

**Rapport de gestion  
du Directoire  
au 30 juin 2005**

## Sommaire

<b>Faits significatifs de la période</b> .....	<b>3</b>
<b>Evènement post clôture</b> .....	<b>3</b>
<b>Evolution de l'activité</b> .....	<b>4</b>
Chiffre d'affaires .....	4
Résultat technique net .....	6
Ratio combiné net .....	6
Résultat financier .....	7
Portefeuille financier (valeur de marché) .....	7
Résultat de l'exploitation courante.....	7
<b>Résultat de la société Euler Hermes SA</b> .....	<b>8</b>
<b>Rentabilité des fonds propres</b> .....	<b>8</b>
Résultat net consolidé .....	8
Capitaux propres part du groupe .....	9
Retour sur capitaux propres.....	9

## **Faits significatifs de la période**

Le premier semestre 2005 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 22 avril 2005, a décidé le versement d'un dividende de 2.50 euros par titre avec l'option soit pour un paiement en numéraire soit pour un réinvestissement en actions du dividende au prix de 54.40 euros par action. Cette opération a entraîné la création de 1.661.023 actions nouvelles, soit une augmentation du capital et de la prime d'émission respectivement de 532 milliers d'euros et 89 828 milliers d'euros. A cette occasion, les AGF ont réinvesti en actions l'ensemble des dividendes leur revenant. Au 30 juin 2005, leur participation dans Euler Hermes s'élève à 68,68%.
- Au cours du premier semestre 2005, 17 413 actions nouvelles ont été créées suite à la levée d'options de souscription dans le cadre des plans de stock options 1997 et 1999. Au 30 juin 2005, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 44 784 109.
- Le 16 mars 2005, SwissRé a fait part d'un avis de franchissement du seuil de 5% à la baisse ramenant sa participation à 1 441 581 actions, soit 3.34% des actions existantes à cette date.

### ***Evolution de la notation d'Euler Hermes par Standard & Poor's***

- Le 30 mai 2005, Standard & Poor's Paris a revu de « A+ » à « AA- » les notes de solidité financière et de contrepartie des principales sociétés du Groupe Euler Hermes. Cette amélioration de la note est la conséquence directe de l'important accroissement de la rentabilité et de la solidité du Groupe Euler Hermes ces deux dernières années.

### ***Rachat des minoritaires de Euler Hermes Belgium***

- En avril 2005 Euler Hermes a finalisé le rachat des parts de « L'office National du Ducroire » et de « l'Office du Ducroire Luxembourgeois », dans sa filiale belge. Euler Hermes détient désormais 100% du capital.

### ***Sinistre Walter Bau***

- La faillite de Walter Bau en Allemagne constitue le sinistre le plus important sur le premier semestre 2005, avec un coût avant réassurance estimé à 25,7 millions principalement sur l'activité de Bonding. Après réassurance, l'impact sur les comptes consolidés s'élève à 2,5 M€

## **Evènement post clôture**

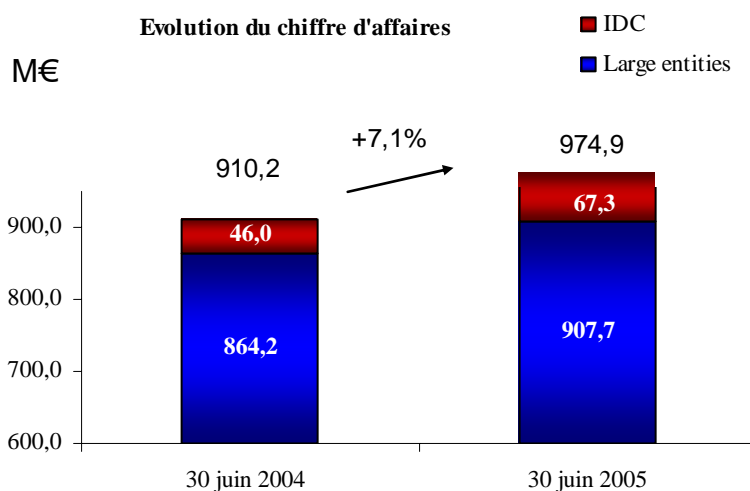
- Aucun événement majeur n'est à signaler.

## Evolution de l'activité

Les données financières présentées ci-après ont été établies en conformité avec les normes IFRS.

Le chiffre d'affaires consolidé d'Euler Hermes s'élève à 974,9 millions d'euros pour le 1<sup>er</sup> semestre 2005, en hausse de 7,1%.

Cette croissance résulte d'une part, d'une progression soutenue du chiffre d'affaires (+ 5,0%) des principales entités opérationnelles situées en Europe occidentale et en Amérique du Nord, et d'autre part, d'une croissance très dynamique (+46,1%) de l'activité commerciale dans les nouveaux marchés.



La charge de sinistres est en hausse de 7.7% par rapport à celle observée au cours du premier semestre 2004.

Cette augmentation est principalement liée à la hausse de l'activité alors que la fréquence et la sévérité des sinistres n'ont progressé que marginalement par rapport au premier semestre 2004.

Le résultat financier hors coût de financement, s'établit à 56,4 M€ au premier semestre 2005 contre 51,6 M€ sur la même période en 2004. Cette progression est principalement imputable à des plus-values réalisées principalement dans le segment actions. Les revenus courants des placements s'inscrivent en légère progression par rapport à l'année dernière, l'augmentation du portefeuille en volume étant compensée par la baisse des taux.

Le résultat net consolidé part du Groupe est au 30 juin 2005 de 121.8 millions d'euros contre 89.3 millions d'euros au 30 juin 2004 (dont 5,3M€ de contribution de l'activité Eurofactor cédée en décembre 2004).

### Chiffre d'affaires

Dans la zone euro (pays du nord de l'Europe compris), Euler Hermes enregistre une hausse de 33,2 millions d'euros de son chiffre d'affaires au premier semestre 2005, soit une progression de 4,7% malgré un environnement macroéconomique particulièrement difficile pour les économies les plus importantes de la zone Euro que sont l'Allemagne, l'Italie et la France.

Au Royaume-Uni, le chiffre d'affaires est à nouveau en hausse de 2,4% après deux années de décroissance liée principalement à un assainissement du portefeuille commercial. La zone Amérique

du Nord, confortée par un environnement économique favorable, affiche une forte croissance de 14% de son chiffre d'affaires soutenue par une politique commerciale dynamique.

La bonne tenue du chiffre d'affaires au deuxième trimestre 2005, après la performance élevée enregistrée au premier trimestre 2005, confirme la capacité d'Euler Hermes à atteindre ses objectifs commerciaux.

La croissance repose essentiellement sur les facteurs suivants :

1. Un meilleur taux de fidélisation des assurés, conséquence d'une qualité de service encore améliorée par Euler Hermes.

2. Une augmentation du nombre de nouveaux assurés, notamment en Allemagne, en France, en Italie, au Benelux et aux Etats-Unis. Cette augmentation est soutenue par une plus grande demande des entreprises en matière d'externalisation des risques sur les créances commerciales. Parallèlement, l'amélioration du rating d'Euler Hermes de A+ à AA- par Standard & Poor's reflète la solidité financière d'Euler Hermes et conforte ses clients.

3. Euler Hermes profite également, dans certains secteurs, d'un développement du chiffre d'affaires de ses assurés meilleur que prévu, qui a eu pour conséquence une révision à la hausse des primes acquises en 2005.

Au cours du premier semestre 2005, la hausse enregistrée dans les nouveaux marchés s'élève à 21,1 millions d'euros, soit + 46,1% par rapport au premier semestre 2004. Leur poids dans le chiffre d'affaires total passe ainsi de 5% à fin juin 2004 à 7% à fin juin 2005.

	Jun 2004	Jun 2005	Var 2005/2004
<b>En millions d'euros</b>			
Allemagne	343,0	355,8	3,7%
France	183,9	189,7	3,2%
Italie	106,2	111,0	4,6%
Royaume Uni	106,7	109,3	3,8%
Etats-Unis	54,2	62,0	15,7%
Belgique	32,5	37,2	6,0%
Pays-Bas	18,9	23,0	21,2%
Scandinavie	18,7	19,8	5,3%
<b>Sous total principales Business Units</b>	<b>864,2</b>	<b>907,7</b>	<b>5,0%</b>
<b>Sous total Développement International</b>	<b>46,0</b>	<b>67,3</b>	<b>46,1%</b>
<b>Chiffre d'affaires - Assurance crédit</b>	<b>910,2</b>	<b>974,9</b>	<b>7,1%</b>

### Résultat technique net

Avant intégration des produits nets des placements, le résultat technique net de réassurance ressort à 140,1 millions d'euros contre 120,5 millions d'euros au 30 juin 2004.

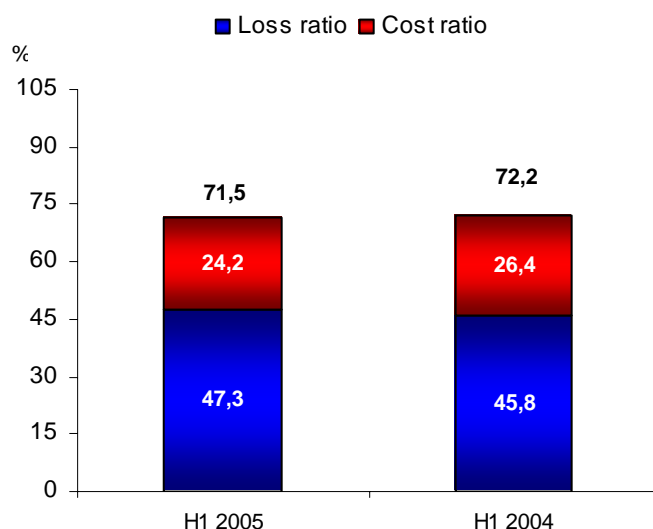
en milliers d'euros	juin-04	juin-05	Variation 2005/2004
Primes nettes acquises	432 679	491 623	13,6%
Charge nette des sinistres	-198 622	-233 160	17,4%
Frais d'exploitation nets	-113 594	-118 379	4,2%
<b>Résultat technique</b>	<b>120 463</b>	<b>140 084</b>	<b>16,3%</b>

Cette progression du résultat technique de l'assurance crédit est due à la conjonction des éléments suivants :

- a) Une forte progression des primes nettes liée à l'évolution commerciale décrite ci-dessus et à la réduction des taux de cession aux réassureurs de 10 points en Allemagne, de 3 points en Italie et de 5 points au Benelux.
- b) Une augmentation de la charge de sinistres légèrement supérieure à l'augmentation des primes principalement liée à des run-off moindres au premier semestre 2005 par rapport à la même période en 2004.
- c) Une hausse modérée des coûts au regard de la croissance des primes nettes liée à:
  - Une forte croissance des revenus accessoires.
  - Un contrôle strict des frais généraux

### Ratio combiné net

Grâce à l'effet conjugué de la hausse du résultat technique et de la hausse des primes nettes acquises, le ratio combiné net calculé après réassurance est pour le premier semestre 2005 de 71,5%, contre 72,2% pour la même période en 2004.



### **Résultat financier**

Le résultat financier hors coûts de financement pour le premier semestre 2005 s'élève à 56,5 millions d'euros contre 51,6 millions d'euros pour le premier semestre 2004 soit une hausse de 9,6%.

en milliers d'euros	juin-05	juin-04	Variation 2004/2005
Revenus net courant des placements	46 753	46 449	0,7%
Plus et moins valeurs réalisées incl. dépréciations	9 764	5 141	89,9%
<b>Résultat financier net</b>	<b>56 517</b>	<b>51 590</b>	<b>9,6%</b>

Cette hausse provient essentiellement des plus values réalisées sur le portefeuille action, sur le plan des revenus courants, la stabilité est le résultat de l'augmentation du portefeuille de placements compensée par la baisse des revenus obligataires du fait du niveau actuel des taux d'intérêt.

### **Portefeuille financier (valeur de marché)**

Sur le premier semestre, le portefeuille financier a augmenté de 136,3 M€ alimenté par les bons résultats opérationnels ainsi que la hausse des marchés actions.

Le portefeuille de placements en valeur de marché se répartit comme suit :

En milliers d'euros	juin-05	%	déc-04	%
Obligations	1 890 577	65,5%	1 771 136	64,4%
Actions	494 393	17,1%	445 462	16,2%
Immeubles	111 492	3,9%	116 311	4,2%
Court terme	139 497	4,8%	102 698	3,7%
Prêts et autres investissements	251 751	8,7%	315 804	11,5%
<b>Total</b>	<b>2 887 710</b>	<b>100%</b>	<b>2 751 411</b>	<b>100%</b>

### **Résultat de l'exploitation courante**

Le résultat d'exploitation courant de l'assurance crédit s'établit à 191,9 millions d'euros contre 154,5 millions d'euros au 30 juin 2004.

en milliers d'euros	juin-05	juin-04	Variation 2004/2005
Chiffre d'affaires	974 937	910 204	7,1%
Charges des sinistres hors frais de gestion des sinistres	-390 207	-361 793	7,9%
Frais d'exploitation bruts	-370 315	-369 382	0,3%
Résultat de la réassurance cédée	-79 037	-76 129	3,8%
Produits financiers nets de charge	56 517	51 590	9,6%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>191 895</b>	<b>154 490</b>	<b>24%</b>

## Résultat de la société Euler Hermes SA

La contribution au résultat consolidé de la société Euler Hermes SA hors dépréciation des goodwill s'établit à -5,8 millions d'euros, en nette amélioration par rapport à celle observée à fin juin 2004 (-13,8 millions d'euros). Cette évolution est liée au désendettement de la holding faisant suite à la vente d'Eurofactor, aux augmentations de capital associées au paiement du dividende en actions et à l'exercice d'options de souscriptions.

### Rentabilité des fonds propres

#### Résultat net consolidé

Le résultat net part du Groupe s'élève à **121,8** millions d'euros contre 89,3 millions d'euros pour le premier semestre 2004.

en milliers d'euros	juin-05	juin-04	Variation 2004/2005
Chiffre d'affaires	974 937	910 204	7,1%
Charges des sinistres hors frais de gestion des sinistres	-390 207	-361 793	7,9%
Frais d'exploitation bruts	-370 315	-369 382	0,3%
Résultat de la réassurance cédée	-79 037	-76 129	3,8%
Produits financiers nets de charges	56 517	51 590	9,6%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	191 895	154 490	24%
Autres produits et charges		-7 105	n.s.
<b>Résultat opérationnel</b>	191 895	147 385	30%
Charges de financement	-4 600	-11 529	-60%
Quote-part dans les résultats des entreprises associées	3 796	1 294	193%
Impôts sur les résultats	-68 852	-51 515	34%
Résultat après impôt des activités cédées	0	5 298	n.s.
Résultat net de l'ensemble consolidé	122 239	90 933	34%
Part revenant aux actionnaires minoritaires	-403	-1 624	-75%
<b>Résultat net part du groupe</b>	121 836	89 309	36%

### *Capitaux propres part du groupe*

Au 30 juin 2005, les capitaux propres, part du groupe, s'élèvent à **1 561,4** millions d'euros contre **1 377,8** millions d'euros au 31 décembre 2004. Le tableau suivant donne les principales variations de la période.

en milliers d'euros	Capital et primes	Résultats cumulés	Résultat de l'exercice	Réserve de réévaluation	Autres	Total
<b>Capitaux propres consolidés part du groupe au 31 déc. 2004</b>	<b>367 706</b>	<b>784 252</b>	<b>239 224</b>	<b>89 821</b>	<b>-103 170</b>	<b>1 377 833</b>
Augmentation de capital	90 662				5 947	96 609
Ecart de conversion					30 843	30 843
Effets de réévaluation				38 659		38 659
Affectation du résultat 2004		239 224	-239 224			0
Dividendes versés		-103 621				-103 621
Résultat net part du groupe			121 836			121 836
Autres variations		-750				-750
<b>Capitaux propres consolidés part du groupe au 30 juin 2005</b>	<b>458 368</b>	<b>919 105</b>	<b>121 836</b>	<b>128 480</b>	<b>-66 380</b>	<b>1 561 409</b>

Sur le premier semestre, les capitaux propres consolidés ont augmenté de 183,6 millions d'euros principalement du fait :

- De l'augmentation de capital associée au paiement du dividende en actions ;
- De la réévaluation associée aux écarts de conversion et aux évolutions des marchés financiers ;
- Du résultat de la période.

### *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 capitaux propres de clôture) s'établit, au 30 juin 2005, à 16,6 % contre 15,1 % pour le premier semestre 2004.