

**Rapport de gestion
du Directoire**

au 30 juin 2007

Faits marquants de la période

Le premier semestre 2007 a été marqué par les événements suivants:

Evolution du capital et de l'actionnariat

L'Assemblée Générale d'Euler Hermes, qui s'est tenue le 9 mai 2007, a décidé le versement d'un dividende de 4 euros par titre. Au 30 juin 2007, le groupe AGF détient 30 744 044 actions sur un total de 44 972 608, soit 68.36% des actions.

Au cours de l'exercice 2007, 21 490 actions nouvelles ont été créées suite à la levée d'options de souscription dans le cadre des plans de stock options 1998, 2003, 2004 et 2005. Au 30 juin 2007, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 44 972 608 dont 1 315 208 actions propres.

Par ailleurs, le groupe AGF a fait l'objet d'une offre publique mixte simplifiée par le groupe Allianz. Au 27 avril 2007, le groupe allemand Allianz détenait 92,18% du capital et des droits de vote d'AGF à l'issue de son offre publique mixte simplifiée sur l'assureur français.

Poursuite du développement à l'international

Le 23 janvier 2007, Euler Hermes ACI, filiale américaine de Euler Hermes a annoncé avoir fait l'acquisition de United Mercantile Agencies (UMA), un des leaders du recouvrement commercial et de la gestion du poste clients aux Etats-Unis. Suite au rachat, UMA s'appelle désormais « Euler Hermes UMA ».

A la fin du premier trimestre 2007, Euler Hermes a acquis un tiers du capital du premier assureur-crédit en Israël, Israel Credit Insurance Company Limited (ICIC), basé à Tel Aviv. Parallèlement Euler Hermes a conclu un partenariat avec les deux autres actionnaires d'ICIC qui détiennent également chacun un tiers du capital d'ICIC.

Le 20 avril 2007, Euler Hermes a renforcé sa présence au Portugal en augmentant sa participation au capital de COSEC de 42% à 50%.

Euler Hermes a ouvert au cours du deuxième trimestre 2007 une filiale à Dubaï en coopération avec son partenaire local Alliance Insurance. Alliance Insurance compte parmi les principaux assureurs des Emirats Arabes Unis.

Activité

Au 30 juin 2007, le chiffre d'affaires de Euler Hermes s'élève à 1 052,0 millions d'euros, en hausse de 4,6% par rapport au premier semestre 2006. A périmètre et taux de change constant, l'activité commerciale du groupe progresse de 5,9% au cours des 6 premiers mois de l'année.

Dans la zone Euro, le chiffre d'affaires d'Euler Hermes est soutenu par la forte croissance des affaires en France (4,7%), en Italie (6,7%) et dans les pays nordiques (11,1%). En Allemagne, Euler Hermes affiche une croissance de 2,1% malgré un environnement très concurrentiel et la réduction de la réassurance acceptée.

Au Royaume-Uni, l'activité est en hausse de 5,2% après deux exercices de décroissance des primes.

Aux Etats-Unis, l'évolution du chiffre d'affaires est de 12,5% (21,3% hors effets de change) grâce au dynamisme et au renforcement du réseau d'agents commerciaux.

Dans les nouveaux marchés (Europe de l'Est, Europe du Sud, Amérique latine et Asie), le chiffre d'affaires affiche une croissance de 6,1% (17,9% hors effets de change et à périmètre constant) et s'élève à 105 millions d'euros. A fin juin 2007, l'activité dans ces marchés représente 10% du chiffre d'affaires consolidé du groupe.

Chiffre d'affaires par pays (sur base des primes acquises) :

en millions d'€	30/06/2007	30/06/2006 (1)	30/06/2006 (2)	Variation 2007/2006	Variation 2007/2006 pro-forma
Allemagne	352,8	345,7	346,0	2,1%	2,0%
France	202,4	193,3	193,3	4,7%	4,7%
Italie	123,7	115,9	115,9	6,7%	6,7%
Royaume-Uni	106,6	101,4	103,4	5,2%	3,2%
Etats-Unis	77,6	69,0	63,9	12,5%	21,3%
Belgique	38,1	37,6	37,6	1,3%	1,3%
Pays-Bas	23,3	24,1	24,1	-3,3%	-3,3%
Pays Nordiques	22,1	19,9	20,1	11,1%	9,9%
Sous-total principaux pays	946,7	906,9	904,4	4,4%	4,7%
dont zone Euro	762,5	736,6	737,1	3,5%	3,4%
Sous-total nouveaux marchés (3)	105,3	99,2	89,3	6,1%	17,9%
Euler Hermes	1 052,0	1 006,1	993,7	4,6%	5,9%

Note: (1) Chiffre d'affaires 30 juin 2006 publié

(2) Chiffre d'affaires 30 juin 2006 corrigé des effets de change et de périmètre de consolidation.

Répartition du chiffre d'affaires entre primes et activités de service

en millions d'euros	S1 2007	S1 2006	Variation en montant	Variation en %
Primes	868,0	828,7	39,3	4,7%
Accessoires de primes	184,0	177,4	6,6	3,7%
Total chiffre d'affaires	1 052,0	1 006,1	45,8	4,6%

Les primes affichent une croissance légèrement plus importante que celle des accessoires imputable à la progression modérée de l'activité de recouvrement, elle même liée à la faiblesse de la sinistralité.

Primes acquises

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Primes acquises brutes	867 977	828 717	4,7%
Primes cédées	-238 715	-283 394	-15,8%
Primes nettes acquises	629 262	545 323	15,4%
Taux de cession	-27,5%	-34,2%	

En application de la décision stratégique du groupe de porter le taux de rétention des primes à 75% pour la fin de l'année 2007, ce taux atteint 72,5% à fin juin et les primes nettes acquises progressent de 15,4%.

Charge des sinistres

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Charges de prestation d'assurance, année en cours	-460 681	-510 246	-9,7%
Sinistres cédés en réassurance, année en cours	96 418	145 701	-33,8%
Charge nette des sinistres, année en cours	-364 262	-364 544	-0,1%
<i>Taux de cession des sinistres, année en cours</i>	<i>21%</i>	<i>29%</i>	
Charges de prestation d'assurance, exercices précédents	85 399	130 190	-34,4%
Sinistres cédés en réassurance, exercices précédents	-9 405	-45 847	-79,5%
Charge nette des sinistres, exercices précédents	75 995	84 343	-9,9%
<i>Taux de cession des sinistres, exercices précédents</i>	<i>11%</i>	<i>35%</i>	
Charge nette des sinistres	-288 268	-280 201	2,9%
Ratio de sinistres, année en cours	-57,9%	-66,8%	
Ratio de sinistres, exercices précédents	12,1%	15,5%	
Ratio de sinistres net	-45,8%	-51,4%	

La sinistralité nette progresse à un rythme beaucoup plus mesuré que les primes nettes, avec une croissance de 2,9%.

Ceci s'explique une nette amélioration de la sinistralité brute relative à l'exercice 2007 (-9,7%) partiellement compensée par la baisse des boni de liquidation (-34,4%).

La bonne tenue de la sinistralité liée à l'année en cours se vérifie dans la plupart des pays où le groupe est présent et plus particulièrement en Allemagne, première zone du groupe en termes d'activités. Cette faible sinistralité se manifeste par une baisse du nombre des sinistres mais aussi par l'absence de sinistre important au premier semestre. Les Etats-Unis affichent toutefois une détérioration de leur sinistralité imputable au ralentissement de l'économie américaine.

Le taux de cession des sinistres a baissé fortement en raison de l'augmentation de la rétention.

Frais d'exploitation

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Frais d'acquisition des contrats	-146 887	-139 887	5,0%
Frais d'administration	-98 309	-95 956	2,5%
Frais liés à l'activité de services	-128 462	-132 047	-2,7%
Autres produits et charges courants	-18 991	-12 806	48,3%
Total (récurrent)	-392 649	-380 697	3,1%
Frais d'administration, non récurrent	-3 400	3 959	-185,9%
Frais d'exploitation	-396 049	-376 738	5,1%
Dont charges non techniques	-8 657	-3 952	119,1%
Frais d'exploitation technique	-387 393	-372 786	3,9%

La croissance des frais d'exploitation s'élève à 5,1%. Il faut noter que le premier semestre 2006 avait été affecté par des éléments non récurrents (produit exceptionnel sur le fonds de pension au Royaume-Uni) tandis que le premier trimestre 2007 a été affecté par une charge non récurrente sur le plan de préretraite de la filiale allemande du groupe. Hors ces éléments non récurrents, les frais d'exploitation progressent de 3,1%. Cette croissance modérée est liée à la maîtrise de la croissance des frais d'administration et au recul des frais liés à l'activité de services.

Frais d'exploitation technique nets

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Frais d'exploitation technique	-387 393	-372 786	3,9%
Accessoires de primes	183 989	177 424	3,7%
Frais d'exploitation bruts	-203 404	-195 362	4,1%
Primes acquises brutes	867 977	828 717	4,7%
Commissions de réassurance	93 128	98 343	-5,3%
Primes cédées	-238 715	-283 394	-15,8%
Frais d'exploitation nets	-110 276	-97 018	13,7%
Primes acquises nettes	629 262	545 323	15,4%
Ratio des coûts brut	23,4%	23,6%	
Taux de commission apparent	39,0%	34,7%	
Ratio des coûts net	17,5%	17,8%	

Après déduction des accessoires, les frais d'exploitation progressent de 4,1%, chiffre à mettre en regard de la progression des primes acquises de 4,7%. Ceci explique l'amélioration de 0,2 points du ratio des coûts bruts.

Les commissions de réassurance sur cession proportionnelle ne reculent que de 5,3%, alors que les primes cédées diminuent de 15,8%. Cette bonne performance est liée à l'amélioration des taux de commission accordés par les réassureurs sur les cessions proportionnelles. Les clauses de participation bénéficiaires qui existent dans les contrats de réassurance du groupe, ont également aidé à amortir la baisse du volume des commissions, en particulier en Allemagne.

La maîtrise de la croissance des coûts bruts ainsi que l'amélioration des conditions de réassurance ont permis de limiter la croissance des frais d'exploitation net à 13,7%, alors même que les primes nettes acquises progressent de 15,4%, améliorant légèrement le ratio de coûts net du premier semestre 2007 (17,5% contre 17,8% au premier semestre 2006).

Résultat opérationnel courant avant produits financiers

Le résultat opérationnel courant, excluant les produits financiers, est en forte progression à 222,1 M€ contre 164,2 M€ en 2006. Cette progression provient pour une part de l'accroissement des primes nettes suite à l'augmentation de la rétention (+15,4%) et d'autre part de l'amélioration du ratio combiné, qui passe de 69,2% à 63,3%.

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Primes nettes acquises	629 262	545 323	15,4%
Charges nettes des sinistres	-288 268	-280 201	2,9%
Frais d'exploitation nets	-110 276	-97 018	13,7%
Autres charges non techniques	-8 657	-3 952	119,1%
Résultat opérationnel hors financier	222 062	164 152	35,3%
Ratio combiné	63,3%	69,2%	

Ratio combiné net

Le ratio combiné après réassurance s'établit à 63.3 % pour le premier semestre 2007 en baisse de 5,9 points par rapport au ratio combiné du premier semestre 2006, calculé avec la même méthode. Cette amélioration de 5,9 points provient pour 5,6 points de l'amélioration du ratio de sinistralité et pour 0,3 points de la réduction du ratio de coûts.

Evolution des marchés financiers

Le premier semestre 2007 s'est caractérisé par une poursuite de la hausse des marchés d'actions et par une remontée des taux d'intérêts liée aux anticipations de risque inflationniste prises en compte par les marchés de taux et les banques centrales.

Le Groupe a pris la décision de profiter de cet environnement favorable pour réduire son exposition aux marchés d'actions et réinvestir sur les marchés obligataires et court terme.

Résultats financiers

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	variation %
Revenus des immeubles de placement	3 616	4 818	-24,9%
Revenus des placements-obligations	34 224	35 140	-2,6%
Revenus des placements-actions	7 579	7 323	3,5%
Revenus des placements	41 803	42 463	-1,6%
Revenus des autres placements	15 319	13 120	16,8%
Autres revenus	9 174	1 824	403,0%
Autres revenus financiers	24 493	14 944	63,9%
Revenus des placements	69 912	62 225	12,4%
Charges des placements	(8 900)	(7 827)	13,7%
Plus-values réalisées nettes des reprises sur dépréciations	76 598	46 185	65,9%
Dépréciations et variation de juste valeur	(381)	(3 287)	-88,4%
Produits des placements nets de charges	137 229	97 295	41,0%

Le résultat financier du premier semestre 2007 s'élève à 137,2 millions d'euros contre 97,3 millions d'euros au cours du premier semestre 2006, soit une hausse de 41%.

Cette évolution résulte principalement de la hausse de 30,4 millions d'euros des plus-values nettes réalisées sur le portefeuille (76,6 millions d'euros contre 46,2 millions d'euros au premier semestre 2006) et l'accroissement de 7,7 millions d'euros des revenus nets des placements.

	30/06/2007					31/12/2006				
	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur Nette	Juste valeur	Plus et Moins valeurs latentes	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur Nette	Juste valeur	Plus et Moins valeurs latentes
- Actions :	309 383	150 095	459 478	459 478	-	443 806	179 341	623 147	623 147	-
- Obligations :	2 089 743	(23 504)	2 066 239	2 066 187	(52)	2 013 811	7 568	2 021 379	2 021 534	155
- Prêts et autres placements :	260 919	-	260 919	260 919	-	234 652	-	234 652	234 652	-
Total Placement financier	2 660 045	126 591	2 786 636	2 786 584	(52)	2 692 269	186 909	2 879 178	2 879 333	155
Immobilier de placement			87 627	138 194	50 567			88 654	134 724	46 070
Trésorerie			449 150	449 150	-			334 964	334 964	-
Total			3 323 413	3 373 928	50 515			3 302 796	3 349 021	46 225

La valeur de marché du portefeuille financier, incluant la trésorerie, progresse de 24,9 millions d'euros. Les plus values latentes sur actions ne diminuent que de 29 millions d'euros en dépit de ventes importantes sur ce compartiment. Ces ventes ont généré 76,6 millions d'euros € de plus values réalisées.

La forte hausse des taux constatée sur le premier semestre fait passer le portefeuille obligataire d'une situation globalement en légère plus-value latente à une situation de moins value latente de 23,5 millions d'euros.

Résultat opérationnel courant

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Résultat opérationnel courant avant produits financiers nets de charge	222 062	164 152	35,3%
Produits financiers nets de charges	137 229	97 295	41,0%
Résultat opérationnel	359 291	261 447	37,4%

L'accroissement du résultat opérationnel hors financier, d'une part, et la bonne performance du résultat financier, d'autre part, ont permis de dégager un résultat opérationnel de 359,3 millions d'euros en hausse de 37,4% par rapport au premier semestre 2006.

Résultat net

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2007	S1 2006	Variation %
Résultat opérationnel courant avant produits financiers nets de charge	222 062	164 152	35,3%
Produits financiers nets de charges	137 229	97 295	41,0%
Résultat opérationnel	359 291	261 447	37,4%
Charges de financement	-6 039	-5 405	11,7%
Quote-part dans les sociétés mises en équivalence	3 022	3 099	-2,5%
Impôt sur les résultats	-122 840	-86 651	41,8%
Part revenant aux actionnaires minoritaires	-2 248	-2 194	2,5%
Résultat net part du groupe	231 185	170 296	35,8%

Après charges financières et impôts, le résultat net d'Euler Hermes s'élève à 231,2 millions d'euros, au cours du premier semestre 2007, en hausse de 35,8% par rapport aux six premiers mois de 2006.

Le taux d'imposition du premier semestre 2007 s'élève à 34,8%, globalement stable par rapport au premier semestre 2006.

Résultat de la société Euler Hermes SA

Le résultat net social de la société Euler Hermes SA s'établit à 134,1 millions d'euros au 30 juin 2007 contre 147,7 millions d'euros au 30 juin 2006. Cette diminution s'explique principalement par des remontées de dividende de la part des filiales moins importantes en 2007 qu'en 2006.

Rentabilité des fonds propres

Capitaux propres part du groupe

Au 30 juin 2007, les capitaux propres, part du groupe, s'élèvent à 1918,4 millions d'euros contre 1892,4 millions d'euros au 31 décembre 2006. Le tableau suivant donne les principales variations de la période.

(en milliers d'euros)

	Capital	Primes d'émission	Résultats cumulés	Réserve de réévaluation	Autres		Total part du Groupe	Part des minoritaires	Total des capitaux propres	
					Ecart de Conversion	Actions propres				
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2005	14 346	444 985	1 194 210	142 463	24 021	(82 972)	(58 951)	1 737 053	7 869	1 744 922
Normes IFRS										
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain / (perte) d'évaluation pris en capitaux propres				(18 340)				(18 340)	98	(18 242)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées										
Dérivés de couverture de trésorerie (cash flow hedges)				787				787		787
Gain / (perte) pris en capitaux propres										
Incidence des transferts en résultat des profits ou des pertes réalisés sur la période										
Incidence des transferts sur le montant initial des dérivés de couverture										
Incidence des écarts de conversion					(13 129)		(13 129)	(13 129)	11	(13 118)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(17 553)	(13 129)	-	(13 129)	(30 682)	109	(30 573)
Résultat net consolidé de l'exercice			326 054					326 054	4 181	330 235
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	326 054	(17 553)	(13 129)	-	(13 129)	295 372	4 290	299 662
Mouvements de capital	38	3 073				8 259	8 259	11 370	47	11 417
Distribution de dividendes			(151 821)					(151 821)	(1 874)	(153 695)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			1 783					1 783		1 783
Autres variations			(1 371)					(1 371)	8 821	7 450
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2006	14 384	448 058	1 368 855	124 910	10 892	(74 713)	(63 821)	1 892 386	19 153	1 911 539
Normes IFRS										
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain / (perte) d'évaluation pris en capitaux propres				(36 821)				(36 821)	(19)	(36 840)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées										
Dérivés de couverture de trésorerie (cash flow hedges)										
Gain / (perte) pris en capitaux propres										
Incidence des transferts en résultat des profits ou des pertes réalisés sur la période										
Incidence des transferts sur le montant initial des dérivés de couverture										
Incidence des écarts de conversion					(4 816)		(4 816)	(4 816)	14	(4 802)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(36 821)	(4 816)	-	(4 816)	(41 637)	(5)	(41 642)
Résultat net consolidé de l'exercice			231 186					231 186	2 248	233 434
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	231 186	(36 821)	(4 816)	-	(4 816)	189 549	2 243	191 792
Mouvements de capital	7	755				4 177	4 177	4 939		4 939
Distribution de dividendes			(174 196)					(174 196)	(2 876)	(177 072)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			1 326					1 326		1 326
Annulation boni/mali sur actions d'autocontrôle			4 403					4 403		4 403
Autres variations			(84)			38	38	(46)	501	455
Capitaux propres du Groupe au 30 juin 2007	14 391	448 813	1 431 490	88 089	6 076	(70 498)	(64 422)	1 918 361	19 021	1 937 382
Normes IFRS										

Les fonds propres consolidés, part du Groupe, ont progressé de 26,0 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2006. Cette progression provient principalement d'un résultat net en forte augmentation de 231,2 millions d'euros compensé d'une part par la distribution de 174,2 millions d'euros de dividende et d'autre part par la diminution de 36,8 millions d'euros des plus values latentes nettes d'impôt différé.

Retour sur capitaux propres

Le retour sur capitaux propres annualisé (calculé comme le double du ratio résultat net part du groupe de la période sur la moyenne entre les capitaux propres d'ouverture et les capitaux propres de clôture) s'établit, au 30 juin 2007, à 24,3 % contre 19,9% pour le premier semestre 2006.