

**Rapport de gestion
du Directoire**

Exercice 2008

Sommaire

Bilan de l'année 2008	3
Stratégie d'Euler Hermes	6
Faits marquants de l'exercice.....	9
Evolution de l'activité.....	10
Résultat consolidé du groupe.....	13
Evolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe	20
Capitaux propres consolidés et capital ajusté	28
Création de valeur pour l'actionnaire	29
Evolution de l'activité de la société Euler Hermes SA	32
Perspectives d'avenir.....	34

Bilan de l'année 2008 : l'année zéro d'une crise inédite

2008 s'inscrira sans doute dans les livres d'histoire économique comme l'année où l'économie mondiale est entrée après des années de croissance dynamique dans une crise globale et profonde. Le choc subi par l'économie mondiale est exceptionnel, puisque tout à la fois de forte intensité et rapide.

Il s'agit, de façon simultanée, d'une crise de l'économie réelle et d'une crise de la sphère financière, les deux s'auto-entretenant dangereusement dans une spirale récessive. C'est une crise globale aussi du fait de sa propagation à toutes les régions du monde (Amérique, Europe, Asie...) et de sa diffusion à tous les grands agents économiques (ménages, entreprises, banques, collectivités et États), touchant ainsi toutes les composantes de la demande (consommation, investissement des entreprises, investissement logement). Cette dégradation de la conjoncture, qui s'est accélérée avec les développements dramatiques de la crise financière depuis septembre (faillite de Lehman Brothers, sauvetage in extremis de AIG et de Citigroup, ...), a amené la plupart des acteurs économiques à revoir leurs perspectives à court et moyen terme, tant pour les pays développés que pour les pays émergents.

Les pays développés, qui représentent 70 % du PIB mondial, sont passés du mode "fort ralentissement", qui était celui attendu, au mode "récession ou presque", pour tous, de façon brutale en cours d'année 2008. La baisse de régime s'était enclenchée dès la fin 2007, avec le retournement de l'immobilier dans plusieurs pays et la prolongation de la crise financière, puis elle s'était confortée au 2e trimestre 2008 avec l'envolée des prix énergétiques et de l'alimentaire. Elle s'est accélérée encore au 3e trimestre, jusqu'à aboutir à une nette contraction de la production de l'ensemble des pays développés, avec une croissance négative de -0,2 %, pour la première fois depuis le 3e trimestre 2001, et avec déjà plusieurs pays de facto officiellement entrés en récession technique (Japon, Allemagne, Italie, Irlande, Suède). Mais le pire n'a pas été atteint pour autant fin septembre 2008, car c'est un véritable déluge d'indicateurs conjoncturels en retrait, ou en effondrement, qui s'est abattu sur l'ensemble des pays développés en octobre, puis en novembre puis à nouveau en décembre.

C'est le fléchissement très net de la demande interne, dans ses deux principales composantes, consommation privée et investissement, qui est à l'origine de la rupture dans les pays développés, avec d'autant plus d'impact que ces pays sont aussi respectivement tous les principaux partenaires commerciaux les uns des autres.

Dans le même temps, les pays émergents, ont aussi ralenti, alors qu'ils représentent 30 % du PIB mondial et surtout qu'ils sont les principaux contributeurs à sa progression depuis plusieurs années (55 % de la croissance mondiale de 2006-2007). La thèse du découplage n'a pas résisté à l'ampleur du décrochage des pays développés et à la propagation du tsunami financier aux pays émergents, lesquels n'ont pas tardé à se matérialiser dans la sphère réelle et dans la sphère financière, avec de forts replis sur les marchés boursiers et les marchés des changes locaux, et avec une remontée rapide des inquiétudes sur la situation extérieure de nombre d'entre eux. Les voies de contagion de la crise sont en fait multiples : commerce extérieur, flux d'investissements, prix des matières premières (pour les économies qui reposent sur l'exploitation des ressources), financement externe...

Perspectives 2009 : probablement l'année la plus difficile pour l'économie mondiale depuis 50 ans

Le décrochage de l'activité sera donc important encore en début d'année 2009 : tous les pays développés de l'OCDE, ou presque, se retrouveraient en état de récession technique à la fin du 1er trimestre 2009, plusieurs d'entre eux alignant même déjà plus de trois trimestres consécutifs de croissance négative (Japon, Allemagne, Italie, Irlande, Royaume-Uni, Suède...).

L'aggravation du retournement des effets richesse (liés à l'immobilier et aux marchés boursiers), l'aggravation de la crise financière et bancaire, et le début de la dégradation des marchés de l'emploi entretiennent la déflagration générale. Les emplois redeviendraient la priorité n° 1 des ménages, contrecarrant l'indispensable rebond de la confiance des ménages, rapidement tombée à des points bas dans la plupart des pays fin 2008, avec la probabilité accrue d'augmenter la propension à épargner des ménages, malgré un net reflux de l'inflation. A ce recul de la consommation privée devrait s'ajouter ceux de l'investissement logement et de l'investissement productif, ces derniers s'ajustant à la baisse de la demande, au besoin de déstockage et à la baisse des profits.

La sortie de crise semble incertaine à court terme: elle ne repose pour l'essentiel que sur deux ressorts de croissance, d'une part la désinflation des prix énergétiques et d'autre part les mesures exceptionnelles prises du point de vue budgétaire et monétaire, dont l'efficacité risque fort de ne pas être aussi ample et rapide qu'espérée. Cette reprise ne se ferait pas avant le 2ème semestre 2009 et resterait difficile, vue l'ampleur des déséquilibres à résorber. Au final, elle n'empêchera pas d'avoir un bilan 2009 nettement plus dégradé que celui 2008 qui a bénéficié d'un environnement plus favorable durant son premier semestre. Ainsi, il faut s'attendre à une récession dans les pays de l'OCDE (-0,5 %) et à un fort ralentissement dans les pays émergents (+3,6 %).

L'évolution des défaillances d'entreprises

Dans ce contexte, la croissance des défaillances d'entreprises a été spectaculaire en 2008 : +25% en moyenne mondiale. Les économies hors OCDE subissant une fermeture parallèle de tous leurs débouchés, nombre de défaillances en chaîne dans des secteurs dédiés à l'exportation, y compris dans des pays aussi dynamiques que la Chine, se sont produites. Les deux premiers secteurs subissant l'envolée des défaillances dans de nombreux pays sont l'immobilier et la finance : sur les dix principales défaillances enregistrées en 2008 aux Etats-Unis, cinq sont dans l'intermédiation financière et trois dans l'immobilier, tandis qu'au Japon, les chiffres sont respectivement de quatre et cinq. Si la mondialisation explique directement la diffusion dans le secteur financier, celle dans les secteurs immobiliers est plus difficile à interpréter. Ainsi, en Allemagne et en France, à côté de l'industrie, ce sont les secteurs liés à la consommation, notamment le commerce de détail, qui sont touchés en nombre par les défaillances de 2008. Enfin, au Royaume-Uni, économie sans doute la plus déstabilisée par la crise actuelle, une conjonction de défaillances dans tous ces secteurs à la fois est constatée.

Les défaillances de plus de 100 millions d'euros en 2008 (liste établie à fin octobre)

Tableau établi à partir des plus grosses défaillances 2008 connues à fin octobre et identifiées par les filiales du groupe Euler Hermes dans les pays suivants : Etats-Unis, Canada, Japon, Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Belgique, Finlande, Royaume-Uni, Suède, Danemark, Norvège, Suisse et Pologne.

Pays	Société	Dernier CA connu en millions €	Activité	date de la faillite
Japon (*)	Lehman Brothers Japan Inc.	25418	Intermédiation financière	09/08
Etats-Unis	Washington Mutual Inc.	7025	Intermédiation financière	09/08
Etats-Unis	SemGroup LP	6899	Extraction de pétrole brut et de gaz naturel	07/08
Royaume-Uni	Future Communications (UK) Ltd	4096	Activités informatiques et activités rattachées	03/08
Japon (*)	Lehman Brothers Holdings Japan Inc	3822	Intermédiation financière	09/08
Japon (*)	Lehman Brothers Commercial Mortgage K.K.	2848	Intermédiation financière	09/08
Japon (*)	Sunrise Finance Co.	2696	Intermédiation financière	09/08
Etats-Unis	Lehman Brothers Holdings Inc	2269	Intermédiation financière	09/08
Royaume-Uni	Innovative Global Business Group Ltd	2258	Services aux entreprises	03/08
Etats-Unis	LandSource Communities Development LLC	2101	Activités immobilières	09/08
Japon (*)	Urban Corporation	1895	Activités immobilières	08/08
Etats-Unis	TOUSA, Inc.	1725	Construction	01/08
Etats-Unis	Quebecor World (USA) Inc	1590	Imprimerie et activités annexes	01/08
Japon (*)	KR Estate Co., Ltd.	1243	Activités immobilières	04/08
France	groupe LERO	1078	Commerce, entretien et réparation de véhicules automobiles et de motocycles; commerce de détail de carburants automobiles	06/08
Espagne	Martinsa-Fadesa Group	1028	Activités immobilières	07/08
Japon (*)	Roppongi Kaihatsu K.K.	993	Activités immobilières	01/08
Royaume-Uni	MFI Retail Ltd	840	Commerce de détail	10/08
Royaume-Uni	UDL Realisations Ltd (Unique Distribution Ltd)	825	Prod., collecte et distribution d'électricité	03/08
Royaume-Uni	XL Leisure Group Plc	802	Transports aériens	09/08
Canada	Quebecor World Inc	782	Edition, imprimerie et reprodu. de supports enregistrés	01/08
Royaume-Uni	Lehman Brothers Limited	722	Intermédiation financière	09/08
Japon (*)	Zephyr Co., Ltd.	703	Activités immobilières	07/08
Allemagne	Hertie GmbH	680	Commerce de détail	07/08
Italie	ALITALIA SERVIZI S.P.A.	652	Fab. de matériels de transport	09/08
France	groupe CAUVAL	650	Fab. de meubles	09/08
Etats-Unis	IndyMac Bancorp Inc	641	Intermédiation financière	07/08
Royaume-Uni	Merchant Holdco Limited	597	Intermédiation financière	02/08
Royaume-Uni	Resource Partners Group Ltd	592	Intermédiation financière	02/08
Japon (*)	Kyodo Kosan K.K.	558	Activités immobilières	08/08
Japon (*)	Niiusu K.K.	542	Industrie manufacturière	04/08
Canada	InterTan Canada (Circuit City)	472	Commerce de détail	02/08
Allemagne	Maxdata AG	470	Fab. de machines de bureau et de matériel de traitement de l'information	06/08
Royaume-Uni	MK Airlines Ltd	451	Transports aériens	06/08
Allemagne	Sinn-Leffers GmbH	450	Textile/Habillement (Commerce de détail)	08/08
Espagne	Prometheus Group	446	Commerce de gros	10/08
Espagne	SEOP OBRAS Y PROYECTOS SL	434	Construction	04/08
Italie	"KARTOGROUP SOCIETA' A RESPONSABILITA'LIMITATA" ABBREVIABILE IN "KARTOGROUP"	419	Fab. de papier, carton	09/08
France	ARES	412	Activités informatiques et activités rattachées	07/08
Corée du Sud	Taesan LCD Co., Ltd	384	Fab. d'équipements et appareils de radio, télévision et communication	09/08
Etats-Unis	Fremont General Corporation	382	Intermédiation financière	06/08
France	CAMIF PARTICULIERS	360	Distribution	10/08
R. Tchèque	FIC CZ, s.r.o.	339	Fab. d'autres matériels électriques	07/08
Royaume-Uni	Erinaceous Group Plc	332	Immobilier	04/08
Allemagne	Knaus Tabbert Group GmbH	329	Caravanes et mobilehomes	10/08
Etats-Unis	WCI Communities Inc.	293	Construction	08/08
France	groupe MATUSSIÈRE ET FOREST	280	Fab. de papier, carton	04/08
Allemagne	Ricó Internationale Transporte und Logistik GmbH	280	Transports, entreposage et communications	03/08
Royaume-Uni	The Laurel Pub Group Company Limited	272	Restaurants, cafés et cantines	03/08
Royaume-Uni	Dowelhurst (Holdings) Ltd	263	Commerces de gros	02/08
Espagne	Urazca Group	250	Construction	06/08
Allemagne	Scheufelen GmbH & Co. KG	230	Fab. de papier, de carton et d'articles en papier et en carton	07/08
Corée du Sud	Wooyoung Co., Ltd	220	Fab. d'équipements et appareils de radio, télévision et communication	02/08
France	MARIE BRIZARD ET ROGER INTERNATIONAL	207	Commerces de gros	07/08
France	groupe CELEOS	200	Activités immobilières	09/08
R. Tchèque	Bohemia Crystalex Trading, a.s.	199	Commerces de gros	09/08
France	LAMBERET CONSTRUCTIONS ISOTHERMES	198	Construction de véhicules automobiles, de remorques et de semi-remorques	10/08
Allemagne	Wehmeyer GmbH & Co. KG	189	Textile (Commerce de détail)	07/08
France	EUROSTYLE FRANCE	180	Fab. d'articles en matières plastiques	10/08
France	groupe DMC	180	Fab. de textiles	05/08
Italie	ALITALIA AIRPORT S.P.A.	160	Transports aériens	09/08
Espagne	LABARO GRUPO INMOBILIARIO SA	150	Activités immobilières	04/08
Canada	Bentley Leathers Inc	136	Commerce de détail	03/08
Allemagne	Lindenau GmbH	134	Construction et réparation de navires	09/08
Belgique	ERA-DATA	122	Informatique (détail)	06/08
Espagne	Cosmani Group	120	Activités immobilières	05/08
Italie	C.P.L. IMPERIAL 2 S.P.A.	119	Commerce de gros	08/08
Belgique	RALOS	116	Fabrication de tapis et moquettes	08/08
Italie	MEDI MAX ELECTRONICS S.P.A.	116	Commerce de gros	03/08
Autriche (*)	Dr. Karl Hofer (Notar), Wien	110	Services aux entreprises	07/08
R. Tchèque	Spektrum CZ, a.s.	108	Commerces de gros	08/08
Italie	ALPI EAGLES S.P.A.	106	Transports aériens	05/08
Italie	FAVINI S.P.A. - IN LIQUIDAZIONE	105	Fab. de papier, carton	04/08
Danemark	Santech Micro Group Denmark A/S Under Konkurs	105	Commerce de gros	2008
Allemagne	Donges Stahlbau GmbH	100	Fab. de meubles	03/08

Stratégie d'Euler Hermes

La stratégie d'Euler se décompose en 3 axes afin de faire face aux défis à court, moyen et long terme

1°) Stratégie à court terme

La stratégie à court terme d'Euler Hermes se fonde sur la protection de sa base de capital quel que soit l'environnement macroéconomique. Dans le contexte actuel, où la plupart des économies sont confrontées à une forte contraction de l'activité économique, cette protection devient même essentielle.

La protection de sa base de capital s'articule autour de 4 axes :

- a) Une gestion adéquate du portefeuille commercial et du portefeuille des risques afin de maintenir un ratio de sinistralité inférieur à 80%;
- b) Un contrôle strict des coûts permettant de maintenir un ratio combiné inférieur à 100%;
- c) Une politique de réassurance protégeant la base de capital du groupe en offrant une cession adéquate des risques de sévérité au marché de la réassurance et en permettant ainsi de limiter l'impact direct d'un gros sinistre à moins de 5% des fonds propres du groupe;
- d) Une gestion prudente du portefeuille financier en donnant la priorité aux investissements à profil de risque faible (obligations d'Etats, dépôts à court terme,...) et à rendement stable.

L'exécution de cette stratégie, hors sinistres exceptionnels, a pour but de permettre à Euler Hermes de dégager un résultat net positif, même dans un environnement macroéconomique moins favorable.

2°) Stratégie à moyen terme

Euler Hermes considère que son activité est fortement liée aux cycles des économies mondiales qui se traduisent par des périodes de croissance et de décroissance plus ou moins longues. Sur une période de 10 ans, Euler Hermes vise à offrir à ses actionnaires un retour sur fonds propres d'environ 15 % en tablant sur un ratio combiné moyen de 80 % et un rendement moyen de son portefeuille financier de 4%.

Euler Hermes tient également à rassurer ses assurés sur sa solidité financière en visant un rating S&P A+ au minimum tout au long du cycle.

3°) Stratégie à long terme

La stratégie à long terme d'Euler Hermes est focalisée sur le développement de son métier cœur l'Assurance Crédit et s'articule autour de quatre grands axes :

a- Une position très forte de leader sur le marché européen

L'Europe, y compris l'Europe de l'Est, est le marché cœur du Groupe Euler Hermes. Euler Hermes est le leader du marché dans la plupart des pays européens et reste attentif à toute opportunité de consolidation de sa position sur ce marché.

La profitabilité dégagée par Euler Hermes sur ce marché cœur lui permet d'investir dans des relais de croissance hors d'Europe où les besoins de ses clients sont croissants et où l'économie mondiale est aujourd'hui la plus dynamique.

b- Des relais de croissance importants notamment en Amérique du Nord et dans les marchés émergents

Le premier des relais de croissance d'Euler Hermes hors Europe se situe en Amérique du Nord. Euler Hermes y poursuit une politique de croissance long terme et continue d'y renforcer sa couverture géographique et son réseau de commercialisation.

Parallèlement, le groupe Euler Hermes poursuit son développement dans de nouveaux marchés. Ainsi, en 2008, le Groupe a :

- renforcé sa présence en Asie et en Russie;
- développé ses activités en Turquie et Israël et démarré une activité à Dubaï et au Qatar;
- lancé une activité en Argentine et en Colombie.

c- Une stratégie de croissance s'appuyant sur une infrastructure commune et des processus intégrés.

Le logiciel IRP «gestion de l'Information, du Risque et des Polices », développé en interne, permet une utilisation extensive d'informations détaillées à travers le monde. Ce logiciel est désormais utilisé par toutes les filiales.

Chaque société du groupe n'est pas seulement responsable des décisions d'engagements sur sa zone géographique de compétence pour ses propres assurés, mais arbitre également les demandes de garanties émises par les sociétés sœurs sur des risques crédits localisés dans sa zone de responsabilité.

Par ailleurs, l'échange des « Best Practices » à travers le groupe reste une source primordiale d'augmentation de la productivité pour toutes les filiales. Euler Hermes a ainsi entamé depuis 2006 un projet d'harmonisation de ses méthodes de recouvrement à travers le monde afin d'étendre au niveau du groupe les meilleures pratiques locales.

Un exercice similaire a été engagé en 2007 pour l'activité de réassurance à travers une migration sur une plateforme commune de tous les traités de réassurance en 2008. Ce projet permettra d'automatiser les processus opérationnels et comptables entre les différentes entités du groupe et les réassureurs.

Euler Hermes a également lancé un programme d'harmonisation de ses outils comptables en lançant un projet de déploiement de SAP dans toutes ses grandes entités opérationnelles. A fin 2009, toutes les grandes filiales européennes auront finalisé la migration sur la plateforme commune.

d- Un développement commercial fort grâce à une attention toujours plus grande portée aux clients

Euler Hermes cherche à améliorer sans cesse la satisfaction et la fidélité de ces clients via :

- une qualité de service de premier plan (délais de réponses plus courts, justification des décisions...);
- le développement d'une gamme de polices très complète et adaptée à toutes les tailles de sociétés, des toutes petites entreprises aux entreprises multinationales (World Policy);
- une politique de recouvrement très efficace qui fait d'Euler Hermes un des leaders mondiaux du secteur ;
- une démarche structurée en faveur de l'innovation au service de nos clients.

Ce plan s'est traduit notamment en 2008 par le lancement d'une structure commerciale dédiée exclusivement aux entreprises internationales. Cette nouvelle entité opérationnelle est promue sous le nom de « Euler Hermes World Agency ».

Enfin, Euler Hermes continue de déployer des ressources pour dynamiser ses activités de services, notamment dans le domaine du recouvrement et de l'information.

Faits marquants de l'exercice

La profonde crise économique et financière qui a frappé l'ensemble des économies mondiales en 2008 s'est principalement traduite pour le groupe Euler hermes par une forte croissance de la fréquence des sinistres, tant en nombre qu'en montant.

Par ailleurs, l'année 2008 a été marquée par les événements suivants:

▪ Evolution du capital et de l'actionariat

L'Assemblée Générale d'Euler Hermes, qui s'est tenue le 15 mai 2008, a décidé le versement d'un dividende de 5 euros par titre. Au 31 décembre 2008, le groupe Allianz détient 30 744 048 actions sur un total de 45 082 230, soit 68,20% des actions.

Au cours de l'exercice 2008, 29 717 actions nouvelles ont été créées suite à la levée d'options de souscription dans le cadre des plans de stock options 1998 et 2003. Au 31 décembre 2008, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 45 082 230 dont 1 540 644 actions propres.

▪ Poursuite du développement à l'international

Au 1er janvier 2008, la filiale chinoise Euler Hermes Information Consulting Co., Ltd a été ouverte à Shanghai. Elle reprend toutes les activités de l'ancienne société de service Euler Hermes Services Shanghai Representative Office à savoir l'évaluation et la signature d'agréments.

Le 26 février 2008, Euler Hermes a annoncé l'ouverture d'une filiale en Colombie dont le siège se trouve à Bogota. Le groupe offre à ses clients colombiens une large gamme de services pour améliorer la gestion de leur poste clients ainsi qu'un accès à son réseau international. En parallèle, tous les clients d'Euler Hermes à travers le monde peuvent bénéficier de l'ouverture d'un bureau d'arbitrage du risque dans cette région.

Au début du second trimestre, Euler Hermes a renforcé sa présence en Inde avec la création d'Euler Hermes Services India Private Limited. Euler Hermes a débuté son activité en Inde en 2005 avec le partenariat signé avec l'assureur Bajaj Allianz.

Le 7 avril 2008, Euler Hermes a annoncé la création de la société Euler Hermes World Agency, nouvelle filiale au service des entreprises multinationales. Cette structure intégralement dédiée aux multinationales met à leur disposition une équipe d'experts internationaux et leur propose une gamme de services unique pour optimiser la gestion et la sécurisation de l'ensemble de leur poste clients.

Le 9 juin 2008, Euler Hermes a annoncé la signature d'un accord de coopération avec la Qatar Insurance Company et ses filiales d'Oman et du Koweït. Grâce à ces accords de coopération et de réassurance, les entreprises présentes dans ces trois pays bénéficient aujourd'hui de la souplesse et de l'efficacité de l'assurance-crédit pour gérer leurs risques de crédit. Elles peuvent également s'appuyer sur l'expertise et les compétences d'analystes connaissant leur environnement économique et leur culture pour optimiser la gestion de leur poste clients.

Le 3 juillet 2008, Euler Hermes et Rosno, tous deux membres du groupe Allianz, donnent un nouvel élan à leur collaboration en Russie, démarrée en 2004. Après l'ouverture d'un bureau

de représentation d'Euler Hermes dans les locaux de Rosno en Russie, la création de la société OOO Euler Hermes Credit Management marque une étape supplémentaire dans la diffusion de l'assurance-crédit auprès des entreprises russes et des sociétés exportant vers la Russie.

▪ Variations du périmètre de consolidation

Les variations du périmètre de consolidation intervenues au cours de 2008 sont les suivantes :

Entrées de périmètre

Les sociétés de service Euler Hermes Information Consulting (Shanghai) Co., Ltd, Euler Hermes Colombie, Euler Hermes World Agency, OOO Euler Hermes Credit Management (Russie) et Euler Hermes Services India Private Limited ont été intégrées globalement à compter du 1^{er} janvier 2008.

Au cours du troisième trimestre 2008, le groupe Euler Hermes a fait l'acquisition de 49% de la société OeKB Beteiligungs- und Management A.G., détenue par Österreichische Kontrollbank (ÖKB), dont l'offre d'assurance-crédit intègre une couverture du risque politique. Cette acquisition a été financée par l'apport des titres Prisma Kreditversicherungs A.G. (49%) et par un complément en numéraire. L'impact dans les comptes consolidés de l'apport de Prisma Kreditversicherungs A.G. au sein de cette société est le suivant :

- Une plus value de cession a été constatée à hauteur de 12 millions d'euros ;
- L'écart d'acquisition enregistré s'élève à 7 millions d'euros.

Sorties de périmètre

A fin décembre 2008, l'entité lituanienne mise en équivalence Lietuvos Draudimo Kreditu Draudimas a été liquidée.

▪ Augmentation de la rétention

Le taux de rétention des primes est défini comme le rapport entre les primes après cessions en réassurance et ces mêmes primes avant cession. Ce taux est passé de 73,5% pour l'exercice 2007 à 77,4% à fin décembre 2008 et les primes acquises nettes de réassurance ont progressé de 8,3% entre 2007 et 2008, dont 5,6% s'expliquent par la hausse de la rétention.

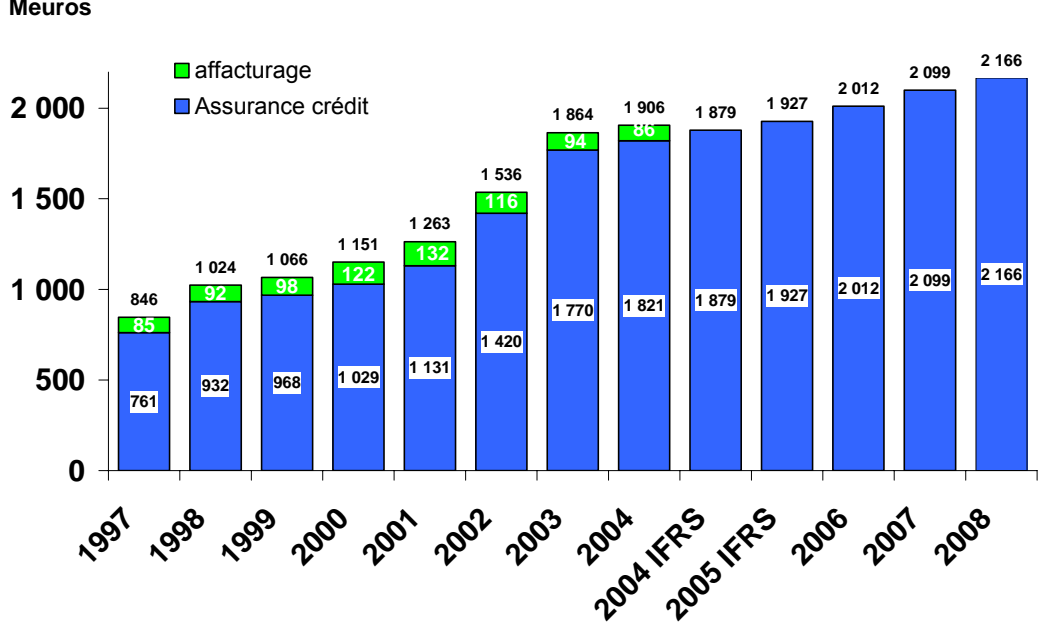
Evolution de l'activité

Le chiffre d'affaires de l'exercice 2008 s'élève à 2 166,5 millions d'euros en progression de 3,2% par rapport au chiffre d'affaires de l'exercice 2007 (2 099,4 millions d'euros).

Après prise en compte des variations de périmètre de consolidation et des effets de variation de change, le chiffre d'affaires progresse de **5,2%**.

Chiffre d'affaires consolidé Meuros

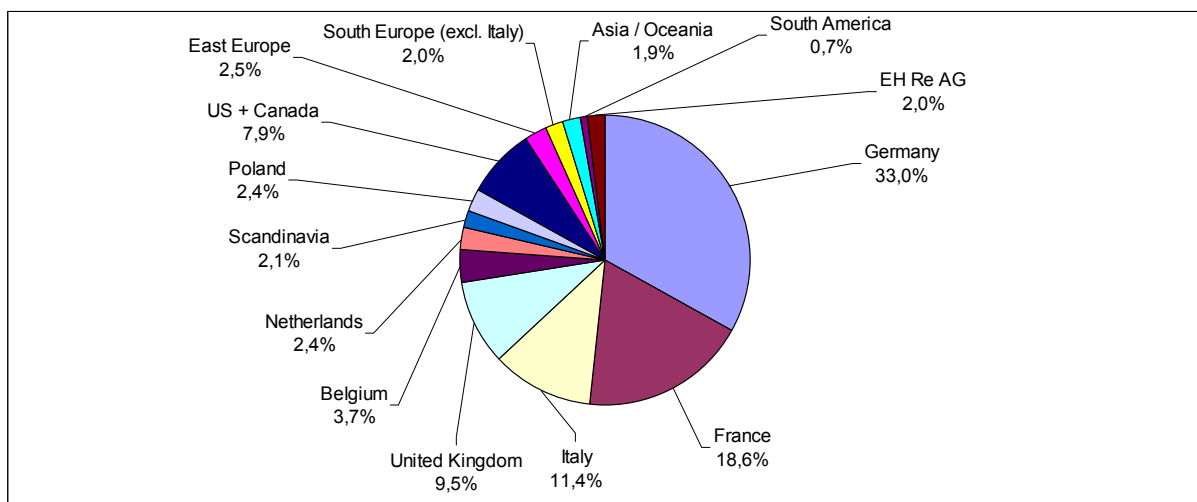
Taux de croissance annualisé sur la période 1997-2008 : 8,9%

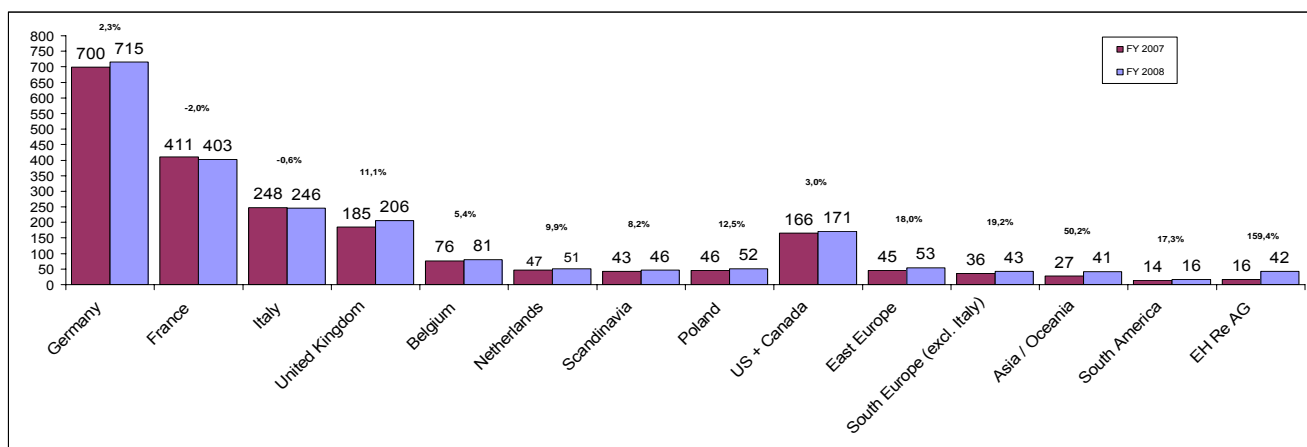


Chiffre historique jusqu'à 2004, pro forma 2005.

La croissance du chiffre d'affaires en 2008 s'explique par une dynamique commerciale différenciée par zone géographique et par nature d'activité.

Répartition du chiffre d'affaires par pays





Le tableau ci-dessus reprend le chiffre d'affaires 2007 après élimination des effets de variations de périmètre, de taux de change et excluant les ajustements comptables.

La croissance du chiffre d'affaires en 2008 demeure relativement bien orientée dans le contexte difficile évoqué précédemment. Ainsi, hors variations de périmètre de consolidation et des effets de variations de change, le chiffre d'affaires progresse de 5,2%, croissance à peine inférieure à celle affichée en 2007 (5,6%).

Dans la zone Euro, la croissance limitée de la contribution au chiffre d'affaires (+1%) s'explique d'une part par un tassement des primes suite à la baisse du chiffre d'affaires assuré directement imputable au contexte économique et d'autre part par la bonne tenue des activités de services.

L'activité au Royaume-Uni affiche, à taux de change constant, pour la seconde année consécutive une forte progression de +11,1% (+8,6% en 2007). Cette très bonne performance s'explique principalement par une nouvelle production très dynamique et une pression moindre sur les taux de primes.

Aux Etats-Unis, la contribution au chiffre d'affaires marque le pas après plusieurs années de forte hausse avec une progression plus faible de 2,1% hors effet de change. Cette croissance limitée est le résultat d'un tassement des primes suite à la baisse du chiffre d'affaires enregistré par nos assurés confrontés à un contexte économique plus difficile.

En Pologne et dans les pays scandinaves, la contribution au chiffre d'affaires reste très bien orientée avec une croissance respective hors effet de change de 12,5% et 8,2%.

Enfin, les nouveaux pays continuent à afficher un fort dynamisme, principalement en Asie et en Europe de l'Est, avec une croissance de 35,1% (35,7% après élimination des effets de variations de périmètre et de taux de change).

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

En milliers d'euros	2008	2007	Variation en montant	Variation %
Primes	1 773 959	1 726 703	47 257	2,7%
Accessoires de primes	392 492	372 745	19 747	5,3%
Total chiffre d'affaires	2 166 451	2 099 448	67 003	3,2%

Les primes affichent une croissance légèrement moins importante que le chiffre d'affaires total, soutenu par la progression des revenus de service. Ces derniers progressent de 5,3% et profitent notamment de la bonne tenue des revenus liés à l'activité de recouvrement.

Résultat consolidé du groupe

Le ratio des sinistres se définit comme la charge de sinistres rapportée aux primes acquises, dont les ristournes sont déduites. Le ratio des coûts se définit comme la somme des frais d'acquisition des contrats, des frais d'administration, des autres produits et charges technique déduction faite des accessoires de primes rapportés aux primes acquises, dont les ristournes sont déduites. Les autres charges et produits non techniques sont exclus du ratio de coût (à l'exception des produits et charges non techniques relatifs aux immeubles d'exploitation).

Primes acquises

Le montant des primes acquises brutes (**1 774,0** millions d'euros) augmente de **2,7 %** par rapport à l'exercice 2007.

Le taux de cession en réassurance continue à diminuer en 2008 (**-3,9** points) en application de la stratégie d'Euler Hermes d'augmenter sa rétention.

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Primes acquises brutes	1 773 959	1 726 703	2,7%
Primes cédées	-400 740	-458 243	-12,5%
Primes nettes acquises	1 373 220	1 268 460	8,3%
Taux de cession	-22,6%	-26,5%	

Les primes nettes acquises progressent de 8,3% dont 5,6% s'expliquent par la hausse de la rétention.

Charge des sinistres

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Charge de prestation d'assurance	-1 307 430	-754 063	73,4%
Sinistres cédées en réassurance	234 636	144 207	62,7%
Charge nette de sinistres	-1 072 794	-609 856	75,9%
Ratio de sinistres brut	73,7%	43,7%	
Ratio de sinistres net	78,1%	48,1%	

L'exercice 2008 enregistre une charge brute des prestations d'assurance en forte hausse de 73,4% par rapport à 2007. Cette progression s'explique en grande partie par la profonde crise économique et financière qui s'est traduite par une importante hausse de la fréquence des sinistres et dans une moindre mesure par la réduction des boni de liquidation sur exercices antérieurs (-16,7% équivalent à -28,4 millions d'euros).

Les sinistres cédés en réassurance ont également augmenté de 62,7%. Cette croissance inférieure à celle de la charge brute des prestations d'assurance s'explique par une rétention des sinistres plus élevée (impact, - 15,4 millions d'euros).

Par conséquent, l'exercice 2008 enregistre une augmentation très sensible de la charge nette des sinistres (+463 millions d'euros), soit **+75,9%** par rapport à 2007.

Le ratio de sinistres après prise en compte de la réassurance s'établit ainsi à **78,1%** en hausse de **30** points par rapport à 2007.

Charges de sinistres de l'année en cours

En milliers d'euros	2008	2007	Variation %
Charges de sinistres brutes de l'année en cours	-1 448 875	-923 920	56,8%
Charges de sinistres cédées relatives à l'année en cours	275 650	196 380	40,4%
Charges de sinistres nettes relatives à l'année en cours	-1 173 225	-727 540	61,3%
<i>Taux de cession de l'année en cours</i>	<i>19%</i>	<i>21%</i>	

Après deux années ayant bénéficié d'un environnement très favorable de la sinistralité de l'année en cours, l'exercice 2008 aura connu une très forte dégradation de celle-ci.

Ainsi, la hausse de 56,8% des charges de sinistres brutes est principalement imputable à la forte croissance de la fréquence des sinistres, tant en nombre qu'en montant, et dans une moindre mesure à un sinistre de sévérité majeure, Woolworths, dont l'impact brut sur les comptes est de près de 59 millions d'euros.

Le taux de cession des sinistres ayant logiquement baissé de 2,2 points en raison de l'augmentation de la rétention, la charge de l'exercice en cours après prise en compte de la réassurance affiche une hausse de 61,3% par rapport à l'année 2007.

Evolution des boni de liquidation nets de recours

En milliers d'euros	2008	2007	Variation %
Charges de sinistres brutes des années antérieures	141 445	169 857	-16,7%
Charges de sinistres cédées relatives aux années antérieures	-41 014	-52 173	-21,4%
Charges de sinistres nettes relatives aux années antérieures	100 431	117 685	-14,7%

Les boni bruts de liquidation liés aux exercices précédents, diminuent de 16,7% par rapport à 2007. Ce recul s'explique par des développements des courbes de sinistralité 2007 en 2008 plus proches de celles estimées à fin 2007. A fin 2008, le ratio boni de liquidation bruts sur primes brutes est égal à 8% contre 9,8 % à fin 2007.

Les boni de liquidation cédés en 2008 reculent quant à eux de 21,4 %. Ce recul s'explique par la localisation géographique des boni, ces derniers ayant été plutôt constatés dans des pays à forte rétention, et par la hausse générale des taux de rétention depuis 2002. Ainsi, à taux de cession stable, les boni de liquidation enregistrés en 2008 se seraient élevés à 43 millions d'euros contre 41 millions d'euros actuellement.

En milliers d'euros	2008	2007	Variation %
Charges de sinistres nettes relatives à l'année en cours	-1 173 225	-727 540	61,3%
Charges de sinistres nettes relatives aux années antérieures	100 431	117 685	-14,7%
Charges de sinistres nettes	-1 072 794	-609 855	75,9%

La forte augmentation de la sinistralité en 2008 combinée dans une moindre mesure à la hausse générale de la rétention durant ces dernières années et à des bonis de liquidation bruts moins importants sur exercices antérieurs sont à la base de la hausse des charges nettes de sinistres (+75,9 %). Le ratio de sinistre net de réassurance se dégrade logiquement à 78,1% contre 48,1%.

Frais d'exploitation

Dans un contexte difficile, Euler Hermes a su maintenir en 2008 ses frais d'exploitation bruts à un niveau similaire à celui de 2007. Ainsi, compte tenu de la progression affichée par les primes brutes, on constate une baisse du ratio des coûts bruts de l'ordre de 1,8 pts.

Les commissions de réassurance sur cession proportionnelle reculent de 15,4%, alors que les primes cédées ne diminuent que de 12,5%. En effet, au regard de la forte dégradation de la sinistralité, la part variable des taux de commission accordée par les réassureurs sur les cessions proportionnelles a été revue à la baisse, les clauses de participation bénéficiaires qui existent dans les contrats de réassurance du groupe, ne permettant d'amortir que très partiellement cette baisse ainsi que celle du volume des commissions liée à l'augmentation de la rétention.

La stricte maîtrise des coûts bruts permet néanmoins de fortement limiter l'impact de la perte de commissions liée à l'augmentation de la rétention et à la dégradation des taux de commission. Ainsi les frais d'exploitation net ne progressent que de 3,5%, entraînant une baisse du ratio de coûts net 2008 (19,1% contre 19,9% en 2007).

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Frais d'acquisition des contrats	-311 506	-302 514	3,0%
Frais d'administration	-220 563	-214 270	2,9%
Autres produits et charges techniques courants	-276 947	-290 930	-4,8%
Accessoires de primes	392 492	372 745	5,3%
Frais d'exploitation bruts	-416 525	-434 968	-4,2%
Commission de réassurance	154 740	182 925	-15,4%
Frais d'exploitation nets	-261 785	-252 043	3,9%
Ratio des coûts bruts	-23,5%	-25,2%	
Ratio des coûts nets	-19,1%	-19,9%	

Résultat opérationnel courant avant produits financiers

Le résultat opérationnel courant avant produits financiers diminue de 90,9% à 35,6 millions d'euros. Cette baisse importante est directement imputable à la forte dégradation de la sinistralité enregistrée en 2008, conséquence de la profonde crise économique et financière mondiale.

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Primes nettes acquises	1 373 220	1 268 460	8,3%
Charge nette de sinistres	-1 072 794	-609 856	75,9%
Frais d'exploitation nets	-261 785	-252 043	3,9%
Autres charges non techniques	-3 081	-14 030	-78,0%
Résultat opérationnel hors financier	35 560	392 532	-90,9%
Ratio combiné	-97,2%	-67,9%	

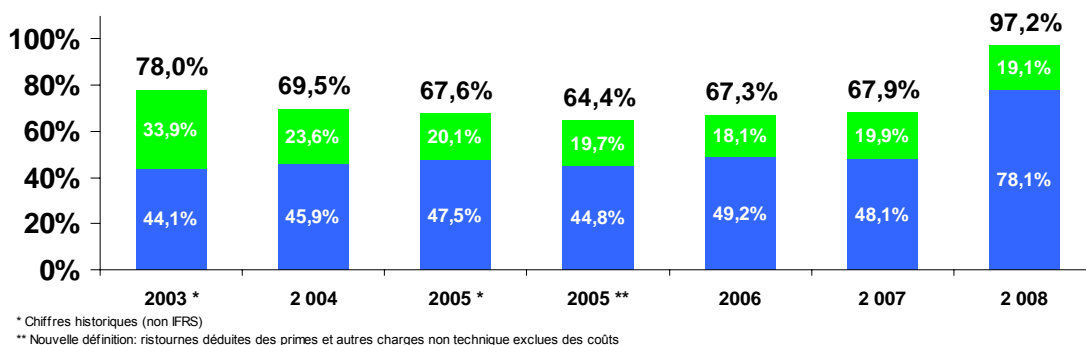
Ratio combiné net

Le ratio combiné après réassurance s'établit à **97,2%** pour l'année 2008 en progression de **29.3** points par rapport au ratio combiné de l'année 2007.

Cette hausse est la résultante des éléments suivants:

- La forte augmentation du taux de sinistralité.
- De moindres commissions de réassurance suite à l'augmentation de la rétention.

Ratio combiné après réassurance ■ Ratio de sinistres ■ Ratio de coûts en % des primes acquises, nettes de réassurance



* Chiffres historiques (non IFRS)

** Nouvelle définition: ristournes déduites des primes et autres charges non technique exclues des coûts

Evolution des marchés financiers

En 2008, les marchés financiers ont connu la pire année depuis 1931.

Dans la continuité de l'année 2007, la poursuite de la crise de l'immobilier américain et les pertes importantes accumulées sur le secteur financier ont inquiété les investisseurs qui ont vendu massivement.

Cette baisse a été stoppée au printemps grâce au sauvetage, par la Réserve Fédérale, de Bear Stearns et les baisses des taux directeurs par les banques centrales américaines et anglaises. Ces différentes actions ont permis au marché de rebondir durant l'été.

Cependant, des indicateurs économiques montrant la dégradation qui se propageait en dehors des Etats-Unis et la faillite en septembre de la banque d'affaires Lehman Brothers ont entraîné un fort recul des marchés.

Ainsi sur l'année, les marchés actions se sont repliés respectivement de 31,3 % (Londres) ; 38,5 % (New-York) ; 40,4 % (Francfort) ; 42,7 % (Paris).

Pour faire face à une crise de confiance sans précédent, les gouvernements ont mis en place des plans de sauvetage des institutions financières tant aux Etats-Unis (AIG ; Freddie Mac ; Fannie Mae) qu'en Europe (Dexia ; Fortis ; HBOS ; Northern Rock).

Par ailleurs, ces mesures se sont accompagnées de plans de relance très conséquents (1 700 milliards en Europe), d'injection de liquidités massives et de baisses de taux par les banques centrales :

- la FED a revu ses taux directeurs dès janvier qui sont passés de 4,25 à 3,5 points pour finir à 0 % en décembre.
- la BCE, après avoir malencontreusement remonté ses taux en juillet à 4,25 % par crainte d'inflation, a ensuite suivi le mouvement pour terminer l'année à 2,50 %.

▪ le mouvement opéré par la Banque d'Angleterre a été aussi très significatif, les taux passant de 5,5 % en janvier à 2 % en décembre.

Ces inquiétudes se sont répercutées sur les marchés de crédit où les marges ont bondi, signe de la défiance des investisseurs et sur les taux à court terme. L'Euribor 3 mois s'est apprécié jusqu'à 5,40 % en octobre, soit un écart de taux historique avec le taux au jour le jour (+ 120 points). Il finit l'année à 2,89 %.

A l'inverse, les emprunts d'état ont joué leur rôle de valeur refuge. Ainsi en Zone Euro, les taux à 10 ans allemands sont passés de 4,31 % en début d'année à 2,95 % le 31 décembre ; aux Etats-Unis les mêmes échéances passaient de 4,45 % à 2,68 %.

Sur le marché des changes, on a constaté une très forte volatilité : si à la fin du premier semestre l'Euro s'était apprécié de 22 % contre dollar (1,60), il termine l'année en baisse de 5 % (1,39).

Même mouvement sur les matières premières. Durant la première partie de l'année, poussés par la crainte de l'inflation, les indices ont fortement monté, et le baril de pétrole culminait à 147 \$; ce mouvement s'est inversé au deuxième semestre, avec la même ampleur, le baril terminait à 44,6 \$, soit une baisse de 53% sur l'année.

Résultats financiers

Le résultat financier s'élève à **132,9** millions et se décompose d'une part de revenus des investissements et d'autre part des plus-values réalisées nettes de variation des dépréciations. Dans un contexte où les marchés financiers ont fortement chutés, Euler Hermes a continué à dégager des plus-values réalisées nettes de variation des dépréciations sur placement de 16,5 millions d'euros tout en évitant des dépréciations trop importantes de son portefeuille financier contrairement à la plupart des acteurs du secteur financier.

Les revenus des investissements, qui restent très bien orientés et affichent une progression de 9,7%, sont principalement le résultat de la politique d'investissement d'Euler Hermes qui a privilégié des investissements à faible profil de risque (dépôts court terme, obligations d'Etat) par rapport aux actions et obligations « corporate ». Cette politique d'allocation d'actifs prudente a amené le groupe à procéder à des cessions d'actions en 2007 et durant le premier semestre 2008 afin de réduire son exposition sur les marchés actions à un niveau inférieur à 5% du portefeuille d'investissement, soit à fin 2008, 4,6% du portefeuille incluant la trésorerie.

Ces ventes ont permis de générer des plus-values sur le premier semestre et de limiter la variation négative des dépréciations sur placement sur le second semestre alors que la dégradation des marchés s'était encore amplifiée

<i>en milliers d'euros</i>	2008	2007	variation %
Revenus des immeubles de placement	7 159	7 460	-4,0%
Revenus des placements	86 940	82 063	5,9%
Autres revenus financiers	37 805	30 697	23,2%
Revenus des investissements	131 905	120 220	9,7%
Charges des placements	(10 936)	(8 635)	26,6%
Résultat de change	(4 549)	808	-663,0%
Plus-values réalisées et dépréciations nettes de reprises	16 521	72 763	-77,3%
Produits des placements nets de charges	132 940	185 159	-28,2%

A fin décembre 2008, le portefeuille d'investissement du groupe s'élève, en valeur de marché à 2725,1 millions d'euros, en baisse de 12,6% par rapport au 31 décembre 2007. Toutefois, en incluant la trésorerie le montant des investissements représente 3 339,1 millions d'euros à fin décembre 2008 contre 3 497,6 millions d'euros à fin décembre 2007, soit une baisse limitée de -4,5%.

La baisse du portefeuille est liée d'une part au recul des cash flow opérationnels directement imputable à la hausse des sinistres et d'autre part au versement de dividendes à hauteur de 218 M€, le plus élevé qu'Euler Hermes a versé dans son histoire, garantissant ainsi un rendement de près de 10% aux actionnaires sur base du cours de fin mai 2008.

Comptes tenus des plus-values réalisées (39,9 millions d'euros) et de l'évolution des marchés, les plus-values latentes et réserves de réévaluation sont en net recul de - 69,9 millions d'euros pour atteindre 141 millions, soit 4,2% du portefeuille de placement.

Dans un contexte difficile, la performance économique nette de charges du portefeuille de placement sur la période 2008 a toutefois pu se maintenir à 4,0%.

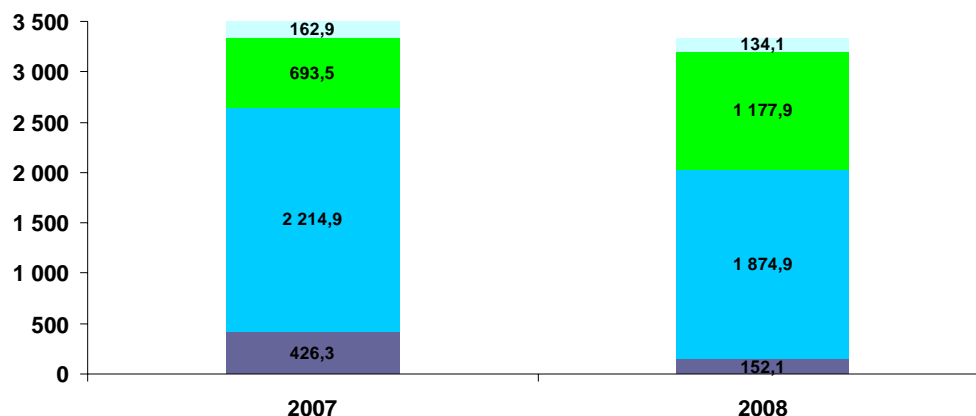
(en milliers d'euros)

	31/12/2008					31/12/2007				
	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur Nette	Juste valeur	Plus et Moins values latentes	Coût amorti	Réserve de réévaluation	Valeur Nette	Juste valeur	Plus et Moins values latentes
- Actions :	136 083	16 064	152 147	152 147	-	297 844	128 498	426 342	426 342	-
- Obligations :	1 812 265	62 584	1 874 849	1 874 903	54	2 209 150	5 749	2 214 899	2 214 884	(15)
- Prêts et autres placements :	563 990	-	563 990	563 990	-	315 349	-	315 349	315 349	-
Total Placement financier	2 512 338	78 648	2 590 986	2 591 040	54	2 822 343	134 247	2 956 590	2 956 575	(15)
Immobilier de placement			71 834	134 139	62 305			86 247	162 931	76 684
Trésorerie			613 907	613 907	-			378 103	378 103	-
Total			3 276 727	3 339 086	62 359			3 420 940	3 497 609	76 669

Répartition du portefeuille d'actifs

Meuros - valeur de marché au 31/12/2008

- Immobilier de placement
- Prêts, autres placements et trésorerie
- Obligations
- Actions



Résultat opérationnel courant

Après intégration des produits financiers nets de charges, le résultat opérationnel courant de l'activité d'assurance-crédit s'élève à **168,5** millions d'euros contre **577,7** millions d'euros en 2007.

<i>en milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Résultat opérationnel courant avant produits financiers nets de charges	35 561	392 530	-90,9%
Produits financiers nets de charges	132 940	185 159	-28,2%
Résultat opérationnel	168 501	577 689	-70,8%

Résultat net consolidé

Le résultat net consolidé ressort en baisse de 79,5% par rapport à l'exercice 2007.

<i>In thousand of euros</i>	2008	2007	Variation %
Résultat opérationnel	168 500	577 690	-70,8%
Charges de financement	-16 089	-12 918	24,5%
Quote-part des sociétés mises en équivalence	7 875	8 277	-4,9%
Impôt sur les résultats	-72 196	-162 085	-55,5%
Part revenant aux actionnaires minoritaires	-4 498	-4 006	12,3%
Résultat net part du groupe	83 592	406 958	-79,5%
Tax rate	-45,0%	-28,3%	

Evolution de l'activité des principales zones géographiques du groupe

La présentation sectorielle de l'activité du Groupe Euler Hermes est effectuée selon l'axe géographique en termes de localisation des actifs et passifs d'assurance.

Allemagne

Le périmètre « Allemagne » comprend les activités directes et de réassurance acceptée effectuées par les sociétés allemandes sur leur marché domestique.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	631 949	635 239	-0,5%
Accessoires de prime	175 950	162 584	8,2%
Chiffre d'affaires	807 899	797 823	1,3%
Produits financiers nets des charges	60 782	93 354	-34,9%
Total des produits des activités ordinaires	868 681	891 177	-2,5%
Charges des prestations d'assurance	(370 867)	(229 159)	61,8%
Résultat des cessions et rétrocessions	(376)	(93 870)	-99,6%
Autres produits et charges	(306 931)	(329 608)	-6,9%
Total autres produits et charges	(678 174)	(652 637)	3,9%
Résultat opérationnel courant	190 507	238 540	-20,1%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>52,8%</i>	<i>45,7%</i>	

En 2008, la croissance du chiffre d'affaires du périmètre Allemagne a été moindre que pour le reste du groupe (+1,3%). Cette évolution s'explique principalement par des primes en léger recul suite à de fortes pressions sur les taux de prime lors des renouvellements des contrats 2008 conséquences d'une sinistralité exceptionnellement basse au cours des années 2005 à 2007. L'activité de service reste néanmoins très bien orientée avec une croissance de 8,2% essentiellement liée à l'augmentation des frais de recouvrement et de surveillance.

La baisse du résultat financier est essentiellement due à la vente du portefeuille actions en 2007 et à des opérations exceptionnelles de cession de titres de participation au sein du groupe en 2007, ces dernières étant éliminées, par la suite, dans les comptes consolidés du groupe.

Les charges de prestations d'assurance ont progressé de 61,8% en 2008. Cette progression résulte d'une part de la forte augmentation des sinistres sur l'année en cours, conséquence de la dégradation de la conjoncture mondiale ayant engendré une augmentation des sinistres en nombre et en valeur, et d'autre part de la baisse de -6,9% des boni de liquidation.

Le résultat de réassurance est en hausse du fait d'une augmentation significative des cessions de sinistres de l'année en cours.

Les charges opérationnelles baissent de -6,9%. L'exercice 2007 avait été impacté par de charges exceptionnelles liées à la réorganisation de l'organisation commerciale, au financement des plans de préretraites et à l'amortissement anticipé du siège de Hambourg. Hors éléments exceptionnels, les charges opérationnelles affichent une quasi stabilité conséquence de la politique de contrôle des coûts et d'une légère baisse des effectifs.

Le résultat opérationnel est en nette baisse principalement du à l'augmentation de la sinistralité de l'année en cours. Néanmoins, l'Allemagne reste le premier contributeur au résultat opérationnel du groupe.

IDC Europe de l'est et du nord

Le périmètre de cette zone comprend les activités directes dans les pays d'Europe de l'Est (Hongrie, Pologne, République Tchèque, Roumanie, Slovaquie) et d'Europe du Nord (pays baltes, Finlande, Suède, Danemark et Norvège).

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	99 109	88 631	11,8%
Accessoires de prime	53 055	39 562	34,1%
Chiffre d'affaires	152 164	128 193	18,7%
Produits financiers nets des charges	3 891	2 834	37,3%
Total des produits des activités ordinaires	156 055	131 027	19,1%
Charges des prestations d'assurance	(81 509)	(37 268)	118,7%
Résultat des cessions et rétrocessions	17 640	(13 038)	-235,3%
Autres produits et charges	(65 078)	(54 355)	19,7%
Total autres produits et charges	(128 947)	(104 661)	23,2%
Résultat opérationnel courant	27 108	26 366	2,8%

Le chiffre d'affaires est en progression de 18,7% malgré la dépréciation de certaines monnaies locales face à l'euro. Le développement des accessoires de primes est très soutenu (+34,1%) et bénéficie notamment de la forte progression de l'activité recouvrement en Pologne.

Néanmoins cette zone géographique n'est pas épargnée par la conjoncture actuelle avec un niveau de sinistre important notamment en République tchèque et en Pologne.

Le résultat net de cession en réassurance est positif du fait d'une cession importante des sinistres.

La croissance des autres produits et charges est la conséquence du fort développement de l'activité dans ces pays.

Au final le résultat opérationnel courant progresse de 2,8%

IDC Asie et Océanie

Cette zone comprend toutes les activités de services réalisées par nos succursales étrangères implantées en Asie, en Australie et en Nouvelle-Zélande.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	-	-	
Accessoires de prime	16 921	13 035	29,8%
Chiffre d'affaires	16 921	13 035	29,8%
Produits financiers nets des charges	-	4	
Total des produits des activités ordinaires	16 921	13 039	29,8%
Charges des prestations d'assurance	-	-	
Résultat des cessions et rétrocessions	-	-	
Autres produits et charges	(17 392)	(11 797)	47,4%
Total autres produits et charges	(17 392)	(11 797)	47,4%
Résultat opérationnel courant	(471)	1 242	-137,9%

Le chiffre d'affaires des accessoires de primes reste très bien orienté et affiche une progression de 29.8%.

Les primes, et plus généralement l'activité d'assurance, de la zone Asie sont souscrites directement par EH KV AG et à ce titre apparaissent dans la zone Allemagne. Ainsi, les primes acquises correspondant à la zone Asie représentent 27,3M€ en 2008 en progression de 37,2%. Le ratio brut de sinistre 2008 s'élève à 139,9% sur la zone Asie en 2008.

La croissance des charges d'exploitations plus importante que celle du chiffre d'affaires traduit les investissements réalisés par Euler Hermes pour développer son activité dans cette zone.

France & IDC

Cette zone comprend toutes les activités effectuées par les sociétés françaises sur leur marché ainsi que les activités effectuées en Espagne, au Maroc et en Grèce.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	363 651	367 524	-1,1%
Accessoires de prime	93 497	91 386	2,3%
Chiffre d'affaires	457 148	458 910	-0,4%
Produits financiers nets des charges	72 060	70 531	2,2%
Total des produits des activités ordinaires	529 208	529 441	0,0%
Charges des prestations d'assurance	(237 245)	(152 587)	55,5%
Résultat des cessions et rétrocessions	14 014	(15 261)	-191,8%
Autres produits et charges	(176 156)	(171 433)	2,8%
Total autres produits et charges	(399 387)	(339 281)	17,7%
Résultat opérationnel courant	129 821	190 160	-31,7%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>76,6%</i>	<i>53,0%</i>	

Le chiffre d'affaires stagne, conséquence sur la France d'un marché concurrencé et d'un haut niveau de résiliation alors que l'activité reste très bien orientée en Espagne, en Grèce et au Maroc.

Le ratio de sinistralité est en forte hausse par rapport à 2007 suite à une progression de la sinistralité sur l'année en cours. L'augmentation de la fréquence et de la taille des sinistres, conséquence directe de la dégradation de la conjoncture mondiale, s'est fait particulièrement ressentir en Espagne et en Grèce et dans une mesure moindre en France. Ainsi pour l'Espagne, le ratio de sinistralité atteint un niveau record de 143,8%, celui de la Grèce

s'élève à 120,4% et celui du Maroc à 93,7% alors que la France se maintient à un niveau de 57,9%.

Le résultat net de cession en réassurance est positif du fait d'une cession importante des sinistres notamment en Espagne et en Grèce.

La faible croissance des charges d'exploitation est le fruit d'une stricte maîtrise des coûts en France et d'investissements pour développer l'activité en Espagne, en Grèce et au Maroc.

La baisse du résultat opérationnel courant malgré le maintien du résultat financier est donc principalement imputable à la forte augmentation de la sinistralité.

Italie

Le périmètre « Italie » comprend les activités effectuées par les sociétés italiennes du groupe.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	202 353	207 369	-2,4%
Accessoires de prime	49 161	46 110	6,6%
Chiffre d'affaires	251 514	253 479	-0,8%
Produits financiers nets des charges	9 158	15 561	-41,1%
Total des produits des activités ordinaires	260 672	269 040	-3,1%
Charges des prestations d'assurance	(203 640)	(108 006)	88,5%
Résultat des cessions et rétrocessions	22 332	(16 785)	-233,0%
Autres produits et charges	(107 851)	(106 494)	1,3%
Total autres produits et charges	(289 159)	(231 285)	25,0%
Résultat opérationnel courant	(28 487)	37 755	-175,5%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>131,7%</i>	<i>81,9%</i>	

Les primes acquises baissent de -2,4% conséquence de la baisse du chiffre d'affaires des assurés et d'un taux de résiliation important. Les accessoires de primes restent très bien orientés et affichent une croissance de 6,6%, notamment grâce à une progression de 16,6% des activités de recouvrement, permettant ainsi de compenser partiellement la baisse des primes. Au final, le chiffre d'affaires est en léger recul de -0,8%.

La baisse de -41,1% du résultat financier est essentiellement due à la vente du portefeuille actions en 2007.

Compte tenu de la très forte dégradation de la conjoncture mondiale, la fréquence et le montant moyen des sinistres de l'année ont augmenté tant à l'export que sur le marché domestique conduisant à une forte augmentation des charges de prestations d'assurance.

Le résultat net de cession en réassurance est positif du fait d'une cession importante des sinistres.

Les charges d'exploitation restent maîtrisées et affichent une légère progression de 1,3%.

Ainsi, malgré la bonne maîtrise des charges d'exploitation, la détérioration de la sinistralité est le principal responsable de la sensible augmentation du ratio combiné.

Royaume Uni

Le périmètre « Royaume Uni » comprend les activités effectuées par les sociétés localisées au Royaume Uni.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	192 466	202 987	-5,2%
Accessoires de prime	22 173	23 293	-4,8%
Chiffre d'affaires	214 639	226 280	-5,1%
Produits financiers nets des charges	9 519	23 923	-60,2%
Total des produits des activités ordinaires	224 158	250 203	-10,4%
Charges des prestations d'assurance	(182 359)	(80 753)	125,8%
Résultat des cessions et rétrocessions	29 700	(20 543)	-244,6%
Autres produits et charges	(85 176)	(97 847)	-12,9%
Total autres produits et charges	(237 835)	(199 143)	19,4%
Résultat opérationnel courant	(13 677)	51 060	-126,8%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>119,8%</i>	<i>77,8%</i>	

Le chiffre d'affaires au Royaume Uni est en baisse de -5,1%. A taux de change constant, le chiffre d'affaires affiche une forte progression de 10,8%, fruit d'une croissance dynamique des primes (+10,7%) ainsi que des accessoires (+11,2%)

L'augmentation des primes est la conséquence d'une nouvelle production particulièrement dynamique aussi bien en Grande Bretagne qu'en Irlande, ainsi que d'une augmentation des taux de primes. Le développement des accessoires de primes provient principalement de l'appréciation de l'euro et d'une forte augmentation de l'activité de recouvrement.

La baisse du résultat financier est essentiellement due à la vente du portefeuille actions en 2007.

Les charges de prestation d'assurance augmentent très significativement compte tenu de la très forte dégradation de la conjoncture mondiale qui a engendré une augmentation des sinistres en nombre et en valeur. Il est également à noter qu'Euler Hermes a été touché au Royaume-Uni par un sinistre de sévérité majeure, Woolworth, dont l'impact brut sur les comptes s'est établi à plus de 41 millions d'euros.

L'évolution du résultat des cessions et rétrocessions s'explique ainsi fort logiquement par la forte augmentation des cessions de sinistres sur l'exercice 2008.

Les autres produits et charges diminuent de -12,9%. A taux de change constant, ce poste affiche une augmentation mesurée de +1,7% qui traduit l'effort effectué sur la maîtrise des coûts.

L'effet combiné de la diminution du résultat financier et de la très forte augmentation des sinistres explique ainsi la chute du résultat opérationnel courant.

Etats-Unis & IDC

Le périmètre « Etats-Unis » comprend les activités directes effectuées aux Etats-Unis, Mexique, Brésil, Argentine, Colombie, les activités de réassurance ainsi que celles effectuées par EH ACI à travers sa succursale au Canada.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	163 454	163 367	0,1%
Accessoires de prime	29 562	32 995	-10,4%
Chiffre d'affaires	193 016	196 362	-1,7%
Produits financiers nets des charges	5 695	15 393	-63,0%
Total des produits des activités ordinaires	198 711	211 755	-6,2%
Charges des prestations d'assurance	(133 814)	(81 706)	63,8%
Résultat des cessions et rétrocessions	14 934	(11 199)	-233,4%
Autres produits et charges	(72 811)	(72 768)	0,1%
Total autres produits et charges	(191 691)	(165 673)	15,7%
Résultat opérationnel courant	7 020	46 082	-84,8%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>98,4%</i>	<i>62,8%</i>	

Les sociétés du périmètre affichent une baisse du chiffre d'affaires de -1,7 % par rapport à l'année 2007. La zone Amérique du Nord, dont le chiffre d'affaire s'établit à 171 Meuros en 2008, affiche une diminution de -3,5% par rapport à 2007. A taux de change constant, l'activité de cette zone progresse de +3,0%.

Le chiffre d'affaire de La zone Amérique du Sud progresse quant à lui de +12,5% à 16,1 Meuros (+17,3% à taux de change constant).

La détérioration du résultat financier de -63% s'explique principalement par des moins-values enregistrées en 2008 alors que l'exercice 2007 avait bénéficié des plus values liées à la vente totale du portefeuille actions aux Etats-Unis.

Les charges de prestation d'assurance augmentent très significativement (+63,8%) aussi bien en Amérique du Nord qu'en Amérique du Sud compte tenu de la très forte dégradation de la conjoncture mondiale qui a engendré une augmentation des sinistres en nombre et en valeur.

Néanmoins, la sinistralité est très différente d'une zone à l'autre. La zone Amérique du Nord présente un ratio de sinistre de 79,3% (+28,2 points par rapport à 2007), alors que ce ratio est de 121,8% en Amérique du Sud essentiellement imputable au Brésil qui affiche un ratio de sinistre à fin 2008 de 178,4%.

L'évolution du résultat des cessions et rétrocessions s'explique par la forte augmentation des sinistres cédés sur l'exercice 2008.

Les autres produits et charges demeurent stables et traduisent ainsi les efforts effectués sur la maîtrise des coûts.

Le résultat opérationnel en baisse de -84,8% est la résultante de la forte augmentation de la sinistralité et de moindres produits financiers.

Belgique

Le périmètre « Belgique » comprend les activités des sociétés belges du groupe.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	66 363	64 931	2,2%
Accessoires de prime	17 052	14 633	16,5%
Chiffre d'affaires	83 415	79 564	4,8%
Produits financiers nets des charges	3 580	10 631	-66,3%
Total des produits des activités ordinaires	86 995	90 195	-3,5%
Charges des prestations d'assurance	(62 722)	(41 296)	51,9%
Résultat des cessions et rétrocessions	4 644	(8 145)	-157,0%
Autres produits et charges	(23 772)	(18 430)	29,0%
Total autres produits et charges	(81 850)	(67 871)	20,6%
Résultat opérationnel courant	5 145	22 324	-77,0%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>96,3%</i>	<i>69,8%</i>	

La hausse du chiffre d'affaires réalisé en Belgique s'établit à 4,8% provenant d'une augmentation des primes de 2,2% et d'une augmentation des revenus de services de 16,5%. Cette croissance des revenus de service est la conséquence d'une augmentation des demandes d'information et du développement de l'activité de recouvrement.

La baisse du résultat financier est essentiellement due à la vente du portefeuille actions en 2007.

Les charges de prestation d'assurance augmentent significativement compte tenu de la très forte dégradation de la conjoncture mondiale qui a engendré une augmentation de la valeur moyenne, et dans une moindre mesure, de la fréquence des sinistres.

L'évolution du résultat des cessions et rétrocessions s'explique par la forte augmentation des sinistres cédés sur l'exercice 2008.

L'augmentation des autres produits et charges, malgré une bonne maîtrise des coûts d'exploitation, provient principalement de la diminution des revenus liés aux intérêts moratoires de l'activité "retail", ainsi que de l'augmentation des coûts d'achat de renseignement.

Pays-Bas

Le périmètre « Pays-Bas » comprend les activités des sociétés néerlandaises du groupe.

En milliers d'euros

	2008	2007	
Primes acquises	39 634	38 747	2,3%
Accessoires de prime	14 847	11 684	27,1%
Chiffre d'affaires	54 481	50 431	8,0%
Produits financiers nets des charges	1 308	3 228	-59,5%
Total des produits des activités ordinaires	55 789	53 659	4,0%
Charges des prestations d'assurance	(20 194)	(17 546)	15,1%
Résultat des cessions et rétrocessions	(3 076)	(3 844)	-20,0%
Autres produits et charges	(26 523)	(22 989)	15,4%
Total autres produits et charges	(49 793)	(44 379)	12,2%
Résultat opérationnel courant	5 996	9 280	-35,4%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>76,3%</i>	<i>67,9%</i>	

L'augmentation du chiffre d'affaires (+8,0 %) sur l'exercice provient d'une augmentation de +2,3% des primes d'assurance conjuguée à une augmentation de +27,1% des revenus de service. Ce développement des accessoires de primes provient d'une forte croissance de l'activité de recouvrement (+38%) ainsi qu'une augmentation des ventes d'information (+20%).

La diminution du résultat financier provient principalement de la diminution des plus values suite à la vente totale du portefeuille actions en 2007.

L'augmentation des charges de sinistres s'explique par une augmentation de la fréquence des sinistres combinée également à une augmentation de la valeur moyenne des sinistres de 20% par rapport à l'exercice 2007.

La progression de 15,4% des charges d'exploitation est la conséquence du fort développement des activités de services.

L'effet combiné de tous ces facteurs a occasionné une augmentation du ratio combiné de 8,4% par rapport à l'exercice 2007.

Réassurance groupe

Cette zone regroupe les activités de réassurance réalisées au Luxembourg et en Suisse.

L'évolution du chiffre d'affaires a été très importante +74,9%. Cette croissance provient de la centralisation de toutes les cessions des filiales du groupe vers nos filiales de réassurance au Luxembourg et en Suisse mise en place depuis 2008. La majeure partie de ce chiffre d'affaires est par la suite éliminée au niveau du groupe, dans les comptes consolidés.

<i>En milliers d'euros</i>	<i>EH Group</i>	<i>EH Group</i>	
	<i>reinsurance</i>	<i>reinsurance</i>	
	2008	2007	
Primes acquises	609 434	348 466	74,9%
Accessoires de prime	-	4	-100,0%
Chiffre d'affaires	609 434	348 470	74,9%
Produits financiers nets des charges	(3 432)	5 073	-167,7%
Total des produits des activités ordinaires	606 002	353 543	71,4%
Charges des prestations d'assurance	(519 771)	(167 468)	210,4%
Résultat des cessions et rétrocessions	41 420	(26 454)	-256,6%
Autres produits et charges	(230 821)	(140 845)	63,9%
Total autres produits et charges	(709 172)	(334 767)	111,8%
Résultat opérationnel courant	(103 170)	18 776	-649,5%
<i>Ratio combiné net</i>	<i>124,9%</i>	<i>96,0%</i>	

La forte croissance des charges de sinistres résulte d'une part de la nouvelle structure de réassurance mise en place au sein du groupe en 2008 (la majeure partie de ces charges étant par la suite éliminée au niveau des comptes consolidés du groupe) et d'autre part de l'augmentation de la sinistralité survenue dans quasiment toutes nos filiales conséquence de la très forte dégradation de la conjoncture mondiale.

L'évolution du résultat des cessions et rétrocessions s'explique par la forte augmentation des sinistres cédés sur l'exercice 2008.

La forte croissance des autres produits et charges résulte de la nouvelle structure de réassurance mise en place au sein du groupe en 2008 (la majeure partie de ces charges étant par la suite éliminée au niveau des comptes consolidés du groupe)

Capitaux propres consolidés et capital ajusté

Capitaux propres consolidés

Au 31 décembre 2008, les capitaux propres part du Groupe s'élèvent à 1835,0 millions d'euros contre 2 058,7 millions d'euros à la fin de l'exercice précédent. Le tableau suivant détaille les principales variations de l'exercice.

(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	Total Autres			
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2007 Normes IFRS	14 417	451 332	1 607 947	90 438	(29 821)	(75 572)	(105 393)	2 058 741	19 179	2 077 920
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain / (perte) d'évaluation pris en capitaux propres				(18 336)				(18 336)	(71)	(18 407)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées				(21 823)				(21 823)		(21 823)
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					(43 370)		(43 370)	(43 370)	(109)	(43 479)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(40 159)	(43 370)	-	(43 370)	(83 529)	(180)	(83 709)
Résultat net consolidé de l'exercice			83 592					83 592	4 498	88 090
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	83 592	(40 159)	(43 370)	-	(43 370)	63	4 318	4 381
Mouvements de capital	9	592				(9 125)	(9 125)	(8 524)	-	(8 524)
Distribution de dividendes			(218 255)					(218 255)	(2 876)	(221 131)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			1 489					1 489		1 489
Annulation boni/mali sur actions d'autocontrôle			(298)					(298)		(298)
Autres variations			1 741					1 741	(293)	1 448
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2008 Normes IFRS	14 426	451 924	1 476 216	50 279	(73 191)	(84 697)	(157 888)	1 834 957	20 328	1 855 285

Les placements disponibles à la vente ont été réévalués à la juste valeur en contrepartie de la réserve de réévaluation sans effet sur le résultat. Les réserves de réévaluation restent positives malgré la forte chute des marchés financiers durant l'exercice 2008. Ainsi elles ont légèrement diminué de -40,1 millions d'euros, soit moins de 2% des placements financiers.

Les variations de l'écart de conversion sur l'exercice concernent principalement le dollar américain pour près de 7,9 millions d'euros et la livre sterling pour -48,4 millions d'euros qui s'est fortement dépréciée au cours du dernier trimestre 2008 par rapport à l'euro.

Suite aux levées d'options de souscription d'actions sur l'exercice 2008, 29 717 actions nouvelles ont été créées. En conséquence, le capital et la prime d'émission d'Euler Hermes SA ont augmenté respectivement de 9 milliers d'euros et de 592 milliers d'euros.

Le mouvement de 1 489 milliers d'euros correspond à la charge de personnel relative aux plans de stock options conformément à l'application de la norme IFRS 2.

Capital ajusté

Le capital ajusté du Groupe après impôt correspond aux capitaux propres consolidés retraités des éléments suivants :

- Plus-values latentes sur les actifs non comptabilisés en juste valeur (immobiliers de placements et d'exploitation pour compte propre),

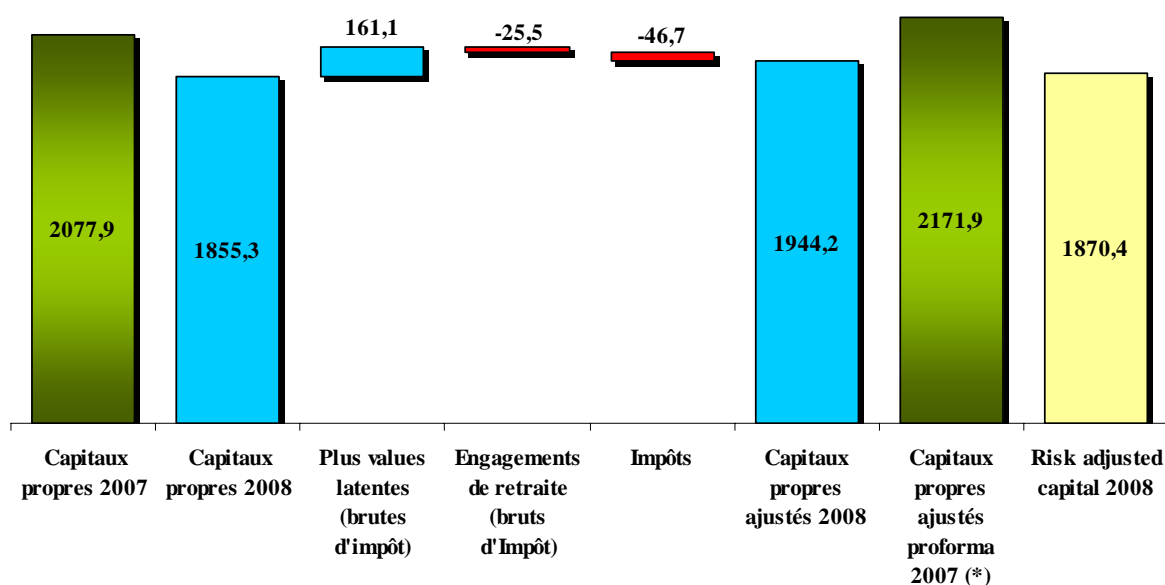
- Engagements de retraite (corridor IAS 19),
- Effet d'impôt sur les plus values latentes et engagements de retraite

Le capital ajusté après impôt du Groupe s'établit à **1 944,2** millions d'euros contre **2 171,9** millions d'euros à fin 2007 pro forma (*), soit une baisse de -10,5%. Cette évolution résulte :

- de la baisse des capitaux propres en raison du résultat net part du Groupe en 2008 inférieur aux dividendes distribués,
- des plus-values latentes, en baisse de -9%, suite à l'évolution difficile des marchés en 2008
- des écarts actuariels non amortis sur engagements de retraite qui diminuent de -28,6%,

Capital ajusté après impôts 31/12/2008

Meuros



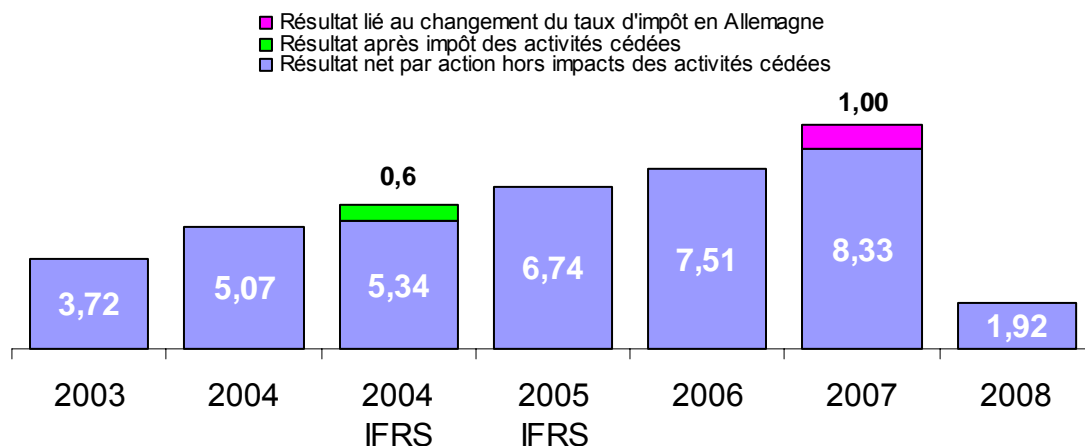
(*) dans le capital ajusté publié en 2007, les écarts d'acquisition étaient déduits

Création de valeur pour l'actionnaire

Bénéfice par action

Le résultat net par action avant dilution s'élève en 2008 à 1,92 euros contre 9,33 euros en 2007.

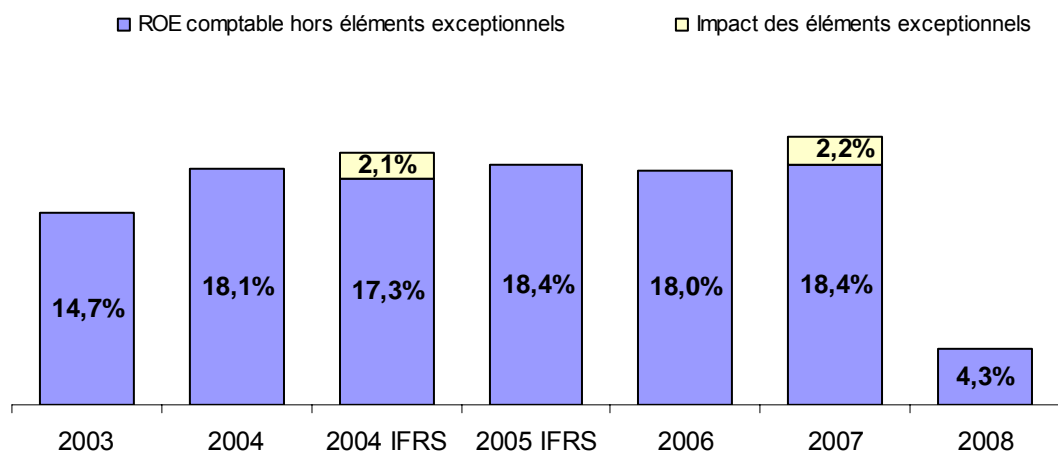
Résultat par action Euler Hermes (en euros)



Rentabilité des fonds propres

Le retour sur fonds propres comptables¹ ressort à **4,3%** en baisse de 14,1 points par rapport à 2007 à périmètre comparable et hors éléments exceptionnels.

ROE Comptable (en %)



¹ Le retour sur fonds propres comptables est calculé sur la base du résultat net part du groupe rapporté à la moyenne des capitaux propres part du groupe au 31 décembre 2007 et 31 décembre 2008.

Retour sur capital alloué

En tant que membre du groupe AGF/ALLIANZ, Euler Hermes utilise la notion de retour sur capital alloué comme indicateur de suivi de la performance et de création de valeur pour l'actionnaire. Le rôle de cet indicateur est de mesurer l'excédent de valeur créée par l'activité opérationnelle de la société par rapport au coût du capital qui lui est alloué.

La contribution opérationnelle d'activité est calculée selon la méthode retenue au sein du Groupe AGF/ALLIANZ. Elle est déterminée en substituant aux résultats réels des résultats normés dont l'objet est de déterminer aussi précisément que possible la performance économique sous-jacente des entités du Groupe. Le résultat opérationnel substitue aux résultats financiers réels un résultat financier normalisé (déterminé en fonction de la rentabilité espérée à moyen terme par classe d'actifs, indépendamment de la volatilité des marchés) et tient compte du coût d'opportunité lié à l'existence d'excédents de capitaux.

Le total des capitaux alloués à l'activité s'élève ainsi à **1 966,4** millions d'euros pour l'exercice 2008. Le retour sur capital alloué s'établit à **4,8%** sur l'exercice. Le retour sur capital alloué est en forte baisse de 14,5pt par rapport à 2007 en raison d'une baisse de la contribution opérationnelle d'activité. Cette variation de la contribution du résultat opérationnel résulte :

- de la forte baisse du résultat net part du groupe avant impôt et produits financiers,
- de la relative stabilité des produits financiers normés
- De la hausse du taux effectif d'imposition.

Le tableau suivant détaille les principales étapes du calcul du retour sur capitaux alloués :

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Résultat net part du groupe	83 593	406 958	-79,5%
Annulation des produits financiers réels	-132 940	-185 159	-28,2%
Produits financiers normés	155 533	153 125	1,6%
Coût d'opportunité de l'excédent de capital	-7 164	-8 869	-19,2%
Annulation impôt réel	72 196	162 085	-55,5%
Impôt normé	-77 117	-151 576	-49,1%
Contribution opérationnelle d'activité	94 101	376 564	-75,0%
Capital alloué (basé sur notation S&P A et non AA)	1 966 433	1 947 600	1,0%
Retour sur capital alloué	4,8%	19,3%	

Evolution de l'activité de la société Euler Hermes SA

Euler Hermes SA est la société mère du groupe Euler Hermes. Elle n'exerce pas d'activité commerciale et tire l'essentiel de ses revenus des titres de participation.

Acquisition de participation

En 2008, Euler Hermes a souscrit intégralement à l'augmentation de capital de la société Euler Hermes Reinsurance AG pour 10.384 milliers d'euros

Commentaires sur les résultats

Le bénéfice net de l'exercice s'élève à **193,5** millions d'euros contre **135,6** millions d'euros en 2007. Le tableau suivant détaille les principales composantes du résultat de la société :

<i>En milliers d'euros</i>	2008	2007	Variation %
Revenus des titres de participation ⁽¹⁾	233 531	145 271	60,8%
Autres charges financières nettes ⁽²⁾	-24 822	-9 642	157,4%
Charges nettes d'exploitation ⁽³⁾	-8 641	-9 846	-12,2%
Provision (-) ou reprise (+) pour dépréciation des actions propres	-30 359	-574	5189,3%
Résultat courant	169 708	125 210	35,5%
Résultat exceptionnel ⁽⁴⁾	-51	4 528	-101,1%
Impôt sur les bénéfices ⁽⁵⁾	23 800	5 860	306,2%
Résultat net	193 457	135 597	42,7%

(1) Les revenus des titres de participation sont en hausse de **88,3** millions d'euros.

(2) Ce poste est principalement constitué des intérêts des emprunts et dettes financières pour **22,9** millions d'euros.

A fin 2007, ce poste était principalement constitué de reprise de provisions des titres Euler Hermes UK (2,5 millions d'euros sur une provision au bilan de 8,6 millions d'euros) ainsi que d'une reprise de provision des titres Euler Hermes Credit Insurance Belgium (3,1 millions d'euros), des intérêts des emprunts et dettes financières (16,5 millions d'euros dont 16,1 millions envers les entreprises liées).

La hausse entre 2007 et 2008 s'explique ainsi principalement par des reprises de provisions sur titres de participation pour **5,6** M€ en 2007 et par une augmentation des intérêts des emprunts et dettes financières suite à la souscription en 2008 de nouveaux emprunts auprès des filiales du groupe Euler Hermes pour 35.3 millions d'euros. Il est à noter que tous les emprunts arrivant à échéance en 2009 sont en cours de renouvellement avec pour objectif une prolongation de leur échéance à fin 2010.

(3) La baisse des charges nettes d'exploitation par rapport à 2007 de **1,2** M€ s'explique principalement par une augmentation des produits de prestations diverses pour **0,5** millions d'euros (constituées essentiellement des redevances relatives à la licence du système IRP), d'une baisse des charges salariales.

(4) En 2007, ce poste comprenait principalement le boni sur rachat par l'entreprise d'actions propres pour un montant de 4,7 millions d'euros.

(5) Euler Hermes SA assure la fonction de tête de groupe pour l'intégration fiscale des sociétés françaises contrôlées à plus de 95 %. En 2008, le résultat de l'intégration fiscale

fait apparaître un boni de **19,6** millions d'euros pour la société, contre 5,7 millions d'euros en 2007.

Dividendes

Sur proposition du directoire, le conseil de surveillance propose à l'Assemblée Générale le versement en numéraire d'un dividende de 1,50 euros par action.

Le montant global du dividende proposé au titre de l'exercice 2008 s'élève à 67,6 millions d'euros. Au vue du nombre d'actions propres au 31 décembre, le montant à verser au titre de l'exercice 2008 s'élève à 65,3 millions d'euros.

Projet d'affectation du résultat		2008
Origines		
Report à nouveau de l'exercice précédent		45 622
Résultat net de l'exercice		193 457
		239 079
Affectations		
Affectation aux réserves :		
Réserve légale		1
Réserve spéciale des plus-values à long terme		0
Dividende proposé : 1,50 euro par action (1)		67 623
Report à nouveau		171 455
		239 079

(1) Le dividende versé correspond au dividende par action multiplié par le nombre d'actions, hors actions propres car ces dernières ne distribuent pas de dividende. Le nombre d'actions propres au 31 Décembre 2008 s'élève à 1 540 644. Le dividende proposé dans le projet de résolution à l'Assemblée générale tient compte des actions propres.

Le tableau ci-dessous détaille l'évolution du dividende par action des cinq dernières années.

	2008 (1)	2007 (2)	2006 (2)	2005 (2)	2004 (2)
Montant global (en milliers d'euros)	67 623	225 263	174 193	151 824	103 621
Montant par action avant avoir fiscal (3)	1,50 €	5,00 €	4,00 €	3,50€	2,50€
Montant par action après avoir fiscal	1,50 €	5,00 €	4,00 €	3,50€	2,50€

(1) Dividende proposé à l'assemblée générale

(2) Dividende relatif à l'exercice, versé au cours de l'année suivante

(3) Le dividende par action est calculé sur la base du nombre d'actions hors actions propres

Perspectives d'avenir

L'économie mondiale est confrontée depuis début 2008 à une forte décélération de sa croissance partout dans le monde et nous anticipons une croissance négative des économies en Amérique du Nord et en Europe en 2009.

La croissance négative de l'économie mondiale devrait rendre toutes les entreprises plus sensibles aux risques et les stimuler à envisager la mise en place d'une couverture d'assurance crédit. Par ailleurs, ce même environnement économique plus difficile devrait favoriser d'une part la rétention de nos assurés et d'autre part une meilleure rémunération des risques à travers des hausses des taux de prime.

Cependant, les primes d'Euler Hermes sont directement adossées au chiffre d'affaires de ses assurés qui, en période de récession, a tendance à stagner ou même décroître. A ce stade, il est difficile d'évaluer l'impact final du ralentissement économique sur le chiffre d'affaires de nos assurés et donc nos primes. A ce jour, Euler Hermes ne table toutefois pas sur une décroissance de son portefeuille commercial.

L'environnement économique très difficile dans lequel Euler Hermes exerce son métier lui impose une politique de souscription de risques adaptée à ces circonstances. Euler Hermes a mis en place un programme de monitoring permanent de son portefeuille de risques intégrant des plans de suivi spécifique pour les grands et les petits risques. Ainsi, Euler Hermes a comme objectif d'éviter une détérioration de la qualité de risque de son portefeuille et de cette façon de limiter l'impact négatif résultant de la forte hausse des défaillances des entreprises dans les principales économies du monde.

La politique d'augmentation de la rétention menée depuis plusieurs années avait comme objectif d'optimiser le retour sur capitaux propres. Euler Hermes considère toutefois dans l'environnement actuel, caractérisé par un taux de sinistralité plus élevé que la normale, qu'il est opportun d'augmenter la cession au marché externe. L'impact de la crise sur l'économie réelle étant plus important que prévu, le groupe suit tout particulièrement l'évolution des conditions de financement des entreprises. Ces dernières devraient voir leur coût de financement augmenter et leur accès au crédit se compliquer suite aux problèmes de liquidité constatés sur les marchés financiers. Dans le cadre de ses accords de réassurance, Euler Hermes a donc pris la décision de réduire sa rétention de 78% à 70 % en 2009. De même, Euler Hermes a pris la décision d'améliorer sa couverture contre des risques de pointe en réduisant l'impact d'un grand sinistre à un maximum de 80-90 M€ sur son résultat technique net contre 110M€ en 2008.

Cette meilleure couverture de réassurance se traduit toutefois par une hausse des primes de couverture pour risques de pointe et par la mise en place systématique de commissions de réassurance variables.

Cette nouvelle couverture de réassurance permettra de ramener les besoins en capital à risque à un niveau de 1 700 millions d'euros en 2009, permettant ainsi à Euler Hermes de reconstituer une marge de manœuvre par rapport à son capital ajusté qui s'élève à 1 944 M€ à fin 2008.

Le groupe va poursuivre l'harmonisation de ses outils afin de continuer d'améliorer la qualité de ses services, de conserver son avantage compétitif et de maintenir un niveau de coût maîtrisé.

Euler Hermes poursuivra également une politique de gestion prudente de son portefeuille financier. Ayant déjà fortement réduit son exposition actions en 2007 et 2008, Euler Hermes ne prévoit pas à court terme d'augmenter son exposition actions. Euler Hermes compte

toutefois sur son portefeuille obligataire pour soutenir ses revenus financiers en 2009 et reste confiant dans sa capacité à maintenir une contribution importante des résultats financiers au résultat avant impôts.

Euler Hermes entend poursuivre sa politique de développement international en continuant à investir dans les nouvelles puissances économiques (Chine, Inde, mais aussi Russie) et les acteurs régionaux (Turquie, Israël, Brésil, Argentine) afin d'accompagner nos assurés dans leur développement.

L'assurance crédit étant un métier d'économies d'échelles, le groupe Euler Hermes a prouvé par le passé qu'il dispose des ressources permettant d'accompagner la mutation des échanges internationaux afin d'offrir un service de qualité. Outre des investissements internes significatifs, le groupe continuera d'étudier toutes les opportunités de croissance externe sur le marché de la gestion et du financement des créances commerciales.

Confiant dans sa stratégie, le groupe Euler Hermes dispose d'une part d'une structure financière solide et d'autre part d'outils de gestion performants qui devrait lui permettre de gérer la crise avec un maximum d'atouts et ainsi de fortement limiter l'impact négatif de cette dernière. La visibilité sur l'évolution de l'environnement macroéconomique étant très faible, il nous est difficile de donner une indication précise sur les objectifs financiers du groupe, mais Euler Hermes s'est fixé comme objectif interne de maintenir son ratio combiné inférieur à 100%, à la condition toutefois de ne pas être frappé par une sinistre majeur dont l'impact serait supérieur à 100 millions d'euros.