échantillon retenu pour l'activité Jeux Vidéo

Pour l'activité Jeux Vidéo, nous avons plus précisément recherché des sociétés cotées :

- développant et éditant des jeux vidéo pour PC et consoles, positionnées comme la Société sur le segment « AA » ou sur l'édition indépendante, en dehors des productions à très gros budget des grands éditeurs internationaux ;
- exploitant, comme la Société, plusieurs studios de développement et un catalogue de titres, dont les revenus dépendent du calendrier de sorties et du back-catalogue, et dont les comptes sont marqués par la capitalisation des frais de développement.

Nous avons ainsi retenu les cinq sociétés suivantes :

Présentation des sociétés retenues pour l'activité Jeux Vidéo

Société	Capitalisation boursière (M€)	Description
Pullup Entertainment *France (Euronext Growth Paris)*	66	▪ Éditeur et développeur de jeux « AA » pour PC et consoles (anciennement Focus Entertainment), organisé autour de labels d'édition (Focus Entertainment Publishing, Dotemu) et de studios internes (Deck13, Dovetail Games, BlackMill Games, Carpool Studio) ▪ Principales franchises : Warhammer 40,000: Space Marine, A Plague Tale, SnowRunner, Absolum ▪ Chiffre d'affaires 2025/26 (clos le 31 mars) de 281 M€, dont 67 % issu du back-catalogue, et près de 600 collaborateurs

correspondent ainsi à leur exercice clos le 31 mars 2027, et ceux de Frontier Developments et de Digital Bros à leurs exercices clos respectivement le 31 mai et le 30 juin 2027. Les Valeurs d'Entreprise ont été calculées à partir des derniers états financiers publiés et les agrégats ont été retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842. La même convention a été appliquée aux agrégats de la Société, dont l'exercice clos le 31 mars N+1 est rattaché à l'année N.

Société	Capitalisation boursière (M€)	Description
Digital Bros *Italie (Euronext Milan)*	181	▪ Groupe d'édition de jeux vidéo exerçant par le label 505 Games (édition de titres développés par des studios tiers et internes) et le studio Kunos Simulazioni (simulation automobile Assetto Corsa) ▪ Positionnement proche de celui de la Société sur la simulation et le racing, avec une part significative de titres édités pour le compte de studios tiers ▪ Chiffre d'affaires 2025/26 (clos le 30 juin) de 108 M€, en hausse de 16 % grâce au succès du titre Wuchang: Fallen Feathers, et résultat net négatif sur les trois derniers exercices
everplay group *Royaume-Uni (AIM)*	609	▪ Éditeur de jeux indépendants (anciennement Team17 Group) organisé autour de trois pôles : le label d'édition Team17 (Worms, Hell Let Loose, Dredge), astragon Entertainment (jeux de simulation, Construction Simulator) et StoryToys (applications ludo-éducatives pour enfants sous licence) ▪ Modèle fondé principalement sur l'édition de jeux développés par des studios tiers rémunérés en redevances, avec une part limitée de frais de développement capitalisés ▪ Chiffre d'affaires 2025 de 166 M£ (environ 194 M€) et trésorerie nette positive
Frontier Developments *Royaume-Uni (AIM)*	211	▪ Développeur et éditeur de jeux de simulation et de gestion pour PC et consoles, fondé en 1994 et basé à Cambridge ▪ Franchises propres (Planet Coaster, Planet Zoo, Elite Dangerous) et sous licence (Jurassic World Evolution) ▪ Chiffre d'affaires 2025/26 (clos le 31 mai) de 105 M£ (environ 122 M€), en hausse de 16 % grâce au lancement de Jurassic World Evolution 3, et trésorerie nette positive ▪ Positionnement proche de celui de la Société sur la simulation, avec un modèle fondé sur le développement interne et une capitalisation significative des frais de développement

Société	Capitalisation boursière (M€)	Description
Embracer Group *Suède (Nasdaq Stockholm)*	1 566	▪ Groupe d'édition de jeux vidéo constitué par acquisitions successives, regroupant de nombreux éditeurs et studios (THQ Nordic, Plaion, Crystal Dynamics, Milestone) ▪ Positionnement majoritairement « AA », avec des activités de jeux de course (Milestone, concurrent direct de la Société sur les jeux de moto), de licences et de distribution physique ▪ Chiffre d'affaires 2025/26 (clos le 31 mars) de 15,9 Md SEK (environ 1,4 Md€), après les scissions d'Asmodee (2025) et de Coffee Stain (décembre 2025), et scission du pôle Fellowship Entertainment annoncée pour 2027 ▪ Retenu malgré une taille nettement supérieure à celle de la Société, compte tenu de la similarité de son modèle (groupe de studios constitué par acquisitions, ayant procédé à des dépréciations d'actifs et à un désendettement)

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, rapports annuels et communiqués des sociétés, analyses SORGEM Evaluation.
Note : capitalisations boursières calculées sur la base du cours moyen un mois au 30 septembre 2026.

Les principales données financières de ces sociétés se présentent comme suit :

Principales données financières des sociétés retenues pour l'activité Jeux Vidéo

Société	Croissance du chiffre d'affaires		Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT		Amortissements (% du CA)
	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026
Pullup Entertainment	(13,1 %)	+4,4 %	34,0 %	37,4 %	7,6 %	9,6 %	26,4 %
Digital Bros	(12,7 %)	+9,3 %	46,4 %	50,0 %	18,8 %	28,1 %	27,6 %
everplay group	+32,0 %	(5,4 %)	28,2 %	28,9 %	19,6 %	20,2 %	8,7 %
Frontier Developments	(0,7 %)	(6,1 %)	41,2 %	41,0 %	14,0 %	11,9 %	27,2 %
Embracer Group	+7,7 %	+4,9 %	23,3 %	27,1 %	9,1 %	11,5 %	14,2 %
Moyenne	**+2,6 %**	**+1,4 %**	**34,6 %**	**36,9 %**	**13,8 %**	**16,3 %**	**20,8 %**
Médiane	**(0,7 %)**	**+4,4 %**	**34,0 %**	**37,4 %**	**14,0 %**	**11,9 %**	**26,4 %**

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, analyses SORGEM Evaluation.
Note : agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842. Dotations aux amortissements rapportées au chiffre d'affaires selon le consensus 2026.

Pour mémoire, les agrégats normatifs de l'activité Jeux Vidéo de la Société font ressortir un taux de marge d'EBITDA de 63,4 %, des dotations aux amortissements représentant 55,7 % du chiffre d'affaires et un taux de marge d'EBIT de 7,7 % (cf. § **IV.2.1.2.**).

Ces niveaux, très supérieurs à ceux des sociétés retenues, ne résultent pas des dépréciations comptabilisées en 2026, exclues des agrégats normatifs.

Ils traduisent le poids des frais de développement de la Société, inscrits à l'actif puis amortis, nettement plus élevé que chez les sociétés retenues, ses jeux générant un chiffre d'affaires faible au regard de leur coût de développement. Ce poids est conforme à l'historique, les dotations aux amortissements de 2026, hors dépréciations, représentant déjà environ 56 % du chiffre d'affaires Jeux Vidéo (cf. § **III.5.1.**).

Il ressort de ces analyses que les sociétés retenues :

- présentent des taux de marge d'EBITDA élevés (23 % à 46 % en 2026) qui, comme pour la Société, résultent de la capitalisation des frais de développement des jeux, et dont le niveau dépend du poids de ces frais, très variable d'une société à l'autre (dotations aux amortissements comprises entre 9 % et 28 % du chiffre d'affaires) ;

- dégagent, à l'exception de Pullup Entertainment et d'Embracer, des taux de marge d'EBIT nettement supérieurs à la marge normative de l'activité Jeux Vidéo de la Société (médiane de 14,0 % en 2026 contre 7,7 % pour la Société), et anticipent pour plusieurs d'entre elles une hausse sensible de cette marge en 2027 ;

- sont suivies par un nombre limité d'analystes financiers (deux à quatre estimations d'EBIT, huit pour Embracer), de sorte que les prévisions au-delà de 2026 reposent sur un petit nombre d'estimations ;

- sont, à l'exception d'Embracer, d'une taille comparable à celle de la Société, avec des Valeurs d'Entreprise comprises entre 160 M€ et 542 M€, et présentent pour plusieurs d'entre elles une liquidité boursière limitée.

Nous avons par ailleurs écarté de l'échantillon :

- les grands éditeurs internationaux (notamment Take-Two Interactive, Ubisoft, CD Projekt et Nexon), dont la taille, le positionnement sur des franchises à très gros budget et le profil de risque diffèrent sensiblement de ceux de la Société ;

- Paradox Interactive, éditeur suédois de jeux de stratégie sur PC exploitant ses propres licences, dont le niveau de rentabilité (marge d'EBIT supérieure à 30 %) et de valorisation (plus de 20x l'EBIT 2026) traduisent un modèle économique différent de celui de la Société ;

- Remedy Entertainment et 11 bit studios, dont les résultats d'exploitation, négatifs ou proches de zéro jusqu'en 2026, conduisent à des multiples non significatifs ;

- CI Games, dont les prévisions reposent sur le lancement d'une seule franchise en 2026 (chiffre d'affaires multiplié par quatre) et sur un seul analyste ;

- Devolver Digital, retiré de la cote en septembre 2026, ainsi que les éditeurs ne faisant l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers.

b) Échantillon retenu pour l'activité Accessoires

Pour l'activité Accessoires, nous avons plus précisément recherché des sociétés cotées :

- concevant et commercialisant sous leurs propres marques des accessoires et périphériques de jeu (manettes, casques, volants, claviers et souris) pour consoles et PC, le cas échéant sous licence des fabricants de consoles ;

- dont la fabrication est sous-traitée et dont les ventes sont réalisées auprès de la grande distribution et des enseignes spécialisées, principalement en Europe et en Amérique du Nord.

Le nombre de sociétés cotées spécialisées dans les accessoires gaming est très limité, la plupart des concurrents de la Société étant des divisions de groupes diversifiés de taille très supérieure (Logitech, Sony, Microsoft) ou des sociétés non cotées.

Nous avons identifié les quatre sociétés suivantes :

Présentation des sociétés identifiées pour l'activité Accessoires

Société	Capitalisation boursière (M€)	Description
Guillemot Corporation *France (Euronext Paris)*	61	▪ Concepteur et fabricant d'accessoires de jeu sous la marque Thrustmaster (volants, pédaliers, joysticks et manettes, pour partie sous licence officielle PlayStation et Xbox) et de matériel pour DJ sous la marque Hercules ▪ Chiffre d'affaires 2025 de 127 M€, dont 114 M€ pour Thrustmaster et plus de 25 % réalisés aux États-Unis, résultat opérationnel proche de l'équilibre (0,5 M€) et trésorerie nette positive

Société	Capitalisation boursière (M€)	Description
Turtle Beach Corporation *États-Unis (Nasdaq)*	199	▪ Concepteur de casques et d'accessoires de jeu sous les marques Turtle Beach, PDP (manettes sous licence officielle Xbox, PlayStation et Nintendo, acquise en 2024) et Victrix (manettes premium) ▪ Concurrent direct de la Société sur les casques (face à la marque RIG) et sur les manettes sous licence, avec une forte exposition au marché nord-américain ▪ Chiffre d'affaires 2025 de 320 M$ (environ 282 M€), en recul de 14 %, et objectif de croissance de 5 % à 11 % en 2026
Fractal Gaming Group *Suède (Nasdaq Stockholm)*	36	▪ Concepteur de matériel pour PC gaming sous la marque Fractal Design (boîtiers, alimentations, systèmes de refroidissement et périphériques), dont la fabrication est sous-traitée en Asie ▪ Chiffre d'affaires 2025 de 809 M SEK (environ 71 M€), suivi d'un fort recul en 2026 (ventes en baisse de 65 % au deuxième trimestre) lié à la hausse du prix des composants mémoire et au déstockage des distributeurs
Corsair Gaming *États-Unis (Nasdaq)*	1 242	▪ Concepteur de périphériques de jeu (claviers, souris, casques, manettes SCUF, volants Fanatec), de matériel de streaming (Elgato) et de composants pour PC (mémoire, alimentations, boîtiers, refroidissement) ▪ Chiffre d'affaires 2025 de 1 472 M$ (environ 1 297 M€), soit plus de vingt fois celui de l'activité Accessoires de la Société ▪ Taille et diversification (composants PC) sans commune mesure avec l'activité Accessoires de la Société

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, rapports annuels et communiqués des sociétés, analyses SORGEM Evaluation.
Note : capitalisations boursières calculées sur la base du cours moyen un mois au 30 septembre 2026.

Les principales données financières de ces sociétés, comparées à celles de l'activité Accessoires de la Société, se présentent comme suit :

Principales données financières des sociétés identifiées pour l'activité Accessoires

Société	Croissance du chiffre d'affaires			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Guillemot Corporation	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Turtle Beach Corporation	+7,3 %	+10,0 %	+7,5 %	13,4 %	13,8 %	13,2 %	7,1 %	8,6 %	8,6 %
Fractal Gaming Group	(44,0 %)	+32,1 %	+15,1 %	(0,4 %)	7,7 %	9,9 %	(6,5 %)	4,0 %	6,4 %
Corsair Gaming	(2,1 %)	+4,9 %	+7,8 %	8,8 %	8,0 %	8,2 %	7,7 %	6,9 %	7,0 %
*Nacon (Accessoires)**	*+6,8 %*	*+1,8 %*	*+2,6 %*	*5,7 %*	*8,9 %*	*10,3 %*	*5,1 %*	*7,6 %*	*9,1 %*

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, Plan d'Affaires Nacon, analyses SORGEM Evaluation.
*Notes : agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842. Guillemot Corporation ne fait l'objet d'aucune prévision d'analystes. * Données de l'activité Accessoires de la Société issues du Plan d'Affaires Nacon ventilé par activité (cf. § IV.2.1.1.), l'exercice clos le 31 mars N+1 étant rattaché à l'année N selon la convention retenue pour les comparables (cf. § IV.2.4.1.).*

Il ressort de ces analyses que :

- Guillemot Corporation, le comparable le plus proche de l'activité Accessoires, ne fait l'objet d'aucune prévision d'analystes ;

- Corsair Gaming présente une taille sans commune mesure avec celle de l'activité Accessoires de la Société et des multiples sensiblement supérieurs à ceux des deux autres sociétés (10,3x l'EBITDA et 12,1x l'EBIT 2028, contre 5,3x à 5,7x et 8,1x à 8,8x), que nous attribuons à cet écart de taille et à sa diversification ;

- Turtle Beach et Fractal Gaming Group présentent à l'horizon 2028 des taux de marge d'EBITDA (13,2 % et 9,9 %) et d'EBIT (8,6 % et 6,4 %) du même ordre que ceux prévus pour l'activité Accessoires de la Société à cet horizon (10,3 % et 9,1 % sur l'exercice clos le 31 mars 2029).

Nous avons en conséquence calculé les multiples de l'activité Accessoires à partir de la moyenne des multiples de Turtle Beach et de Fractal Gaming Group, les deux sociétés de taille comparable disposant de prévisions d'analystes.

Les multiples de Corsair Gaming et de Guillemot Corporation sont présentés pour information.

2.4.3. Multiples retenus

a) Activité Jeux Vidéo

Choix de l'agrégat de référence

Le choix de l'agrégat de référence est déterminant pour les éditeurs de jeux vidéo, dont les comptes sont marqués par la capitalisation des frais de développement (cf. § **III.5.1.**). Ces frais, qui constituent le principal poste de coûts du secteur et sont décaissés chaque année, sont exclus de l'EBITDA puis amortis sur la durée de commercialisation des jeux. L'EBITDA, qui ne tient donc pas compte de ces coûts, surestime très largement la capacité de l'activité à générer de la trésorerie et dépend du poids de ces frais, différent d'une société à l'autre.

Les multiples d'EBITDA, compris entre 2,0x et 7,5x en 2026, sont donc d'une pertinence limitée et n'ont pas été retenus. L'agrégat économiquement le plus pertinent serait l'EBITDA diminué des frais de développement capitalisés, mais les investissements prévisionnels du consensus se sont révélés très différents des dotations aux amortissements historiques des sociétés de l'échantillon, sans que ces écarts puissent être expliqués ou corrigés. Les multiples calculés sur cet agrégat ressortent en conséquence très dispersés (de 7,1x à 31,7x en 2026) et n'ont pas pu être retenus.

Nous avons en conséquence retenu le multiple d'EBIT, calculé après amortissement des frais de développement capitalisés, qui constitue l'agrégat le plus homogène entre les sociétés de l'échantillon et la Société. Dans le Plan d'Affaires Nacon, les dotations aux amortissements étant égales aux frais de développement engagés chaque année (cf. § **IV.2.1.1.**), l'EBIT de l'activité Jeux Vidéo correspond d'ailleurs à l'EBITDA diminué de ces frais.

Le multiple d'EBIT ne tient toutefois pas compte de l'écart de rentabilité entre la Société et les sociétés de l'échantillon, dont la marge d'EBIT médiane (14,0 % en 2026) est près de deux fois supérieure à la marge normative de l'activité Jeux Vidéo (7,7 %). Nous avons donc également mis en œuvre une régression linéaire entre le multiple de chiffre d'affaires et le taux de marge d'EBIT des sociétés de l'échantillon[76], approche usuelle lorsque la rentabilité de la société évaluée diffère de celle des comparables, qui permet de

[76] La régression linéaire, de la forme VE / CA = a + b x marge d'EBIT, est estimée par la méthode des moindres carrés sur les cinq sociétés de l'échantillon. Le coefficient de détermination (R^2) mesure la part de la dispersion des multiples expliquée par le taux de marge.

déterminer le multiple de chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge de la Société.

Choix de l'horizon

Nous avons retenu les multiples 2026 car les multiples 2027 sont sensiblement plus faibles pour Pullup Entertainment, Digital Bros et Embracer, dont le consensus anticipe une forte hausse de la marge d'EBIT (de 18,8 % à 28,1 % pour Digital Bros) à des niveaux éloignés de leur historique, sur la base d'un nombre très restreint d'estimations.

Le marché ne valorisant manifestement pas ces hausses de résultat, le multiple médian passe de 9,4x en 2026 à 7,0x en 2027, et ces multiples ne pourraient s'appliquer qu'à un agrégat intégrant une hausse de marge de même nature, ce qui n'est pas le cas de l'agrégat normatif de la Société.

Les multiples 2028 reposent sur un consensus encore plus réduit (aucune prévision disponible pour Digital Bros) et n'ont pas été retenus.

La régression 2027 est présentée pour information, son coefficient de détermination (R^2 de 0,56) étant affecté par la hausse de marge attendue pour Digital Bros, alors que la régression 2026 présente un coefficient de détermination de 0,99.

Les multiples des sociétés retenues se présentent comme suit :

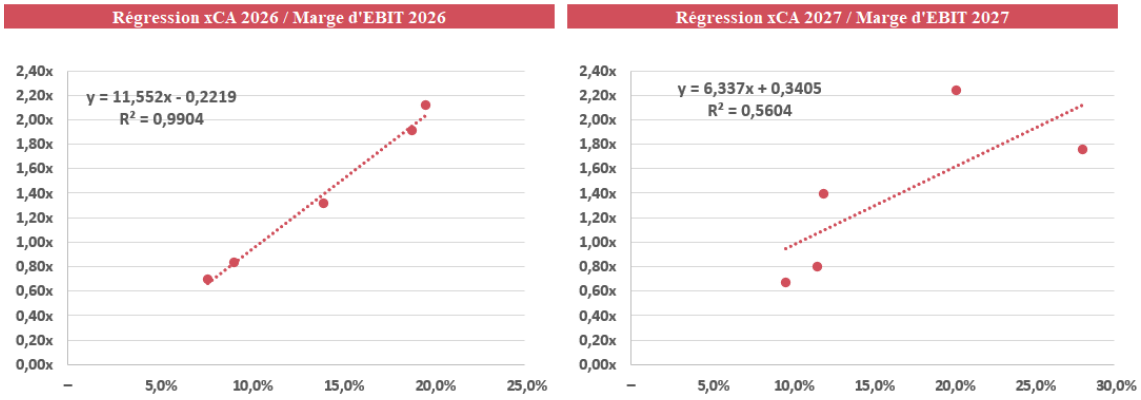
Multiples boursiers 2026 et 2027 des sociétés retenues pour l'activité Jeux Vidéo

Société	VE (M€)	VE / CA		VE / EBITDA		VE / EBIT	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027
Pullup Entertainment	170	0,70x	0,67x	2,0x	1,8x	9,1x	7,0x
Digital Bros	181	1,92x	1,75x	4,1x	3,5x	10,2x	6,3x
everplay group	542	2,12x	2,24x	7,5x	7,7x	10,8x	11,1x
Frontier Developments	160	1,32x	1,40x	3,2x	3,4x	9,4x	11,7x
Embracer Group	1 263	0,84x	0,80x	3,6x	2,9x	9,2x	6,9x
Moyenne		**1,38x**	**1,37x**	**4,1x**	**3,9x**	**9,7x**	**8,6x**
Médiane		**1,32x**	**1,40x**	**3,6x**	**3,4x**	**9,4x**	**7,0x**

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, analyses SORGEM Evaluation.
Notes : capitalisations boursières calculées sur la base du cours moyen un mois au 30 septembre 2026. Agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842. Multiples d'EBITDA présentés pour information (cf. supra).

Les régressions entre le multiple de chiffre d'affaires et le taux de marge d'EBIT se présentent comme suit :

Régression du multiple de chiffre d'affaires sur le taux de marge d'EBIT des sociétés retenues



Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, analyses SORGEM Evaluation.

La régression 2026 fait ressortir, pour la marge d'EBIT normative de l'activité Jeux Vidéo de la Société (7,7 %), un multiple de **0,67x** le chiffre d'affaires, correspondant à environ 8,7x l'EBIT normatif.

La régression 2027, présentée pour information, conduirait à un multiple de 0,83x.

Agrégat de la Société et modalités d'application

Les multiples n'ont pas été appliqués aux agrégats des premiers exercices du Plan d'Affaires Nacon, qui ne sont pas représentatifs de la rentabilité normative de l'activité Jeux Vidéo.

Les marges d'EBIT des exercices clos les 31 mars 2027 et 2028 (4,7 % et 4,9 %) sont affectées par les restructurations et par le décalage de plusieurs sorties, et celle de l'exercice clos le 31 mars 2029 (16,5 %) constitue en retour un point haut, les sorties de l'exercice bénéficiant des investissements de développement élevés des exercices antérieurs alors que ces investissements ont été réduits à compter de l'exercice clos le 31 mars 2028 (cf. § **IV.2.1.1.**).

La marge d'EBIT du Plan d'Affaires Nacon se replie ensuite, jusqu'à 5,5 % en 2033, avant de se redresser progressivement pour atteindre 7,7 % en fin de plan, niveau retenu comme normatif, soit moins de la moitié de la marge 2029.
Appliquer les multiples à un agrégat de début de plan reviendrait donc à capitaliser une rentabilité que le Plan d'Affaires Nacon ne considère pas comme durable.

Nous avons en conséquence appliqué les multiples à l'agrégat normatif de l'activité Jeux Vidéo, identique à celui retenu pour le calcul de la valeur terminale de la méthode DCF (chiffre d'affaires de 113,5 M€ et EBIT de 8,7 M€).

La valeur ainsi obtenue, qui se substitue à la valeur terminale, a été actualisée à la Date d'Évaluation au taux d'actualisation de 11,3 % retenu pour l'activité (cf. § **IV.2.1.3.**), puis ajoutée à la somme des flux de trésorerie actualisés sur l'horizon du Plan d'Affaires Nacon (39,4 M€), identique à celle de la méthode DCF (cf. § **IV.2.1.4.**).

Cette méthodologie, seule possible au cas d'espèce, s'écarte de la mise en œuvre usuelle de la méthode des comparables boursiers, qui applique des multiples observés à la Date d'Évaluation à des agrégats proches de celle-ci.

Elle suppose en effet que ces multiples resteraient valables à l'horizon de l'agrégat normatif, alors qu'ils intègrent les perspectives de croissance attendues à moyen terme pour les sociétés de l'échantillon, vraisemblablement supérieures à la croissance de 1,8 % par an retenue à l'infini pour la Société.

La valeur ainsi obtenue constitue donc une valeur haute.

Décote

Nous n'avons pas appliqué de décote de taille ou d'illiquidité.

En effet, Nacon est elle-même cotée, les sociétés de l'échantillon présentent, à l'exception d'Embracer, des Valeurs d'Entreprise d'un ordre de grandeur comparable à la sienne et leur liquidité boursière est, pour plusieurs d'entre elles, limitée.

L'écart de rentabilité entre la Société et l'échantillon est par ailleurs pris en compte par la régression.

b) Activité Accessoires

Les sociétés d'accessoires ne capitalisant pas de frais de développement significatifs, les multiples d'EBITDA et d'EBIT ont été retenus conjointement, les dotations aux amortissements représentant 1 % à 6 % du chiffre d'affaires des sociétés de l'échantillon.

Les agrégats de l'activité Accessoires ne sont pas représentatifs de sa rentabilité normative avant l'exercice clos le 31 mars 2028.

La marge d'EBITDA, de 0,7 % sur l'exercice clos le 31 mars 2026 sous l'effet du recul des ventes lié aux droits de douane américains, ne se redresse que progressivement (5,7 % sur l'exercice clos le 31 mars 2027) pour atteindre 8,9 % puis 10,3 % sur les deux exercices suivants, niveaux proches de la marge normative du Plan d'Affaires Nacon (8,9 %) (cf. § **IV.2.1.2.**).

L'application des multiples 2026 à l'exercice clos le 31 mars 2027, dont la marge reste très inférieure à ce niveau, n'a donc pas été retenue.

Pour les sociétés comparables, les multiples 2027 restent affectés par la faiblesse des résultats attendus de Fractal Gaming Group en 2027 (multiple d'EBIT de 16,3x), dont la rentabilité ne retrouve un niveau normal qu'en 2028.

Nous avons donc retenu les multiples 2028, premier horizon auquel la rentabilité de l'activité Accessoires et celle des comparables sont toutes deux proches de leur niveau normatif.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats de l'exercice clos le 31 mars 2029 de l'activité Accessoires (EBITDA de 6,1 M€ et EBIT de 5,4 M€), rattaché à l'année 2028 selon la convention de calendarisation retenue pour les comparables (cf. § **IV.2.4.1.**).

Comme indiqué *supra*, ces multiples correspondent à la moyenne des multiples de Turtle Beach et de Fractal Gaming Group, seules sociétés de l'échantillon de taille comparable à l'activité Accessoires et disposant de prévisions d'analystes. Guillemot Corporation ne fait en effet l'objet d'aucune prévision d'analystes et Corsair Gaming présente une taille et une diversification sans commune mesure avec celles de l'activité Accessoires (cf. § **IV.2.4.2.**). Aucune décote n'a été appliquée pour les raisons exposées ci-avant.

Les multiples des sociétés identifiées se présentent comme suit :

Multiples boursiers 2026 à 2028 des sociétés identifiées pour l'activité Accessoires

Société	VE (M€)	VE / EBITDA			VE / EBIT		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028
Guillemot Corporation	35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Turtle Beach Corporation	250	6,2x	5,5x	5,3x	11,6x	8,8x	8,1x
Fractal Gaming Group	34	n.s.	8,5x	5,7x	n.s.	16,3x	8,8x
Corsair Gaming	1 206	10,8x	11,4x	10,3x	12,3x	13,0x	12,1x
Moyenne retenue (Turtle Beach et Fractal)		**6,2x**	**7,0x**	**5,5x**	**11,6x**	**12,5x**	**8,5x**

Sources : S&P Capital IQ au 30 septembre 2026, analyses SORGEM Evaluation.
Notes : capitalisations boursières calculées sur la base du cours moyen un mois au 30 septembre 2026. Agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 et ASC 842. Guillemot Corporation ne fait l'objet d'aucune prévision d'analystes. Les multiples de Corsair Gaming sont présentés pour information.

Les multiples retenus ressortent ainsi à **5,5x** l'EBITDA et **8,5x** l'EBIT 2028.

2.4.4. Conclusion sur la VE issue de la Méthode des comparables boursiers

L'application des multiples retenus à l'activité Jeux Vidéo se présente comme suit :

Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo issue de la méthode des comparables boursiers

En M€	Régression VE / CA 2026	Multiple d'EBIT 2026
Agrégat normatif de l'activité (chiffre d'affaires / EBIT)	113,5	8,7
Multiple retenu	0,67x	9,4x
Valeur normative de l'activité	75,7	82,1
Coefficient d'actualisation (taux de 11,3 %)	0,34	0,34
Valeur normative actualisée	26,0	28,1
Somme des flux de trésorerie actualisés du Plan d'Affaires Nacon	39,4	39,4
Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo	**65,4**	**67,6**
Moyenne	**66,5**	

Source : analyses SORGEM Evaluation.

La méthode fait ressortir une Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo comprise entre **65,4 M€** (régression) et **67,6 M€** (multiple d'EBIT), soit une valeur centrale de **66,5 M€**.

Nous avons retenu la moyenne de ces deux approches car comme indiqué *supra*, le multiple d'EBIT médian ne tient pas compte de la rentabilité plus faible de la Société et tend à surestimer la valeur, tandis que la régression corrige cet écart de rentabilité.

La régression repose toutefois sur cinq observations seulement, sa pente étant sensible à chacune d'elles, et la marge normative de la Société (7,7 %) se situe à l'extrémité basse des marges observées sur l'échantillon (7,6 % à 19,6 %), loin de leur moyenne (13,8 %), ce qui limite la précision du multiple qui en est déduit. En effet, le multiple déduit d'une régression est d'autant moins précis que la marge pour laquelle il est estimé s'éloigne de cette moyenne, car il dépend alors davantage de la pente de la droite.

Les deux approches conduisant à des valeurs proches (65,4 M€ et 67,6 M€), leur moyenne (66,5 M€) nous paraît constituer la valeur centrale la plus robuste.

L'application des multiples retenus à l'activité Accessoires se présente comme suit :

Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires issue de la méthode des comparables boursiers

En M€	Multiple d'EBITDA 2028	Multiple d'EBIT 2028
Agrégat de l'exercice clos le 31 mars 2029 (EBITDA / EBIT)	6,1	5,4
Multiple retenu	5,5x	8,5x
Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires	**33,5**	**46,0**
Moyenne	**39,8**	

Source : analyses SORGEM Evaluation.

La méthode fait ressortir une Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires comprise entre **33,5 M€** (multiple d'EBITDA) et **46,0 M€** (multiple d'EBIT), soit une valeur centrale de **39,8 M€**.

La synthèse par activité se présente comme suit :

Synthèse de la Valeur d'Entreprise issue de la méthode des comparables boursiers

En M€	Bas de fourchette	Valeur centrale	Haut de fourchette
Activité Jeux Vidéo	65,4	66,5	67,6
Activité Accessoires	33,5	39,8	46,0
Valeur d'Entreprise de Nacon	**98,9**	**106,3**	**113,6**

Source : analyses SORGEM Evaluation.

La Valeur d'Entreprise issue de la méthode des comparables boursiers ressort ainsi supérieure d'environ 24 % à la valeur centrale issue de la méthode DCF, soit 85,5 M€ (cf. § **IV.2.1.4.**).

Cet écart provient pour l'essentiel des perspectives de croissance intégrées dans les multiples observés. Les multiples boursiers reflètent en effet les perspectives de croissance attendues par le marché pour les sociétés de l'échantillon, alors que la méthode DCF repose sur le Plan d'Affaires Nacon, qui prévoit une croissance du chiffre d'affaires très faible sur l'horizon du plan d'affaires, puis sur une croissance limitée à 1,8 % par an à l'infini. Appliqués à des agrégats éloignés de la Date d'Évaluation, ces multiples conduisent donc à une valeur haute.

Compte tenu (i) du nombre réduit de sociétés comparables, deux seulement pour l'activité Accessoires, (ii) du faible nombre d'analystes suivant ces sociétés et de la fragilité des consensus au-delà de 2026, (iii) de la nécessité d'appliquer les multiples à des agrégats,

éloignés de la Date d'Évaluation, ce qui s'écarte de la mise en œuvre usuelle de la méthode et tend à majorer la valeur obtenue, et (iv) de l'hétérogénéité des traitements comptables des frais de développement et des données d'investissement prévisionnelles, qui limite la comparabilité des agrégats, nous ne retenons la méthode des comparables boursiers qu'à titre indicatif, comme contrôle de cohérence de la méthode DCF.

La méthode des comparables boursiers, mise en œuvre à titre indicatif, fait ressortir une Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation comprise entre 98,9 M€ et 113,6 M€, avec une valeur centrale de 106,3 M€.

2.5 Méthode des transactions comparables (présentée à titre indicatif)

2.5.1. Principe

Cette méthode valorise l'actif économique d'une société sur la base des multiples de valorisation extériorisés par un échantillon de transactions survenues sur le capital de sociétés comparables.

Cette méthode nécessite donc de déterminer un échantillon de transactions survenues sur le capital de sociétés ayant des caractéristiques similaires à la Société en termes d'activité, de rentabilité et de perspective de croissance, puis de déterminer leurs multiples de valorisation qui seront, ensuite, appliqués aux agrégats financiers de la Société afin d'en estimer la valeur.

Cette méthode permet de tenir compte des prix effectivement payés lors de prises de contrôle de sociétés comparables, mais ses résultats doivent généralement être considérés avec prudence compte tenu du peu d'informations disponibles sur les opérations et sur les cibles, et de ce que les multiples observés intègrent les circonstances propres à chaque opération (synergies attendues par l'acquéreur, prime de contrôle, situation financière de la cible).

Au cas d'espèce, la Valeur d'Entreprise de Nacon a été déterminée, comme pour les méthodes précédentes (cf. § **IV.2.1. et** § **IV.2.4.**), comme la somme des Valeurs d'Entreprise des activités Jeux Vidéo et Accessoires.

Nos critères de recherche ont été les suivants :

- secteur d'activité : les mêmes que pour la méthode des comparables boursiers (cf. § **IV.2.4.1.**), soit les éditeurs et développeurs de jeux pour PC et consoles pour l'activité Jeux Vidéo et les concepteurs d'accessoires et de périphériques de jeu pour l'activité Accessoires ;

- secteur géographique : Europe et Amérique du Nord ;
- période : transactions intervenues depuis 2023, les conditions de marché du secteur ayant sensiblement évolué depuis la fin de la crise sanitaire (cf. § **III.4.1.**) ;
- information disponible : opérations dont les termes financiers et les agrégats de la cible ont été rendus publics, permettant de calculer des multiples significatifs.

Les transactions ont été identifiées à partir de la base de données S&P Capital IQ et des communiqués des sociétés du secteur.

Leurs multiples ont été recalculés à partir des informations publiées par les parties (communiqués, rapports financiers et documents déposés auprès des autorités boursières), les Valeurs d'Entreprise et les agrégats ayant été convertis en euros aux parités de la Date d'Évaluation[77].

Compte tenu des informations disponibles, seul le multiple de chiffre d'affaires a pu être retenu pour l'ensemble des transactions.

Il a été appliqué aux agrégats de la Société sans retranchement de prime de contrôle, pour les raisons exposées ci-après (cf. § **IV.2.5.3.**).

2.5.2. Présentation des transactions retenues

a) Transactions retenues pour l'activité Jeux Vidéo

Pour l'activité Jeux Vidéo, nous avons recherché les transactions portant sur des éditeurs et des développeurs de jeux pour PC et consoles positionnés, comme la Société, sur le segment « AA » ou sur l'édition indépendante, et exploitant un catalogue de titres et plusieurs studios.

Les transactions répondant à ces critères sont peu nombreuses, les opérations du secteur portant le plus souvent sur des studios adossés à une franchise ou à un succès récent, ou sur des cibles dont les agrégats ne sont pas publiés.

[77] Parités de la Banque de France au 30 septembre 2026 : 1 € = 1,1355 USD, 0,85463 GBP et 11,3310 SEK. Les multiples ne sont pas affectés par la conversion, à l'exception de celui de la transaction Fanatec, dont la contrepartie a été publiée en dollars et le chiffre d'affaires en euros.

Nous avons retenu les deux transactions suivantes :

Transactions retenues pour l'activité Jeux Vidéo

Date	Cible	Acquéreur	VE (M€)	CA (M€)	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT
août 2025	**Thunderful Group** *Suède*	Atari *France*	11,2	24,1	0,47x	n.s.	n.s.
juin 2025	**Curve Digital Entertainment** *Royaume-Uni*	Nazara Technologies *Inde*	25,4	28,6	0,89x	2,0x	5,0x
Moyenne					**0,68x**		

Sources : communiqués et rapports financiers des sociétés, S&P Capital IQ, analyses SORGEM Evaluation.
Notes : Valeurs d'Entreprise et agrégats convertis en euros aux parités du 30 septembre 2026. Agrégats des douze derniers mois publiés avant la réalisation de l'opération (douze mois clos le 30 juin 2025 pour Thunderful Group, exercice 2024 pour Curve Digital Entertainment).

Thunderful Group / Atari (août 2025)

Thunderful Group est un éditeur et développeur suédois de jeux pour PC et consoles (SteamWorld, Lost in Random), coté sur le Nasdaq First North Growth Market, qui exploitait également jusqu'en 2024 des activités de distribution de jeux, de consoles et de jouets dans les pays nordiques (Bergsala, Amo Toys, Nordic Game Supply).

Confronté à un endettement élevé et à des flux de trésorerie négatifs, le groupe a engagé en janvier 2024 un plan de restructuration visant 90 à 110 M SEK d'économies annuelles, puis a cédé en 2024 l'ensemble de ses activités de distribution, dont Bergsala et Amo Toys pour 634 M SEK à une société contrôlée par son principal actionnaire, afin de rembourser sa ligne de crédit de 55 M€ auprès de Danske Bank. Il a par ailleurs annoncé en novembre 2024 des dépréciations d'actifs pouvant atteindre 240 M SEK.

Recentré sur l'édition et le développement, le groupe a continué de consommer de la trésorerie, avec un chiffre d'affaires de 273 M SEK (24 M€) et un EBITDA ajusté de (47) M SEK sur les douze mois clos le 30 juin 2025. Le 29 juillet 2025, son conseil d'administration a annoncé une augmentation de capital de 50 M SEK (4,4 M€) réservée à Atari, qui ne détenait aucune action, au prix de 0,15 SEK par action, inférieur d'environ 75 % au dernier cours coté avant l'annonce.

Cette opération, présentée par le conseil d'administration comme « la seule alternative réaliste » à l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité, a conféré à Atari 81,7 % du capital. La prolongation jusqu'en septembre 2026 de la ligne de crédit de 10,5 M€ consentie par Danske Bank était conditionnée à sa réalisation, et une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription avait été écartée faute d'engagements de souscription et de garantie.

Approuvée par l'assemblée générale du 28 août 2025, elle a été suivie en janvier 2026 d'une seconde augmentation de capital réservée de 35 M SEK au prix de 0,10 SEK par action, qui a porté la participation d'Atari à 90,2 %, puis d'une procédure de retrait obligatoire au prix de 0,30 SEK par action et du retrait de la cote en février 2026.

Le multiple a été calculé sur la base du prix de la première augmentation de capital, seul prix fixé entre parties indépendantes à l'occasion de la prise de contrôle, appliqué à l'ensemble des actions existantes et augmenté de la dette financière nette au 30 juin 2025 (101 M SEK, dettes locatives incluses) et des compléments de prix dus sur acquisitions (15 M SEK)[78].

La Valeur d'Entreprise ainsi obtenue (127 M SEK, soit 11,2 M€) représente **0,47x** le chiffre d'affaires des douze mois clos le 30 juin 2025, l'EBITDA ajusté étant négatif.

Ce prix, fixé dans un contexte de sauvetage, reflète la valeur d'un éditeur de jeux pour PC et consoles en difficulté financière, dont la situation présentait des similitudes avec celle de la Société (endettement élevé, flux de trésorerie négatifs, restructuration des studios et cessions d'actifs).

Curve Digital Entertainment / Nazara Technologies (juin 2025)

Curve Digital Entertainment (Curve Games) est un éditeur britannique de jeux indépendants pour PC et consoles (Human Fall Flat, The Ascent, Lawn Mowing Simulator), qui détient également les studios Runner Duck et IronOak Games ainsi que la société de services Kuju.

Le 20 mai 2025, Nazara Technologies, groupe indien de jeux vidéo coté à Bombay, a annoncé l'acquisition de 100 % de son capital auprès de Catalis Group pour 247 crores de roupies indiennes (21,7 M£, soit 25,4 M€), dont 19,1 M£ versés à la réalisation de l'opération intervenue le 11 juin 2025.

Sur l'exercice 2024, Curve Digital Entertainment a réalisé un chiffre d'affaires de 24,4 M£ (28,6 M€), un EBITDA de 10,6 M£ et un résultat d'exploitation de 4,3 M£[79].

---

[78] Atari SA, communiqués des 29 juillet et 28 août 2025 (émission de 333 333 334 actions nouvelles au prix de 0,15 SEK). Thunderful Group AB, rapport intermédiaire janvier-juin 2025 (74 532 894 actions existantes, dette nette de 101,1 M SEK, compléments de prix de 14,6 M SEK, chiffre d'affaires et EBITDA ajusté des douze derniers mois). Les multiples affichés par S&P Capital IQ pour cette opération (0,7x à 1,1x le chiffre d'affaires), calculés à partir de la seconde augmentation de capital et d'un chiffre d'affaires différent du chiffre d'affaires publié, n'ont pas été retenus.

[79] Nazara Technologies Ltd, communiqué du 20 mai 2025. Curve Digital Entertainment Ltd, comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2024 déposés auprès de Companies House le 8 janvier 2026 (chiffre d'affaires de 24,4 M£ et résultat d'exploitation de 4,3 M£).

Le prix, assimilé à la Valeur d'Entreprise en l'absence d'information sur la dette nette de la cible, représente **0,89x** le chiffre d'affaires, 2,0x l'EBITDA et 5,0x le résultat d'exploitation 2024.

Cette opération porte sur un éditeur rentable mais de petite taille, dont le multiple de résultat d'exploitation (5,0x) ressort nettement inférieur aux multiples boursiers des éditeurs cotés, dont la médiane s'établit à 9,4x l'EBIT 2026 (cf. § **IV.2.4.3.**).

Elle illustre les niveaux de valorisation auxquels se traitent les éditeurs indépendants de petite taille, en dehors de toute contrainte financière.

b) Transactions retenues pour l'activité Accessoires

Pour l'activité Accessoires, nous avons recherché les transactions portant sur des concepteurs d'accessoires et de périphériques de jeu (manettes, casques, volants) commercialisés sous leurs propres marques, le cas échéant sous licence des fabricants de consoles.

Nous avons identifié les deux transactions suivantes, la seconde étant intervenue dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité :

Transactions retenues pour l'activité Accessoires

Date	Cible	Acquéreur	VE (M€)	CA (M€)	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT
mars 2024	**Performance Designed Products (PDP)** *États-Unis*	Turtle Beach *États-Unis*	100,0	88,1	1,14x	8,1x	n.a.
sept. 2024	**Fanatec (actifs d'Endor)** *Allemagne*	Corsair Gaming *États-Unis*	38,5	84,5	0,46x	n.a.	n.a.
Moyenne					**0,80x**		

Sources : communiqués et rapports financiers des sociétés, S&P Capital IQ, analyses SORGEM Evaluation.
Notes : Valeurs d'Entreprise et agrégats convertis en euros aux parités du 30 septembre 2026. Agrégats des douze derniers mois publiés avant l'opération (exercice 2023 pour PDP, douze mois clos le 30 septembre 2023 pour Fanatec).

Performance Designed Products / Turtle Beach (mars 2024)

Performance Designed Products (PDP) est un concepteur américain d'accessoires de jeu sous licence officielle Xbox, PlayStation et Nintendo (manettes, casques et étuis), commercialisés sous les marques PDP, Afterglow et Victrix, qui était détenu depuis 2021 par le fonds Diversis Capital.

Le 13 mars 2024, Turtle Beach, société retenue dans l'échantillon de comparables boursiers (cf. § **IV.2.4.2.**), a annoncé et réalisé l'acquisition de 100 % de PDP pour une contrepartie de 116,9 M$, réglée à hauteur de 78,9 M$ en numéraire et pour le solde en actions Turtle Beach (3,45 millions d'actions), soit une Valeur d'Entreprise de 113,5 M$ (100,0 M€) après déduction de la trésorerie acquise[80].

Sur l'exercice 2023, PDP a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 100 M$ et une marge d'EBITDA d'environ 14 %, selon les indications données par l'acquéreur lors de l'annonce de l'opération.

La Valeur d'Entreprise représente ainsi **1,14x** le chiffre d'affaires et 8,1x l'EBITDA 2023, l'acquéreur ayant pour sa part communiqué un multiple de 4,7x l'EBITDA après prise en compte de 10 à 12 M$ de synergies de coûts annuelles.

Cette opération constitue la référence la plus proche de l'activité Accessoires de la Société par le métier (manettes et casques sous licence officielle vendus en grande distribution, principalement en Amérique du Nord).

Elle porte toutefois sur une société dont la rentabilité (marge d'EBITDA d'environ 14 %) était très supérieure à celle de l'activité Accessoires de la Société, de 0,7 % sur l'exercice clos le 31 mars 2026 et de 5,7 % attendus sur l'exercice clos le 31 mars 2027 (cf. § **IV.2.4.3.**), et elle a été réalisée par un concurrent direct en mesure de dégager des synergies importantes.

Fanatec (actifs d'Endor) / Corsair Gaming (septembre 2024)

Endor AG, société allemande cotée à la bourse de Munich, concevait et commercialisait sous la marque Fanatec des équipements de simulation automobile haut de gamme (volants, bases Direct Drive et pédaliers), activité directement comparable à celle de la marque Revosim de la Société (cf. § **III.2.2.**).

Après une forte croissance pendant la crise sanitaire (chiffre d'affaires de 119 M€ en 2022), la société a subi en 2023 une chute de ses ventes (recul de 35 % sur les neuf premiers mois de l'année) et des difficultés logistiques et financières liées à des investissements importants (nouveau siège, transfert de sa logistique américaine). Elle a conclu un accord de standstill avec ses banques, qui ont obtenu en mars 2024 le départ de son fondateur et dirigeant.

[80] Turtle Beach Corporation, communiqué du 13 mars 2024, rapport trimestriel (10-Q) du premier trimestre 2024 (note 3 : contrepartie de 116,9 M$ et trésorerie acquise de 3,4 M$) et conférence téléphonique du 13 mars 2024 (chiffre d'affaires 2023 de PDP d'environ 100 M$ et marge d'EBITDA d'environ 14 %).

En mai 2024, Endor a retenu Corsair Gaming comme investisseur de référence, celui-ci lui consentant des financements relais, et a engagé une procédure de restructuration préventive (StaRUG) qui a échoué, selon la société, en raison de l'opposition de son fondateur, resté actionnaire de référence. La société a déposé le bilan le 30 juillet 2024 et la procédure d'insolvabilité a été ouverte le 13 septembre 2024 par le tribunal de Landshut.

Le 19 septembre 2024, l'administrateur judiciaire a cédé à Corsair Gaming, auteur de la meilleure offre à l'issue d'un processus de vente international, l'activité d'Endor en Allemagne (cession d'actifs incluant l'ensemble des salariés, hors immobilier) et les titres de ses filiales étrangères. La contrepartie s'est élevée à 43,7 M$ (38,5 M€), dont 16,6 M$ au titre des financements relais consentis par Corsair Gaming, pour des stocks repris de 43,6 M$, les actionnaires d'Endor ne recevant aucun paiement et la société étant liquidée[81].

Rapportée au dernier chiffre d'affaires publié avant l'opération (84,5 M€ sur les douze mois clos le 30 septembre 2023), cette contrepartie représente **0,46x** le chiffre d'affaires.

Ce multiple n'est qu'indicatif, le prix ayant été fixé dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité, essentiellement par référence aux stocks repris, et le chiffre d'affaires de la société ayant fortement reculé au cours de l'année précédant l'opération. Il illustre toutefois la valeur à laquelle un acteur des accessoires de simulation haut de gamme en difficulté financière a pu être cédé.

2.5.3. Multiples retenus

a) Multiple retenu et prime de contrôle

Le multiple de chiffre d'affaires est le seul multiple disponible pour l'ensemble des transactions retenues.

[81] Corsair Gaming Inc., rapport trimestriel (10-Q) du troisième trimestre 2024 (note 5 : 31,6 M$ versés à Endor AG, 16,6 M$ au titre des financements relais consentis par Corsair Gaming, trésorerie acquise de 4,5 M$ et stocks repris de 43,6 M$). Endor AG, communiqués du 13 septembre 2023 (chiffre d'affaires 2022 de 119,2 M€) et du 30 novembre 2023 (chiffre d'affaires de 64,7 M€ sur les neuf premiers mois de 2023, contre 99,4 M€ sur la même période de 2022).

L'EBITDA de Thunderful Group était négatif, aucun agrégat de résultat n'a été publié pour l'activité Fanatec et l'EBITDA de PDP n'est connu que de manière approximative, à partir des indications données par l'acquéreur lors de l'annonce de l'opération, de sorte que les multiples d'EBITDA et d'EBIT, disponibles pour une ou deux transactions seulement, ne pouvaient être retenus.

Le multiple de chiffre d'affaires présente toutefois la limite de ne pas tenir compte des écarts de rentabilité entre les cibles et la Société (cf. § **IV.2.4.3.**). Les deux transactions portant sur des sociétés rentables (Curve Digital Entertainment et PDP) extériorisent ainsi des multiples (0,89x et 1,14x) près de deux fois supérieurs à ceux des deux sociétés en difficulté (0,47x et 0,46x).

Compte tenu de cette dispersion et du nombre très réduit de transactions, qui ne permettent pas de construire une fourchette significative, nous avons retenu pour chaque activité la moyenne des multiples observés, soit **0,68x** le chiffre d'affaires pour l'activité Jeux Vidéo et **0,80x** pour l'activité Accessoires, et présentons le résultat de la méthode sous la forme d'une valeur centrale unique.

Nous n'avons pas retranché de prime de contrôle des multiples observés. Deux des quatre transactions retenues sont intervenues dans un contexte de sauvetage ou d'insolvabilité qui exclut le paiement d'une telle prime, le prix de l'augmentation de capital réservée à Atari faisant ressortir une décote d'environ 75 % sur le dernier cours coté de Thunderful Group et les actionnaires d'Endor n'ayant reçu aucun paiement lors de la cession de l'activité Fanatec. Le multiple de la transaction Curve Digital Entertainment (0,89x le chiffre d'affaires et 5,0x l'EBIT) est par ailleurs inférieur aux multiples boursiers médians des éditeurs cotés (cf. § **IV.2.4.3.**).

Seule la transaction PDP, réalisée par un concurrent direct anticipant des synergies importantes, extériorise un multiple (1,14x) supérieur à ceux des accessoiristes cotés (0,8x à 0,9x le chiffre d'affaires 2026 pour Turtle Beach et Fractal Gaming Group). Ce multiple intègre vraisemblablement une partie de ces synergies et porte sur une cible nettement plus rentable que l'activité Accessoires (cf. *supra*), de sorte que la moyenne des multiples des deux transactions retenues pour l'activité Accessoires (0,80x) tend à surestimer la valeur de cette activité.

b) Agrégats de la Société et modalités d'application

Activité Jeux Vidéo

Les multiples de transactions étant calculés sur le chiffre d'affaires des douze mois précédant chaque opération, nous les avons appliqués au chiffre d'affaires du dernier

exercice clos de la Société, soit l'exercice clos le 31 mars 2026, qui s'élève à 104,9 M€ pour l'activité Jeux Vidéo selon la ventilation par activité du Plan d'Affaires Nacon (cf. § **IV.2.1.1.**).

Ce chiffre d'affaires est représentatif du niveau d'activité prévu par le Plan d'Affaires Nacon.

Contrairement à la méthode des comparables boursiers, qui met en œuvre des multiples de résultat sensibles au niveau de marge des premiers exercices du Plan d'Affaires Nacon (cf. § **IV.2.4.3.**), le multiple de chiffre d'affaires n'appelle pas le recours à un agrégat normatif, de sorte que la valeur a été obtenue par application directe du multiple, sans actualisation.

Activité Accessoires

Pour l'activité Accessoires, le multiple a été appliqué au chiffre d'affaires de l'exercice clos le 31 mars 2027 (57,0 M€), exercice en cours à la Date d'Évaluation, le chiffre d'affaires de l'exercice clos le 31 mars 2026 (53,3 M€) étant affecté par le recul des ventes lié aux droits de douane américains (cf. § **IV.2.1.1.**). Le chiffre d'affaires de l'activité est ensuite quasiment stable sur l'horizon du Plan d'Affaires Nacon (croissance de 1 % à 3 % par an).

2.5.4. Conclusion sur la VE issue de la Méthode des transactions comparables

L'application du multiple retenu à l'activité Jeux Vidéo se présente comme suit :

Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo issue de la méthode des transactions comparables

En M€	Valeur centrale
Chiffre d'affaires de l'exercice clos le 31 mars 2026	104,9
Multiple VE / CA retenu (moyenne des transactions)	0,68x
Valeur d'Entreprise de l'activité Jeux Vidéo	**71,1**

Source : analyses SORGEM Evaluation.

L'application du multiple retenu à l'activité Accessoires se présente comme suit :

Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires issue de la méthode des transactions comparables

En M€	Valeur centrale
Chiffre d'affaires de l'exercice clos le 31 mars 2027	57,0
Multiple VE / CA retenu (moyenne des transactions)	0,80x
Valeur d'Entreprise de l'activité Accessoires	**45,3**

Source : analyses SORGEM Evaluation.

La synthèse par activité se présente comme suit :

Synthèse de la Valeur d'Entreprise issue de la méthode des transactions comparables

En M€	Valeur centrale
Activité Jeux Vidéo	71,1
Activité Accessoires	45,3
Valeur d'Entreprise de Nacon	**116,4**

Source : analyses SORGEM Evaluation.

La méthode fait ressortir une Valeur d'Entreprise de Nacon de **116,4** M€, supérieure d'environ 36 % à la valeur centrale issue de la méthode DCF, soit 85,5 M€ (cf. § **IV.2.1.4.**), et d'environ 10 % à celle issue de la méthode des comparables boursiers, soit 106,3 M€ (cf. § **IV.2.4.4.**).

Il est toutefois intéressant de relever que les multiples des deux transactions intervenues dans un contexte de difficultés financières de la cible (0,47x pour Thunderful Group et 0,46x pour Fanatec), appliqués seuls aux agrégats de la Société, conduiraient à une Valeur d'Entreprise d'environ 75 M€, proche de celle issue de la méthode DCF.

Ces deux opérations constituent les références les plus proches de la situation de la Société, dont l'endettement, les flux de trésorerie négatifs et la restructuration en cours (cf. § **I.**) sont comparables à ceux que connaissaient ces sociétés au moment de leur cession, alors que les multiples de Curve Digital Entertainment et de PDP (0,89x et 1,14x) correspondent à des sociétés rentables (marges d'EBITDA de 43 % et 14 %) cédées en dehors de toute contrainte financière.

Compte tenu (i) du nombre très réduit de transactions retenues, deux par activité, (ii) du caractère partiel des informations publiques disponibles sur ces opérations, dont les multiples ont été reconstitués à partir des communiqués des parties et portent sur des agrégats antérieurs de plusieurs mois, et jusqu'à un an pour Fanatec, à la réalisation des opérations, (iii) des écarts de rentabilité, vraisemblablement importants, entre les cibles et la Société, que le multiple de chiffre d'affaires ne permet pas de corriger, et (iv) du

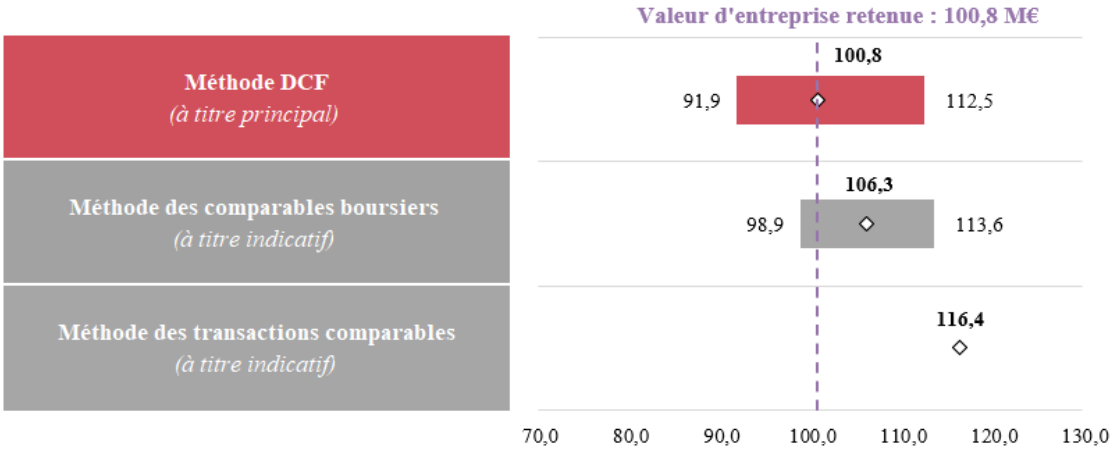
contexte très particulier de deux d'entre elles, nous retenons la méthode des transactions comparables à titre indicatif.

La méthode des transactions comparables, mise en œuvre à titre indicatif, fait ressortir une Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation de 116,4 M€.

2.6 Synthèse de la Valeur d'Entreprise

Les Valeurs d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation issues des trois méthodes mises en œuvre se présentent comme suit :

Valeurs d'Entreprise de Nacon issues des méthodes mises en œuvre (M€)



Source : analyses SORGEM Evaluation.
Note : économie liée aux déficits fiscaux reportables ajoutée à la seule méthode DCF, pour 15,3 M€ en valeur centrale et pour 13,9 M€ et 17,1 M€ aux bornes de sa fourchette.

La méthode DCF, retenue à titre principal, fait ressortir une Valeur d'Entreprise de 85,5 M€, portée à 100,8 M€ par la prise en compte de la valeur de l'économie liée aux déficits fiscaux reportables (cf. § IV.2.2.), les flux de la méthode supportant un impôt calculé au taux normatif.

Elle est la seule méthode qui repose directement sur le Plan d'Affaires Nacon, établi par le Management avec l'appui d'Eight Advisory, et donc sur la trajectoire de redressement et le niveau de rentabilité attendus à l'issue de la restructuration.

Les méthodes mises en œuvre à titre indicatif font ressortir des valeurs supérieures à celle issue de la méthode DCF, de 106,3 M€ pour les comparables boursiers et de 116,4 M€ pour les transactions comparables.

Ces écarts tiennent aux limites de ces méthodes au cas d'espèce :

- les multiples boursiers intègrent les perspectives de croissance attendues par le marché pour les sociétés de l'échantillon, alors qu'ils ont dû être appliqués à des agrégats éloignés de la Date d'Évaluation, et notamment, pour l'activité Jeux Vidéo, à un agrégat normatif dont la croissance est limitée à 1,8 % par an. La méthode conduit donc à une valeur haute (cf. § **IV.2.4.4.**) ;

- la moyenne des multiples de transactions est tirée vers le haut par deux opérations portant sur des sociétés rentables, cédées en dehors de toute contrainte financière, dont l'une intègre vraisemblablement une partie des synergies attendues par l'acquéreur. Appliqués seuls, les multiples des deux transactions intervenues dans un contexte de difficultés financières, plus proche de la situation de la Société, conduiraient à une Valeur d'Entreprise plus faible que celle issue de la méthode DCF (cf. § **IV.2.5.4.**).

Ces écarts tenant aux modalités d'application des méthodes indicatives, ils ne remettent pas en cause la valeur issue de la méthode DCF.

Nous retenons en conséquence la Valeur d'Entreprise issue de la méthode DCF pour la détermination de la Valeur des Fonds Propres pré-Plan et post-Plan (cf. § **IV.3.**).

Nous retenons une Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation, de 100,8 M€.

3. Prise en compte des conséquences de la situation actuelle de la Société sur la Valeur d'Entreprise

3.1 Pré-Plan de restructuration

Sans plan, Nacon, en redressement judiciaire depuis le 2 mars 2026, ne pourrait pas apurer son passif et serait vraisemblablement placée en liquidation judiciaire (cf. § **VI.2**.).

Nous retenons néanmoins comme Valeur d'Entreprise pré-Plan la valeur de Nacon en continuité d'exploitation estimée ci-avant, y compris la valeur de ses déficits reportables, soit 100,8 M€. Cette valeur est déjà inférieure au passif pré-Plan, de sorte que la Valeur des Fonds Propres pré-Plan est négative (cf. § **IV.4.1**.). Ce constat ne serait que renforcé par la prise en compte d'une valeur de liquidation, qui intégrerait les décotes et les frais propres à une cession forcée des actifs.

3.2 Post-Plan de restructuration

Post-Plan, la Valeur d'Entreprise correspond également à la valeur de Nacon en continuité d'exploitation, y compris la valeur de ses déficits reportables, soit 100,8 M€.

En effet, le plan ne modifie pas les flux du Plan d'Affaires Nacon, qui intègrent déjà les mesures de restructuration opérationnelle mises en œuvre pendant la période d'observation, mais porte sur le passif, dont le traitement est pris en compte dans les éléments de passage (cf. § **IV.4.2**.).

4. Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

4.1 Pré-Plan de restructuration

Nous présentons ci-dessous, pré-Plan de restructuration financière, les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres de la Société au 31 mars 2026.

La Valeur d'Entreprise est estimée au 30 septembre 2026, Date d'Évaluation, alors que les éléments de passage sont établis au 31 mars 2026, date du dernier bilan consolidé publié. Pour articuler ces deux dates, les flux de trésorerie de l'exercice clos le 31 mars 2027 ont été retenus pour l'exercice entier, y compris le premier semestre déjà écoulé (avril à septembre 2026), et actualisés au milieu de la période restant à courir après la Date d'Évaluation. La trésorerie générée ou consommée au cours de ce semestre, pendant lequel le passif antérieur est resté gelé, est ainsi prise en compte dans la Valeur d'Entreprise, et non dans la DFN.

Pour rappel, nous retenons au titre de la Valeur d'Entreprise pré-Plan la valeur de Nacon en continuité d'exploitation, soit 100,8 M€ (cf. § **IV.3.1**.).

Le passif gelé, qui resterait dû en totalité et dont l'apurement n'est pas pris en compte dans le calcul de la Valeur d'Entreprise estimée par nos soins, vient en déduction de la Valeur d'Entreprise au même titre que la dette financière. Nous partons donc de la dette financière nette (« DFN ») consolidée au 31 mars 2026, à laquelle nous ajoutons le passif gelé pour la portion qui n'y figure pas déjà, les provisions et les autres passifs nets, puis nous déduisons les gages-espèces.

La DFN consolidée de la Société s'établit à 104,2 M€ au 31 mars 2026[82].

Dette financière nette de la Société au 31 mars 2026

En M€	31/03/2026
Emprunts bancaires	103,3
Concours bancaires courants	10,6
Intérêts courus non échus	0,7
Autres financements, dont affacturage	10,3
Endettement financier brut	**124,9**
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-20,7
Dette financière nette	**104,2**

Source : Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, § 9.1 et note 12.

Le passif gelé de Nacon SA est réparti en classes de parties affectées par le projet de plan (cf. § **I.2**.). Ses montants sont arrêtés au jugement d'ouverture du 2 mars 2026.

Le tableau suivant indique, pour chaque classe, si elle est déjà comprise dans la DFN, si nous l'y ajoutons ou si nous ne la retenons pas.

[82] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, § 9.1, p. 161, note 10, p. 272, et note 12, p. 274.

Traitement des classes de parties affectées de Nacon SA

Classe et créanciers	Montant (M€)	Traitement dans le passage
1 – Créanciers publics	0,76	Ajoutée à la DFN
2 – Bailleur	0,07	Ajoutée à la DFN
3 – Bpifrance, prêts garantis par des gages-espèces	28,70	Comprise dans la DFN
4 – Bpifrance, financement d'équipement	1,19	Ajoutée à la DFN
5 – Fournisseurs critiques	9,72	Ajoutée à la DFN
6 – Clients, remises de fin d'année	0,04	Ajoutée à la DFN
7 – CIC	14,15	Comprise dans la DFN
8 – Autres créanciers bancaires	60,52	Comprise dans la DFN
9 – Autres créanciers chirographaires	10,78	Ajoutée à la DFN
10 – Filiales de Nacon	20,85	Ajoutée à la DFN pour Midgar Studio, en liquidation judiciaire, non retenue pour le solde
11 – BBI et Bigben Logistics	19,83	Ajoutée à la DFN
12 – Créances potentielles ou litigieuses	Non déterminé	Non retenue, contestée
13 – Eden Games	0,74	Ajoutée à la DFN
14 – Détenteurs de capital	Sans objet	Sans objet

Source : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3. Analyse SORGEM Evaluation.

Les classes 3, 7 et 8 regroupent les dettes bancaires de Nacon SA, soit 103,4 M€ intérêts échus compris. Elles figurent déjà parmi les emprunts de la DFN consolidée et ne sont donc pas ajoutées[83].

[83] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, et annexe 6. Les classes 3, 7 et 8 totalisent 103,37 M€, dont 102,97 M€ en capital et 0,41 M€ d'intérêts échus au 2 mars 2026. Elles recoupent à 0,1 M€ près les emprunts consolidés (103,3 M€).

Les éléments de passage s'établissent donc comme suit.

Éléments de passage pré-Plan au 31 mars 2026

En M€	31/03/2026
Valeur d'Entreprise pré-Plan	**100,8**
Dette financière nette consolidée	-104,2
Passif gelé non compris dans la DFN	-55,4
dont créanciers d'exploitation (classes 1, 2, 5, 6, 9 et 13)	*-22,1*
dont BBI et Bigben Logistics (classe 11)	*-19,8*
dont Midgar Studio, en liquidation judiciaire (classe 10)	*-0,4*
dont Bpifrance, financement d'équipement (classe 4)	*-1,2*
dont AGS, au titre de Nacon SA	*-1,2*
dont passif gelé de Kylotonn et Cyanide, hors dettes bancaires	*-10,6*
Provisions, nettes d'impôt	-3,4
Autres passifs nets	-0,6
Gages-espèces affectés à Bpifrance	2,0
Total des éléments de passage	**-161,7**
Valeur des Fonds Propres pré-Plan	**-60,9**

Sources : Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026 et annexe 6, Eight Advisory, rapport provisoire du 30 septembre 2026. Analyse SORGEM Evaluation.

Ces ajustements se justifient comme suit :

- les classes 1, 2, 5, 6, 9 et 13 regroupent les créanciers d'exploitation de Nacon SA (22,1 M€)[84], pour l'essentiel des fournisseurs. Ces dettes ne font pas partie de la DFN. Leur paiement, suspendu par la procédure, n'est pas prévu dans le Plan d'Affaires Nacon. Sans plan, elles resteraient dues en totalité ;

- la dette envers BBI et Bigben Logistics, qui forme la classe 11, s'élève à 19,8 M€. BBI étant la société mère de Nacon, et non l'une de ses filiales, cette dette n'est pas éliminée dans les comptes consolidés de Nacon. Elle ne figure pas non plus dans la

[84] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, et projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3. Le passif gelé présenté dans les comptes consolidés au 31 mars 2026 comprend un passif d'exploitation hors groupe de 22,6 M€ (21,2 M€ de dettes fournisseurs et 1,4 M€ de dettes fiscales et sociales), montant repris dans notre rapport relatif à Bigben Interactive. Nous retenons les créances inscrites dans les classes 1, 2, 5, 6, 9 et 13 du projet de plan (22,1 M€). L'écart, de 0,5 M€, tient aux différences entre l'état établi par la Société et les créances déclarées par les créanciers.

DFN, l'avance consentie par BBI au titre de la convention de trésorerie (10,45 M€) étant classée en créditeurs divers et le solde (9,38 M€) en dettes fournisseurs[85] ;

- la dette envers Midgar Studio, filiale placée en liquidation judiciaire, s'élève à 0,4 M€ (classe 10). Cette société étant sortie du périmètre de consolidation de la Société, son liquidateur sera fondé à en poursuivre le recouvrement, et cette dette doit être traitée comme une dette envers un tiers. Spiders et Nacon Tech, également en liquidation judiciaire, ne figurent pas dans cette classe, leurs soldes avec Nacon SA étant, après compensation, en faveur de cette dernière[86] ;

- la créance de Bpifrance au titre du financement d'une ligne de production de manettes, qui forme la classe 4, s'élève à 1,2 M€. Elle ne figure pas parmi les emprunts consolidés ;

- les créances de l'AGS sur Nacon SA (1,2 M€) correspondent aux salaires de février 2026 et à une partie du coût du plan de sauvegarde de l'emploi, qu'elle a avancés. Elles ne relèvent d'aucune classe, et le Plan d'Affaires Nacon n'en prévoit pas le remboursement[87] ;

- le passif gelé de Kylotonn et Cyanide, deux studios consolidés également en redressement judiciaire, s'élève à 11,76 M€. Il doit être déduit comme celui de Nacon SA, leurs flux étant compris dans la Valeur d'Entreprise. Nous en retirons les découverts et l'emprunt déjà compris dans la DFN (1,14 M€) et retenons 10,6 M€. Leurs dettes envers Nacon SA, éliminées en consolidation, sont exclues[88] ;

- les provisions inscrites au bilan consolidé correspondent à des sorties de trésorerie probables que le Plan d'Affaires Nacon n'intègre pas. Il s'agit de la provision pour litige de propriété industrielle (2,49 M€), des engagements de retraite (1,42 M€),

---

[85] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, note 15, pp. 277-278, et projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, annexe 6. La créance de BBI comprend 7,62 M€ de dettes fournisseurs et 10,45 M€ au titre de la convention de trésorerie. Celle de Bigben Logistics s'élève à 1,76 M€.

[86] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, annexe 6, qui retient une créance de Midgar Studio de 433 657,56 €. Les soldes intragroupe y sont compensés afin de ne retenir que les positions nettes créditrices.

[87] Eight Advisory, Projet Londres, rapport provisoire du 30 septembre 2026, pp. 22 et 25. L'AGS a avancé 0,57 M€ au titre des salaires de février 2026 et 0,66 M€ au titre du plan de sauvegarde de l'emploi. Les créances de l'AGS inscrites à l'annexe 6 du projet de plan s'élèvent à 0,57 M€.

[88] Eight Advisory, Projet Londres, rapport provisoire du 30 septembre 2026, pp. 35 et 40. Le passif à rembourser s'élève à 6,92 M€ pour Kylotonn et 4,84 M€ pour Cyanide, dont respectivement 2,17 M€ et 1,40 M€ dus à l'AGS. Les découverts (0,55 M€ et 0,50 M€) et l'emprunt CIC de Kylotonn (0,09 M€) figurent dans la DFN consolidée.

d'une provision pour risque social (0,43 M€) et d'autres provisions (0,18 M€), soit 4,5 M€. Le paiement des provisions étant déductible, nous les retenons nettes de l'économie d'impôt correspondante. Par hypothèse simplificatrice, celle-ci est calculée au taux de droit commun de 25 %, retenu dans la méthode DCF (cf. § **IV.2.1.1.2**.), sans tenir compte du calendrier de déductibilité ni des déficits reportables de la Société. Le montant retenu s'établit ainsi à 3,4 M€[89] ;

- les autres passifs nets (0,6 M€) regroupent les intérêts minoritaires (0,3 M€) et la dette d'earn-out (0,9 M€), diminués des autres actifs financiers, hors gages-espèces (0,6 M€)[90] ;

- les gages-espèces constitués au profit de Bpifrance (1,95 M€) seront affectés au paiement de sa créance de la classe 3, comprise dans la DFN. Comptabilisés parmi les actifs financiers non courants, ils ne figurent pas dans la trésorerie et réduisent donc d'autant la dette restant à payer[91].

Les éléments suivants ne sont pas retenus.

- les créances détenues par les autres filiales de Nacon, qui forment le solde de la classe 10, pour 20,4 M€. Ces créances entre sociétés consolidées s'éliminent en consolidation et n'ont pas d'effet sur sa valeur ;

- les créances potentielles ou litigieuses de la classe 12, déclarées pour 65,2 M€ selon Eight Advisory. Elles comprennent notamment la réclamation de Nintendo et l'earn-out dû aux cédants de Midgar Studio. Nacon est partie à un litige de propriété industrielle avec Nintendo qui comporte un volet allemand (condamnation en première instance par le tribunal régional de Mannheim, frappée d'appel, provisionnée pour 2,5 M€) et un volet français (réclamation de 9,4 M€ déclarée au passif, contestée). Ces créances sont contestées et ne sont pas provisionnées dans les comptes au-delà de la provision pour litige et de la dette d'earn-out retenues ci-dessus[92] ;

---

89 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, note 14, pp. 276-277.

90 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, pp. 247, 254, 268 et 286. Les intérêts minoritaires correspondent à la participation de 35 % prise par Kingchuang Technology dans Nacon Industries en octobre 2025. La dette d'earn-out, évaluée à la juste valeur, porte sur les compléments de prix dus au titre de l'acquisition de studios. Les autres actifs financiers (2,59 M€) comprennent les gages-espèces de 1,95 M€, retenus séparément.

91 Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, note 4 des comptes consolidés, p. 268, et note 4 des comptes sociaux, p. 227. Les gages-espèces sont compris dans les dépôts de garantie (2,57 M€).

92 Eight Advisory, Projet Londres, rapport provisoire du 30 septembre 2026, p. 25. Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, p. 233, et note 14, p. 277.

- la provision pour restructuration de Spiders (1,9 M€). Placée en liquidation judiciaire le 29 avril 2026, cette filiale est sortie du périmètre de consolidation de la Société, et ce passif sera supporté par sa liquidation[93].

La Valeur des Fonds Propres pré-Plan est ainsi négative de 60,9 M€. Sans plan, les actions Nacon n'auraient donc aucune valeur.

4.2 Post-Plan de restructuration

Les éléments de passage post-Plan sont déterminés à partir des éléments pré-Plan, en présentant l'incidence de chacune des modalités du plan.

Le passage est modifié par (i) les abandons de créances, (ii) la conversion de créances en capital, (iii) l'apport de new money, (iv) les honoraires de la restructuration et (v) l'extinction par compensation de la créance de Bpifrance de la classe 4.

Ces éléments reposent sur les hypothèses suivantes.

- les modalités retenues sont celles du projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, décrites au § **I.2**. ;
- l'option courte est retenue pour BRED Banque Populaire, consultée au plus tard le 2 novembre 2026, la classe 9 ne relevant plus que de cette option ;
- l'AK n°1 est limitée aux engagements de souscription recensés, soit 25 M€ ;
- comme en pré-Plan, le passif est retenu pour sa valeur nominale.

[93] Nacon, Document d'enregistrement universel 2025/26, p. 150, et note 14, p. 277.

L'incidence du plan sur les éléments de passage s'établit donc comme suit.

Passage des éléments pré-Plan aux éléments post-Plan

En M€	31/03/2026
Éléments de passage pré-Plan	**-161,7**
Abandon du solde de la classe 3 par Bpifrance	18,1
Abandon partiel de la classe 7 par le CIC	5,0
Abandons de la classe 8	40,7
Abandons de la classe 9 et de la dette d'earn-out	8,2
Abandon de la créance de Midgar Studio (classe 10)	0,4
Conversion en capital de la classe 11 et abandon du solde	19,8
AK n°1 en numéraire	25,0
Honoraires de la restructuration	-1,0
Extinction par compensation de la créance de la classe 4	1,2
Éléments de passage post-Plan	**-44,2**
Valeur d'Entreprise post-Plan	**100,8**
Valeur des Fonds Propres post-Plan	**56,6**

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026 et annexe 6, Eight Advisory, rapport provisoire du 30 septembre 2026. Analyse SORGEM Evaluation.

Ces modifications se justifient comme suit.

- Bpifrance recevrait 30 % de sa créance de la classe 3, soit 8,6 M€, ainsi que les gages-espèces constitués à son profit (1,95 M€), et abandonnerait le solde, soit 18,1 M€. Les gages-espèces étant déjà pris en compte en pré-Plan, seul cet abandon modifie le total[94] ;

- le CIC recevrait 30 % d'une première fraction de sa créance (7,1 M€), soit 2,1 M€, et abandonnerait le solde de cette fraction, soit 5,0 M€. Le reste de sa créance, soit 7,0 M€ en principal, serait remboursé intégralement en trois annuités, en contrepartie du maintien de la ligne d'affacturage[95] ;

- les créances de la classe 8 (60,5 M€) seraient traitées selon l'option courte, qui prévoit le paiement de 30 % et l'abandon du solde, ou selon l'option longue, qui prévoit le paiement de 50 % sur huit ans et l'abandon du solde. La quote-part garantie par BBI relève obligatoirement de l'option courte. Compte tenu des choix exprimés dans

[94] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 3. Le paiement de 30 % est calculé avant imputation des gages-espèces.

[95] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 7. L'écart de 0,06 M€ entre le total de la classe et les montants détaillés dans son traitement correspond aux intérêts échus.

l'accord de lock-up et de l'option courte retenue pour BRED, l'option longue porterait sur 8,3 M€ de créances et l'option courte sur 52,2 M€. Les abandons s'élèveraient ainsi à 40,7 M€[96] ;

- les créances de la classe 9 (10,8 M€) seraient traitées selon l'option courte. L'abandon de 70 % représente 7,5 M€[97]. La dette d'earn-out (0,9 M€), qui relève également du passif gelé, serait réglée selon l'option courte, soit un abandon de 0,6 M€[98] ;
- la créance de Midgar Studio (0,4 M€) serait intégralement abandonnée, comme l'ensemble des créances de la classe 10 ;

- les créances de BBI et Bigben Logistics (19,8 M€) seraient converties en actions par l'AK n°2 à hauteur de 19,5 M€, et le solde serait abandonné. Elles disparaissent donc intégralement du passif. Le plan prévoit en outre l'abandon de toute créance que BBI détiendrait sur Nacon du fait de l'appel de ses garanties ;

- l'AK n°1 apporterait 25 M€ de *new money*, dont 16 M€ souscrits par BBI. La commission de garantie, réglée en actions par l'AK n°3, et le plan d'intéressement du management n'ont pas d'incidence sur la trésorerie. Une souscription intégrale de l'AK n°1, à hauteur de 32 M€, augmenterait la Valeur des Fonds Propres de 7,0 M€, mais abaisserait légèrement la valeur par action, les actions nouvelles étant émises à un prix inférieur à celle-ci. Nos analyses retiennent l'hypothèse d'une AK n°1 limitée à 25 M€ ;

- les honoraires de conseil liés à la restructuration sont estimés à 1 M€ par Eight Advisory. Ils ne figurent pas dans les flux d'exploitation du Plan d'Affaires Nacon[99].

Les autres éléments de passage pré-Plan ne sont pas modifiés par le plan.

La Valeur d'Entreprise post-Plan correspond à la valeur de Nacon en continuité d'exploitation, y compris la valeur de ses déficits reportables, soit 100,8 M€. Après

---

[96] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 8, et annexe 6. Encours au jugement d'ouverture, intérêts échus compris. L'option courte concernerait Bpifrance (1,0 M€), la part garantie de La Banque Postale (11,2 M€), la Caisse d'Épargne Hauts-de-France (12,0 M€), ABN AMRO (8,6 M€) et BRED (19,3 M€). L'option longue concernerait la part non garantie de La Banque Postale (3,6 M€) et Palatine (4,7 M€). Elle est plafonnée à 35,7 M€ de créances, plafond qui n'est pas atteint.

[97] Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 9, qui ne prévoit plus que l'option courte.

[98] Selon le projet de plan, les créances potentielles ou litigieuses qui deviendraient exigibles et relèveraient de la classe 9 seraient réglées selon l'option courte. Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026, partie 3, traitement de la classe 12.

[99] Eight Advisory, Projet Londres, rapport provisoire du 30 septembre 2026, p. 26.

déduction des éléments de passage post-Plan (44,2 M€), la Valeur des Fonds Propres post-Plan s'établit à 56,6 M€.

5. Valeur des Fonds Propres et valeur par action

5.1 Pré-Plan de restructuration

La Valeur des Fonds Propres pré-Plan s'établit à -60,9 M€ (cf. § **IV.4.1**.).

Rapportée aux 111,2 millions d'actions existantes, elle conduit à une valeur par action nulle.

Les actionnaires de Nacon ne percevraient donc aucune valeur en l'absence de plan.

5.2 Post-Plan de restructuration

Dans l'hypothèse d'une AK n°1 limitée aux engagements des garants, soit 25 M€, retenue dans l'ensemble de nos analyses, la Valeur des Fonds Propres post-Plan s'établit à 56,6 M€ (cf. § **IV.4.2**.). Elle se répartit entre 44 586,0 millions d'actions, après attribution intégrale des actions du MIP (cf. § **VI.3**.).

La valeur par action post-Plan ressort ainsi à 0,00127 € après MIP et à 0,00141 € avant MIP, soit environ 13 € par action après le regroupement de 10 000 actions anciennes en une action nouvelle. Ces valeurs servent de référence à l'analyse des modalités du plan présentée au § **VI**.

V. DEFINITION DU CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS

Le Plan de restructuration forme un tout dont les différentes parties sont indissociables. Nous apprécions donc son caractère équitable globalement, et non étape par étape, en analysant ses effets sur le patrimoine de l'actionnaire actuel.

Il s'agit ainsi de comparer :

- le patrimoine de l'actionnaire actuel en l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration, avec

- le patrimoine de l'actionnaire actuel après mise en œuvre du Plan de restructuration.

Cette comparaison est conduite dans l'hypothèse de l'adoption du plan par l'ensemble des classes de parties affectées, dont celle des détenteurs de capital.

En cas de vote défavorable, le plan pourrait être imposé par application forcée interclasses, les actionnaires disposant alors d'un droit de priorité sur les AK n°2 et n°3 (cf. § **I.3.3**.). L'intérêt de ce droit est examiné au § **VI.6**.

Elle conduit à examiner successivement, au § **VI.**, les principales modalités du Plan de restructuration et leurs effets pour les actionnaires actuels, puis, au § **VII.**, les accords conclus en marge du plan ou insérés dans celui-ci au profit de certaines parties, qui pourraient conférer à certains actionnaires, créanciers ou dirigeants un avantage non partagé par l'ensemble des actionnaires.

Notre conclusion est présentée au § **VIII**.

VI. ANALYSE DES PRINCIPALES MODALITES DU PLAN ET DE LEURS IMPACTS

La présente section a pour objet d'analyser les principales modalités du Plan de restructuration décrites ci-avant et leurs effets pour les actionnaires actuels compte tenu des évaluations présentées plus haut. Pour rappel, selon le calendrier communiqué par la Société, la classe des détenteurs de capital se réunirait le 24 novembre 2026 à 11 heures, à l'issue du vote des autres classes de parties affectées. Selon le calendrier précédemment communiqué par la Société, le Plan serait examiné par le Tribunal de commerce à l'audience du 9 décembre 2026 (cf. § **I.4**.).

Sauf mention contraire, les chiffres présentés ci-après sont établis dans l'hypothèse d'une AK n°1 limitée aux 25 M€ d'engagements des garants, sans souscription des autres actionnaires (ci-après « l'hypothèse de référence »).

Les valeurs par action sont déduites de la Valeur des Fonds Propres post-Plan correspondante, soit 56,6 M€ (cf. § **IV.4**.), et sont exprimées sous hypothèse d'attribution intégrale des actions du MIP[100], qui dilue l'ensemble des actionnaires.

1. Un endettement net ramené à un niveau compatible avec le Plan d'Affaires Nacon

Sans plan, Nacon devrait régler l'intégralité de son passif gelé. Les éléments de passage pré-Plan s'élèvent à 161,7 M€ (cf. § **IV.4.1**.), alors que sa Valeur d'Entreprise en continuité d'exploitation, déficits reportables compris, s'établit à 100,8 M€.

Comme expliqué *supra*, le Plan ramène ces éléments de passage à 44,2 M€, soit une diminution de 117,4 M€, qui résulte :

- des abandons consentis par les créanciers, pour 72,4 M€, dont 18,1 M€ par Bpifrance, 5,0 M€ par le CIC, 48,2 M€ par les créanciers des classes 8 et 9 et 1,1 M€ au titre de la créance de Midgar Studio et de la dette d'earn-out ;

- de la conversion en capital des créances de BBI et de Bigben Logistics et de l'abandon du solde (19,8 M€) ;

[100] Management Incentive Plan

- de l'apport de 25 M€ de *new money* par l'AK n°1 et de l'extinction de la créance de Bpifrance de la classe 4 (1,2 M€), diminués des honoraires de la restructuration (1,0 M€).

Le passif restant dû serait réglé sur la durée du plan.

Les prévisions de trésorerie de Nacon, établies par la Société à partir du Plan d'Affaires Nacon revu par Eight Advisory dans son IBR d'avril 2026 et actualisées avec son assistance en septembre 2026, ne font apparaître aucune impasse de trésorerie sur l'horizon du plan. Selon la sensibilité présentée par Eight Advisory, la trésorerie resterait positive si l'AK n°1 était limitée à 24 M€, soit 1 M€ de moins que les engagements désormais recensés, retenus dans l'hypothèse de référence de nos travaux[101].

Ces prévisions n'intègrent aucun décaissement au titre des créances potentielles ou litigieuses de la classe 12 (65,2 M€ déclarés). La Société nous a précisé que les deux principaux postes sont le complément de prix dû aux cédants de Midgar Studio, déclaré pour son maximum contractuel alors que le report du jeu concerné conduit à attendre un montant très inférieur, et la réclamation de Nintendo au titre du litige de propriété industrielle (cf. § **IV.4.1**.), pour laquelle un accord en cours de finalisation ne dépasserait pas la provision de 2,5 M€, avec un paiement immédiat et un solde étalé sur dix ans.

Dans le scénario étudié, le Plan ramène ainsi le passif de Nacon à un niveau que le Plan d'Affaires Nacon permet de supporter.

2. En l'absence de restructuration, une liquidation probable, qui ne laisserait aucune valeur aux actionnaires

Nacon a déclaré sa cessation des paiements le 25 février 2026. Son URD 2025/26 indique que la continuité d'exploitation repose sur l'adoption du plan de redressement. En l'absence de plan, la procédure serait probablement convertie en liquidation judiciaire, ou conduirait à une cession de l'entreprise, et les actionnaires ne percevraient rien avant le désintéressement intégral des créanciers.

---

[101] Eight Advisory, rapport provisoire du 30 septembre 2026, p. 27, sensibilité « annulation de la new money non garantie ». Calculs SORGEM Evaluation. Ces prévisions retiennent l'option longue pour BRED, alors que nos travaux retiennent l'option courte. Celle-ci conduirait Nacon à verser environ 5,8 M€ à BRED dès 2027, au lieu d'annuités étalées sur huit ans. La marge au-dessus du minimum de liquidité de 5 M€ retenu par Eight Advisory serait alors ramenée d'environ 8 M€ à environ 3 M€ aux points bas de 2027 et 2028. Avec une AK n°1 limitée à 24 M€, la trésorerie resterait positive, mais inférieure au seuil de 5 M€. Les engagements de 25 M€ désormais recensés amélioreraient cette marge d'environ 1 M€.

Comme indiqué au § **IV.5.1**., la Valeur des Fonds Propres pré-Plan est négative de 60,9 M€, alors même qu'elle retient la Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation, hypothèse favorable puisque cette continuité suppose le plan. Le passif excède donc très largement la valeur des actifs, et cet écart serait accru dans un scénario de liquidation.

Le cours de bourse (0,06 € à la Date d'Évaluation et 0,0529 € au 22 octobre 2026) ne constitue pas une référence pertinente, car il est susceptible de tenir compte de l'anticipation par le marché de l'adoption du plan et de la valeur conservée par les actionnaires, et non la situation sans plan (cf. § **IV.1.2**.).

Nous rappelons que les plans de Nacon et de BBI sont indissociables, la mise en œuvre de chacun supposant l'arrêté concomitant de l'autre. La souscription de 16 M€ de BBI à l'AK n°1 de Nacon est financée par l'augmentation de capital en numéraire prévue au plan de BBI.

Nous avons interrogé la Société sur l'existence d'alternatives au plan. Selon ses indications, un plan autonome de Nacon a été étudié, mais n'a pu être financé faute d'apporteurs de *new money*. Les tiers ayant demandé à consulter le dossier auprès de l'administrateur judiciaire se sont retirés après un accès à certaines informations restreintes. Le plan présenté est ainsi la seule solution pouvant être mise en œuvre.

Les actions Nacon n'ont donc aucune valeur sans plan, même sur la base d'une valeur en continuité d'exploitation et, a fortiori, en liquidation. Cette situation conduit à apprécier le caractère équitable du Plan en comparant une valeur nulle sans plan à la valeur conservée par l'actionnaire actuel après sa mise en œuvre (cf. *infra*).

3. Des prix d'émission appréciés au regard de la valeur par action après restructuration

Le prix de l'AK n°1 (0,0009 €) ne résulte pas d'une évaluation mais d'un calibrage, destiné à ce que les actions existantes représentent environ 1 % du capital après la seule AK de conversion (cf. § **I.3.1**.). Le prix de conversion des créances de BBI et de Bigben Logistics (0,0018 €) en est le double, et la commission de garantie est réglée en actions au prix de l'AK n°1. Ces prix découlent des paramètres convenus dans l'accord de lock-up, conclu par BBI avec les principaux créanciers financiers des deux sociétés, auquel la Société n'était pas partie, et repris dans son projet de plan.

Le prix d'émission ne peut être apprécié par référence au cours de bourse, peu significatif, ni à une valeur pré-Plan, nulle. La seule référence pertinente est la valeur par action à l'issue de l'ensemble des opérations, qui dépend du nombre d'actions émises à chaque étape.

Le tableau suivant présente la valeur par action post-Plan.

Valeur par action post-Plan

	AK n°1 limitée à 25 M€
Actions existantes (millions)	111,2
AK n°1 à 0,0009 € (millions)	27 777,8
AK n°2 à 0,0018 € (millions)	10 849,6
AK n°3 à 0,0009 € (millions)	1 388,9
Nombre d'actions avant MIP (millions)	**40 127,4**
Actions du MIP, 10 % du capital dilué (millions)	4 458,6
Nombre d'actions après MIP (millions)	**44 586,0**
Valeur des Fonds Propres post-Plan (M€)	56,6
Valeur par action avant MIP (€)	0,00141
Valeur par action après MIP (€)	**0,00127**

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026. Analyse SORGEM Evaluation.

Dans l'hypothèse de référence, la valeur par action post-Plan s'établit à 0,00127 € après attribution intégrale du MIP, soit 0,13 € pour 100 actions, et à 0,00141 € avant celle-ci.

Après le regroupement de 10 000 actions anciennes en une action nouvelle (cf. § **I.3.6**.), cette valeur correspond à environ 13 € par action regroupée.

Les prix d'émission se comparent comme suit à cette valeur :

- le prix de l'AK n°1 (0,0009 €) présente une décote d'environ 29 % sur la valeur par action après MIP (36 % avant MIP). Cette décote rémunère le risque pris par les apporteurs de *new money* et l'illiquidité du titre. Elle se situe dans le bas de la fourchette des décotes observées lors des augmentations de capital réalisées dans le cadre de restructurations en France (on citera notamment Solocal en 2020, Europcar en 2020, Vallourec en 2021, Pierre & Vacances-Center Parcs en 2022 et Solocal en 2024, avec des décotes comprises entre 21 % et 81 %)[102]. Du fait du maintien du DPS, elle profite à tous les actionnaires (cf. § **VI.6**.) ;

[102] Décotes d'environ 32 % (Solocal, 2020), 21 % (Europcar Mobility Group, 2020), 29 % (Vallourec, 2021), 64 % (Pierre & Vacances-Center Parcs, 2022) et 81 % (Solocal, 2024), calculées par SORGEM

- le prix de conversion des créances de BBI et de Bigben Logistics (0,0018 €) est supérieur de 42 % à la valeur par action. Les 10,85 milliards d'actions reçues en contrepartie de 19,5 M€ de créances valent 13,8 M€, soit 70 % du montant converti ;

- les actions émises au titre de la commission de garantie (AK n°3) le sont au prix de l'AK n°1, avec la même décote. Elles représentent 3,1 % du capital après MIP et valent 1,8 M€, pour une commission de 1,25 M€ (cf. § **VII.1**.) ;

- les actions du MIP sont attribuées gratuitement, sous conditions de performance, dans la limite de 10 % du capital dilué (cf. § **VII.2**.).

Un prix de conversion supérieur à la valeur par action est conforme à la pratique des restructurations, où les créanciers dont les créances sont converties reçoivent des actions d'une valeur inférieure au nominal converti, la décote traduisant la valeur réelle de leurs créances. BBI supporte ainsi une décote comparable à celle des autres créanciers de la Société, son recouvrement, recours compris (environ 41 % de l'ensemble de ses droits), se situant dans la fourchette de celui des autres créanciers bancaires et chirographaires (30 % à 50 % pour les classes 8 et 9, cf. § **VI.4**.).

Sur la base des méthodes retenues à titre indicatif, la valeur par action post-Plan ressortirait, hors déficits reportables, à 0,00139 € (comparables boursiers) et à 0,00162 € (transactions comparables), le prix de conversion leur étant supérieur. L'ajout de la valeur des déficits, par cohérence avec la méthode DCF, la porterait à 0,00173 € pour les comparables boursiers, valeur maximale dès lors que la valeur boursière des sociétés de l'échantillon intègre leur propre situation fiscale, et à 0,00196 € pour les transactions comparables[103]. Le prix de conversion resterait supérieur à la première et serait inférieur d'environ 8 % à la seconde. La méthode des transactions comparables est toutefois la moins robuste (cf. § **IV.2.5.4**.), sa moyenne étant, pour rappel, tirée par deux cibles rentables cédées hors de toute contrainte financière. Les deux transactions intervenues dans un contexte de difficultés, plus proches de la situation de la Société, conduiraient à une valeur par action d'environ 0,00103 €, très inférieure au prix de conversion. Même

---

Evaluation entre la Valeur des Fonds Propres implicite du prix de souscription et la borne basse de la fourchette de Valeur des Fonds Propres après restructuration publiée dans les attestations d'équité concernées. Voir également Buccola, Marcovich Gross et McBrady, « Rights Offerings in Chapter 11 », American Bankruptcy Law Journal, 2026 (49 plans confirmés entre 2016 et 2024, décote moyenne de 25 % sur la valeur du plan).

[103] Calculs SORGEM Evaluation : Valeur d'Entreprise issue de chaque méthode (106,3 M€ et 116,4 M€, cf. § **IV.2.4.4**. et **IV.2.5.4**.), majorée le cas échéant de la valeur des déficits reportables (15,3 M€, cf. § **IV.2.2**.), diminuée des éléments de passage post-Plan (44,2 M€) et rapportée aux 44 586,0 millions d'actions après MIP. Les deux transactions intervenues dans un contexte de difficultés conduisent à une Valeur d'Entreprise d'environ 75 M€ (cf. § **IV.2.5.4**.), soit environ 90 M€ déficits compris.

sur la base de la valeur la plus élevée, BBI ne recouvrerait qu'environ 63 % de l'ensemble de ses droits sur la Société (cf. § **VI.7**.).

Le prix de l'AK n°1 et celui de l'AK n°3 sont donc inférieurs à la valeur par action estimée post-Plan, et le prix de conversion lui est supérieur. Le prix de l'AK n°1, favorable, bénéficie à tout actionnaire exerçant ses DPS. Le prix de conversion reflète quant à lui le fait que la valeur des créances converties était inférieure à leur valeur nominale.

4. Des créanciers qui supportent eux-mêmes une décote significative

Les créanciers de Nacon, dont le rang est supérieur à celui des actionnaires, ne sont pas intégralement désintéressés par le Plan.

Le tableau suivant présente le taux de recouvrement de chaque classe, en valeur nominale et sans actualisation des paiements échelonnés. Les actions reçues par BBI et Bigben Logistics sont évaluées à la valeur par action post-Plan.

Recouvrement des créanciers par classe

Classe et créanciers	Créances (M€)	Traitement	Recouvrement
1, 2, 5 et 6 **Créanciers publics, bailleur, fournisseurs critiques et clients**	10,6	Remboursement intégral en quatre annuités	100 %
3 **Bpifrance, prêts garantis par des gages-espèces**	28,7	Option courte, puis affectation des gages-espèces (1,95 M€)	37 %
4 **Bpifrance, financement d'équipement**	1,2	Compensation avec le prix de rachat de la ligne de production	100 %
7 **CIC**	14,2	Option courte sur 7,1 M€ et remboursement intégral de 7,0 M€ en trois annuités	65 %
8 **Autres créanciers bancaires**	60,5	Option courte (52,2 M€) ou longue sur huit ans (8,3 M€)	33 %
9 **Autres créanciers chirographaires**	10,8	Option courte	30 %

Classe et créanciers	Créances (M€)	Traitement	Recouvrement
10 **Filiales de Nacon**	20,8	Abandon intégral	0 %
11 **BBI et Bigben Logistics**	19,8	Conversion de 19,5 M€ en actions à 0,0018 € et abandon du solde	69 % en valeur (13,8 M€ sur 19,8 M€)
13 **Eden Games**	0,7	Renonciation aux créances déclarées, contre le paiement hors plan des sommes prévues par un protocole transactionnel	0 % dans le plan
Total, hors classe 12	167,4	Environ 68 M€ en numéraire, en actions ou par compensation	41 %

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026. Analyse SORGEM Evaluation. Hypothèse de référence : AK n°1 limitée à 25 M€.

Les autres créanciers bancaires et chirographaires (classes 8 et 9) perdent entre la moitié et 70 % de leurs créances en valeur nominale, et davantage en valeur actualisée pour l'option longue. BBI, actionnaire majoritaire, reçoit des actions valant 70 % de ses créances converties et abandonne en outre 13,7 M€ de recours, de sorte qu'elle ne recouvre qu'environ 41 % de l'ensemble de ses droits sur Nacon (cf. § **VI.7**.). Les filiales de Nacon abandonnent la totalité de leurs créances.

Le traitement particulier du CIC, qui obtient le remboursement intégral de 7,0 M€ en contrepartie du maintien de sa ligne d'affacturage, est analysé au § **VII.3**.

Ces décotes confirment que la valeur de Nacon ne permet pas de désintéresser ses créanciers, et donc que ses actions n'auraient aucune valeur sans le Plan.

5. Une dilution massive des actionnaires actuels, au profit de BBI et des garants

Le tableau suivant présente la répartition du capital à l'issue des opérations, dans l'hypothèse de référence (AK n°1 limitée aux 25 M€ d'engagements, sans souscription des autres actionnaires).

Répartition du capital post-Plan

	AK n°1 limitée à 25 M€
BBI et Bigben Logistics	66,3 %
Autres garants, commission comprise	23,5 %
Autres actionnaires actuels (hors garants)	0,11 %
Bénéficiaires du MIP	10,0 %
Total	**100,0 %**

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026. Analyse SORGEM Evaluation.

Sans souscription, les actionnaires autres que BBI passeraient de 44,3 % à 0,11 % du capital.

Cette dilution doit être appréciée au regard de la valeur nulle des actions sans Plan. Après le Plan, les 49 millions d'actions détenues par les actionnaires autres que BBI représentent 0,11 % d'une Valeur des Fonds Propres de 56,6 M€, soit 0,06 M€.

BBI, qui détient 55,7 % du capital[104], passerait à 66,3 % en apportant 16 M€ et en convertissant 19,5 M€ de créances. Les autres garants détiendraient 23,5 %, dont environ 13,1 % pour Bolloré SE et Sébastien Bolloré. Aucun actionnaire autre que BBI ne franchirait le seuil de 30 %, et BBI, qui détient déjà plus de la moitié du capital et des droits de vote, n'est pas tenue de déposer une offre publique à raison de l'accroissement de sa participation. Les conseils des obligataires ont conclu, en accord avec l'AMF, qu'aucune dérogation n'était nécessaire, et les projets de plan ne comportent aucune condition relative à une offre publique (cf. § I.4.).

Le MIP, qui représente 10 % du capital dilué, est examiné au § VII.2.

Les actionnaires autres que BBI conservent ainsi une valeur positive, qu'ils peuvent multiplier en exerçant leurs DPS (cf. § VI.6.).

[104] Sur la base des 111 156 083 actions composant le capital depuis le 21 septembre 2026, dont 61 924 391 détenues par BBI. Sur la base des 109 172 490 actions existant au 31 mars 2026, avant la création de 1 983 593 actions à la suite de l'acquisition définitive d'actions gratuites (cf. § I.3.), la participation de BBI ressortait à 56,72 %.

6. Un intérêt économique à souscrire à l'AK n°1 ou, à défaut, à céder ses DPS

L'AK n°1 est réalisée avec maintien du DPS. Chaque actionnaire peut souscrire environ 320 actions nouvelles par action existante au prix de 0,0009 €, identique à celui payé par BBI et par les garants, dont la commission rémunère un engagement distinct (cf. § VII.1.).

Ce prix étant inférieur à la valeur par action post-Plan (0,00127 €), l'actionnaire a intérêt à exercer ses DPS. Pour 100 actions détenues, la souscription de 31 987 actions nouvelles représente un apport de 28,8 €, pour une valeur totale de 40,7 € après restructuration, soit un gain d'environ 11,9 €. À défaut, il peut céder ses DPS, dont la valeur théorique s'établit à environ 11,8 € pour 100 actions, sous réserve de la liquidité de leur marché.

En cas d'application forcée interclasses, les actionnaires disposeraient en outre d'un droit de priorité sur les AK n°2 et n°3 (cf. § I.3.3.). Ce droit ne présenterait selon nous d'intérêt économique que sur l'AK n°3, émise au prix de l'AK n°1, et dans la limite de son montant (1,25 M€).

Le maintien du DPS permet ainsi à chaque actionnaire de bénéficier de la décote de l'AK n°1, en souscrivant ou en cédant ses droits, dans les mêmes conditions de prix que BBI et les garants.

7. Les conditions particulières consenties à BBI dans le plan

BBI, actionnaire majoritaire de Nacon, intervient dans le Plan à plusieurs titres : souscripteur et garant de l'AK n°1, créancier converti par l'AK n°2, bénéficiaire de la commission de garantie réglée par l'AK n°3, et caution de certaines dettes bancaires de Nacon.

Le tableau suivant récapitule ses contributions et les contreparties qu'elle reçoit, évaluées à la valeur par action post-Plan (0,00127 €).

Contributions de BBI au plan et contreparties reçues

Modalité	Contribution de BBI	Contrepartie reçue	Appréciation
AK n°1	Souscription de 16 M€ en numéraire, par exercice de ses DPS, soit 90 % de sa quote-part (17,8 M€ pour une émission de 32 M€)	17,8 milliards d'actions, valant 22,5 M€	Mêmes conditions que les autres actionnaires, qui disposent du DPS

Modalité	Contribution de BBI	Contrepartie reçue	Appréciation
AK n°2	Conversion de 19,5 M€ de créances (compte courant et dettes opérationnelles) et abandon du solde (0,3 M€)	10,8 milliards d'actions, valant 13,8 M€	Prix de 0,0018 €, double de celui de l'AK n°1 et supérieur de 42 % à la valeur par action
Cautions et recours	Prise en charge, dans le cadre de son propre plan, du solde des cautions après paiement par Nacon de 30 % de la part garantie (13,7 M€), et abandon des recours correspondants contre Nacon	Aucune contrepartie de Nacon	Favorable à Nacon, qui n'aura pas à rembourser ces sommes
AK n°3	Engagement ferme de 16 M€, sans garantie du solde non souscrit	Commission de 0,8 M€, réglée par 0,9 milliard d'actions valant 1,1 M€	Seule rémunération spécifique perçue par BBI, au même taux que les autres garants (cf. § **VII.1**.)
Conventions intragroupe	Maintien des conventions de services et de trésorerie	Rémunération annuelle inchangée	Conventions antérieures au Plan et non modifiées par celui-ci, dont le coût est intégré au Plan d'Affaires Nacon

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026 et annexe 8 du projet du 20 octobre 2026. Analyse SORGEM Evaluation. Hypothèse de référence : AK n°1 limitée à 25 M€.

Au total, BBI apporte 16 M€ de *new money*, convertit (en ce compris Bigben Logistics à hauteur d'environ 1,6 M€) 19,5 M€ de créances et abandonne 14,0 M€ de créances et de recours, pour une participation de 66,3 % valant 37,5 M€. La commission de garantie rémunère son engagement de souscrire, au même taux que les autres garants (cf. § **VII.1**.).

Les contreparties reçues par BBI sont donc justifiées par sa contribution au Plan, et non par sa seule qualité d'actionnaire.

8. Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel

Le tableau suivant récapitule, pour un actionnaire détenant 100 actions Nacon, la valeur de son patrimoine selon son comportement, dans l'hypothèse de référence (AK n°1

limitée à 25 M€), comparée à une valeur nulle sans plan. La valeur après Plan comprend les 100 actions conservées et, le cas échéant, les actions souscrites.

Patrimoine d'un actionnaire détenant 100 actions

Situation	Apport (€)	Valeur après Plan (€)	Gain (€)
Sans plan	0	0	0
Plan, sans souscription ni cession des DPS	0	0,13	0,13
Plan, cession des DPS à leur valeur théorique	0	11,9	11,9
Plan, exercice des DPS	28,8	40,7	11,9

Sources : Nacon, projet de plan de redressement du 26 octobre 2026. Analyse SORGEM Evaluation.

Quel que soit son comportement, l'actionnaire actuel conserve après le Plan une valeur positive, alors qu'elle serait nulle sans plan.

Les contreparties particulières reçues par BBI tiennent à sa qualité de créancier et de garant et sont justifiées par sa contribution au Plan (cf. § VI.7.). La commission de garantie et les autres accords sont examinés ci-après.

Le Plan est donc favorable aux actionnaires actuels par rapport à la situation sans plan, et tous disposent du même droit de participer à l'AK n°1, au même prix que BBI et les garants.

VII. ACCORDS CONNEXES

Dans le cadre de notre mission, nous avons recherché les accords conclus en marge du Plan, ou insérés dans celui-ci au profit de certaines parties, susceptibles de conférer à des actionnaires, à des créanciers appelés à devenir actionnaires ou à des dirigeants un avantage non partagé par l'ensemble des actionnaires actuels[105].

Nos travaux ont porté sur les projets de plan et leurs annexes, l'accord de lock-up du 21 août 2026, les lettres d'engagement des garants, l'URD 2025/26 et nos échanges avec la Société et ses conseils. La Société nous a confirmé par lettre d'affirmation qu'il n'existe pas d'autre accord [lettre d'affirmation à obtenir].

La conversion des créances de BBI et les autres modalités prévues en faveur de BBI, qui font partie du plan lui-même, ont été analysées au § **VI.7**. Les accords examinés ci-après sont les engagements de garantie et leur rémunération, le plan d'intéressement du management et le traitement particulier du CIC.

Pour chacun de ces accords, nous examinons quelle contribution au Plan l'avantage rémunère, pourquoi cette contribution était nécessaire, comment sa contrepartie a été négociée et si elle est proportionnée.

1. Les engagements de garantie et leur rémunération

L'AK n°1 fait l'objet d'engagements de souscription et de garantie de 25 M€, répartis entre douze investisseurs (cf. § **I.3.1**.). Ces engagements sont de deux natures :

- Bolloré SE et Bpifrance s'engagent à souscrire, à hauteur de 4,8 M€ et de 2 M€, les actions qui n'auraient pas été souscrites par les actionnaires. Ces engagements, dits de « backstop », portent le risque d'une absence de souscription du marché[106] ;

- BBI (16 M€), Alain Falc (0,5 M€), Sébastien Bolloré et CHAPTAL&Co (0,2 M€ chacun), Laurent Honoret et Xavier Bouteyre (0,1 M€ chacun), Anne Badot Janssen et Jules-Benjamin Lalisse (0,05 M€ chacun), actionnaires de Nacon, s'engagent à exercer leurs DPS et à présenter des ordres à titre réductible, sans garantir le solde non souscrit. Le projet de plan les qualifie de « Garants Actionnaires ».

---

[105] Recommandation AMF n° 2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

[106] Nacon, projet de plan de redressement du 20 octobre 2026, annexe 8, lettres de Bolloré SE et de Bpifrance Investissement.

Le projet de plan du 26 octobre 2026 ajoute à ces engagements ceux de Ross Gordon Symons Family Trust (0,6 M€) et d'Equinoxe Unit Trust (0,4 M€), sans préciser leur nature.

Tous perçoivent une commission de 5 % de leur engagement initial, soit 1,25 M€ au total, dont 0,8 M€ pour BBI, réglée en actions au prix de l'AK n°1 par l'AK n°3. Les 1,39 milliard d'actions correspondantes représentent 3,1 % du capital après MIP et valent 1,8 M€ à la valeur par action post-Plan, soit un coût effectif de 7,0 % des montants engagés.

Bolloré SE et Alain Falc, président-directeur général de Nacon, sont par ailleurs actionnaires de référence de BBI. Laurent Honoret, directeur général délégué, et Anne Badot Janssen, directrice financière et administratrice, sont dirigeants de Nacon.

Pris ensemble, Bolloré SE, Sébastien Bolloré et Alain Falc, actionnaires de référence de BBI, portent 5,5 M€ des 9 M€ d'engagements qui ne sont pas apportés par BBI. Ils perçoivent à ce titre une commission de 0,3 M€, réglée en actions valant environ 0,4 M€, et souscrivent au prix de l'AK n°1, comme tout actionnaire exerçant ses DPS, Bolloré SE dans la mesure où sa garantie est appelée. En l'absence de souscription des autres actionnaires, ces engagements leur procureraient environ 14,4 % du capital de la Société, valant environ 8,1 M€ pour 5,5 M€ apportés. Alain Falc bénéficie en outre du plan d'intéressement de BBI (8 % du capital de BBI, soit environ 4,6 M€ en cas d'acquisition intégrale), examiné dans notre rapport relatif à BBI (cf. § **VII.2**.). Pour les actionnaires de la Société, seule la commission représente un coût, pris en compte dans la valeur par action, la décote de l'AK n°1 étant ouverte à tous par le maintien du DPS et le plan d'intéressement de BBI étant supporté par les actionnaires de BBI.

Les engagements des dix garants initiaux, pris dans le cadre de l'accord de lock-up comme condition du soutien des créanciers aux deux plans, ont été formalisés par lettres annexées au projet de plan du 20 octobre 2026.

Nous apprécions cette rémunération selon trois critères : elle doit rémunérer une contribution réelle et nécessaire au Plan, l'accès au capital qu'elle procure doit rester limité, et elle ne doit pas conférer à ses bénéficiaires d'avantage injustifié au regard de cette contribution.

La commission rémunère des engagements fermes, maintenus jusqu'à la réalisation de l'AK n°1. Ces engagements ont permis d'arrêter, avant le dépôt du projet de plan, le montant de la *new money* sur lequel reposent les abandons consentis par les créanciers, et le plan ne pourrait être adopté sans eux. Cette contribution est distincte de la souscription simple, dans la mesure où les actionnaires qui exerceront leurs DPS en janvier 2027 le feront une fois le plan arrêté, sans avoir pris ce risque ni supporté cette contrainte.

Nous comprenons que le choix des bénéficiaires découle de ce besoin de financement. BBI, actionnaire majoritaire, apporte 16 M€ des 25 M€ d'engagements, et le solde a été réuni auprès des investisseurs disposés à prendre un engagement ferme avant le dépôt du projet de plan. L'engagement ferme de BBI conditionne ainsi la réalisation de l'AK n°1. Sans lui, les autres engagements (9 M€) ne représenteraient que 28 % de son montant maximal (32 M€), loin du seuil des trois quarts en deçà duquel l'augmentation de capital ne pourrait être réalisée (cf. § **I.3.1**.).

Le taux de 5 % a été proposé par les conseils financiers de la Société et par les obligataires de BBI sur la base d'opérations comparables, et accepté par les administrateurs judiciaires. Il s'applique uniformément aux douze garants, qu'ils garantissent le solde ou s'engagent seulement à exercer leurs DPS, et qu'ils soient ou non actionnaires.

Les actions de l'AK n°3 représentent 3,1 % du capital dilué, ce qui constitue un quantum limité, du même ordre que ceux observés dans des restructurations récentes (1,45 % chez Orpea en 2024, 7 % chez Pierre & Vacances en 2022, 8 % chez Europcar en 2020).

Pour les engagements de garantie du solde, pris par Bolloré SE et Bpifrance, le taux de 5 % est inférieur aux rémunérations observées en France pour la garantie en numéraire d'une augmentation de capital en restructuration, comprises entre 7,6 % et 10 % du montant garanti (Solocal en 2020, CGG en 2018, Orpea en 2024, Atos en 2024), et à la médiane de 7 à 8 % ressortant des études américaines. Mesuré en valeur, soit 7,0 %, il reste inférieur au bas de la fourchette observée en France et proche de la médiane la plus basse des études américaines (7 %)[107].

Pour les engagements d'exercer leurs DPS, le précédent le plus proche de Nacon est celui d'Orpea en 2024 : le groupement d'actionnaires mené par la Caisse des Dépôts, qui s'était engagé à souscrire 196 M€ par exercice de ses DPS, a reçu des BSA valant 10 % de cet engagement, au même taux que les créanciers garantissant le solde[108]. La rémunération des Garants Actionnaires de Nacon repose sur le même principe.

De même, dans le cadre de la restructuration de Solocal en 2020, tout actionnaire qui s'engageait à souscrire pouvait recevoir une commission de soutien de 2,5 %, versée en numéraire. Cet engagement était peu contraignant, puisque le non-respect de l'engagement entraînait seulement la perte de la commission. Les Garants Actionnaires

---

[107] Buccola, Marcovich Gross et McBrady, 2026 : moyenne de 9 %, médiane de 8 %, quartiles de 6 % à 10 %. Murray (Brattle), 2019 : médiane de 7 %. Mazza et Haseeb (Skadden), 2020 : 3 % à 9 %.

[108] Finexsi, attestation d'équité Europcar du 28 décembre 2020 et Pierre & Vacances du 24 mai 2022. SORGEM Evaluation, attestation d'équité Orpea, 2023, et Emeis, rapport financier semestriel 2024. Solocal, prospectus du 4 août 2020.

de Nacon ont au contraire pris un engagement ferme et irrévocable, ce qui justifie un taux supérieur aux 2,5 %.

En tout état de cause, le coût de la commission pour les actionnaires est limité. En l'absence de toute commission, la valeur par action post-Plan serait supérieure de seulement 3,6 %.

La conversion des créances de BBI, qui relève de sa qualité de créancier, est appréciée séparément au § **VI.7**.

Ainsi, la commission de garantie, qui rémunère des engagements fermes pris avant l'arrêté du plan et nécessaires à son adoption, à un taux nominal de 5 %, soit 7,0 % en valeur, inférieur aux références observées en France et aux 10 % du précédent Orpea, et pour un quantum limité, ne confère pas à ses bénéficiaires d'avantage injustifié et en conséquence ne crée pas d'inégalité de traitement entre les actionnaires.

2. Le plan d'intéressement du management

Le projet de plan prévoit l'attribution gratuite d'actions ordinaires existantes ou nouvelles aux salariés et mandataires sociaux éligibles de Nacon et de ses entités liées, dans la limite de 10 % du capital apprécié à l'issue de l'ensemble des opérations, sur une base entièrement diluée. Ses principes sont décrits au § **I.3.4**. (acquisition en trois tranches sur 12, 24 et 36 mois, conservation de 12 mois, condition de présence, et conditions de performance fondées, pour la première tranche, sur un résultat opérationnel courant consolidé supérieur à 20 M€ et, pour les deux suivantes, à 75 % sur ce même seuil et à 25 % sur un cours supérieur à 2 fois, puis 3,5 fois, le prix de l'AK n°1).

La dilution de 10 % serait supportée par l'ensemble des actionnaires après restructuration, BBI et les garants compris, au prorata de leurs participations. Elle est prise en compte dans la valeur par action retenue au § **VI**. Le MIP a été proposé par les obligataires de BBI, futurs détenteurs de la majorité du capital de BBI, et figure dans les résolutions soumises à la classe des détenteurs de capital.

Le plafond de 10 % du capital dilué se situe dans la fourchette des pratiques observées dans les restructurations. Il correspond à la taille médiane des plans mis en place lors des restructurations américaines, qui représentent le plus souvent entre 5 % et 13 % du

capital[109]. En France, Atos a retenu le même plafond en 2025, pour un plan ouvert à l'ensemble des salariés, et le plan de Pierre & Vacances représentait 7,4 % du capital en 2022[110].

Les modalités communiquées répondent pour l'essentiel aux caractéristiques des plans admis par les experts indépendants dans des situations comparables[111] :

- l'acquisition est étalée sur trois ans, avec une période de conservation d'un an et une condition de présence ;
- les conditions de cours, fixées à 2 fois puis 3,5 fois le prix de l'AK n°1 (0,0018 € et 0,00315 €), soit 1,4 fois et 2,5 fois la valeur par action post-Plan, supposent une amélioration significative par rapport à la situation post-restructuration ;
- la condition de résultat porte sur le résultat opérationnel courant consolidé, défini par le MIP comme le résultat opérationnel hors produits et charges exceptionnels ;
- en deçà de 80 % de l'objectif, aucune action n'est acquise.

Par ailleurs, si ni les actions Nacon ni les actions BBI n'étaient plus admises aux négociations pendant la période d'acquisition, les conditions de cours des deuxième et troisième tranches, et avec elles les conditions de résultat correspondantes, seraient réputées satisfaites (cf. § I.3.4.).

Alain Falc, président-directeur général de Nacon, ne figure pas parmi les bénéficiaires du MIP de Nacon. Son intéressement est porté par le MIP de BBI, à hauteur de 8 % du capital de BBI, à la demande des obligataires de BBI. Cette répartition est sans incidence sur la dilution maximale de 10 % retenue dans notre évaluation et fait l'objet d'un examen dans notre rapport relatif à BBI.

Le MIP de Nacon, dont le plafond n'est pas incohérent avec les pratiques observées et dont l'acquisition est étalée sur trois ans et soumise à une condition de présence, vise principalement à fidéliser les équipes et à rémunérer leur implication dans le redressement de Nacon. Il ne confère pas à ses bénéficiaires d'avantage injustifié au détriment des actionnaires actuels. Il a en outre été proposé par les obligataires de

---

[109] Equilar, 2020 (22 sociétés, taille la plus fréquente de 10 %, fourchette de 5 % à 13 %). Alvarez & Marsal, ABI Journal, 2023 (médiane de 10 %).

[110] Finexsi, attestation d'équité Pierre & Vacances du 24 mai 2022, § 6.2.

[111] Vallourec 2021 (seuils de cours de 2,9 à 5 fois le prix de l'augmentation de capital, acquisition sur cinq ans), Pierre & Vacances 2022 (attestation Finexsi du 24 mai 2022), Atos 2025 (acquisition en trois ans, 0 % sous 2 fois le prix de l'augmentation de capital, 100 % à 4 fois).

BBI, qui détiendront plus de 80 % du capital de BBI après restructuration. Ceux-ci seront ainsi indirectement les premiers actionnaires de Nacon et supporteront la plus grande part de son coût.

3. Le traitement du CIC

Le CIC, titulaire de 14,15 M€ de créances (classe 7), obtient le remboursement intégral de 7,0 M€ en trois annuités, le solde étant traité en option courte, en contrepartie du maintien pendant trois ans d'une ligne d'affacturage de 7 M€ et des services bancaires existants.

Ce traitement, plus favorable que celui des autres banques, lui permet de recouvrer environ 65 % de sa créance, contre 30 % en option courte. Il a pour contrepartie le maintien d'un financement nécessaire. En effet, cette ligne permet à Nacon d'affacturer ses ventes digitales dès le reporting des plateformes, sans attendre les factures, émises 30 à 60 jours plus tard. Le Management nous a indiqué que ce type de financement n'est pas proposé par d'autres acteurs. Selon la Société, l'accord a été validé par les administrateurs judiciaires, le CIC ayant initialement demandé davantage, et il est accepté par les autres créanciers bancaires signataires de l'accord de lock-up.

Nous considérons que cet accord, qui relève du traitement des créanciers, ne confère pas d'avantage injustifié et n'affecte pas l'égalité entre actionnaires de Nacon.

4. Conclusion sur les accords connexes

Les accords analysés dans cette section sont les engagements de garantie de l'AK n°1 et leur rémunération, le plan d'intéressement du management et le traitement particulier du CIC.

Chacun rémunère une contribution au Plan (engagements fermes des garants, fidélisation et implication des équipes dans le redressement de Nacon, maintien d'un financement nécessaire au Plan d'Affaires Nacon), dans des conditions proportionnées à cette contribution.

Ces accords ne confèrent donc pas à leurs bénéficiaires, dont BBI, d'avantage injustifié au détriment des actionnaires actuels et ne remettent pas en cause notre appréciation du caractère équitable du Plan.

VIII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS

Il ressort de nos travaux une Valeur d'Entreprise de Nacon en continuité d'exploitation, déficits reportables compris, de 100,8 M€, très inférieure au passif net pré-Plan (161,7 M€).

Pré-Plan, la Valeur des Fonds Propres de Nacon est ainsi négative (-60,9 M€), et la valeur par action est nulle.

Dans l'hypothèse d'une mise en œuvre du Plan, et malgré une dilution massive, la valeur pour l'actionnaire actuel redeviendrait positive. En effet :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres seraient ramenés à 44,2 M€, principalement sous l'effet des abandons consentis par les créanciers (72,4 M€), de la conversion des créances de BBI et de Bigben Logistics et de l'abandon de leur solde (19,8 M€) et de l'apport d'au moins 25 M€ de *new money* par l'AK n°1 ;

- dans le scénario de trésorerie étudié, qui retient une AK n°1 limitée à 24 M€, en deçà des engagements recensés, et n'intègre pas de règlement au titre de la classe 12, les prévisions ne font apparaître aucune impasse sur l'horizon du plan ;

- sur ces bases, la Valeur des Fonds Propres post-Plan ressort à 56,6 M€, soit une valeur par action de 0,00127 € (sous hypothèse d'attribution intégrale du MIP), contre une valeur nulle en l'absence de Plan.

Le prix de l'AK n°1 (0,0009 €), identique pour tous les actionnaires, pour BBI et pour les garants, présente une décote d'environ 29 % sur la valeur par action post-Plan. Le maintien du DPS permet à chaque actionnaire de bénéficier de cette décote, en souscrivant ou en cédant ses droits. Le prix de conversion des créances de BBI et de Bigben Logistics (0,0018 €) est à l'inverse supérieur de 42 % à la valeur par action, la décote ainsi supportée par ces créanciers reflétant l'existence d'une valeur réelle de leurs créances inférieure à leur valeur nominale.

Les créanciers de Nacon, de rang supérieur à celui des actionnaires, supportent eux-mêmes une décote significative, leur recouvrement global ressortant à environ 41 % de leurs créances, hors classe 12. Les autres créanciers bancaires et chirographaires (classes 8 et 9) ne recouvrent ainsi que 30 % à 50 % de leurs créances en valeur nominale.

Les contreparties particulières reçues par BBI, actionnaire majoritaire, tiennent à sa qualité de créancier et de garant et sont justifiées par sa contribution au Plan. Ses créances sont converties à un prix supérieur à la valeur par action, de sorte qu'elle ne recouvre qu'environ 41 % de l'ensemble de ses droits sur Nacon, et sa commission de garantie est calculée au même taux que celle des autres garants.

Enfin, les engagements de garantie de l'AK n°1 et leur rémunération, le plan d'intéressement du management et le traitement particulier du CIC rémunèrent chacun une contribution au Plan, dans des conditions proportionnées à cette contribution. Ils ne confèrent pas à leurs bénéficiaires d'avantage injustifié.

Dans ces conditions, nous sommes d'avis que les conditions financières du Plan de restructuration envisagé sont équitables pour les actionnaires actuels de Nacon.

Fait à Paris, le 2 novembre 2026

Pour SORGEM Evaluation



Thomas HACHETTE
Partner

Annexes

1. Programme de travail

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

- analyse du contexte de la restructuration financière et des termes du Plan de restructuration ;
- analyse de l'information publique disponible sur la Société et le Groupe, et notamment l'information financière ;
- revue des notes d'analystes publiées sur le titre ;
- recherche et analyse d'études sur les marchés du jeu vidéo et des accessoires gaming ;
- analyse financière à partir des comptes consolidés des quatre derniers exercices ;
- entretiens avec le Management, la direction de BBI et leurs conseils, concernant notamment la présentation du Plan d'Affaires Nacon et de ses hypothèses sous-jacentes, ainsi que les modalités du Plan de restructuration ;
- analyse des méthodes et références à retenir / exclure ;
- mise en œuvre de l'évaluation des actions de la Société, pré-Plan et post-Plan, à travers :
  - la méthode DCF (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation) ;
  - la méthode des comparables boursiers (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
  - la méthode des transactions comparables (sélection des transactions, calcul des multiples, analyse des résultats) ;
  - le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres, pré-Plan et post-Plan ;
- analyse des références d'évaluation (cours de bourse, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital, actif net comptable consolidé) ;
- analyse des principales modalités du Plan de restructuration et de leurs impacts pour les actionnaires actuels, y compris les conditions particulières consenties à BBI ;

- analyse des accords connexes ;
- obtention d'une lettre d'affirmation ;
- rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- revue indépendante (contrôle qualité), effectuée par Maurice NUSSENBAUM, Président de SORGEM Evaluation, qui 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.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à l'émission du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté à :

- se prononcer, lors de l'acceptation de la mission, sur l'indépendance de SORGEM Evaluation et sur sa propre indépendance ;
- procéder à la revue du projet de rapport pour s'assurer qu'il est intelligible et cohérent avec le champ de la mission défini dans la lettre de mission ;
- s'assurer de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF sur l'expertise indépendante ;
- questionner l'équipe sur les hypothèses et paramètres d'évaluation et sur la synthèse de ses échanges avec le Management ;
- revoir la cohérence entre les travaux d'évaluation décrits dans le rapport et l'attestation d'équité en conclusion.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

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

Nacon
Alain FALC : Président-directeur général
Anne JANSSEN : Directrice financière

Bigben Interactive
Lionel VIEUX : Directeur financier

Alerion Avocats
Vincent POIRIER : Associé
Gilles PODEUR : Associé
Julien DEMEULENAERE : Avocat
Éloïse LACROIX : Avocate

Eight Advisory
Alexandre GRAS : Senior Manager
Heindrick CHAMPROBERT : Consultant

3. Principaux documents et informations utilisés

Documents	Source
Comptes consolidés au 31 mars 2026, DEU historiques	Groupe
Analyse des différents marchés	Société, Xerfi
Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.)	S&P Capital IQ
Informations financières des sociétés comparables	S&P Capital IQ, sites des sociétés
Information sur les transactions du secteur	MergerMarket
Plan d'Affaires Nacon	Société
Rapports Eight Advisory	Société
Rapports Ledouble	Société
Projet de plan de redressement et accord de lock-up	Société
Note sur les modalités des opérations sur le capital et projets de résolutions	Société
Projet de plan de sauvegarde accélérée de BBI	Groupe
Lettre d'affirmation	Société

4. Calendrier de la mission

- Réunion de présentation de l'opération avec le Management et ses conseils : 11 septembre 2026.
- Établissement de la proposition d'intervention : 17 septembre 2026.
- Désignation de SORGEM Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 21 septembre 2026.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et ses conseils (dont une réunion le

22 octobre 2026), rédaction du projet de rapport, revue indépendante : du 21 septembre au 2 novembre 2026.

- Obtention de la lettre d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 2 novembre 2026.

5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés par SORGEM Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 75 000 euros hors taxes, correspondant à environ 260 heures de travail.

6. Lettre de mission





Sommaire

Introduction 3

1 Notre compréhension de vos besoins 4

Activité du Groupe 4

Données financières clés 4

Gouvernance et actionnariat 5

Bref historique sur le marché du titre 5

Origine des difficultés et procédures en cours 5

Projet de plan de redressement 6

Calendrier envisagé des procédures 9

2 Eléments clés et solutions proposées 11

3 Une équipe experte en évaluation 13

4 Nos références et classements 15

Sélection de références **Erreur ! Signet non défini.**

Précédentes attestations d'équité réalisées par SORGEM 18

Nos classements 20

5 Calendrier et informations à recevoir 21

6 Approche méthodologique envisagée & points d'attention identifiés à ce stade 233

7 Fondement de la mission 25

8 Attestation d'indépendance de Sorgem Evaluation 26

9 Recommandations de l'APEI relatives aux relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF 27

10 Budget 28

11 Conditions et limites d'intervention 29

12 Annexes 30

Présentation de Sorgem Evaluation 30

Présentation de l'équipe SORGEM Evaluation (Focus sur les équipes de la practice Evaluation & Litigation) 32

Sélection d'articles et de conférences de Thomas HACHETTE (depuis 2019) 34

Critères ESG 36

Processus mis en œuvre relatif à la conformité et à l'indépendance 37

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

2



Introduction

Nous avons le plaisir de vous présenter notre proposition d'intervention concernant la réalisation d'une expertise indépendante pour le compte de la société Nacon SA (ci-après « Nacon » ou « la Société » et, avec l'ensemble de ses filiales, « le Groupe »), destinée à donner notre avis sur le caractère équitable, pour les actionnaires actuels de la Société, des conditions financières des opérations sur le capital prévues par le projet de plan de redressement de la Société (ci-après « l'Opération »).

Ce document décrit l'approche envisagée pour notre intervention et la valeur ajoutée que nous pourrons apporter dans le cadre de la réalisation de cette mission.



Thomas Hachette

Associé

Expert de justice en économie et finance près la cour d'appel de Paris

Expert de justice en économie et finance près les cours administratives d'appel de Paris et Versailles

SORGEM ÉVALUATION

Proposition commerciale
- 3



1 Notre compréhension de vos besoins

Nacon, société anonyme dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (ISIN FR0013482791), a été créée en 2019 pour regrouper les activités de jeux vidéo du groupe Bigben, fondé en 1981 à Lille. Elle est contrôlée par Bigben Interactive SA (ci-après « Bigben Interactive » ou « BBI »), qui détient 56,72 % de son capital et 69,54 % de ses droits de vote, et constitue la division jeux vidéo du groupe Bigben, dont l'autre division (Audio/Vidéo et Telco) est portée directement par Bigben Interactive et ses autres filiales.

Activité du Groupe

Le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé IFRS de 161,9 M€ au titre de l'exercice clos le 31 mars 2026 et emploie plus de 1 000 collaborateurs au travers de 23 filiales, avec un réseau de distribution présent dans une centaine de pays[1]. Il est organisé autour de deux métiers :

- **Édition et développement de jeux vidéo** : la Société édite des jeux dits « AA » sur consoles et PC, développés en interne par ses 16 studios de développement ou par des studios tiers, et exploite un catalogue de licences et de franchises propres. Cette activité, très consommatrice d'investissements de développement, dépend fortement du calendrier et du succès commercial des sorties de jeux ;
- **Accessoires gaming** : conception et distribution de périphériques gaming premium (manettes, casques et accessoires sous licence, notamment sous les marques Nacon et RIG), activité historique du groupe Bigben apportée à la Société lors de sa création. Nacon représente la quasi-totalité de l'EBITDA du groupe Bigben.

Données financières clés

Les principaux agrégats du Groupe sur les deux derniers exercices clos se présentent comme suit[2] :

En M€	Exercice clos le 31 mars 2024	Exercice clos le 31 mars 2025
Chiffre d'affaires consolidé	167,4	167,9
EBITDA hors éléments non récurrents	56,1	60,7
Marge d'EBITDA (en % du chiffre d'affaires)	33,5 %	36,1 %
Passif déclaré au jugement d'ouverture du 2 mars 2026 (nominal)	n.a.	233,6 (dont 128,0 hors groupe)

Le chiffre d'affaires IFRS publié au titre de l'exercice clos le 31 mars 2026 s'élève à 161,9 M€. Nous relevons que les commissaires aux comptes n'ont pas encore certifié les

[1] Sources : communiqués de presse de Nacon et de Bigben Interactive du 4 août 2026, rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026, documents d'enregistrement universels de la Société.

[2] Sources : rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026 (contribution de Nacon aux comptes consolidés du groupe Bigben, après élimination des flux intragroupe, susceptible de différer des comptes consolidés publiés par la Société, passif déclaré selon l'état provisoire des créances), communiqué de presse de la Société du 4 août 2026.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
4



comptes de cet exercice, dont la certification est attendue au plus tard le 15 octobre 2026 (les travaux en cours portent notamment sur la dépréciation du goodwill et d'une partie des actifs immobilisés, en particulier des jeux développés, poste le plus significatif du bilan de la Société).

Gouvernance et actionnariat

La Société est une société anonyme à Conseil d'administration, présidée par Monsieur Alain Falc, Président-Directeur général, également fondateur et Président-Directeur général de Bigben Interactive. Son capital est détenu à hauteur de 56,72 % par Bigben Interactive (69,54 % des droits de vote), le solde étant détenu par Bpifrance et la Caisse des Dépôts (environ 3,5 %) et par le public (environ 39 %).

Bigben Interactive est elle-même détenue à hauteur d'environ 21,8 % par le groupe Bolloré, 14,1 % par AF Invest (holding de Monsieur Alain Falc), 63,9 % par le public et 0,2 % au titre du contrat de liquidité[3]. La participation dans la Société constitue l'actif essentiel de Bigben Interactive.

Bref historique sur le marché du titre

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris (indice CAC Mid & Small) depuis son introduction en bourse en mars 2020. Au 15 septembre 2026, le cours de clôture s'établissait à 0,061 €. Ainsi que la Société l'a indiqué au marché le 4 août 2026, les augmentations de capital envisagées, si elles sont incluses dans le plan de redressement, seraient réalisées à des prix d'émission significativement inférieurs au cours de bourse actuel et entraîneraient une dilution massive des actionnaires existants.

Nous notons par ailleurs que le cours de l'action Nacon a fortement reculé depuis 2021, ce qui a rendu inenvisageable le remboursement en titres Nacon des obligations échangeables émises par Bigben Interactive en février 2021 et se trouve à l'origine des difficultés de l'actionnaire majoritaire. La pertinence de la référence au cours de bourse devra être appréciée avec prudence dans le contexte des procédures en cours.

Origine des difficultés et procédures en cours

L'Opération s'inscrit dans le contexte résumé ci-après[4] :

Développement du Groupe : introduite en bourse en mars 2020, la Société a poursuivi une stratégie de croissance externe soutenue (acquisition de nombreux studios de développement et de la marque d'accessoires RIG), financée notamment par endettement bancaire, dans un contexte de forte hausse des coûts de développement des jeux.

Crise sectorielle : depuis 2023, l'industrie du jeu vidéo traverse une crise marquée (baisse de la consommation après la période Covid, hausse des coûts, reports et contre-performances commerciales de nombreux titres), qui a dégradé la rentabilité et la trésorerie de la Société et conduit à des dépréciations significatives de ses actifs. Parallèlement, Bigben Interactive n'a pu refinancer son emprunt obligataire échangeable

[3] *Sources : rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026 (organigramme du Groupe au mois de mars 2026), communiqués de presse du 4 août 2026.*

[4] *Sources : communiqués de presse de la Société et de Bigben Interactive du 4 août 202, rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026, éléments recueillis lors de la réunion du 11 septembre 2026 avec la Direction de la Société et ses conseils.*



en actions Nacon arrivé à échéance en février 2026. Certaines dettes bancaires de la Société bénéficient par ailleurs de cautionnements de Bigben Interactive.

Ouverture du redressement judiciaire (2 mars 2026) : par jugement du 2 mars 2026, le Tribunal de commerce de Lille Métropole (le « Tribunal ») a ouvert une procédure de redressement judiciaire au bénéfice de la Société (la « Procédure »), la période d'observation ayant été mise à profit pour engager une restructuration opérationnelle profonde (plan de sauvegarde de l'emploi, fermeture ou cession de studios). Le passif déclaré au jugement d'ouverture s'élève à environ 233,6 M€, dont 128,0 M€ de créances hors groupe, 39,6 M€ de créances intragroupe et 65,9 M€ de créances potentielles ou litigieuses (essentiellement un litige avec Nintendo et un complément de prix d'acquisition). Bigben Interactive a parallèlement bénéficié d'une procédure de conciliation ouverte le 4 mars 2026.

Accord de principe du 4 août 2026 : par communiqué du 4 août 2026, Bigben Interactive a annoncé avoir recueilli, sous l'égide des conciliateurs, un accord de principe de ses principaux créanciers financiers en vue de la restructuration de sa dette, dont les termes intègrent les paramètres du plan de redressement de la Société (conversion des créances intragroupe, apport de new money, traitement du passif bancaire). Une partie importante des créanciers financiers de la Société a manifesté son soutien à un plan conforme à ces paramètres et un accord de lock-up a été conclu avec l'essentiel d'entre eux. La Société en a pris acte par communiqué du même jour.

Sauvegarde accélérée de Bigben Interactive : une procédure de sauvegarde accélérée a été ouverte au bénéfice de Bigben Interactive le 17 août 2026, pour une durée maximale de quatre mois expirant le 17 décembre 2026. Le réinvestissement de Bigben Interactive au capital de la Société étant conditionné à l'adoption du plan de redressement de la Société, les deux procédures suivent un calendrier coordonné.

Les organes de la Procédure et les principaux intervenants sont notamment Maître Hélène Bourbouloux et Maître Laurent Miquel (administrateurs judiciaires), Alerion Avocats, Eight Advisory, KNR Finance et Ledouble (expert désigné par le Tribunal).

Projet de plan de redressement

Le projet de plan de redressement de la Société, dont les principaux paramètres ont été rendus publics le 4 août 2026 en annexe du communiqué de Bigben Interactive, prévoit notamment[5] :

- la conversion en actions de la Société des créances intragroupe détenues par Bigben Interactive (compte courant et dette opérationnelle, environ 17,9 M€) et par Bigben Logistics (environ 1,6 M€), soit environ 19,5 M€, majorées le cas échéant des créances de recours de Bigben Interactive nées des cautionnements consentis aux créanciers bancaires de la Société, par voie d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (l'« Augmentation de Capital de Conversion »), à un prix de conversion égal à 2 fois le prix de l'AK DPS Nacon définie ci-après ;
- un apport de new money de 31 M€ minimum sous la forme d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« AK DPS

[5] *Sources : annexe au communiqué de presse de Bigben Interactive du 4 août 2026 (section 2, opérations relatives à Nacon), rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026 (présentation du passif gelé et des classes de parties affectées, document de travail en cours de validation).*



Nacon »), garantie à hauteur de 23,5 M€ par Bigben Interactive (16,0 M€, au moyen d'une partie du new money apporté par ses propres créanciers) et par d'autres investisseurs ayant manifesté leur intention de souscrire (7,5 M€), d'autres garants pouvant intervenir jusqu'à concurrence des 7,5 M€ restants, le reliquat non souscrit pouvant faire l'objet d'une augmentation de capital réservée. Les garants percevront une commission de garantie de 5 % du montant garanti, payable en numéraire ou en titres. Le prix d'émission sera déterminé de sorte que les actionnaires existants autres que Bigben Interactive conservent 1 % du capital sur une base pleinement diluée à l'issue de l'Augmentation de Capital de Conversion, avant prise en compte du plan d'intéressement et de l'AK DPS Nacon ;

- le traitement du passif bancaire et chirographaire externe (environ 117,0 M€) selon le choix de chaque créancier entre une option courte (paiement de 30 % pour solde de tout compte, financé par le new money) et une option longue (abandon de 50 % et étalement du solde sur huit ans, réservée aux créances non garanties), l'option courte étant obligatoire pour les prêts garantis par Bigben Interactive ; selon les retours préliminaires, environ 70,6 M€ de créances seraient traitées selon l'option courte et 27,6 M€ selon l'option longue, le traitement du reliquat (18,8 M€) restant à déterminer ;
- un traitement spécifique de la créance de l'établissement bancaire assurant le maintien du contrat de factoring (14,1 M€, dont 7,0 M€ réinstallés sur trois ans et 7,1 M€ traités selon l'option courte), le paiement progressif à 100 % des créances publiques, des bailleurs et des fournisseurs critiques, l'abandon des créances intragroupe détenues par les filiales de la Société (environ 20,1 M€) et l'inscription des créances potentielles ou litigieuses pour un euro à titre provisionnel ;
- la mise en place d'un plan d'intéressement des managers (« MIP Nacon ») sous forme d'actions gratuites pouvant représenter jusqu'à 10 % du capital, soumis à des conditions de performance.

Sur la base des paramètres financiers communiqués, ces opérations conduiraient à une dilution massive des actionnaires actuels de la Société autres que Bigben Interactive, qui ne conserveraient, à l'issue de la seule Augmentation de Capital de Conversion, qu'environ 1 % du capital sur une base pleinement diluée (avant prise en compte de la dilution résultant du plan d'intéressement et de l'AK DPS Nacon, à laquelle ils pourront toutefois souscrire au titre de leur droit préférentiel). Bigben Interactive, actionnaire de contrôle et partie à l'Opération en qualité de créancier converti et de garant, renforcerait corrélativement sa participation.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
7



Le passif de la Société à traiter dans le cadre du plan s'élève à environ 233,6 M€ (montants nominaux déclarés au jugement d'ouverture) et se répartit en quatorze classes de parties affectées, en ce compris la classe des détenteurs de capital, selon le projet en cours de validation :

N°	Créanciers	Nature	M€	Traitement envisagé
-	AGS (super-privilège)	Salaires et coûts du PSE	1,3	Paiement à 100 % en trois échéances (hors classes)
1	Créanciers publics	Créances fiscales et sociales	0,8	Paiement à 100 % en quatre échéances à compter de l'arrêté du plan
2	Bailleurs	Loyers	0,0	Paiement à 100 % en quatre échéances
3	Bpifrance	Créances garanties (gages-espèces)	29,7	Option courte (30 %) et déblocage du gage-espèce à l'arrêté du plan
4	Bpifrance	Contrat de financement d'équipements	1,2	Option courte
5	Fournisseurs critiques	Créances commerciales	9,8	Paiement à 100 % en quatre échéances
6	Clients	Remises de fin d'année	0,0	Paiement à 100 % en quatre échéances
7	CIC	Créances bancaires (maintien du factor)	14,2	7,0 M€ réinstallés sur trois ans, solde traité selon l'option courte
8	Autres établissements bancaires	Créances bancaires chirographaires	61,4	Option courte (30 %) ou option longue (abandon de 50 %, solde étalé sur huit ans)
9	Autres créanciers chirographaires	Créances chirographaires	9,7	Option courte (hypothèse de travail)
	Passif hors groupe		**128,0**	
10	Filiales de la Société	Créances intragroupe	20,1	Abandon à 100 %
11	Bigben Interactive et Bigben Logistics	Créances intragroupe	19,5	Conversion en actions à 2 fois le prix de l'AK DPS Nacon (Augmentation de Capital de Conversion)
	Passif groupe		**39,6**	
12	Créanciers potentiels ou litigieux	Créances potentielles ou litigieuses	65,2	Créances retenues pour 1 € à titre provisionnel
13	Eden Games	Créance résultant d'une transaction autorisée	0,7	Remboursement à 100 % selon le protocole d'accord
14	Détenteurs de capital	Actionnaires	n.a.	n.a.
	Total		**233,6**	

Le plan de redressement de la Société est par ailleurs indissociable de la restructuration financière de Bigben Interactive, son actionnaire majoritaire, qui prévoit notamment la conversion en capital et en obligations remboursables en actions de ses obligations échangeables en actions Nacon (environ 59,4 M€) et des cautionnements consentis au bénéfice de créanciers bancaires de la Société (environ 13,8 M€), un apport de *new money* de 25 M€ par augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription garantie à hauteur de 20 M€, dont 16 M€ seraient réinvestis au capital de la Société, ainsi

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
8



que la cession de sa filiale Bigben Connected. Ces opérations font l'objet d'une mission distincte.

La mise en œuvre de l'Opération est notamment subordonnée au vote des classes de parties affectées, en ce compris celle des détenteurs de capital, à l'adoption du plan par le Tribunal, à l'adoption concomitante du plan de sauvegarde accélérée de Bigben Interactive, à l'obtention auprès de l'AMF, le cas échéant, d'une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique et à l'approbation par l'AMF du prospectus établi pour les besoins de l'AK DPS Nacon.

Calendrier envisagé des procédures

Nous comprenons que le calendrier prévisionnel des procédures est le suivant[6] :

Date	Étape
Août 2026	Notification des créanciers de la Société (constitution des classes de parties affectées)
14 au 18 septembre 2026	Notification des créanciers de Bigben Interactive
30 septembre 2026	Cession de Bigben Connected par Bigben Interactive
7 octobre 2026	Audience du Tribunal (Nacon et Bigben Interactive)
Mi-octobre 2026	Certification des comptes clos le 31 mars 2026 (au plus tard le 15 octobre 2026 pour la Société)
30 octobre au 4 novembre 2026	Convocation des membres des classes de parties affectées et transmission des projets de plans
20 novembre 2026	Vote des classes de parties affectées (14 classes pour la Société, 7 classes pour Bigben Interactive)
9 au 16 décembre 2026	Audience du Tribunal portant sur l'arrêté des projets de plans ; jugement attendu le 16 décembre 2026
17 décembre 2026	Date butoir de la procédure de sauvegarde accélérée de Bigben Interactive, à laquelle est lié le plan de la Société

Dans ce contexte, la Société a souhaité désigner un expert indépendant dont le rôle serait (i) d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Opération et (ii) d'établir une attestation d'équité portant sur le caractère équitable de ces conditions pour les actionnaires actuels de la Société, et en particulier pour ses actionnaires minoritaires, Bigben Interactive étant partie à l'Opération.

Les principales étapes de la mission de l'expert indépendant seront les suivantes :

- prise de connaissance de l'Opération, des accords conclus avec les créanciers (accord de lock-up, term sheets) et des projets de plan de redressement de la Société et de plan de sauvegarde accélérée de Bigben Interactive ;
- premières discussions permettant d'établir la liste des informations nécessaires et d'identifier les méthodes d'évaluation à mettre en œuvre, avec de premières indications de résultats sur la base des données disponibles ;
- mise en œuvre d'une méthodologie d'évaluation multicritère de la Société, en l'absence de mise en œuvre du plan et à l'issue de celui-ci, en cohérence avec les travaux menés parallèlement sur Bigben Interactive ;
- analyse des termes de l'Opération (prix d'émission de l'AK DPS Nacon, prix de conversion des créances intragroupe, rémunération des garants, traitement des

[6] *Source : rapport provisoire d'Eight Advisory du 9 septembre 2026 (calendrier estimatif, susceptible d'évoluer).*

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

9



différentes catégories de créanciers, plan d'intéressement) et de la situation des actionnaires actuels avant et après restructuration ;

- analyse des accords connexes ;
- examen des travaux réalisés, le cas échéant, par les conseils financiers de la Société ;
- rédaction du rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires actuels de la Société.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
10



2 Eléments clés et solutions proposées

Exigences liées à la mission	Solutions proposées
L'expert indépendant doit bénéficier d'une reconnaissance importante et d'une réputation de professionnalisme et d'intégrité	• SORGEM Evaluation est reconnue comme l'un des tout premiers intervenants en évaluation dans les classements **Décideurs Magazine / Leaders League**, apparaissant dans douze classements dont six fois en tant qu'acteur incontournable (notamment en évaluation financière & commissariat aux apports et à la fusion, en évaluation de portefeuilles, et en contentieux d'actionnaires). • L'équipe de SORGEM Evaluation est composée d'experts reconnus, nombre d'entre eux enseignant dans les **universités et Grandes Écoles** de premier plan. • Les Associés de SORGEM Evaluation sont **Experts de justice** : ils font partie des listes d'experts financiers établies par la Cour d'appel de Paris et par les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles, sur la base de critères tels que la notoriété, l'expérience professionnelle, la formation, le professionnalisme, la réputation et l'intégrité. Ils doivent respecter un code de déontologie spécifique. • SORGEM Evaluation est le cabinet d'évaluation en France du réseau international Andersen Global, premier réseau en fiscalité / finance en termes de couverture géographique. • SORGEM Evaluation et ses salariés font partie de nombreuses associations professionnelles de premier plan, avec des membres au sein des conseils d'administration. Nous pouvons par exemple citer l'**APEI** (Association Professionnelle des Experts Indépendants – association reconnue par l'AMF), la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance). • **SORGEM Evaluation dispose de l'expertise et l'expérience permettant de limiter les risques de contestation qui peuvent survenir sur ce genre d'opérations**. Ces dernières années, de nombreuses opérations ont fait l'objet de contestations de la part d'actionnaires, avec parfois une remise en question des travaux de l'expert indépendant.
L'expert indépendant doit avoir une expérience importante de ce type de mission et bénéficier d'un retour d'expérience de discussions avec des tiers et des risques de contentieux	• Dans les classements **Décideurs Magazine / Leaders League,** SORGEM Evaluation est notamment considérée comme Incontournable en « contentieux d'actionnaires sur entreprises cotées et attestations d'équité » – **présence dans le « mapping 2025 des meilleurs cabinets de conseil en France » dans la rubrique « Attestation d'équité » qui comporte quatre cabinets.** • L'Associé en charge de la mission est inscrit sur les listes des experts près de cours d'appel dans la rubrique « **Marchés financiers et produits dérivés** » et dans celle « **Evaluation d'entreprise et de droits sociaux** », a une très bonne connaissance des recommandations professionnelles dans le domaine de l'évaluation d'entreprise et des risques de contentieux : a notamment participé au récent groupe de travail de l'APEI sur le prix équitable.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
11



Exigences liées à la mission	Solutions proposées
	• L'équipe SORGEM Evaluation a une **très bonne connaissance des attentes de l'AMF et des points d'attention et de la manière de les résoudre**. Cette connaissance s'appuie notamment sur la présence active à l'APEI et le suivi et l'analyse régulière des attestations d'équité au travers de l'Observatoire SORGEM des attestations d'équité https://www.sorgemeval.com/observatoire-sorgem-attestations-equite/).
L'expert indépendant doit être capable de constituer une équipe de plusieurs spécialistes en évaluation	• Pour être en mesure de réaliser la mission dans un temps limité et d'être très réactif, il est essentiel que l'expert indépendant puisse mettre en place une équipe solide et fournie. SORGEM Evaluation est **l'une des sociétés françaises disposant du plus grand nombre d'experts en évaluation**.
L'expert indépendant doit disposer d'une bonne connaissance sectorielle	• SORGEM Evaluation dispose de références d'évaluation dans le secteur et comprend ainsi les spécificités sectorielles qui peuvent influer sur l'appréciation de la valeur.
L'expert doit éviter les risques de conflit d'intérêt et les éléments qui pourraient nuire à son indépendance, et la confidentialité des informations transmises doit être garantie	• SORGEM Evaluation n'a aucun lien avec des groupes d'audit ou des banques d'investissement et est ainsi à même de fournir des opinions indépendantes. • SORGEM Evaluation offrant des services dans le cadre du support aux contentieux et en évaluation, contextes dans lesquels la gestion des potentiels conflits d'intérêts et de la confidentialité des informations est clé, des procédures très strictes ont été mises en place pour s'aligner avec les exigences de ce type de missions.
L'expert indépendant doit proposer des prix compétitifs	• Bénéficiant d'une expérience importante de ce type de missions, nous savons être efficaces et pouvons ainsi proposer des conditions tarifaires compétitives.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
12



3 Une équipe experte en évaluation

SORGEM Evaluation bénéficie d'une large équipe d'experts en évaluation, ayant tous une expérience significative en matière d'évaluation.

La société comprend quatre associés (Alban CABANIS, Thomas HACHETTE, Claire KARSENTI et Maurice NUSSENBAUM).

Trois associés sont Experts de Justice, membres de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) et de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Tous les associés enseignent dans des universités et des écoles de commerce de premier plan.

La mission sera placée sous la responsabilité de Thomas HACHETTE, Associé de SORGEM Evaluation.

Thomas HACHETTE est diplômé de l'EDHEC, enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC, à KEDGE Business School, à la DFCG et a enseigné à HEC. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, ALLIANZ (Munich), KPMG CORPORATE FINANCE et SORGEM. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants). Il dirige également l'Observatoire SORGEM des Attestations d'Equité (https://www.sorgemeval.com/observatoire-sorgem-des-attestations-d-equite), où toutes les expertises indépendantes réalisées à l'occasion d'offres publiques sont disponibles, avec des notes d'analyse régulières.



THOMAS HACHETTE

Associé

- Expert de justice en Economie et Finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

Formation

- EDHEC Business School, Programme MSc in Risk & Asset Management

Enseignement

- Chargé de cours à l'EDHEC (étudiants en apprentissage), à KEDGE Business School et à la DFCG

Associations et autres responsabilités

- Membre de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants)
- Membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Anciennement :
  - Manager au sein du département Evaluation & Stratégie Financière de KPMG Corporate Finance
  - Analyste financier au sein d'AEQUITAS, filiale de gestion alternative du Groupe Allianz

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

13



Thomas HACHETTE sera assisté de l'équipe suivante :

- **Jean Verney**, Directeur. Jean Verney est diplômé de l'EM Lyon et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de douze ans, dont huit années en évaluation financière et assistance aux contentieux chez SORGEM Evaluation, précédées de quatre années en Transaction Services chez EY. Il intervient régulièrement dans le cadre de procédures de restructuration ;
- **Vincent Vignolles**, Manager. Vincent Vignolles est diplômé de KEDGE Business School et de l'IAE Bordeaux. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de six ans en évaluation financière acquise chez SORGEM Evaluation, précédée de stages chez Natixis et Crédit Agricole ;
- **Alexandre Bordes**, Consultant senior. Alexandre Bordes est diplômé de l'Université Paris-Dauphine (Master 225). Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de deux ans chez SORGEM Evaluation, précédée de stages chez Amundi et Florac Investissements.

L'équipe pourra être complétée par d'autres collaborateurs selon les besoins de la mission. Les travaux d'évaluation auront recours à différentes bases de données, notamment S&P Capital IQ, Mergermarket et Xerfi.

La revue indépendante sera réalisée par Maurice NUSSENBAUM, Associé de SORGEM Evaluation.

Maurice NUSSENBAUM est diplômé de HEC, agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris-Dauphine, fondateur et enseignant du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles (h.), expert financier près la Cour d'appel de Paris et agréé par la Cour de cassation, ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de cassation, et président d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts indépendants (APEI).

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
14



4 Nos références et classements

Sélection de références

Références sectorielles :

SORGEM Evaluation propose ses services en évaluation pour tout type de secteur. Une part importante de nos missions est confidentielle et le nombre d'évaluations que nous avons fournies est très significatif (environ 3 000 au cours de la dernière décennie).

Concernant nos références dans les secteurs de BBI et de Nacon ou dans des secteurs adjacents (édition de jeux vidéo, électronique grand public et distribution d'accessoires, médias et divertissement), nous pouvons notamment indiquer :

Édition de jeux video (liste non exhaustive)

- **Atari** : SORGEM Evaluation est intervenue en qualité d'expert indépendant et a délivré une attestation d'équité en 2023 (offre publique d'achat initiée par Irata LLC), puis en qualité de commissaire à la transformation en 2025 ;
- **Nightdive Studios :** SORGEM Evaluation est intervenue en qualité de commissaire aux apports dans le cadre des apports de Nightdive Studios à Atari ;
- **Voodoo** : SORGEM Evaluation a évalué ce groupe d'édition de jeux et d'applications mobiles, ainsi que plusieurs sociétés et applications du groupe : **BeReal** (évaluation de la société et de ses actifs incorporels), **Blitz** (plateforme de jeux), **Wizz** (réseau social) et **Raw** (plateforme vidéo) ;
- **Nintendo** : SORGEM Evaluation a réalisé des travaux d'évaluation d'actifs incorporels pour le compte de la société ;

Électronique grand public, accessoires et distribution (liste non exhaustive)

- **Lexibook** : SORGEM Evaluation est intervenue en qualité d'expert indépendant et a délivré une attestation d'équité dans le cadre de l'offre publique d'achat en 2024 (électronique grand public connectée) ;
- **VOGO** : SORGEM Evaluation est intervenue en qualité d'expert indépendant et a délivré une attestation d'équité dans le cadre de l'offre publique mixte initiée par ABEO en 2025 (solutions audio et vidéo connectées) ;
- **BOW – Lexon - MyKronoz** : SORGEM Evaluation a réalisé des travaux d'évaluation sur ce groupe qui conçoit et distribue notamment du matériel informatique et des objets connectés ;
- SORGEM Evaluation a par ailleurs réalisé des travaux d'évaluation sur des sociétés positionnées dans la distribution en ligne et l'électronique grand public (ManoMano, La Redoute, La Foir' Fouille, ...).

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
15



Références restructuring :

SORGEM Evaluation dispose d'une forte expertise en matière d'évaluation de sociétés en difficulté, intervenant régulièrement en qualité d'évaluateur indépendant dans le cadre de procédures de sauvegarde et de redressement judiciaire.

Nous sommes notamment intervenus en tant qu'expert indépendant :

- dans le cadre de la restructuration financière du groupe **Casino** ;
- dans le cadre de la restructuration financière du groupe **Orpea** ;
- dans le cadre de la restructuration financière du groupe **Atos** ;
- dans le cadre de la liquidation de **Camaïeu** ;
- dans le cadre de la restructuration financière d'un groupe industriel français (opération confidentielle, intervenue dans le cadre d'une conciliation).

SORGEM Evaluation a également été désignée en tant qu'expert indépendant aux fins de réaliser l'évaluation en continuité et en liquidation, dans le cadre du régime des classes de parties affectées (articles L. 626-29 et suivants du Code de commerce) des sociétés suivantes :

- **Fast Retailing France ;**
- **Groupe Studia ;**
- **AVEC ;**
- **Le Coq Sportif ;**
- **Réside Etudes ;**
- **Biosynex ;**
- **Talis ;**
- **Star Service ;**
- **Copac ;**
- **FC Girondins de Bordeaux ;**
- **Collège de Paris ;**
- **HFI ;**
- [confidentiel/pré-procédure - acteur majeur du prêt-à-porter haut de gamme] ;
- **2Portzamparc ;**
- **EasyMile ;**
- **Condichef ;**
- **Segnere ;**
- [confidentiel/pré-procédure - acteur majeur du secteur de la restauration premium].

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
16



Plus généralement, vous trouverez ci-dessous une sélection des sociétés sur lesquelles nous avons été amenées à travailler, répartis par secteur.



SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

17



Précédentes attestations d'équité réalisées par SORGEM Evaluation

SORGEM EVALUATION est un acteur reconnu de l'expertise indépendante et en particulier de l'évaluation. Au cours des dernières années, nous avons notamment produit les attestations d'équité dans le cadre d'offres publiques listées ci-après :

Date	Opération	Cible	Initiateur(s)	Banque présentatrice
En cours	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Casino	Non applicable	Non applicable
En cours	OPAS-RO		Financière CCE	CM-CIC Securities
En cours	OPAS-RO	adeunis	webdyn	CM-CIC Securities
Juil-26	OPR-RO	Société de la Tour Eiffel	SMA BTP	Portzamparc
Oct-25	OPAS	Agro Generation	Novaagro	Oddo BHF
Oct-25	Offre publique mixte	VOGO	Abéo	CM-CIC Securities
En cours	OPAS	Entreprendre	danae	SwissLife Banque Privée
Fev-25	Rachat hors marché d'un bloc d'actions	ICAPE	Non applicable	Non applicable
Dec-24	Augmentation de capital réservée & OPAS-RO	UTI Group	Eexem Group	Société Générale
Dec-24	OPR-RO	Alpha MOS	Ambrosia / Jolt Capital	Oddo BHF
Nov-24	OPA	Lexibook	Doodle	Société Générale
Sept-24	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Atos	Non applicable	Non applicable
Jul-24	OPAS-RO	TTI	citizenplane	Oddo BHF
Jan-24	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Casino	Non applicable	Non applicable
Jan-24	OPR-RO	Euro Ressources	IAMGOLD France	Natixis
Juin-23	Expertise indépendante dans le cadre du projet de restructuration financière	Orpea	Non applicable	Non applicable
Juin-23	Expertise indépendante dans le cadre du projet de cotation d'Editis	Editis / Vivendi	Non applicable	Non applicable
Dec-22	OPA	Atari	Irata LLC	Rothschild Martin Maurel

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

18



Date	Opération	Cible	Initiateur(s)	Banque présentatrice
Mai-22	OPAS-RO	HIOLLE INDUSTRIES	Hiolle Développement	LCL
Fev-22	OPR-RO	Grévin	Compagnie des Alpes	CIC
Oct-21	OPR-RO	tessi	Pixel Holding	SOCIETE GENERALE
Avril-21	OPAS-RO	UFC	Casgrangi	ODDO BHF
Jan-21	OPAS-RO		PAI	Rothschild Martin Maurel
Nov-20	OPAS-RO	ADVENIS	INOVALIS	Kepler Cheuvreux
Déc-19	OPR-RO	afone	FL Finance Awyn	LCL
Nov-19	OPR-RO	SIPH	MICHELIN Sipca	ODDO BHF
Juin-18	OPR-RO	HEURTEY PETROCHEM	Axens	
Jan-18	OPAS	sesimagotag	BOE	SOCIETE GENERALE
Avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP PARIBAS
Jan-17	OPAS	tessi		Kepler Cheuvreux
Juil-16	OPAS	futuren	BOUSSARD & GAVAUDAN	ODDO &CIE
Juil-15	OPR	Lagardère	Lagardère	ODDO &CIE
Juin-15	OPAS	emme	GROUPE SFPI	BANQUE DEGROOF
Avr-15	OPAS-RO	QIAGEN Marseille	QIAGEN	Kepler Capital Markets
Nov-14	OPE	HAVAS	Bolloré	CREDIT AGRICOLE MEDIOBANCA BNP PARIBAS bh
Juin-14	OPR-RO	EMIN	INglass	ODDO &CIE

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

19



Nos classements

Sorgem Evaluation est l'un des leaders en Evaluation et en Litigation d'après les derniers classements « Décideurs », apparaissant dans douze classements dont six fois en tête des classements.

SORGEM EVALUATION FAIT PARTIE DES QUATRE SOCIETES IDENTIFIEES DANS LE « MAPPING 2025 DES MEILLEURS CABINETS DE CONSEIL EN FRANCE » DE DECIDEURS MAGAZINE DANS LA RUBRIQUE « ATTESTATION D'EQUITE ».

DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Contentieux d'actionnaires et valorisation de préjudice *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable	DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Contentieux d'actionnaires sur entreprises cotées et contentieux AMF *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable	DÉCIDEURS MAGAZINE *Capital investissement* Évaluation de portefeuilles *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable
DÉCIDEURS MAGAZINE *Capital investissement* Évaluation financière & commissariat aux apports et à la fusion *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable	DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Contentieux commercial *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable	DÉCIDEURS MAGAZINE *Restructuring & Entreprises en difficulté* Cabinets d'experts *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : incontournable
DÉCIDEURS MAGAZINE *Fusions & Acquisitions* Évaluation financière & commissariat aux apports et à la fusion *(Classement 2024)* SORGEM EVALUATION : excellent	DÉCIDEURS MAGAZINE *Capital investissement* Conseil aux équipes dirigeantes *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : excellent	DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Arbitrage international *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : excellent
DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Contentieux antitrust *(Classement 2026)* SORGEM EVALUATION : excellent	DÉCIDEURS MAGAZINE *Litigation support* Évaluation comptable et financière du préjudice en propriété intellectuelle *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : excellent	DÉCIDEURS MAGAZINE *Restructuring & Entreprises en difficulté* Cabinets de conseil *(Classement 2025)* SORGEM EVALUATION : forte notoriété

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

20



5 Calendrier et informations à recevoir

Nous comprenons que nos travaux devront être conduits entre la seconde quinzaine de septembre et la fin du mois d'octobre 2026, afin notamment que notre rapport puisse être mis à la disposition des parties prenantes préalablement au vote des classes de parties affectées, prévu le 20 novembre 2026.

Nous rappelons ci-dessous certaines des dispositions actuelles du Règlement Général (RG) de l'AMF et de l'instruction AMF DOC-2006-08 (modifiée le 10 février 2020) relative à l'expertise indépendante.

Sur la désignation de l'expert indépendant

Nous comprenons que la désignation d'un expert indépendant est ici réalisée par la Société, en dehors de toute offre publique, dans le cadre du Titre VI du Livre II du Règlement Général de l'AMF (« RG AMF ») relatif à l'expertise indépendante, conformément à la pratique de l'AMF en matière de recapitalisation d'émetteurs en difficulté et à la pratique de place observée dans les restructurations financières récentes d'émetteurs cotés.

La désignation relève du Conseil d'administration de la Société. L'article 261-3 du RG AMF renvoie, pour la désignation volontaire, aux conditions prévues au III de l'article 261-1, aux termes duquel : « *L'expert indépendant est désigné, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF, 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. Ce comité assure le suivi des travaux de l'expert et prépare un projet d'avis motivé.* » Nous comprenons que, compte tenu de la taille de la Société et de la composition de son Conseil d'administration, celle-ci n'envisage pas de constituer un comité ad hoc.

L'instruction AMF DOC-2006-08, bien que rédigée en considération des offres publiques, s'applique à l'ensemble des expertises indépendantes réalisées au titre du Titre VI. Son article 1er précise notamment que « *la société indique par écrit à l'expert les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées. L'expert se voit remettre une lettre de mission contenant l'intégralité de ces informations et annexe celle-ci à son rapport* ». La présente lettre de mission a vocation à remplir cette fonction et sera annexée à notre rapport.

Sur le calendrier de réalisation des travaux de l'expert

RG AMF, Article 262-1, II : « *À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport [...] en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.* »

Sur la réponse aux observations d'actionnaires minoritaires

Conformément aux recommandations de l'APEI, nous examinerons les observations écrites que des actionnaires pourraient nous adresser, ou adresser à la Société ou à l'AMF, au sujet de l'Opération, et en ferons état dans notre rapport, avec notre analyse, lorsque leur pertinence le justifiera.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
21



Informations à recevoir

Des listes d'informations et documents à nous transmettre vous seront communiquées au démarrage puis au cours de notre mission. À titre indicatif, nous souhaiterions disposer dès le lancement de la mission des éléments suivants :

- accord de lock-up, term sheets et projets de plan de redressement de la Société et de plan de sauvegarde accélérée de Bigben Interactive ;
- rapport de revue indépendante d'activité d'Eight Advisory relatif à la Société (avril 2026) et ses actualisations, rapport provisoire du 9 septembre 2026 destiné aux juges-commissaires ;
- rapports du cabinet Ledouble (a minima rapport relatif à l'évaluation de la Société en continuité et en liquidation) ;
- plan d'affaires et prévisions de trésorerie de la Société (2027 à 2037), avec le détail des hypothèses retenues (notamment calendrier de sortie des jeux, investissements de développement et ratio revenus / investissements) ;
- comptes sociaux et consolidés au 31 mars 2026 (projets puis comptes certifiés) et rapports des commissaires aux comptes, documents d'enregistrement universels 2024 et 2025 ; rapport financier semestriel au 30 septembre 2025 ;
- état des créances déclarées par classe et des créances potentielles ou litigieuses (notamment le litige Nintendo et le complément de prix d'acquisition), documentation relative aux cessions et fermetures de studios intervenues au cours de la période d'observation ;
- projets de rapports du Conseil d'administration et des commissaires aux comptes relatifs aux augmentations de capital, projets de résolutions, caractéristiques détaillées de l'Augmentation de Capital de Conversion, des garanties de souscription et du plan d'intéressement des managers ;
- contrats de financement, cautionnements et conventions de recours intragroupe, avec le détail des rangs et des sûretés attachés à chaque créance ;
- tables de capitalisation complètes de la Société (avant et après opérations, en base non diluée et pleinement diluée) et modalités définitives des garanties de souscription et de leur rémunération ;
- projet de prospectus établi pour les besoins de l'AK DPS Nacon et lettre d'affirmation de la Direction.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
22



6 Approche méthodologique envisagée & points d'attention identifiés à ce stade

Nous mettrons en œuvre une approche d'évaluation multicritère, conformément à la pratique observée en matière d'expertise indépendante dans le cadre de la réglementation AMF et, plus particulièrement, dans le contexte de restructurations financières d'émetteurs cotés.

Approche générale

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante dans un contexte de restructuration financière, l'approche générale consistera, en fonction des informations effectivement disponibles, à :

- apprécier la valeur de l'action Nacon en l'absence de mise en œuvre du plan retenu ; dans cette approche, la valeur d'entreprise (ou la valeur de réalisation des actifs) sera comparée au montant du passif de la Société afin de déterminer l'éventuelle valeur résiduelle attribuable aux actionnaires actuels en l'absence de redressement ;
- apprécier la valeur de l'action Nacon dans l'hypothèse d'une mise en œuvre du plan retenu. Dans cette approche, une valeur d'entreprise en continuité d'exploitation devra être estimée et, après déduction des passifs résiduels tels que réaménagés par le plan, la valeur des fonds propres après restructuration sera répartie entre les différentes catégories d'actionnaires et de porteurs d'instruments, en tenant compte des modalités du plan (apport de new money, options courte et longue offertes aux créanciers, conversion des créances intragroupe, plan d'intéressement) ;
- analyser la situation des actionnaires actuels avant et après la mise en œuvre du plan.

Le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires actuels sera alors fondé sur la comparaison de leur situation entre (i) l'hypothèse d'une absence de mise en œuvre du plan et (ii) l'hypothèse d'une mise en œuvre effective de celui-ci, ainsi que sur la vérification que les conditions de l'Opération ne sont pas défavorables aux actionnaires minoritaires existants au regard de la valeur créée par la restructuration et de sa répartition entre les parties prenantes (actionnaires minoritaires, Bigben Interactive en qualité d'actionnaire de contrôle, de créancier converti et de garant, autres garants et apporteurs de new money, créanciers ayant opté pour l'option courte ou l'option longue, bénéficiaires du plan d'intéressement).

Conformément à la réglementation en vigueur, il conviendra également de procéder à une analyse des éventuels accords connexes à l'Opération (notamment accord de lock-up, garantie de l'AK DPS Nacon apportée par Bigben Interactive et les autres garants et sa rémunération, conversion des créances intragroupe, cautionnements consentis par Bigben Interactive et créances de recours en résultant).

Méthodes et références d'évaluation

Sur la base des informations qui nous ont été communiquées et de l'information publique disponible, nous envisageons à ce stade, pour estimer la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de la Société, la mise en œuvre d'une approche multicritère :

- une approche intrinsèque d'évaluation, fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs et conduite à partir du plan d'affaires de la Société (2027 à 2037) qui nous sera communiqué, assortie d'analyses de sensibilité portant notamment sur le calendrier et le succès commercial des sorties de jeux, le niveau des investissements de développement et le ratio revenus / investissements ;

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
23



- si elles s'avèrent pertinentes, deux approches analogiques (multiples boursiers et transactions comparables des secteurs de l'édition de jeux vidéo et des accessoires gaming) ;
- l'analyse de la valeur liquidative de la Société, en tenant compte notamment des travaux conduits par le cabinet Ledouble ;
- le cas échéant, une approche par la somme des parties distinguant les activités d'édition et de développement de jeux vidéo et d'accessoires gaming.

Différentes références de valeur (cours de bourse de la Société, consensus d'analystes, actif net comptable notamment) seront par ailleurs analysées, la pertinence du cours de bourse devant être appréciée avec prudence dans le contexte de la Procédure.

Nos travaux comporteront également :

- la prise de connaissance de l'Opération, des accords conclus avec les créanciers et des projets de plans de la Société et de Bigben Interactive ;
- une analyse des comptes historiques, des rapports d'Eight Advisory et des plans d'affaires ;
- l'analyse de la table de capitalisation avant et après opérations (base non diluée et pleinement diluée) et la quantification de la dilution subie par les actionnaires existants, selon qu'ils exercent ou non leurs droits préférentiels de souscription ;
- l'analyse du traitement de chaque classe de créanciers (taux de recouvrement, options retenues, instruments reçus) et de sa cohérence avec le rang des créances et avec le scénario de référence ;
- une revue critique des travaux d'évaluation établis, le cas échéant, par les conseils financiers de la Société ;
- des entretiens avec le management de la Société et de Bigben Interactive, leurs conseils, Eight Advisory et, en tant que de besoin, les organes de la Procédure et les représentants des créanciers.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
24



7 Fondement de la mission

L'expert indépendant sera désigné par le Conseil d'administration de la Société sur le fondement de l'article 261-3 du RG AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires actuels de la Société.

Cet article dispose que « *tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner, dans les conditions prévues au III de l'article 261-1, un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre* ».

L'expert « *applique les dispositions du présent titre* » : sont ainsi applicables les règles d'indépendance (article 261-4), le contenu et le délai d'établissement du rapport (article 262-1), les modalités de sa publication (article 262-2), ainsi que l'instruction AMF DOC-2006-08 et la recommandation AMF DOC-2006-15 relatives à l'expertise indépendante.

Nous comprenons que l'article 261-2 du RG AMF, qui vise les augmentations de capital réservées réalisées avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant le contrôle de l'émetteur à un ou plusieurs souscripteurs, n'aurait pas vocation à s'appliquer, la Société étant d'ores et déjà contrôlée par Bigben Interactive, souscripteur de l'Augmentation de Capital de Conversion. Ce point sera examiné avec le conseil juridique de la Société. Il ne modifierait pas l'étendue de nos travaux, notre rapport devant en tout état de cause répondre aux exigences du Titre VI du RG AMF.

Enfin, la Société étant d'ores et déjà contrôlée par Bigben Interactive, l'Opération ne devrait pas, en elle-même, entraîner l'obligation de déposer un projet d'offre publique. En revanche, la prise de contrôle de Bigben Interactive par ses créanciers convertis à l'issue de sa propre restructuration pourrait constituer un franchissement indirect du seuil de 30 % du capital ou des droits de vote de la Société (article 234-3 du RG AMF), la participation dans la Société constituant l'actif essentiel de Bigben Interactive. Une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique serait alors sollicitée auprès de l'AMF, le cas échéant sur le fondement de l'article 234-9, 2° du RG AMF (souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires). Ces points seront examinés avec le conseil juridique de la Société.

Dans sa pratique constante en matière de recapitalisation d'émetteurs en difficulté, l'AMF s'assure, à l'occasion de l'instruction d'une éventuelle dérogation et de l'approbation du prospectus, qu'une attestation d'équité a été établie par un expert indépendant, en particulier lorsque l'opération comporte une émission réservée à l'actionnaire de contrôle réalisée avec une décote significative par rapport au cours de bourse. Notre rapport aura vocation à être mis à la disposition des actionnaires avant le vote des classes, puis à être intégré au prospectus soumis à l'approbation de l'AMF pour les besoins de l'AK DPS Nacon.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
25



8 Attestation d'indépendance de Sorgem Evaluation

Nous rappelons les dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) :

« I. - L'expert indépendant ne doit pas être en situation de conflit d'intérêts avec les personnes concernées par l'offre publique ou l'opération et leurs conseils. Sans que ces éléments puissent être considérés comme formant une liste exhaustive, les cas dans lesquels l'expert indépendant est considéré en situation de conflit d'intérêts sont précisés dans une instruction de l'AMF.

L'expert indépendant ne doit pas intervenir de manière répétée avec le ou les mêmes établissements présentateurs ou au sein du même groupe lorsque la fréquence de ces interventions est susceptible d'affecter son indépendance.

II. - L'expert établit une déclaration attestant de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Lorsqu'il existe une situation créant un risque de conflit d'intérêts mais dont l'expert estime qu'elle n'est pas susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement, il le mentionne et le justifie dans sa déclaration. »

Sur la base de notre connaissance actuelle de l'Opération, nous vous confirmons l'indépendance de SORGEM Evaluation, de Thomas Hachette pour réaliser cette mission et de Maurice Nussenbaum pour réaliser la revue indépendante, en application de l'article 261-4 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et conformément aux dispositions de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020. Nous déclarons l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de SORGEM Evaluation, de Thomas Hachette et de Maurice Nussenbaum avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission. En particulier, au cours des dix-huit derniers mois, SORGEM Evaluation n'a effectué aucune mission pour la Société ni pour BBI. Nous précisons que BBI envisage parallèlement de désigner SORGEM Evaluation en qualité d'expert indépendant dans le cadre de son propre plan de redressement. Cette double intervention, qui assure la cohérence des travaux d'évaluation de Nacon utilisés dans les deux rapports, sera mentionnée dans notre déclaration d'indépendance et portée à la connaissance de l'AMF.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
26



9 Recommandations de l'APEI relatives aux relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF

En tant que membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), SORGEM EVALUATION participe, dans le cadre de différents groupes de travail, à l'élaboration des recommandations de l'association, notamment celles relatives aux relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

À ce titre, l'APEI est d'avis que les éventuels courriers d'actionnaires minoritaires adressés à l'AMF et les demandes de compléments d'information ou interrogations soient, dès réception, systématiquement transmis à l'expert indépendant.

Il appartient également à l'expert indépendant d'apprécier la pertinence de la question soulevée, hors toute référence au seuil de « représentativité » du demandeur. Une réunion entre les actionnaires minoritaires et l'expert indépendant peut être instaurée lorsque les actionnaires en font la demande et se positionner le plus en amont possible. Dès lors que l'expert a été amené à avoir des contacts avec des actionnaires minoritaires dans le cadre de sa mission, il est recommandé qu'il en fasse état dans son rapport.

Enfin, l'APEI souligne que le dialogue entre l'AMF et l'expert indépendant est considéré comme une bonne pratique, dès lors qu'il vise à éclairer l'expert indépendant sur les préoccupations de l'AMF concernant les particularités de l'Opération.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
27



10 Budget

L'instruction AMF DOC-2006-08 du 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante indique au sujet du montant de la rémunération perçue par l'expert : « *Lorsque cette rémunération est inférieure à 50 000 € HT, l'expert justifie, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées* ». Dans les faits, les honoraires pour la réalisation des expertises indépendantes s'établissent à des niveaux très supérieurs, avec une moyenne de 177 K€ HT en 2023 et un minimum de 60 K€ HT (source : site internet AMF, analyses SORGEM EVALUATION).

L'estimation des honoraires dépend directement du nombre d'heures consacrées par notre équipe à la mission. Compte tenu des caractéristiques de l'Opération et de notre expérience dans ce domaine, nous considérons que le nombre d'heures prévisible conduit à vous proposer **un budget estimatif compris entre 65 K€ et 75 K€ hors taxes et débours** (correspondant à environ 230 à 260 heures) pour l'établissement de cette attestation d'équité.

Ce budget constitue une proposition tarifaire particulièrement compétitive, d'autant plus au regard de la complexité et des spécificités de la mission envisagée, et notamment :

- une société opérationnelle dont l'évaluation repose sur un plan d'affaires à long terme (2027 à 2037) dans un secteur en crise, avec des sensibilités significatives (calendrier et succès commercial des sorties de jeux, investissements de développement) ;
- un passif d'environ 234 M€ réparti en quatorze classes, avec des traitements différenciés (options courte et longue, réinstallation, abandon, conversion) et des créances litigieuses significatives ;
- une opération impliquant l'actionnaire de contrôle (conversion de ses créances, garantie de l'augmentation de capital) et un prix d'émission ne découlant pas directement d'une valorisation, mais fixé pour laisser 1 % du capital aux actionnaires minoritaires après conversion, appelant une attention particulière à la situation de ces derniers.

Ce budget est proposé sous réserve que SORGEM Evaluation soit également désignée en qualité d'expert indépendant par Bigben Interactive, les travaux d'évaluation étant pour partie communs aux deux missions.

Cette estimation d'honoraires repose sur notre expérience d'intervention dans des cas similaires et suppose notamment :

- l'absence de difficultés majeures dans l'exécution de la mission, en particulier en ce qui concerne la qualité et la complétude des informations transmises, la disponibilité du management et la réactivité des conseils et des créanciers ;
- la mise à disposition des travaux d'Eight Advisory et du cabinet Ledouble et la stabilité des principaux termes de l'Opération tels que rendus publics le 4 août 2026 ;
- l'émission d'un seul rapport (toute attestation complémentaire ou actualisation de nos conclusions ferait l'objet d'honoraires complémentaires) ;
- l'absence de commentaires d'actionnaires minoritaires ou de demandes de l'AMF nécessitant des diligences complémentaires significatives.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
28



11 Conditions et limites d'intervention

Les honoraires n'incluent pas les dépenses raisonnables liées à la mission. Les frais tels que les coûts de déplacement[7], l'utilisation des banques de données, des photocopieurs, du téléphone, etc., seront facturés forfaitairement pour un montant de 4,5% des honoraires.

Les éléments pouvant entraîner des coûts supplémentaires facturés au temps passé et/ou sur justificatifs de frais sont les suivants :

- déplacements à l'étranger / en province (réunions / présentations) ;
- diligences supplémentaires entraînant la rédaction d'un document différent ;
- traduction de tout ou partie du document.

Les prix sont valables six mois, révisables ensuite selon l'indice Syntec. Selon les règles établies par la Banque de France, l'étude est payable au comptant, à réception de facture : 50% à l'accord sur le présent projet et 50% à la remise du rapport final. Toute demande d'explication ou contestation devra être faite dans un délai de 15 jours à réception de l'état des heures ou de la facture.

La propriété des études et rapports réalisés par nos soins ne vous est transférée que sous réserve de leur complet paiement. Vous pourrez utiliser librement l'étude résultant de la mission que vous nous avez confiée, sous réserve d'en avoir payé le prix.

Nous nous réservons tous droits de propriété intellectuelle relatifs à la réalisation de la mission et au rapport d'étude objets de la présente lettre de mission, en ce compris les droits d'auteur relatifs à ladite mission, sous réserve des droits qui vous sont attribués.

Le présent contrat est régi par la loi Française. Toute difficulté résultant de l'exécution, l'interprétation ou la réalisation du présent contrat sera de la compétence exclusive du tribunal des activités économiques de Paris.

SORGEM EVALUATION

[7] *Hors déplacements à l'extérieur de la région parisienne.*

Proposition commerciale
29



12 Annexes

Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation a été fondée il y a plus de 30 ans avec la volonté de proposer des services financiers réalisés par des experts indépendants reconnus sur leur marché.



Proposer le nom d'un expert reconnu :

- **Maurice Nussenbaum**, Président, est expert agréé par la Cour de cassation (h.), expert près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles, Professeur de finance à l'Université Paris Dauphine, Président d'honneur de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants).
- **Alban Cabanis**, Associé. Alban est en charge depuis 2025 de la practice Transaction Services (VDD, Due Diligences, etc.) de SORGEM Evaluation. Après un début de carrière chez Salustro-Reydel et Deloitte, Alban a dirigé la pratique TS de BDO qui est devenue leader sur le marché du Small Cap.
- **Thomas Hachette**, Associé, est expert près la Cour d'appel de Paris, expert près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles et enseignant à l'EDHEC, KEDGE et la DFCG. Thomas Hachette dirige par ailleurs l'Observatoire SORGEM des attestations d'équité.
- **Claire Karsenti**, Associée, est expert près la Cour d'appel de Paris, les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles ainsi que devant la Cour Pénale Internationale, chargée de cours à l'Université Paris Dauphine, Présidente de la CNEJEF et membre du Conseil d'administration de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Donner des avis indépendants :

Sorgem Evaluation n'est aucunement lié à un cabinet d'audit ou une banque d'investissement et est donc en mesure de fournir des avis d'experts indépendants.

Offrir des services financiers de qualité :

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe très expérimentée, composée de personnes issues des meilleures formations et d'experts reconnus dans leur domaine.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
30



SORGEM Evaluation : près de 10 M€ de CA et 50 ans d'existence

- 4 Associés
- Une équipe d'une trentaine de consultants spécialisés en évaluation et ingénierie financière, intervenant également dans des cas de contentieux
- Une connaissance des spécificités de nombreux secteurs d'activité et de géographies

SORGEM Evaluation fait partie du réseau international **ANDERSEN GLOBAL** en tant que membre collaboratif (SORGEM Evaluation est la société d'évaluation du réseau Andersen Global en France).

Andersen Global a une présence dans plus de 170 pays, et est ainsi le premier réseau en termes de couverture géographique, avec la volonté de réunir les meilleurs professionnels en fiscalité et en finance à travers le monde.

Andersen Global has a presence in over 390 locations through its member firms and collaborating firms.
To view all of our locations, visit global.Andersen.com.



SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
31



Présentation de l'équipe SORGEM Evaluation (Focus sur les équipes de la practice Evaluation & Litigation)

Une équipe de professionnels hautement qualifiés et expérimentés en évaluation, dont plusieurs enseignent dans des établissements de renom.



MAURICE NUSSENBAUM

Président / Associé fondateur

- Expert de justice en Economie et Finance agréé par la Cour de cassation (h.) et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

Formation

- HEC Paris
- Agrégé des facultés de Droit et d'Economie

Enseignement

- Professeur des Universités à l'Université Paris Dauphine
- Fondateur du Master Finance d'entreprise et Ingénierie Financière (225)

Associations et autres responsabilités

- Président d'honneur de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice En Finance)
- Président d'honneur de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants)
- Arbitre AFA
- Membre de la SFEV, du Club des Juristes et de l'Association Française d'Etude de la Concurrence (AFEC)



CLAIRE KARSENTI

Associée

- Expert de justice en Economie et Finance agréé par la Cour de cassation et près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

Formation

- EM Lyon
- Master recherche en Finance (104) de l'Université Paris Dauphine

Enseignement

- Chargée de cours à l'Université Paris Dauphine (Master 2 Management Financier de l'Entreprise et Master 2 Droits et RSE)

Associations et autres responsabilités

- Présidente de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Membre du Conseil d'Administration de la SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Membre de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), du Comité Français de l'Arbitrage (CFA) et de l'AFEC



THOMAS HACHETTE

Associé

- Expert de justice en Economie et Finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

Formation

- EDHEC Business School, Programme MSc in Risk & Asset Management

Enseignement

- Chargé de cours à l'EDHEC (étudiants en apprentissage), à KEDGE Business School et à la DFCG

Associations et autres responsabilités

- Membre de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants)
- Membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs)
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Anciennement :
  - Manager au sein du département Evaluation & Stratégie Financière de KPMG Corporate Finance
  - Analyste financier au sein d'AEQUITAS, filiale de gestion alternative du Groupe Allianz

Directeurs de missions



ANNE-LAURE COURBET

- Expérience précédente en évaluation et modélisation financière chez Deloitte (6 ans)
- Diplômée de l'ESC Toulouse et de l'IEP de Toulouse



ALIZÉE ROCHER

- Expériences précédentes en M&A et Direction financière
- Diplômée de l'Université Paris Dauphine (Master 222)
- Chargée de cours à l'Université Paris Dauphine (Master 222)
- Expert près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles



PAULINE MARET

- Diplômée des universités Paris-Sorbonne et Paris Dauphine



JEAN VERNEY

- Expérience précédente en TS chez EY (4 ans)
- Diplômé de l'EM Lyon
- Chargé de cours à l'Université Paris Dauphine (Master 222)



SIMON AGLAGHANIAN

- Expérience précédente en M&A chez BNP Paribas (4 ans)
- Diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 222)
- Chargé de cours à l'Université Paris Dauphine (Master 225)



ETIENNE LANGER

- Expérience précédente en audit et évaluation chez Groupe Agilitec (6 ans)
- Diplômé d'Ecosia
- Membre du groupe de travail *Judicature, ou la Valeur des Entreprises* de la CCEF
- Chargé de cours à l'Université Paris Dauphine (Master 222)

Managers et consultants seniors



ENZO LUMBROSO

Manager

- Expérience précédente en conseil chez Starwell
- Diplômé de l'ESSEC



VINCENT VIGNOLLES

Manager

- Diplômé de l'IAE de Bordeaux (Double masters IFGCB et MAFI)



MATHILDE FERRERO

Senior Consultant

- Diplômée de l'IAE de Bordeaux (Double masters IFGCB et MAFI)



SARAH BOBAN

Senior Consultant

- Diplômée de l'EMLV



PIERRE RICARD

Senior Consultant

- CFA
- Diplômé de l'ESSEC



LAURA DUVAL

Senior Consultant

- Diplômée de l'Université Paris Dauphine (Master 270)



ALEXANDRE BORDES

Senior Consultant

- Diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 225)

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

32



Afin d'effectuer un travail d'évaluation pertinent, il est nécessaire d'avoir accès à des données adéquates

Un accès complet aux principales bases de données financières et économiques …

Données de marché

S&P CAPITAL IQ

Etats financiers

orbis diane

Données transactionnelles

Mergermarket epsilon research S&P Global Market Intelligence

Etudes sectorielles et autres

xerfi Les Echos ETUDES EUROMONITOR INTERNATIONAL RoyaltySource MARKABLES DOW JONES FACTIVA

… complété par des accès aux principales revues économiques & financières

Finance / recherche en finance

The Journal of FINANCE — Journal of APPLIED CORPORATE FINANCE — Option Finance — RB — JOURNAL OF Financial ECONOMICS — The Journal of LAW & ECONOMICS

Droit et régulation économique

DROIT DES SOCIÉTÉS — Concurrences — Dalloz — REVUE DE DROIT BANCAIRE ET FINANCIER — CONTRATS CONCURRENCE CONSOMMATION — Option DROIT & AFFAIRES — AJDI — JOURNAL SPÉCIAL DES SOCIÉTÉS — Gazette du Palais

Les informations pertinentes peuvent également provenir des associations professionnelles renommées auxquelles nous appartenons.

APEI *Association Professionnelle des Experts Indépendants* *(Maurice Nussenbaum est le Président d'honneur)*	SFEV *Société Française des Evaluateurs* *(Claire Karsenti est membre du conseil d'administration)*	DCF *Club Droit Chiffre Finance* *(association regroupant des experts de domaines complémentaires : conseil financier, juridique, expertise comptable, etc.)*	le club des juristes *Premier Think Tank juridique français*	AFEC *Association de professionnels du contentieux en pratiques anti-concurrentielles* *(experts et avocats)*	OBSERVATOIRE de l'immatériel *Observatoire de l'Immatériel*
CNEJEF *Compagnie Nationale des Experts de Justice en Gestion d'Entreprise*	CNEJEF *Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance* *(Maurice Nussenbaum est Président d'honneur et Claire Karsenti est Présidente de la CNEJEF)*	CFA Comité français de l'arbitrage *Comité français de l'arbitrage*	IEAM *Institut d'Expertise d'Arbitrage et de Médiation*	afa *Association Française d'Arbitrage*	DFCG *Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion*

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale

33



Sélection d'articles et de conférences de Thomas HACHETTE (depuis 2019)

- CFNews, 13 janvier 2026, « IPEV 2025 : des principes inchangés, des attentes clarifiées », Thomas Hachette

- Conférence à la SFEV (Société Française des Evaluateurs) – « les évaluations réalisées dans le cadre des attestations d'équité / offres publiques », avec notamment un focus sur les sociétés cotées sur Alternext - 17 décembre 2025

- Décideurs Magazine, 14 octobre 2025, « Shein aux Galeries Lafayette : quand l'ultra-fast fashion menace la valeur d'une marque patrimoniale », Thomas Hachette

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°9 de juillet 2025 rédigée avec le support d'Etienne Langer et Mathilde Ferrero

- Conférence-débat du Cercle Lefebvre Dalloz avocats sur le thème : « Gouvernance et management packages dans les opérations avec sponsors » en partenariat avec ODDO BHF – intervenants : Thomas Hachette, Marc Antao, Isabelle Cheradame, David Chekroun, Alice Gaillard, 11 février 2025

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°8 de janvier 2025 rédigée avec le support d'Etienne Langer et Mathilde Ferrero

- L'AGEFI, « Les initiateurs d'offres publiques ont proposé des primes inédites en 2024 sur le marché français », 17 décembre 2024, rédigé par B. de Roulhac sur la base d'une interview de Thomas Hachette

- Conférence à la SFEV (Société Française des Evaluateurs) – « les évaluations réalisées dans le cadre des attestations d'équité / offres publiques », avec focus sur les entreprises en difficultés financières et les critères ESG - 17 décembre 2024

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°7 de juillet 2024 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°6 de janvier 2024 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- Conférence à la SFEV (Société Française des Evaluateurs) – « les évaluations réalisées dans le cadre des attestations d'équité / offres publiques » - 12 décembre 2023

- Option Finance, 7 décembre 2023, « Les valeurs des participations des fonds d'investissement sous le feu des projecteurs », Thomas Hachette

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°5 de juillet 2023 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- Option Finance, 24 avril 2023, « Evaluation de portefeuille : nouveautés de la dernière publication IPEV », Thomas Hachette

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°4 de janvier 2023 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- Direction de thèse (EDHEC) : « Comment l'avènement des ETFs en lien avec l'essor de la gestion passive impacte-t-il le risque systémique et les marchés actions en termes d'efficience et de volatilité ? », Nathan Rode, 10 novembre 2022

- Direction de thèse (EDHEC) : « 2022 : the End of Forward Guidance ? », Carla Rogiez, 10 novembre 2022

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°3 de juillet 2022 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- Option Finance, 30 mai 2022, "L'évaluation des entreprises SaaS dans le cadre de la chute des marchés", Thomas Hachette

- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°2 de janvier 2022 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- L'AGEFI, "La reprise du M&A et les retraits de cote soutiennent l'expertise indépendante", 9 août 2021, rédigé par B. de Roulhac sur la base d'une interview de Thomas Hachette

"L'intérêt pour les actionnaires des analyses économiques et financières développées à l'occasion d'offres publiques", 22 juillet 2021, article écrit avec Etienne Langer et publié sur le site internet de SORGEM Evaluation

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
34



- Observatoire SORGEM des attestations d'équité – Note d'analyse n°1 de juillet 2021 rédigée avec le support d'Etienne Langer

- SFEV (Société Française des Evaluateurs) – rapport sur l'évaluation des management packages (sept. 2020) – résultats d'un groupe de travail co-dirigé par SORGEM Evaluation

- Option Finance, 11 septembre 2020, "Point de rentrée – Que dirions-nous à un ami qui sortirait de huit mois de coma ?", Thomas Hachette

- Option Finance, 31 mars 2020, "L'évaluation des entreprises dans le contexte actuel de crise", Thomas Hachette

- EFB, Conférence: "Les problématiques relatives aux évaluations financières dans différents contextes fiscaux", 5 février 2020, Maurice Nussenbaum, Thomas Hachette, Claire Karsenti, avocat fiscaliste et magistrat administratif.

- Club DCF, Conférence: "Management Packages", 13 décembre 2019, Thomas Hachette et Alexandre Segretain, magistrat.

- Option Finance, 7 novembre 2019, "Evaluation: quelles sont les pratiques d'évaluation des fonds d'investissement?", Thomas Hachette

- APEI, "Réflexions sur le prix équitable dans le contexte des offres publiques", 24 octobre 2019, rapport d'un groupe de travail dans lequel Thomas Hachette était impliqué

- Etude sur la pratique d'évaluation des professionnels travaillant dans les fonds d'investissement, 30 août 2019, Thomas Hachette

- 25 juin 2019 - conférence IMA sur le thème de l'Expertise indépendante et les opérations de marché - Intervention conjointe de Maurice Nussenbaum et de Guillain Fournier (AMF), avec le support de Thomas Hachette

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
35



Critères ESG

SORGEM Evaluation agit en faveur du développement durable en transformant ses valeurs citoyennes en mesures concrètes susceptibles d'avoir un impact positif sur la planète.

En ce qui concerne le respect de l'environnement, nous avons mis en place des actions afin de :

- réduire autant que possible notre utilisation des produits jetables (nous avons remplacé les bouteilles d'eau jetables par des bouteilles en verre individuelles, les gobelets jetables par des tasses individuelles, etc.) ;

- éviter tout type de consommation d'énergie inutile dans nos bâtiments ;

- recourir à des conférences téléphoniques avec les clients afin de réduire nos déplacements ;

- recycler les papiers.

En ce qui concerne les ressources humaines, nous bénéficions d'un faible taux de rotation grâce à une gestion active des ressources humaines. Nous avons mis en place des procédures pour assurer une formation continue de chaque membre de l'équipe (tant interne qu'externe) et mis en place un processus permettant d'évaluer régulièrement chaque membre de SORGEM Evaluation. Nous soutenons des projets personnels ambitieux et nous faisons de notre mieux pour construire une carrière pour chacun (à cet effet, chaque employé est systématiquement interviewé une fois par an et chacun est suivi par un mentor chargé de l'amener sur la bonne voie pour développer ses compétences). Les formations sont axées sur l'amélioration et la mise à jour constante des compétences techniques comptables et financières, le développement de compétences méthodologiques et comportementales et les langues étrangères (anglais).

En ce qui concerne notre engagement citoyen, nous sommes très impliqués dans l'éducation (Dauphine, EDHEC, HEC, KEDGE, DFCG, IAE Bordeaux, Ecole de la Magistrature). En outre, les Associés étant des experts judiciaires, nous contribuons à la justice dans notre pays.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
36



Processus mis en œuvre relatif à la conformité et à l'indépendance

En tant qu'experts judiciaires, les associés de SORGEM Evaluation doivent suivre le code de déontologie des experts judiciaires, même lorsqu'ils sont mandatés pour des missions autres que celles soumises par les tribunaux.

Contrôles qualité

Nous réalisons régulièrement des revues critiques internes de nos engagements. SORGEM Evaluation étant membre de l'APEI, des contrôles de qualité externes sont également effectués sur nos dossiers de travail. Ces contrôles portent sur le respect des normes de la profession et la qualité technique des dossiers de travail, l'éthique et l'indépendance et les procédures transversales relatives à l'organisation et à la gestion du cabinet. Dans les missions que nous réalisons en tant qu'expert indépendant sur les sociétés cotées (attestation d'équité), l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) examine nos travaux (l'AMF peut demander nos fiches d'évaluation).

Procédures visant à garantir la confidentialité des informations

Nous sommes très attentifs à la confidentialité des informations. Pour les missions où nous avons accès à des informations strictement confidentielles, nos dossiers de travail électroniques sont protégés par des mots de passe et les documents papier restent dans des bureaux qui peuvent être verrouillés.

Nous utilisons également un logiciel (Data Security Plus) pour suivre et tracer les informations téléchargées depuis notre serveur et nous disposons d'un processus nous permettant de réagir rapidement en cas d'activité inhabituelle.

Tous nos ordinateurs et serveurs sont entretenus par une société informatique externe ("Smart IT") qui veille à ce qu'ils soient bien protégés contre les attaques extérieures.

Indépendance

SORGEM Evaluation a mis en place des procédures strictes de gestion des risques.

Avant d'accepter une nouvelle mission, un processus formel doit être suivi pour garantir l'indépendance de SORGEM Evaluation et l'absence de conflits d'intérêts : tous les partenaires doivent donner leur consentement écrit ainsi que le directeur administratif de SORGEM. Cette procédure permet de garantir :

- l'absence de conflits d'intérêts potentiels avec d'autres missions réalisées par SORGEM Evaluation

- l'indépendance de SORGEM Evaluation et de l'équipe envisagée - pour cette raison, tous les employés et actionnaires de SORGEM Evaluation doivent déclarer les sociétés dans lesquelles ils sont investis ; de plus, tous les employés de SORGEM Evaluation ont signé une documentation spécifique insistant sur les règles à respecter étant donné la nature de notre travail.

Nous considérons également être en mesure de réaliser la mission objet de cette proposition commerciale et ne pas être notamment dans une situation de conflit d'intérêt ou d'avoir réalisé des travaux qui seraient de nature à nuire à notre indépendance.

SORGEM EVALUATION

Proposition commerciale
37