

**Rapport de gestion
du Directoire**

au 30 juin 2008

Faits marquants de la période

Le premier semestre 2008 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 15 mai 2008, a décidé le versement d'un dividende de 5 euros par titre.

Au 30 juin 2008, le groupe Allianz détient 30 744 048 actions sur un total de 45 073 963, soit 68,21% des actions.

Au cours du premier semestre 2008, 21 450 actions nouvelles ont été créées suite à la levée d'options de souscription dans le cadre du plan de stock options de 1998 et 2003. Au 30 juin 2008, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 45 073 963 dont 1 464 444 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.

Activité

Au 30 juin 2008, le chiffre d'affaires de Euler Hermes s'élève à 1 083,6 millions d'euros, en hausse de 3,0% par rapport au premier semestre 2007. A périmètre et taux de change constant, l'activité commerciale du groupe progresse de 5,5% au cours des 6 premiers mois de l'année.

Dans la zone Euro, le chiffre d'affaires d'Euler Hermes est soutenu par la croissance des affaires en Allemagne (4,6%), en Italie (3,8%) et aux Pays-Bas (12,9%).

Au Royaume-Uni, l'activité affiche une croissance de 10,6% à taux de change et périmètre constants. Cette très bonne performance s'explique principalement par une nouvelle production très dynamique et une pression moindre sur les taux de primes. Il est à noter que l'évolution de la livre pénalise fortement la comparaison avec les données historiques 2007.

Aux Etats-Unis, l'évolution du chiffre d'affaires est de -1,5% à taux de change et périmètre constants. Cette baisse est la conséquence directe de l'environnement économique particulièrement tendu aux Etats-Unis (croissance en berne, crise des sub-primes, difficultés du recours aux crédits, prix des matières premières).

Dans les nouveaux marchés (Europe de l'Est, Europe du Sud, Amérique latine et Asie), le chiffre d'affaires affiche une croissance de 17,7% (20,0% hors effets de change et à périmètre constant) et s'élève à 99,3 millions d'euros. A fin juin 2008, l'activité dans ces marchés représente 9,2% du chiffre d'affaires consolidé du groupe contre 8% à fin juin 2007.

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

En millions d'€	30/06/2008	30/06/2007 (1)	30/06/2007 (2)	Variation 2008/2007	Variation 2008/2007 pro-forma
Allemagne	369,1	352,8	352,8	4,6%	4,6%
France	203,9	202,4	202,4	0,7%	0,7%
Italie	128,3	123,7	123,7	3,8%	3,8%
Royaume-Uni	102,2	106,6	92,4	-4,2%	10,6%
Etats-Unis	66,0	77,6	67,0	-14,9%	-1,5%
Belgique	39,3	38,1	38,1	3,1%	3,1%
Pays-Bas	26,3	23,3	23,3	12,9%	12,9%
Pays Nordiques	23,2	22,1	21,7	4,8%	6,8%
Pologne	25,8	20,9	23,1	23,6%	11,7%
Sous-total principaux pays	984	968	945	1,7%	4,2%
<i>dont zone Euro</i>	<i>790</i>	<i>762</i>	<i>762</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,7%</i>
Sous-total nouveaux marchés	99,4	84,4	82,8	17,7%	20,0%
Euler Hermes	1 083,6	1 052,0	1 027,4	3,0%	5,5%

Note: (1) Chiffre d'affaires 30 juin 2007 publié

(2) Chiffre d'affaires 30 juin 2007 corrigé des effets de change et de périmètre de consolidation.

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

en millions d'euros	S1 2008	S1 2007	Variation en montant	Variation en %
Primes	890,8	868,0	22,8	2,6%
Accessoires de primes	192,8	184,0	8,9	4,8%
Total chiffre d'affaires	1 083,6	1 052,0	31,7	3,0%

Les primes affichent une croissance légèrement inférieure à celle des accessoires. Ces derniers bénéficient de la progression de l'activité de recouvrement, elle-même liée à la hausse de la sinistralité.

Primes acquises

En milliers d'euros	S1 2008	S1 2007	Variation %
Primes acquises brutes	890 770	867 977	2,6%
Primes cédées	-215 175	-238 715	-9,9%
Primes nettes acquises	675 595	629 263	7,4%
Taux de cession	-24,2%	-27,5%	

Le montant des primes acquises brutes (**890,8** millions d'euros) augmente de **2,6%** par rapport au premier semestre 2007.

Le taux de cession en réassurance continue à diminuer en 2008 (**-3,3** points) en application de la stratégie d'Euler Hermes d'augmenter sa rétention jusqu'à 80% d'ici 2009. Ainsi les primes nettes acquises progressent de 7,4% dont 4,8% s'expliquent par la hausse de la rétention.

Charge des sinistres

en milliers d'euros	S1 2008	S1 2007	Variation %
Charges de prestation d'assurance, année en cours	-553 055	-460 681	20,1%
Sinistres cédés en réassurance, année en cours	108 646	96 418	12,7%
Charge nette des sinistres, année en cours	-444 410	-364 262	22,0%
<i>Taux de cession des sinistres, année en cours</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	
Charges de prestation d'assurance, exercices précédents	19 652	85 399	-77,0%
Sinistres cédés en réassurance, exercices précédents	-5 851	-9 405	-37,8%
Charge nette des sinistres, exercices précédents	13 801	75 995	-81,8%
<i>Taux de cession des sinistres, exercices précédents</i>	<i>30%</i>	<i>11%</i>	
Charge nette des sinistres	-430 609	-288 268	49,4%
Ratio de sinistres, année en cours	-65,8%	-57,9%	
Ratio de sinistres, exercices précédents	2,0%	12,1%	
Ratio de sinistres net	-63,7%	-45,8%	

La sinistralité nette progresse à un rythme beaucoup plus soutenue que les primes nettes, avec une croissance de 49,4%.

Ceci s'explique d'une part par la forte réduction des boni de liquidation sur exercices antérieurs (-81,8%), conséquence d'une sinistralité soutenue de l'année de rattachement

2007 ayant amené le groupe Euler Hermes à consommer une partie des réserves constituées à fin 2007, et d'autre part par l'augmentation de 22,0% des charges de sinistre de l'année en cours.

La forte hausse de la sinistralité liée à l'année en cours est le fruit d'une augmentation de la fréquence des sinistres directement imputable à la dégradation de l'environnement macro économique (hausse du prix des matières premières, fort ralentissement de la consommation, difficulté croissante pour les entreprises à obtenir des crédits). Cette hausse se fait particulièrement sentir aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne.

Frais d'exploitation

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2008	S1 2007	Variation %
Frais d'acquisition des contrats	-151 294	-146 887	3,0%
Frais d'administration	-106 607	-101 709	4,8%
Frais liés à l'activité de services	-134 467	-128 462	4,7%
Autres produits et charges courants	-10 894	-18 991	-42,6%
Total frais d'exploitation	-403 262	-396 049	1,8%
Dont charges non techniques	-3 940	-8 657	-54,5%
Frais d'exploitation technique	-399 322	-387 393	3,1%

Compte tenu de l'environnement économique déjà évoqué précédemment, le groupe Euler Hermes a fait des efforts stricts dans la gestion et la maîtrise de ses coûts. Ainsi, la croissance des frais d'exploitation ne s'élève qu'à 1,8%.

Frais d'exploitation technique nets

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2008	S1 2007	Variation %
Frais d'exploitation technique	-399 322	-387 393	3,1%
Accessoires de primes	192 850	183 989	4,8%
Frais d'exploitation bruts	-206 472	-203 404	1,5%
Primes acquises brutes	890 770	867 977	2,6%
Commissions de réassurance	79 662	93 128	-14,5%
Primes cédées	-215 175	-238 715	-9,9%
Frais d'exploitation nets	-126 811	-110 276	15,0%
Primes acquises nettes	675 595	629 262	7,4%
Ratio des coûts brut	23,2%	23,4%	
Ratio des coûts net	18,8%	17,5%	

Après déduction des accessoires, les frais d'exploitation bruts progressent de 1,4%, chiffre à mettre en regard de la progression des primes acquises de 2,6%. Ceci explique l'amélioration de 0,2 points du ratio des coûts bruts.

Les commissions de réassurance sur cession proportionnelle reculent de -14,5%. Ceci s'explique d'une part par la baisse des primes cédées, conséquence de l'augmentation de la rétention, et d'autre part par la dégradation de la sinistralité. En effet, certains contrats de réassurance prévoient une commission variable en fonction du niveau de sinistralité. Ce niveau étant plus élevé en 2008, il en résulte un niveau moindre de commissions.

La croissance des frais d'exploitations nets de 15,0% est de fait directement imputable à la diminution des commissions de réassurance, la maîtrise de la croissance des coûts bruts ne permettant de compenser que très partiellement cette diminution. Cette croissance étant supérieure à celle des primes acquises nettes (+7,4%), il en résulte une légère dégradation du ratio des coûts net du premier semestre 2008 (18,8% contre 17,5% au premier semestre 2007).

Résultat opérationnel courant avant produits financiers

Le résultat opérationnel courant, excluant les produits financiers, est en baisse à 114,2 M€ contre 222,1 M€ en 2007. Cette baisse s'explique principalement par la dégradation de la sinistralité et dans une moindre mesure par de plus faibles commissions de réassurance.

<i>En milliers d'euros</i>	S1 2008	S1 2007	Variation %
Primes nettes acquises	675 595	629 263	7,4%
Charge nette de sinistres	-430 609	-288 267	49,4%
Frais d'exploitation nets	-126 811	-110 276	15,0%
Autres charges non techniques	-3 940	-8 657	-54,5%
Résultat opérationnel hors financier	114 236	222 063	-48,6%
Ratio combiné	-82,5%	-63,3%	

Ratio combiné net

Le ratio combiné après réassurance s'établit à 82,5 % pour le premier semestre 2008 en hausse de 19,2 points par rapport au ratio combiné du premier semestre 2007, calculé avec la même méthode. Cette forte hausse provient pour 17,9 points de la dégradation du ratio de sinistralité et pour 1,3 points de celle du ratio des coûts.

Evolution des marchés financiers

Le premier semestre 2008 a été marqué d'une part par la poursuite de la crise financière et de ses conséquences sur le marché du crédit et d'autre part par la hausse continue sur les matières premières.

Les provisions importantes sur le secteur financier et la hausse de l'inflation ont créé un climat d'inquiétude qui a poussé les investisseurs à réduire fortement leurs expositions actions.

Dans cet environnement, la politique de gestion du portefeuille financier d'Euler Hermes a été marquée par une très grande prudence, les investissements sur la partie court terme ont été privilégiés.

Résultats financiers

en milliers d'euros	S1 2008	S1 2007	variation %
Revenus des immeubles de placement	3 765	3 616	4,1%
Revenus des placements-obligations	38 526	34 224	12,6%
Revenus des placements-actions	5 754	7 579	-24,1%
Revenus des placements	44 280	41 803	5,9%
Autres revenus financiers	17 861	16 224	10,1%
Revenus des investissements	65 906	61 643	6,9%
Charges des placements	(4 669)	(4 647)	0,5%
Résultat net de changes	(1 638)	4 013	-140,8%
Plus-values réalisées et dépréciations nettes des reprises	27 634	76 217	-63,7%
Produits des placements nets de charge	87 233	137 229	-36,4%

Dans un environnement de marchés financiers très tendus, le résultat financier du premier semestre 2008 s'élève tout de même à 87,2 millions d'euros grâce au bon niveau des revenus des investissements (en hausse de 6,9%) et à la réalisation de 27,6 millions d'euros de plus values.

Ce résultat est toutefois en baisse de 50 millions d'euros par rapport au premier semestre 2007 qui avait bénéficié d'un contexte financier bien plus favorable ayant permis à l'époque la réalisation de 76,2 millions d'euros de plus values.

(en milliers d'euros)

	30/06/2008					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 :	167 693	35 568	203 261	203 261	-	297 844	128 498	426 342	426 342	-
- Obligations :	1 994 353	(32 062)	1 962 291	1 962 291	-	2 209 150	5 749	2 214 899	2 214 884	(15)
- Prêts et autres placements :	405 705	-	405 705	405 705	-	315 349	-	315 349	315 349	-
Total Placement financier	2 567 751	3 506	2 571 257	2 571 257	-	2 822 343	134 247	2 956 590	2 956 575	(15)
Immobilier de placement			84 145	161 194	77 049			86 247	162 931	76 684
Trésorerie			571 967	571 967	-			378 103	378 103	-
Total			3 227 369	3 304 418	77 049			3 420 940	3 497 609	76 669

La valeur de marché du portefeuille financier, incluant la trésorerie, diminue de 193 millions d'euros. Cette baisse est principalement imputable au paiement d'un dividende de 218 millions d'euros.

Si l'immobilier de placement reste stable, les placements financiers sont en baisse de 385 millions d'euros. Cette baisse touche aussi bien le compartiment actions que le compartiment obligations.

La baisse du compartiment actions est la conséquence d'une part de la décision du groupe de diminuer son exposition actions et d'autre part de la baisse des marchés qui se reflète dans la diminution des plus values latentes.

La baisse du compartiment obligations est la conséquence :

- d'une part de la forte hausse des taux constatée sur le premier semestre, qui a fait passer le portefeuille obligataire d'une situation globalement en légère plus-value latente à une situation de moins value latente de 32,1 millions d'euros sans pour autant engendrer de risque de dépréciation.
- d'autre part de la décision du groupe Euler Hermes d'investir dans des dépôts à court terme affichant de forts taux de rendement. Ces derniers investissements ont pour conséquence directe l'augmentation de 193 millions d'euros du poste de trésorerie.

Résultat opérationnel courant

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2008	S1 2007	Variation %
Résultat technique	114 236	222 062	-48,6%
Produits financiers nets de charges	87 233	137 229	-36,4%
Résultat opérationnel	201 469	359 291	-43,9%

La dégradation du résultat opérationnel hors financier, d'une part, et la moindre réalisation de plus values financières, d'autre part, expliquent la baisse du résultat opérationnel qui s'établit à 201,4 millions d'euros, en repli de 43,9% par rapport au premier semestre 2007.

Résultat net

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2008	S1 2007	Variation %
Résultat technique	114 236	222 062	-48,6%
Produits financiers nets de charges	87 233	137 229	-36,4%
Résultat opérationnel	201 469	359 291	-43,9%
Charges de financement	-7 630	-6 039	26,3%
Quote-part dans les sociétés mises en équivalence	4 124	3 022	36,5%
Impôt sur les résultats	-72 955	-122 840	-40,6%
Part revenant aux actionnaires minoritaires	-2 677	-2 248	19,1%
Résultat net part du groupe	122 332	231 185	-47,1%

Après charges financières et impôts, le résultat net d'Euler Hermes s'élève à 122,3 millions d'euros, au cours du premier semestre 2008, en baisse de 47,1% par rapport aux six premiers mois de 2007.

Le taux d'imposition du premier semestre 2008 s'élève à 36,9%, en légère progression par rapport au premier semestre 2007.

Résultat de la société Euler Hermes SA

Le résultat net social de la société Euler Hermes SA s'établit à 222,6 millions d'euros au 30 juin 2008 contre 134,1 millions d'euros au 30 juin 2007. Cette augmentation s'explique principalement par des remontées de dividende de la part des filiales plus importantes en 2008 qu'en 2007.

Rentabilité des fonds propres

Capitaux propres part du groupe

Au 30 juin 2008, les capitaux propres, part du groupe, s'élèvent à 1846,9 millions d'euros contre 2058,7 millions d'euros au 31 décembre 2007. Le tableau suivant donne les principales variations de la période.

(en milliers d'euros)	Capital	Primes d'émission	Résultats cumulés	Réserve de réévaluation	Autres			Total part du Groupe	Part des minoritaires	Total des capitaux propres
					Ecart de Conversion	Actions propres	Total Autres			
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2006 Normes IFRS	14 384	448 058	1 368 855	124 910	10 892	(74 713)	(63 821)	1 892 386	19 153	1 911 539
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain / (perte) d'évaluation pris en capitaux propres				(36 821)				(36 821)	(19)	(36 840)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées										
Dérivés de couverture de trésorerie (cash flow hedges)										
Gain / (perte) pris en capitaux propres										
Incidence des transferts en résultat des profits ou des pertes réalisés sur la période										
Incidence des transferts sur le montant initial des dérivés de couverture										
Incidence des écarts de conversion					(4 816)		(4 816)	(4 816)	14	(4 802)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(36 821)	(4 816)	-	(4 816)	(41 637)	(5)	(41 642)
Résultat net consolidé de l'exercice			231 186					231 186	2 248	233 434
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	231 186	(36 821)	(4 816)	-	(4 816)	189 549	2 243	191 792
Mouvements de capital	7	755				4 177	4 177	4 939	-	4 939
Distribution de dividendes			(174 196)					(174 196)	(2 876)	(177 072)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			1 326					1 326		1 326
Annulation boni/mali sur actions d'autocontrôle			4 403					4 403		4 403
Autres variations			(84)			38	38	(46)	501	455
Capitaux propres du Groupe au 30 juin 2007 Normes IFRS	14 391	448 813	1 431 490	88 089	6 076	(70 498)	(64 422)	1 918 361	19 021	1 937 382

(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				(93 743)				(93 743)	(165)	(93 908)
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées										
Dérivés de couverture de trésorerie (cash flow hedges)										
Gain / (perte) pris en capitaux propres										
Incidence des transferts en résultat des profits ou des pertes réalisés sur la période										
Incidence des transferts sur le montant initial des dérivés de couverture										
Incidence des écarts de conversion					(17 259)		(17 259)	(17 259)	122	(17 137)
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(93 743)	(17 259)	-	(17 259)	(111 002)	(43)	(111 045)
Résultat net consolidé de l'exercice			122 331					122 331	2 677	125 008
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	122 331	(93 743)	(17 259)	-	(17 259)	11 329	2 634	13 963
Mouvements de capital	7	443				(5 866)	(5 866)	(5 416)	-	(5 416)
Distribution de dividendes			(218 277)					(218 277)	(2 607)	(220 884)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			858					858		858
Annulation boni/mali sur actions d'autocontrôle			(298)					(298)		(298)
Autres variations			2					2	(294)	(292)
Capitaux propres du Groupe au 30 juin 2008 Normes IFRS	14 424	451 775	1 512 563	(3 305)	(47 080)	(81 438)	(128 518)	1 846 939	18 912	1 865 851

Les fonds propres consolidés, part du Groupe, ont diminué de 211,8 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2007. Cette baisse s'explique principalement d'une part par la distribution de 218,3 millions d'euros de dividende et d'autre part par la diminution de 93,7 millions d'euros des plus values latentes nettes d'impôt différé, ces deux éléments n'étant que partiellement compensés par le résultat net de 122,3 millions d'euros.

Retour sur capitaux propres

Le retour sur capitaux propres annualisé (calculé comme le double du ratio résultat net part du groupe de la période sur la moyenne entre les capitaux propres d'ouverture et les capitaux propres de clôture) s'établit, au 30 juin 2008, à 12,5% contre 24,3% pour le premier semestre 2007.