

**Rapport de gestion
du Directoire**

au 30 juin 2009

Faits marquants de la période

Le premier semestre 2009 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 2009, a décidé le versement d'un dividende de 1,50 euro par titre.

Au 30 juin 2009, le groupe Allianz détient 30 744 048 actions sur un total de 45 082 230, soit 68,20% des actions, en conséquence de quoi, Euler Hermes est intégré dans le périmètre de consolidation d'Allianz.

Au cours du premier semestre 2009, aucune action nouvelle n'a été créée suite à la levée d'options de souscription. Au 30 juin 2009, le nombre d'actions composant le capital social d'Euler Hermes s'élève à 45 082 230 dont 1 565 444 actions propres.

Variations du périmètre de consolidation

Aucune entrée ni sortie de périmètre significative n'a été constatée au cours du premier semestre 2009.

Evolution 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 75,8% à fin juin 2008 à 68,5% à fin juin 2009. Les primes acquises nettes de réassurance ont diminué de -10,7% entre juin 2008 et juin 2009, dont -9,7% s'expliquent par la baisse de la rétention.

Activité

Au 30 juin 2009, le chiffre d'affaires d'Euler Hermes s'élève à 1 084,5 millions d'euros, en très légère hausse de 0,1% par rapport au premier semestre 2008. A périmètre et taux de change constant, l'activité commerciale du groupe progresse de 1,1% au cours des six premiers mois de l'année.

Alors que le chiffre d'affaires continue à croître dans les nouveaux marchés, soutenu par une nouvelle production dynamique sur les douze derniers mois, les marchés historiques en Europe et en Amérique du Nord sont confrontés à une forte contraction du volume d'affaires de nos assurés qui pèse sur le volume des primes acquises, se traduisant par un recul du chiffre d'affaires de 1% à fin juin 2009.

Dans la plupart des pays, le recul du chiffre d'affaires des assurés, qui a atteint des niveaux très élevés au deuxième trimestre 2009, n'a pu être compensé par les hausses de taux et une nouvelle production dynamique.

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

En millions d'€	30/06/2009	30/06/2008 (1)	30/06/2008 (2)	variation 2009/2008	variation 2009/2008 pro forma
France	198,2	203,9	204,6	-2,8%	-3,1%
Grande-Bretagne	95,7	102,2	89,5	-6,4%	6,9%
Belgique	38,7	39,3	39,3	-1,5%	-1,5%
Pays-Bas	27,1	26,3	26,3	2,9%	2,9%
Etats-Unis	79,6	66,0	76,2	20,6%	4,5%
Italie	110,6	128,3	128,3	-13,9%	-13,9%
Scandinavie	25,7	23,2	20,1	10,8%	27,9%
Allemagne	359,9	369,1	366,6	-2,5%	-1,8%
Pologne	26,0	25,8	19,8	0,9%	31,4%
sous-total large BU's	961,4	984,3	970,7	-2,3%	-1,0%
<i>dont Zone Euro</i>	734	767	765		
sous-total nouveaux marchés	123,1	99,4	102,2	23,9%	20,5%
EULER HERMES	1 084,5	1 083,6	1 072,9	0,1%	1,1%

Note: (1) Chiffre d'affaires 30 juin 2008 publié

(2) Chiffre d'affaires 30 juin 2008 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 2009	S1 2008	Variation en montant	Variation en %
Primes	881,4	890,8	-9,3	-1,0%
Accessoires de primes	203,1	192,8	10,2	5,3%
Total chiffre d'affaires	1 084,5	1 083,6	0,9	0,1%

Les primes affichent une légère baisse conséquence principalement de l'érosion du chiffre d'affaires assuré directement imputable au contexte économique difficile. La croissance des accessoires de primes reste très bien orientée (+5,3%), ces derniers bénéficiant de la progression de l'activité de recouvrement, elle-même liée à la hausse de la sinistralité.

Primes acquises brutes et nettes

en milliers d'euros	S1 2009	S1 2008	Variation %
Primes acquises brutes	881 429	890 770	-1,0%
Primes cédées	-278 075	-215 175	29,2%
Primes nettes acquises	603 354	675 595	-10,7%
Taux de cession	-31,5%	-24,2%	

Le montant des primes acquises brutes (**881,4** millions d'euros) baisse de **1%** par rapport au premier semestre 2008.

Les primes nettes acquises diminuent de 10,7% suite à la hausse de 29,2% des primes cédées. Dans l'environnement actuel, caractérisé par un taux de sinistralité plus élevé que la normale, cette hausse fait suite à la décision du groupe de réduire sa rétention et d'améliorer sa couverture contre les risques de pointe.

En conséquence, le taux de cession en réassurance augmente significativement en 2009 (**+7,3** points) et la baisse de -10,7% des primes acquises nettes de réassurance s'explique pour -9,7% par la diminution de la rétention.

Charge des sinistres

en milliers d'euros	S1 2009	S1 2008	Variation %
Charges de prestation d'assurance, année en cours	-725 455	-553 055	31,2%
Sinistres cédés en réassurance, année en cours	206 340	108 646	89,9%
Charge nette des sinistres, année en cours	-519 114	-444 410	16,8%
<i>Taux de cession des sinistres, année en cours</i>	<i>28%</i>	<i>20%</i>	
Charges de prestation d'assurance, exercices précédents	14 656	19 652	-25,4%
Sinistres cédés en réassurance, exercices précédents	-28 923	-5 851	394,3%
Charge nette des sinistres, exercices précédents	-14 267	13 801	-203,4%
<i>Taux de cession des sinistres, exercices précédents</i>	<i>197%</i>	<i>30%</i>	
Charge nette des sinistres	-533 381	-430 609	23,9%
Ratio de sinistres, année en cours	-86,0%	-65,8%	
Ratio de sinistres, exercices précédents	-2,4%	2,0%	
Ratio de sinistres net	-88,4%	-63,7%	

La sinistralité nette continue de progresser à un rythme soutenu avec une croissance de 23,9%. Cette augmentation s'explique par la profonde crise économique qui a touché la plupart des pays européens et qui a provoqué une forte hausse des sinistres, tant en nombre qu'en montant, alors qu'au premier semestre 2008, la crise actuelle démarrait en Europe du Sud et dans les îles britanniques, épargnant encore les pays d'Europe du Nord.

A fin juin 2009, Euler Hermes enregistre de légers mali de liquidation sur exercices antérieurs, de -14 millions d'euros, contre des boni de liquidation de +14 millions d'euros à fin juin 2008. Ces mali de liquidation sont la conséquence d'une plus forte sinistralité attachée à l'année 2008, constatée principalement en Europe de l'Est et en Amérique du Sud.

Frais d'exploitation

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	Variation %
Frais d'acquisition des contrats	-171 834	-166 458	3,2%
Frais d'administration & autres produits et charges courants	-89 409	-95 412	-6,3%
Frais liés à l'activité de services	-159 979	-147 086	8,8%
Total frais d'exploitation récurrents	-421 221	-408 956	3,0%
Frais d'administration, non récurrent	-1 411	5 695	-124,8%
Frais d'exploitation	-422 632	-403 261	4,8%
Dont charges non techniques	-4 758	-3 940	20,8%
Frais d'exploitation technique	-417 874	-399 321	4,6%

Compte tenu de l'environnement économique déjà évoqué précédemment, le groupe Euler Hermes a limité la croissance de ses frais d'exploitation hors éléments non récurrents (principalement des reprises de provisions pour créances douteuses en juin 2008) à 3%.

Frais d'exploitation technique nets

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	Variation %
Frais d'exploitation technique	-417 874	-399 322	4,6%
Accessoires de primes	203 072	192 850	5,3%
Frais d'exploitation bruts	-214 802	-206 472	4,0%
Primes acquises brutes	881 429	890 770	-1,0%
Commissions de réassurance	90 073	79 666	13,1%
Primes cédées	-278 075	-215 175	29,2%
Frais d'exploitation nets	-124 729	-126 807	-1,6%
Primes acquises nettes	603 354	675 595	-10,7%
Ratio des coûts brut	24,4%	23,2%	
Ratio des coûts net	20,7%	18,8%	

Après déduction des accessoires, les frais d'exploitation bruts progressent de 4%, chiffre à mettre en regard de la baisse des primes acquises de -1%. Ceci explique la légère dégradation de 1,2 point du ratio des coûts bruts.

Les commissions de réassurance sur cession proportionnelle progressent de 13,1%. En effet, la baisse des taux de commissions a été plus que compensée par la hausse des primes cédées, base de calcul des commissions, conséquence de l'augmentation de la cession évoquée précédemment.

Cependant, malgré la baisse ainsi affichée des frais d'exploitations nets de -1,6%, le ratio des coûts nets se dégrade de 1,9 point (20,7% contre 18,8% au premier semestre 2009), conséquence logique de la baisse des primes nettes acquises.

Résultat opérationnel courant avant produits financiers

Le résultat opérationnel courant, excluant les produits financiers, est en perte à -59,5 millions d'euros contre un profit de 114,2 millions d'euros en 2008. Cette perte s'explique principalement par la forte dégradation de la sinistralité et dans une moindre mesure par de plus faibles primes nettes acquises.

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	Variation %
Primes nettes acquises	603 354	675 595	-10,7%
Charges nettes des sinistres	-533 381	-430 610	23,9%
Frais d'exploitation nets	-124 729	-126 807	-1,6%
Autres charges non techniques	-4 758	-3 940	20,8%
Résultat opérationnel hors financier	-59 514	114 239	-152,1%
Ratio combiné	109,1%	82,5%	

Ratio combiné net

La forte dégradation du ratio de sinistralité est la principale cause de l'augmentation du ratio combiné après réassurance qui s'établit à 109,1%, soit une hausse de 26,6 points par rapport au ratio combiné du premier semestre 2008.

Evolution des marchés financiers

La première partie du semestre a été marquée par un fort repli des marchés financiers, les investisseurs s'inquiétant de risque systémique et de scénarios déflationnistes.

Les différents plans de relance mis en place par les Etats et le soutien massif des banques centrales, notamment grâce à la baisse des taux directeurs de la Banque Centrale Européenne, ont permis aux marchés de se ressaisir à partir du mois de mars, pour terminer fin juin aux niveaux de début d'année.

Dans ce contexte toujours très incertain, la politique de gestion financière d'Euler Hermes est restée très prudente, notamment par une réduction de la duration des portefeuilles obligataires.

Résultats financiers

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	variation %
Revenus des immeubles de placement	3 815	3 765	1,3%
Revenus des placements-obligations	34 724	38 526	-9,9%
Revenus des placements-actions	1 829	5 754	-68,2%
Revenus des placements	36 553	44 280	-17,4%
Autres revenus financiers	10 060	17 861	-43,7%
Revenus des investissements	50 428	65 906	-23,5%
Charges des placements	-3 694	-4 669	-20,9%
Résultat net de changes	-5 654	-1 638	
Plus-values réalisées et dépréciations nettes des reprises	53 872	27 634	94,9%
Produits des placements nets de charges	94 952	87 233	8,8%

Dans un environnement de marchés financiers très tendus, le résultat financier du premier semestre 2009 s'élève tout de même à près de 95 millions d'euros grâce notamment à la réalisation de 53,9 millions d'euros de plus-values contre 27,6 millions à fin juin 2008.

Ces plus-values, réalisées principalement sur la vente d'obligations et d'immobilier de placement, permettent de compenser la baisse des revenus des investissements, conséquence de la baisse des taux à court terme, et la dégradation du résultat net de changes principalement imputable à la livre sterling et au franc suisse.

<i>(en milliers d'euros)</i>	2009.06					2008.12				
	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	123 754	573	124 560	124 562	2	136 083	16 064	152 147	152 147	-
- Obligations	1 853 720	36 651	1 890 373	1 890 370	(3)	1 812 265	62 584	1 874 849	1 874 903	54
- Prêts et autres placements	530 476	-	530 476	530 476	-	563 990	-	563 990	563 990	-
Total Placements financiers	2 507 950	37 224	2 545 409	2 545 408	(1)	2 512 338	78 648	2 590 986	2 591 040	54
Immobilier de placement	-	-	47 397	96 103	48 706	-	-	71 834	134 139	62 305
Trésorerie	-	-	688 601	688 601	-	-	-	613 907	613 907	-
Total	-	-	3 281 407	3 330 112	48 705	-	-	3 276 727	3 339 086	62 359

La valeur de marché du portefeuille financier, incluant la trésorerie, reste quasi stable à 3 330 millions d'euros (-9 millions d'euros).

Compte tenu des plus-values réalisées (53,9 millions d'euros) et de l'évolution des marchés, les plus-values latentes et réserves de réévaluation sont en net recul de -55,1 millions d'euros pour atteindre 85,9 millions d'euros, soit 2,6% du portefeuille de placement.

Dans un contexte difficile, la performance économique annualisée nette de charges du portefeuille de placement a toutefois pu se maintenir à 5,7%.

Résultat opérationnel courant

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	Variation %
Résultat technique	(59 514)	114 236	-152,1%
Produits financiers nets de charges	94 952	87 233	8,8%
Résultat opérationnel	35 438	201 469	-82,4%

Le résultat financier a pu compenser le résultat technique négatif, permettant au résultat opérationnel de rester positif à fin juin 2009, à 35,4 millions d'euros. Ce dernier est toutefois en fort repli (-82,4%) par rapport au premier semestre 2008.

Résultat net

<i>en milliers d'euros</i>	S1 2009	S1 2008	Variation %
Résultat technique	(59 514)	114 236	-152,1%
Produits financiers nets de charges	94 952	87 233	8,8%
Résultat opérationnel	35 438	201 469	-82,4%
Autres produits et charges opérationnels	-7 507	0	N/A
Charges de financement	-6 025	-7 630	-21,0%
Quote-part dans les sociétés mises en équivalence	1 497	4 124	-63,7%
Impôt sur les résultats	-20 896	-72 955	-71,4%
Part revenant aux actionnaires minoritaires	-1 790	-2 677	-33,1%
Résultat net part du groupe	717	122 332	-99,4%

Après charges financières et impôts, le résultat net d'Euler Hermes s'élève à 0,7 million d'euros au cours du premier semestre 2009, en baisse de 99,4% par rapport aux six premiers mois de 2008.

Au deuxième trimestre 2009, Euler Hermes a enregistré des charges exceptionnelles pour un montant total de 7,5 millions dans le cadre du plan de restructuration de sa filiale italienne, tel que finalisé à ce jour.

Le taux d'imposition à fin juin 2009 reste élevé, à 89,3%, et pénalise le résultat net suite à des différentiels de taux d'imposition importants mère/filiales et des situations fiscales particulières qui n'ont pas permis de constater des impôts différés actifs.

Résultat de la société Euler Hermes SA

Le résultat net social de la société Euler Hermes SA s'établit à 176,2 millions d'euros au 30 juin 2009 contre 222,6 millions d'euros au 30 juin 2008. Cette baisse s'explique principalement par des remontées de dividende de la part des filiales moindres en 2009 qu'en 2008.

Rentabilité des fonds propres

Capitaux propres part du groupe

Au 30 juin 2009, les capitaux propres, part du groupe, s'élèvent à 1765,4 millions d'euros contre 1835 millions d'euros au 31 décembre 2008. Le tableau suivant donne les principales variations de la période.

(en milliers d'euros)	Capital	Primes d'émission	Résultats cumulés	Réserve de réévaluation	Ecart de Conversion	Autres Actions propres	Total Autres	Total part du Groupe	Part des minoritaires	Total des capitaux propres
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

(en milliers d'euros)	Capital	Primes d'émission	Résultats cumulés	Réserve de réévaluation	Ecart de Conversion	Autres Actions propres	Total Autres	Total part du Groupe	Part des minoritaires	Total des capitaux propres
Capitaux propres du Groupe au 31 décembre 2008	14 426	451 924	1 476 216	50 279	(73 191)	(84 697)	(157 888)	1 834 957	20 328	1 855 285
Actifs disponibles à la vente (AFS)										
Gain / (perte) d'évaluation pris en capitaux propres				3 498				3 498	36	3 534
Incidence des transferts en résultat des plus ou moins values réalisées				(28 052)				(28 052)		(28 052)
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				701	18 865		18 865	19 566	(45)	19 521
Impôts exigibles ou différés pris directement ou transférés en capitaux propres										
Revenu net reconnu en capitaux propres	-	-	-	(23 853)	18 865	-	18 865	(4 988)	(9)	(4 997)
Résultat net consolidé de l'exercice			717					717	1 790	2 507
Total des produits et des pertes reconnus de la période	-	-	717	(23 853)	18 865	-	18 865	(4 271)	1 781	(2 490)
Mouvements de capital						(711)	(711)	(711)		(711)
Distribution de dividendes			(65 278)					(65 278)	(1 660)	(66 938)
Composante capitaux propres des plans de paiements sur base d'actions			222					222		222
Annulation boni/mali sur actions d'autocontrôle										
Autres variations			433					433	32	465
Capitaux propres du Groupe au 30 juin 2009	14 426	451 924	1 412 310	26 426	(54 326)	(85 408)	(139 734)	1 765 352	20 481	1 785 833

Les fonds propres consolidés, part du Groupe, ont diminué de 69,6 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2008. Cette baisse s'explique principalement par la distribution de 65,3 millions d'euros de dividendes.

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 2009, à 0,1% contre 12,5% pour le premier semestre 2008.