

*Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse
restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



CONSEILLÉE PAR



INITIÉ PAR



PROJET DE NOTE EN RÉPONSE PRÉPARÉ PAR EULER HERMES GROUP



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 21 décembre 2017 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet d'Euler Hermes Group (www.fr.eulerhermes.com) et de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org). Il est tenu à la disposition du public sans frais au siège social d'Euler Hermes Group (1 place des Saisons, 92048 Paris-La Défense Cedex, France) et peut être obtenu sans frais par toute personne qui en fait la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Euler Hermes Group sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ce document.

SOMMAIRE

1.	Rappel des principaux termes et conditions de l'Offre	1
1.1	Description de l'Offre	1
1.2	Contexte de l'Offre	2
1.2.1	Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société	2
1.2.2	Répartition du capital et des droits de vote de la Société	3
1.3	Principales caractéristiques de l'Offre	3
1.3.1	Termes de l'Offre	3
1.3.2	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	4
1.3.3	Modalités de l'Offre	5
2.	Avis motivé du Conseil de Surveillance sur l'Offre	5
3.	Rapport de l'expert indépendant sur l'Offre	11
4.	Intentions des membres du Conseil de Surveillance	11
5.	Intentions de la Société concernant les actions auto-détenues	11
6.	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	11
7.	Eléments relatifs à la Société susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique	12
7.1	Structure du capital de la Société	12
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	13
7.2.1	Obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires	13
7.2.2	Absence de droit de vote double	14
7.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	14
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	15
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	15
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	15

7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	16
7.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire	16
7.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	16
7.8	Pouvoirs du Directoire, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions.....	16
7.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	20
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	20
8.	Modalités de mise à disposition du document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société	20
9.	Personne assumant la responsabilité de la note en réponse	22
	Annexe Rapport de l'expert indépendant sur l'Offre	23

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Allianz SE, société européenne de droit allemand dont le siège social est situé Königinstraße 28, 80802 Munich, Allemagne, immatriculée au registre du commerce du tribunal d'instance de Munich sous le numéro HRB 164232 (l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires d'Euler Hermes Group, société anonyme de droit français dont le siège social est situé 1 place des Saisons, 92048 Paris-La Défense Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 040 594 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR 0004254035 (« **Euler Hermes** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix de 122 euros par action dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Offre, qui sera le cas échéant suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des dispositions des articles L. 433-4, III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de vingt-deux jours de négociation.

A la date du dépôt du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 31.702.566 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 74,35 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur (seul ou de concert, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle), à l'exception des actions auto-détenues par la Société² (que le Conseil de Surveillance a décidé, le 21 décembre 2017, de ne pas apporter à l'Offre), soit un nombre total maximal de 10.320.680 actions³ représentant, à la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, 24,20 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société⁴.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel et Société Générale, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF le 21 décembre 2017. Il est

¹ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques (i.e., droits de vote calculés en tenant compte des droits de vote attachés aux actions auto-détenues, qui sont privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

² Au 30 novembre 2017, la Société détenait 619.189 de ses propres actions.

³ En ce compris 800 actions de la Société détenues par la société Investitori SGR S.p.a. pour le compte de ses clients.

⁴ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

précisé que seule Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des dispositions de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné à l'unanimité de ses membres indépendants, le 26 novembre 2017, le cabinet Finexsi, 14 rue de Bassano, 75116 Paris, en qualité d'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Historique de la participation de l'Initiateur dans la Société

La participation d'Allianz dans la Société remonte à plus de deux décennies. En 1996, Allianz a acquis une participation majoritaire dans la société d'assurance-crédit allemande Hermes Kreditversicherungs-AG. En 1998, Allianz a acquis indirectement une participation majoritaire dans Euler-SFAC par l'acquisition de la société Assurances Générales de France S.A. (AGF). Les deux entités ont fusionné lors de l'acquisition de Hermes Kreditversicherungs-AG par Euler en 2002. Depuis 2003, le groupe et ses filiales ont pris le nom Euler Hermes.

Au 31 décembre 2015, le groupe Allianz détenait, à travers Allianz Vie et Allianz France, 30.744.048 actions de la Société, représentant 67,8 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le 19 mai 2016, Allianz Vie a annoncé avoir procédé à la vente de 3.879.818 actions de la Société, représentant la totalité de sa participation, soit 8,56 % du capital de la Société, par voie de placement privé auprès d'investisseurs institutionnels avec construction accélérée d'un livre d'ordres (le « **Placement** »). Le prix du Placement a été fixé à 75,94 euros par action.

Dans le cadre du Placement, la Société a racheté 2.200.000 actions représentant environ 4,9 % du capital de la Société, à un prix égal au prix du Placement (le « **Rachat** »). Le Rachat a été réalisé dans le cadre du programme de rachat d'actions approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 27 mai 2015.

Suite à la réalisation du Placement et du Rachat, la Société a procédé, le 23 mai 2016, à l'annulation des 2.200.000 actions rachetées, ainsi que de 500.542 de ses propres actions qu'elle détenait déjà, soit un total de 2.700.542 actions représentant 6,33 % du capital de la Société à la suite de l'annulation.

Suite à ces opérations, la participation totale du groupe Allianz a été ramenée de 67,80 % à 63,00 % du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

Aux termes de contrats d'acquisition en date du 24 novembre 2017, Allianz Argos 14 GmbH, une filiale intégralement détenue par Allianz, a acquis (i) 3.399.258 actions de la Société (représentant 7,97 % de son capital et de ses droits de vote théoriques) auprès de fonds gérés par Silchester International Investors LLP et (ii) 1.438.278 actions de la Société (représentant 3,37 % de son capital et de ses droits de vote théoriques) auprès de fonds gérés par Kiltearn Partners LLP⁵, soit un total de 4.837.536 actions de la

⁵ Les sociétés Silchester International Investors LLP et Kiltearn Partners LLP, agissant comme « *investment manager* » de fonds, ont cédé l'intégralité des actions qu'ils détenaient dans la Société et ne détiennent plus aucune action ni aucun droit de vote de la Société (voir la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information et la section 7.3 du présent Projet de Note en Réponse).

Société (représentant 11,34 % de son capital et de ses droits de vote théoriques)⁶, pour un prix de 122 euros par action de la Société, aucun mécanisme éventuel de complément de prix n'ayant été prévu⁷.

1.2.2 Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société⁸ est la suivante :

	Actions et droits de vote théoriques		Droits de vote réels	
	Nombre	%	Nombre	%
Allianz France⁹	26.864.230	63,00 %	26.864.230	63,93 %
Allianz Argos 14 GmbH¹⁰	4.837.536	11,34 %	4.837.536	11,51 %
Investitori SGR S.p.a.¹¹	800	Non significatif	800	Non significatif
SOUS-TOTAL INITIATEUR	31.702.566	74,35 %	31.702.566	75,44 %
Auto-détention	619.189	1,45 %	-	-
Public	10.319.880	24,20 %	10.319.880	24,56 %
TOTAL	42.641.635	100 %	42.022.446	100 %

1.3 Principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront

⁶ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017, soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

⁷ Ces opérations ont été réalisées hors marché en application des instructions données par les parties à leurs intermédiaires respectifs le 27 novembre 2017.

⁸ Sur la base de la déclaration de franchissement de seuils d'Allianz Argos 14 GmbH et d'Allianz SE en date du 29 novembre 2017, de la déclaration du nombre total d'actions et de droits de vote de la Société au 30 novembre 2017 et du Projet de Note d'Information.

⁹ Allianz France est détenue à 99,99 % par Allianz Holding France SAS, elle-même indirectement détenue à 100 % par Allianz SE par l'intermédiaire d'Allianz Europe B.V. (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

¹⁰ Il est prévu que les 4.837.536 actions de la Société détenues par Allianz Argos 14 GmbH soient cédées le 22 décembre 2017 à l'Initiateur au prix de 122 euros par action de la Société, égal au prix de l'Offre, en application d'un contrat d'acquisition conclu entre Allianz Argos 14 GmbH et l'Initiateur en date du 19 décembre 2017 (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

¹¹ Investitori SGR S.p.a. est indirectement détenue à 100 % par Allianz SE par l'intermédiaire d'Allianz Europe B.V. et d'Allianz S.p.a. (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

apportées à l'Offre, au prix de 122 euros par action, pendant une période de vingt-deux jours de négociation.

Il est précisé, en tant que de besoin, que le prix de l'Offre vise les actions de la Société coupon attaché et que, dans l'hypothèse où un coupon serait détaché antérieurement à la clôture de l'Offre (en application, le cas échéant, de l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la Société d'une distribution de dividendes au titre de l'exercice 2017), le prix de l'Offre serait ajusté pour tenir compte du détachement du coupon.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a annoncé son intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4, III du Code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 122 euros par action de la Société, égale au prix de l'Offre, nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du dépôt du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 31.702.566 actions et autant de droits de vote de la Société, représentant 74,35 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹².

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur (seul ou de concert, directement ou indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle), à l'exception des actions auto-détenues par la Société¹³ (que le Conseil de Surveillance a décidé, le 21 décembre 2017, de ne pas apporter à l'Offre), soit un nombre total maximal de 10.320.680 actions¹⁴ représentant, à la date de dépôt du présent Projet de Note en Réponse, 24,20 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹⁵.

¹² Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

¹³ Au 30 novembre 2017, la Société détenait 619.189 de ses propres actions.

¹⁴ En ce compris 800 actions de la Société détenues par la société Investitori SGR S.p.a. pour le compte de ses clients.

¹⁵ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à l'exception des *Restricted Stock Units* (« **RSU** ») (voir la section 7.1 du présent Projet de Note en Réponse).

1.3.3 Modalités de l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre est présentée à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.5 du Projet de Note d'Information.

Les restrictions relatives à la participation à l'Offre et les documents relatifs à celle-ci (en ce compris le présent Projet de Note en Réponse) sont décrites en détails à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le présente Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables, l'AMF publiera une décision de conformité relative à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF du Projet de Note d'Information et du présent Projet de Note en Réponse.

Conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la note en réponse visée par l'AMF sera mise à la disposition du public. Elle sera disponible sur le site Internet de la Société (www.fr.eulerhermes.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Elle sera également tenue à la disposition du public sans frais au siège social de la Société (1 place des Saisons, 92048 Paris-La Défense Cedex, France) et pourra être obtenue sans frais par toute personne qui en fera la demande.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.fr.eulerhermes.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social de la Société (1 place des Saisons, 92048 Paris-La Défense Cedex, France) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande.

Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société s'est réuni le 21 décembre 2017 afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil de Surveillance était alors composé de la façon suivante :

- M. Axel Theis, Président du Conseil de Surveillance ;
- Mme Brigitte Bovermann, Vice-Présidente du Conseil de Surveillance et membre du Comité d'Audit, Risques et Compliance et du Comité des Nominations et Rémunérations ;
- Mme Ümit Boyner, membre indépendante du Conseil de Surveillance ;
- M. Philippe Carli, membre indépendant du Conseil de Surveillance et Président du Comité d'Audit, Risques et Compliance ;
- M. Nicolas Dufourcq, membre indépendant du Conseil de Surveillance (absent mais représenté) ;
- M. Ramon Fernandez, membre indépendant du Conseil de Surveillance et du Comité des Nominations et Rémunérations ;
- Mme Maria Garaña, membre indépendante du Conseil de Surveillance ;
- Mme Marita Kraemer, membre du Conseil de Surveillance ;
- M. Thomas-Bernd Quaas, membre indépendant du Conseil de Surveillance et du Comité d'Audit, Risques et Compliance et Président du Comité des Nominations et Rémunérations ;
- M. Jacques Richier, membre du Conseil de Surveillance.

L'ensemble des membres du Conseil de Surveillance étaient présents ou représentés.

L'avis motivé suivant a été adopté à l'unanimité des membres indépendants du Conseil de Surveillance, les autres membres ne prenant pas part au vote :

« *Préalablement à cette réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont notamment reçu copie :*

- *du projet de note d'information de la société Allianz SE (l'« Initiateur »), qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Rothschild Martin Maurel et Société Générale en qualité de banques présentatrices de l'Offre (le « Projet de Note d'Information ») ;*
- *du projet de note en réponse de la Société (le « Projet de Note en Réponse ») ;*
- *du rapport du cabinet Finexsi, expert indépendant (l'« Expert Indépendant »), sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire ;*
- *du rapport de valorisation de BNP Paribas, conseil financier de la Société dans le cadre de l'Offre.*

M. Philippe Carli indique aux membres du Conseil de Surveillance qu'ils sont notamment réunis afin d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée qui devrait être déposé par l'Initiateur auprès de l'Autorité des marchés financiers ce jour.

M. Philippe Carli rappelle que l'Initiateur a conclu le 24 novembre 2017, par l'intermédiaire d'une société qu'il contrôle, des contrats d'acquisition avec des actionnaires extérieurs au groupe Allianz

portant sur 11,34 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société pour un prix identique au prix offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, aucun mécanisme éventuel de complément de prix n'ayant été prévu (l'« Acquisition des Blocs »). A la suite de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur détient, directement et indirectement, 31.702.566 actions de la Société représentant 74,35 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

M. Philippe Carli rappelle ensuite les principaux termes du projet d'Offre aux membres du Conseil de Surveillance :

- l'Offre est libellée au prix de 122 euros par action de la Société. Le prix offert aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre représente une prime de +20,7 % par rapport au cours de clôture le 24 novembre 2017 et de respectivement +22,9 %, +22,2 % et +30,8 % par rapport aux moyennes des cours pondérées par les volumes des trois, six et douze derniers mois à la même date. Il se situe au-delà des objectifs de cours des analystes suivant la Société à la même date ;
- l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société existantes non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), sous réserve des exceptions prévues dans le Projet de Note d'Information ;
- l'Offre n'est pas assortie de condition ;
- l'Initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire s'il vient à détenir, à la suite de l'Offre, plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société.

M. Philippe Carli indique aux membres du Conseil de Surveillance qu'en application des dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le Conseil de Surveillance doit émettre un avis motivé sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

A. Le Conseil de Surveillance prend acte des intentions de l'Initiateur figurant dans le Projet de Note d'Information et examine les conséquences de l'Offre pour la Société.

A ce titre, le Conseil de Surveillance constate que :

- l'Initiateur a toujours été un actionnaire stable et a une connaissance profonde des activités et des marchés de la Société ;
- l'Initiateur a soutenu et continue de soutenir la stratégie de la Société. Le Projet de Note d'Information indique qu'« Euler Hermes faisant déjà partie du groupe Allianz, l'Initiateur n'envisage pas de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière et les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Euler Hermes, en dehors de l'évolution normale de l'activité » ; et
- le Projet de Note d'Information indique également que « l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition du conseil de surveillance ou de l'équipe de direction de la Société en dehors du cours normal des affaires et sous réserve des évolutions résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris ».

B. Le Conseil de Surveillance examine ensuite les conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société.

M. Philippe Carli rappelle que lors de la séance du 26 novembre 2017, le Conseil de Surveillance a, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, désigné le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, en qualité d'Expert Indépendant, étant précisé que seuls les membres indépendants du Conseil de Surveillance ont pris part au vote.

M. Philippe Carli rappelle que la mission de l'Expert Indépendant a consisté à établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

M. Philippe Carli indique que l'Expert Indépendant a remis son rapport aux membres du Conseil de Surveillance et invite l'Expert Indépendant à présenter les conclusions de son rapport au Conseil de Surveillance.

Le Conseil de Surveillance prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles le prix de 122 euros offert aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire présente un caractère équitable.

M. Philippe Carli invite ensuite BNP Paribas, conseil financier de la Société dans le cadre de l'Offre, à présenter les conclusions de son rapport de valorisation qui a été remis aux membres du Conseil de Surveillance.

C. Le Conseil de Surveillance examine les conséquences de l'Offre pour les salariés de la Société.

A ce titre, le Conseil de Surveillance constate que le Projet de Note d'Information indique que:

- Euler Hermes faisant déjà partie du groupe Allianz, l'Initiateur n'anticipe pas d'impact particulier à raison de l'Offre sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines du groupe Euler Hermes ; et*
- Allianz entend notamment maintenir le siège opérationnel d'Euler Hermes en France.*

D. M. Philippe Carli rappelle enfin que lors de la séance du 26 novembre 2017, les membres indépendants du Conseil de Surveillance ont, conformément aux meilleures pratiques en matière de gouvernance, décidé de constituer un comité ad hoc composé de MM. Philippe Carli (en qualité de Président), Thomas-Bernd Quaas et Ramon Fernandez, membres indépendants du Conseil de Surveillance, et l'ont chargé d'assurer le suivi de la mission de l'Expert Indépendant et d'émettre une recommandation sur l'Offre à l'intention du Conseil de Surveillance.

M. Philippe Carli, en qualité de Président du comité ad hoc, fait part au Conseil de Surveillance des observations du comité ad hoc et de la recommandation de ce dernier sur l'Offre.

M. Philippe Carli indique que, préalablement à la réunion du Conseil de Surveillance de ce jour, le comité ad hoc s'était assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le comité ad hoc a été réuni à deux reprises avec l'Expert Indépendant (le 12 et 20 décembre 2017) aux fins d'examiner les termes de l'Offre et de formuler une recommandation sur la base notamment du Projet de Note d'Information, du projet de rapport de l'Expert Indépendant et du rapport de valorisation de BNP

Paribas. Le comité ad hoc a pris connaissance des remarques qui ont été formulées par un actionnaire de la Société et auxquelles l'Expert Indépendant a répondu dans son rapport.

Le comité ad hoc a notamment constaté les éléments suivants :

- l'Offre émane de l'actionnaire de contrôle de la Société qui soutient la stratégie et le modèle opérationnel de la Société et n'anticipe pas d'impact particulier à raison de l'Offre sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines du groupe Euler Hermes ;*
- l'Offre offre une liquidité aux actionnaires minoritaires à des conditions faisant ressortir une prime de 20,7 % par rapport au cours de clôture le 24 novembre 2017 et de respectivement +22,9 %, +22,2 % et +30,8 % par rapport aux moyennes des cours pondérées par les volumes des trois, six et douze derniers mois à la même date et se situe au-delà des objectifs de cours des analystes suivant la Société ; et*
- le prix offert a été considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et est identique à celui payé par l'Initiateur pour l'Acquisition des Blocs.*

Au terme de ses travaux, le comité ad hoc recommande à l'unanimité au Conseil de Surveillance de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

E. Le Conseil de Surveillance prend acte des observations du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant. Il a également pris connaissance des remarques qui ont été formulées par un actionnaire de la Société et auxquelles l'Expert Indépendant a répondu dans son rapport.

Le Conseil de Surveillance constate que :

- l'Offre émane de l'actionnaire de contrôle de la Société qui soutient la stratégie et le modèle opérationnel de la Société et n'anticipe pas d'impact particulier à raison de l'Offre sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines du groupe Euler Hermes ;*
- l'Offre offre une liquidité aux actionnaires minoritaires à des conditions faisant ressortir une prime de 20,7 % par rapport au cours de clôture le 24 novembre 2017 et de respectivement +22,9 %, +22,2 % et +30,8 % par rapport aux moyennes des cours pondérées par les volumes des trois, six et douze derniers mois à la même date et se situe au-delà des objectifs de cours des analystes suivant la Société ;*
- le prix de l'Offre se compare favorablement aux éléments d'appréciation du prix de l'offre préparés par Rothschild Martin Maurel et Société Générale en qualité de banques présentatrices ;*
- l'Initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire et de faire radier la société de la cote s'il vient à détenir, à la suite de l'Offre, plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société ;*
- en conséquence, l'Offre, entièrement libellée en numéraire, permet aux actionnaires minoritaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix favorables.*

F. M. Philippe Carli indique aux membres du Conseil de Surveillance que le Conseil de Surveillance doit décider si les 619.189 actions auto-détenues par la Société, représentant 1,45 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, seront ou non apportées à l'Offre.

Il est indiqué que l'apport des actions auto-détenues à l'Offre entraînerait la constatation d'une plus-value significative imposable entre les mains de la Société et aurait, à ce titre, un impact fiscal défavorable.

G. Le Conseil de Surveillance prend note que l'Offre vise le retrait de la cotation sur Euronext Paris des actions de la Société et que la clause d'accélération des plans RSU (restricted stock units) au bénéfice des salariés et membres du Directoire de la Société (ou de ses filiales) prévue en ce cas devrait donc avoir vocation à s'appliquer dans le cadre de l'Offre.

Par conséquent, le Conseil de Surveillance prend acte que sous réserve de la mise en œuvre par l'Initiateur d'une procédure de retrait obligatoire et de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris, les RSU en cours d'acquisition seront immédiatement acquis par leurs bénéficiaires, sans tenir compte des périodes d'acquisition restant à courir, et que chaque RSU donnera droit au paiement d'une somme d'argent égale au cours moyen de l'action de la Société lors de la radiation conformément aux dispositions des plans.

Les caractéristiques des RSU sont décrites à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

A l'issue de cet exposé, les débats sont ouverts.

Après débat et avant qu'il soit procédé au vote, M. Philippe Carli rappelle que lors de la séance du 26 novembre 2017, les membres non-indépendants du Conseil de Surveillance ont, conformément aux meilleures pratiques en matière de gouvernance et à la Charte des Membres du Conseil de Surveillance, pris l'engagement de s'abstenir de voter sur les décisions relatives à l'Offre et à l'examen de l'Offre.

Au vu des éléments qui précèdent, le Conseil de Surveillance, à l'unanimité de ses membres indépendants présents ou représentés, ses autres membres ne prenant pas part au vote :

- considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires à qui elle offre une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix favorables, et de ses salariés, et, en conséquence, émet un avis favorable sur l'Offre et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- décide que les 619.189 actions auto-détenues par la Société, représentant 1,45 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, ne seront pas apportées à l'Offre ;*
- approuve le Projet de Note en Réponse qui lui a été présenté et donne tous pouvoirs au Président du Directoire, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers ;*
- donne tous pouvoirs au Président du Directoire, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au Projet de Note en Réponse et de préparer et déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers le document intitulé « Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire*

pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF, le Conseil de Surveillance de la Société a désigné à l'unanimité de ses membres indépendants, le 26 novembre 2017, le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

Le rapport du cabinet Finexsi sur l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, en date du 21 décembre 2017, au vu duquel le Conseil de Surveillance a émis son avis motivé sur l'Offre, est reproduit en annexe du présent Projet de Note en Réponse.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Après que le Conseil de Surveillance a adopté, à l'unanimité de ses membres indépendants, l'avis motivé sur l'Offre reproduit à la section 2 du présent Projet de Note en Réponse, l'ensemble des membres du Conseil de Surveillance qui détiennent des actions de la Société ont indiqué, à titre personnel, avoir l'intention d'apporter ces actions à l'Offre.

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

Lors de sa séance du 21 décembre 2017, le Conseil de Surveillance a décidé que compte tenu de l'impact fiscal de l'apport des actions auto-détenues à l'Offre, les 619.189 actions auto-détenues par la Société, représentant 1,45 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société¹⁶, ne seront pas apportées à l'Offre.

L'exécution du contrat de liquidité est suspendue depuis l'annonce de l'Offre le 27 novembre 2017. A cette date, 500 actions de la Société (incluses dans les 619.189 actions auto-détenues) sont détenues par le prestataire en charge du contrat de liquidité.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue sous réserve des accords décrits à la section 1.2.1 du présent Projet de Note en Réponse et de ce qui suit.

¹⁶ Sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

7. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société, d'un montant de 13.645.323,20 euros, est divisé en 42.641.635 actions de 0,31 euro chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société¹⁷ est la suivante :

	Actions et droits de vote théoriques		Droits de vote réels	
	Nombre	%	Nombre	%
Allianz France¹⁸	26.864.230	63,00 %	26.864.230	63,93 %
Allianz Argos 14 GmbH¹⁹	4.837.536	11,34 %	4.837.536	11,51 %
Investitori SGR S.p.a.²⁰	800	Non significatif	800	Non significatif
SOUS-TOTAL INITIATEUR	31.702.566	74,35 %	31.702.566	75,44 %
Auto-détention	619.189	1,45 %	-	-
Public	10.319.880	24,20 %	10.319.880	24,56 %
TOTAL	42.641.635	100 %	42.022.446	100 %

Les franchissements de seuils déclarés à la Société entre le 1^{er} janvier 2017 et la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse sont décrits à la section 7.3 du présent Projet de Note en Réponse.

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital ou instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à l'exception des RSU.

¹⁷ Sur la base de la déclaration de franchissement de seuils d'Allianz Argos 14 GmbH et d'Allianz SE en date du 29 novembre 2017, de la déclaration du nombre total d'actions et de droits de vote de la Société au 30 novembre 2017 et du Projet de Note d'Information.

¹⁸ Allianz France est détenue à 99,99 % par Allianz Holding France SAS, elle-même indirectement détenue à 100 % par Allianz SE par l'intermédiaire d'Allianz Europe B.V. (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

¹⁹ Il est prévu que les 4.837.536 actions de la Société détenues par Allianz Argos 14 GmbH soient cédées le 22 décembre 2017 à l'Initiateur au prix de 122 euros par action de la Société, égal au prix de l'Offre, en application d'un contrat d'acquisition conclu entre Allianz Argos 14 GmbH et l'Initiateur en date du 19 décembre 2017 (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

²⁰ Investitori SGR S.p.a. est indirectement détenue à 100 % par Allianz SE par l'intermédiaire d'Allianz Europe B.V. et d'Allianz S.p.a. (voir section 1.1.2 du Projet de Note d'Information).

Les RSU sont des droits attribués à certains salariés et aux membres du Directoire de la Société dans le cadre des plans *Euler Hermes Group Long Term Incentive* (« **EH LTI** »). Chaque RSU donne droit, à l'issue d'une période d'acquisition de quatre ans à compter de leur date d'attribution, au paiement d'une somme d'argent dont le montant dépend du cours de l'action de la Société à l'issue de la période d'acquisition. La Société peut opter pour un paiement sous forme d'actions de la Société. En cas de « *buy out* » des actions de la Société par l'Initiateur ou de « *delisting* » de la Société, les plans EH LTI prévoient un règlement en numéraire exclusivement (la Société ne pouvant pas en ces cas opter pour un règlement en actions).

Dans le cadre de l'Offre, sous réserve de la mise en œuvre par l'Initiateur d'une procédure de retrait obligatoire et de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris, les RSU en cours d'acquisition seront immédiatement acquises par leurs bénéficiaires, sans tenir compte des périodes d'acquisition restant à courir, et chaque RSU donnera droit au paiement d'une somme d'argent égale au cours moyen de l'action de la Société lors de la radiation conformément aux dispositions des plans.

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, quatre plans EH LTI sont en vigueur :

Date d'octroi	Période d'acquisition des droits (en années)	Nombre de RSU restantes ²¹
Mars 2014	4	31.889
Mars 2015	4	41.286
Mars 2016	4	46.420
Mars 2017	4	48.882
		168.477

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

A l'exception de ce qui suit, les statuts de la Société ne prévoient pas de disposition particulière pouvant entraîner des restrictions à l'exercice ou au transfert des actions et des droits de vote de la Société.

7.2.1 Obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires

Outre les obligations légales et réglementaires de déclarations en cas de franchissement de seuils, les statuts de la Société prévoient une obligation de déclaration en cas de franchissement de seuils statutaires.

En application de l'article 8 des statuts de la Société, « *toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert, qui vient à posséder un nombre d'actions et/ou de droits de vote de la Société égal ou supérieur à :*

²¹ Le nombre de RSU restantes sera réduit du nombre de RSU attribuées aux personnes qui quitteront le groupe Allianz dans le futur.

- (i) 1 % du nombre total des actions et/ou des droits de vote doit, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de ce seuil, informer la Société du nombre total des actions et/ou des droits de vote qu'il possède, par lettre recommandée avec accusé de réception ou tout autre moyen équivalent à l'étranger, télécopie ou télex. Cette déclaration est renouvelée chaque fois qu'un nouveau seuil de 1 % est franchi à la hausse jusqu'à 50 % inclus et chaque fois qu'un nouveau seuil de 1 % est franchi à la baisse jusqu'à 1 % inclus.
- (ii) 5 % du nombre total des actions et/ou des droits de vote doit, dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de ce seuil, demander à la Société l'inscription de toutes ses actions sous la forme nominative. Cette obligation de mise au nominatif s'applique à toutes les actions déjà détenues ou à celles qui viendraient à être acquises au-delà de ce seuil. La demande de mise au nominatif est envoyée par lettre ou télécopie ou télex à la Société dans les quinze jours à compter du franchissement de ce seuil. La déclaration de franchissement de seuil effectuée au titre du (i) ci-dessus à l'occasion du franchissement du seuil prévu dans le présent paragraphe vaut demande de mise au nominatif.

Pour la détermination des seuils prévus au (i) et (ii), il sera tenu compte également des actions et/ou droits de vote détenus indirectement et des actions et/ou droits de vote assimilés aux actions et/ou de droits de vote possédés tels que définis par les dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce.

Dans chaque déclaration visée ci-dessus, le déclarant devra certifier que la déclaration faite comprend bien tous les titres détenus ou possédés au sens de l'alinéa qui précède. Il devra indiquer également la ou les dates d'acquisition.

Les sociétés de gestion de fonds commun de placement sont tenues de procéder à cette information pour l'ensemble des droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par les fonds qu'elles gèrent.

En cas de non-respect de l'obligation d'information visée au (i) ci-dessus, un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction au moins égale à 2 % du capital ou des droits de vote pourront demander que les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée soient privées de droit de vote pour toute assemblée d'actionnaire qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification. La demande des actionnaires sera consignée dans le procès-verbal et entraînera de plein droit l'application de la sanction susvisée. »

Sous réserve des dispositions de l'article 8 des statuts de la Société relatives à la privation des droits de vote en cas de non-respect des obligations relatives aux déclarations de franchissements de seuils, les statuts ne contiennent pas de restriction à l'exercice des droits de vote.

7.2.2 Absence de droit de vote double

En application de l'article 20 des statuts de la Société, il n'existe pas de droit de vote double.

7.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Les franchissements de seuils déclarés à la Société entre le 1^{er} janvier 2017 et la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse sont les suivants :

- par courrier en date du 22 août 2017, la société Silchester International Investors LLP a déclaré détenir à cette date 3.408.173 actions représentant 7,99 % du capital et des droits de

vote théoriques de la Société ; par courrier en date du 27 novembre 2017, cette société a déclaré avoir franchi à la baisse les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société ;

- par courrier en date du 14 novembre 2017, la société Franklin Resources, Inc., agissant pour son compte et celui de ses affiliés, a déclaré avoir franchi à la baisse les seuils statutaires de 1 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir à cette date 410.786 actions représentant 0,96 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- par courrier en date du 28 novembre 2017, la société Kiltearn Partners LLP a déclaré ne plus détenir aucune action ni aucun droit de vote de la Société ;
- par courrier en date du 29 novembre 2017, l’Initiateur a déclaré (i) que la société Allianz Argos 14 GmbH, contrôlée par l’Initiateur, a franchi à la hausse les seuils de 5 et 10 % du capital et des droits de vote de la Société et détenir 4.837.536 actions représentant 11,34 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société et (ii) avoir franchi à la hausse, par l’intermédiaire des sociétés qu’elle contrôle, les seuils des deux tiers du capital et des droits de vote de la Société et détenir indirectement 31.702.566 actions représentant 74,35 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société²².

Par ailleurs, l’Initiateur a indiqué qu’il acquerrait les 4.837.536 actions de la Société détenues par Allianz Argos 14 GmbH le 22 décembre 2017 (voir section 1.1.2 du Projet de Note d’Information et sections 1.2.2 et 7.1 du présent Projet de Note en Réponse).

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel

Les droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par le personnel au travers du fonds commun de placement d’entreprise « FAC EH » (le « FCPE ») sont exercés par un ou plusieurs représentants mandatés par le Conseil de Surveillance du fonds à l’effet de le représenter aux assemblées d’actionnaires de la Société (voir la section 7.5 du Document de référence pour 2016 de la Société).

La décision d’apporter ou non à l’Offre les actions de la Société détenues par le personnel au travers du FCPE relève de la compétence du conseil de surveillance du FCPE.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote

A la date du dépôt du présent Projet de Note en Réponse, la Société n’a connaissance d’aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d’actions et à l’exercice des droits de vote.

²² Sur la base du nombre total d’actions et de droits de vote théoriques au 30 novembre 2017 soit 42.641.635 actions et autant de droits de vote théoriques.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire sont prévues à l'article 15 des statuts de la Société.

En application de l'article 15 des statuts de la Société, la Société est dirigée par un Directoire composé de deux membres au moins et de six membres au plus (sous réserve que les actions de la Société soient admises aux négociations sur un marché réglementé), actionnaires ou non, nommés par le Conseil de Surveillance.

Les membres du Directoire sont obligatoirement des personnes physiques dont la limite d'âge est fixée à 65 ans. Cette limite d'âge produit ses effets à l'issue de l'assemblée des actionnaires la plus proche. Toutefois, lorsqu'un membre du Directoire atteint cet âge, le Conseil de Surveillance peut, en une ou plusieurs fois, le proroger dans ses fonctions pour une durée totale qui ne dépassera pas trois ans.

Aucun membre du Conseil de Surveillance ne peut faire partie du Directoire.

Le Directoire est nommé pour une durée de quatre ans ; ses membres sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués par le Conseil de Surveillance ou par l'assemblée générale ordinaire sur proposition du Conseil de Surveillance.

En application de l'article 16 des statuts de la Société, le Conseil de Surveillance confère à l'un des membres du Directoire la qualité de Président. Le Président exerce ses fonctions pendant la durée de son mandat de membre du Directoire. Le Conseil de Surveillance peut attribuer le même pouvoir de représentation à un ou plusieurs membres du Directoire qui portent alors le titre de Directeur Général.

7.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi et les règlements en vigueur.

7.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions

Conformément aux articles 15 et 17 des statuts de la Société, le Directoire dirige la Société et est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société. Le Directoire exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social, et sous réserve de ceux expressément attribués par la loi et les statuts de la Société aux assemblées d'actionnaires et au Conseil de Surveillance.

Le Directoire fonctionne selon un règlement intérieur qui a pour objet de compléter les modalités de fonctionnement prévues par les statuts de la Société dans le respect du principe de collégialité du Directoire.

Ce règlement intérieur précise les pouvoirs et la répartition des tâches des membres du Directoire ainsi que, conformément à l'article 12 des statuts de la Société, les décisions qui sont soumises à autorisation préalable du Conseil de Surveillance :

- les opérations visant à consentir ou contracter tous prêts ou emprunts, crédits ou avances, lorsque celles-ci dépassent un montant de 75 000 000 euros ;

- la délivrance de sûretés, garanties, avals ou cautions lorsque celles-ci dépassent un montant de 30 000 000 euros ;
- les opérations directes ou par prise de participation susceptibles d’affecter de façon notable la stratégie du Groupe et de modifier substantiellement sa structure financière ou son périmètre d’activité, lorsque celles-ci dépassent un montant de 5 000 000 euros ;
- les émissions de valeurs mobilières, quelle qu’en soit la nature, susceptibles d’entraîner une modification du capital social, quel qu’en soit le montant.

L’article 18 des statuts de la Société prévoit que les délibérations du Directoire ne sont valables que si la moitié au moins de ses membres en exercice sont présents. Les décisions sont prises à la majorité des voix des membres présents ou représentés. En cas de partage des voix, celle du président du Directoire est prépondérante.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les règlements en vigueur et par les statuts de la Société, le Directoire dispose de délégations accordées par l’assemblée générale des actionnaires en matière d’émission ou de rachat d’action, dont le détail est précisé ci-après :

Date de l’assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l’autorisation ou de la délégation	Durée (Date d’expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du présent Projet de Note en Réponse
25 mai 2016 (résolution n° 24)	Délégation de compétence pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	26 mois (25 juillet 2018)	1.400.000 € ⁽¹⁾	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 25)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d’autres titres de capital ou donnant droit à l’attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois (25 juillet 2018)	7.000.000 € ⁽¹⁾	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 26)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d’autres titres de capital ou donnant droit à	26 mois (25 juillet 2018)	1.400.000 € ⁽²⁾	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du présent Projet de Note en Réponse
	l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel et délai de priorité obligatoire de souscription par offre au public			
25 mai 2016 (résolution n° 27)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	26 mois (25 juillet 2018)	1.400.000 € (limité à 20 % du capital de la Société par an) ⁽²⁾	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 28)	Détermination des modalités de fixation du prix de souscription en cas de suppression du droit préférentiel de souscription décidée en application des 26 ^{ème} et 27 ^{ème} résolutions dans la limite annuelle de 10 % du capital	26 mois (25 juillet 2018)	10 % du capital social de la Société par an	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 29)	Autorisation d'augmenter le montant des émissions décidées en application des 25 ^{ème} , 26 ^{ème} et 27 ^{ème} résolutions en cas de demandes excédentaires	26 mois (25 juillet 2018)	Dans les conditions prévues par les articles L. 225-135-1 et R. 225-118 du Code de commerce et dans la limite des plafonds fixés par l'Assemblée, lorsque le Directoire constate une demande excédentaire	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 30)	Délégation pour augmenter le capital par	26 mois (25 juillet 2018)	10 % du capital social de la Société au 25 mai	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du présent Projet de Note en Réponse
	émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital dans la limite de 10 % du capital en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital		2016 ⁽¹⁾	
25 mai 2016 (résolution n° 31)	Autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux)	38 mois (25 juillet 2019)	1 % du capital social au 25 mai 2016, étant précisé que le nombre total d'actions pouvant être attribuées gratuitement aux dirigeants mandataires de la Société ne pourra dépasser 0,2 % du capital au sein de cette enveloppe	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 32)	Délégation de compétence pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression de droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du Travail	26 mois (25 juillet 2018)	1 % du montant du capital social atteint lors de la décision du Directoire	Néant
25 mai 2016 (résolution n° 23)	Autorisation à donner au Directoire en vue d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 225-209 du Code de commerce	24 mois (25 mai 2018)	10 % du capital social de la Société par période de 24 mois	Néant
24 mai 2017 (résolution n° 15)	Autorisation à donner au Directoire à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre de	18 mois (24 novembre 2018)	10% du capital social de la Société à la date de réalisation des achats Montant maximum de 596.982.820 euros	Néant

Date de l'assemblée générale (Numéro de la résolution)	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Durée (Date d'expiration)	Montant nominal maximum	Montant utilisé à la date du présent Projet de Note en Réponse
	l'article L. 225-209 du Code de commerce		Prix maximum de rachat de 140 euros par action	

⁽¹⁾ Plafond autonome

⁽²⁾ Montant nominal global des augmentations de capital décidées sur le fondement des 26^{ème} et 27^{ème} résolutions de l'assemblée générale mixte du 25 mai 2016 plafonné à 1.400.000 € (26^{ème} et 27^{ème} résolutions).

7.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

Il est précisé que l'Offre n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société, celle-ci étant déjà contrôlée indirectement par l'Initiateur.

Sous réserve des plans EH LTI (voir la section 7.1 du présent Projet de Note en Réponse), il n'existe à la connaissance de la Société aucun accord conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société (voir la section 7.5 du Document de référence pour 2016 de la Société).

7.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique, sous réserve de ce qui suit.

Il est rappelé que le 17 février 2016, le Conseil de Surveillance a, à l'occasion de la nomination des membres Directoire, décidé d'accorder à tous les membres du Directoire, conformément aux dispositions de l'article L. 225-90-1 du Code de commerce, un engagement correspondant à des indemnités susceptibles d'être dues à raison de la cessation de leurs fonctions. L'indemnité de départ est due uniquement en cas de départ contraint (à savoir, uniquement en cas de révocation mais pour un motif autre qu'une faute grave ou lourde) et notamment lié à un changement de contrôle ou de stratégie et est donc exclue si le dirigeant n'est pas renouvelé, quitte à son initiative la Société ou change de fonctions au sein du groupe Allianz. Le versement de cette indemnité est soumis à la réalisation de critères de performance. Les critères de performance, les autres règles de calcul de l'indemnité de départ et les autres conditions de son versement sont détaillées à la section 2.3.1.3 du Document de référence pour 2016 de la Société.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU DOCUMENT « AUTRES INFORMATIONS » RELATIF AUX CARACTERISTIQUES, NOTAMMENT JURIDIQUES, FINANCIERES ET COMPTABLES, DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et mis à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible sur le site Internet de la Société (www.fr.eulerhermes.com) et sur le site Internet de l'AMF (www.amf-

france.org). Il sera également tenu à la disposition du public sans frais au siège social d'Euler Hermes Group (1 place des Saisons, 92048 Paris-La Défense Cedex, France) et pourra être obtenu sans frais par toute personne qui en fera la demande. Un communiqué sera diffusé afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Wilfried Verstraete
Président du Directoire

ANNEXE
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE



ATTESTATION D'EQUITE

Offre publique d'achat simplifiée initiée par ALLIANZ SE
visant les actions de la société EULER HERMES GROUP SA

21 décembre 2017



Sommaire

1	Présentation de l'Offre	5
1.1	Sociétés concernées par l'Offre	5
1.1.1	Présentation de la société initiatrice	5
1.1.2	Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre	5
1.2	Contexte et termes de l'opération	6
1.2.1	Contexte et motifs de l'opération	6
1.2.2	Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir	7
2	Déclaration d'indépendance	9
3	Diligences effectuées	9
4	Limites	11
5	Présentation du groupe EULER HERMES	12
5.1	Historique du groupe EULER HERMES	12
5.2	Présentation des activités d'EULER HERMES	13
5.3	Présentation synthétique des données financières	15
5.4	Présentation du marché et des perspectives	22
5.5	Matrice SWOT	26
6	Evaluation des actions de la société EULER HERMES	27
6.1	Méthodes d'évaluation écartées	27
6.1.1	Actif net comptable consolidé	27
6.1.2	Actif net comptable réévalué	27
6.1.3	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	27
6.2	Méthodes d'évaluation retenues	28
6.2.1	Actualisation des flux de dividendes futurs ou DDM (Dividend Discount Method) - à titre principal	28
6.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre principal	28
6.2.3	Cours de bourse - à titre principal	29
6.2.4	Objectifs de cours de bourse des analystes - à titre principal	30
6.2.5	Multiples boursiers des résultats nets (P/E) - à titre secondaire	30
6.2.6	Multiples boursiers des fonds propres ajustés par la rentabilité (P/BV selon le ROE) - à titre secondaire	31
6.2.7	Transactions comparables - à titre secondaire	31



6.3	Mise en œuvre de la valorisation de la société EULER HERMES	32
6.3.1	Données de référence.....	32
6.3.2	Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM).....	32
6.3.3	Transactions récentes sur les actions d'EULER HERMES– A titre principal.....	37
6.3.4	Référence au cours de bourse d'EULER HERMES – A titre principal	38
6.3.5	Objectifs de cours de bourse des analystes – A titre principal.....	40
6.3.6	Multiples boursiers des résultats nets (P/E) - A titre secondaire	40
6.3.7	Multiples boursiers des fonds propres ajustés par la rentabilité (P/BV ROE) – A titre secondaire	42
6.3.8	Transactions comparables – A titre informatif.....	43
7	Accords connexes	43
8	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices	44
8.1	Choix des critères d'évaluation.....	44
8.2	Mise en œuvre des différents critères	45
8.2.1	Données financières.....	45
8.2.2	Actualisation des dividendes futurs.....	45
8.2.3	Transactions récentes réalisées sur le capital d'EULER HERMES	45
8.2.4	Analyse du cours de bourse.....	45
8.2.5	Cours cibles des analystes.....	46
8.2.6	Multiples boursiers de l'échantillon restreint ou central	46
8.2.7	Multiples boursiers de l'échantillon élargi.....	46
8.2.8	Multiples de transactions.....	47
9	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre	48
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation d'EULER HERMES	48
9.2	Conclusion.....	49
	Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission	50
	Annexe 2 : Présentation des sociétés comparables	55



ALLIANZ SE (ci-après « ALLIANZ » ou l'« Initiateur ») détient aujourd'hui 74,35% du capital et des droits de vote de la société EULER HERMES GROUP SA (ci-après « EULER HERMES » ou la « Société »)¹, et envisage d'acquérir le solde du capital² auprès des actionnaires minoritaires par voie d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée en espèce, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire (ci-après « l'Offre »), à un prix par action de 122€ (ci-après « le prix de l'Offre »).

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») a été désigné par le Conseil de Surveillance d'EULER HERMES du 26 novembre 2017, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre de ce projet d'Offre afin d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel, en application des dispositions prévues à l'alinéa 1³ de l'article 261-1 I et à l'article 261-1 II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») pour ce qui concerne respectivement l'Offre et l'éventuel retrait obligatoire.

Le présent rapport présente nos travaux et conclusions, selon le plan ci-avant annoncé.

¹ Après acquisition de 11,34% du capital et des droits de vote d'EULER HERMES auprès d'actionnaires pour un prix de 122€ par action, le 24 novembre 2017.

² En ce compris les actions détenues par la société INVESTORI SGR S.P.A. du groupe ALLIANZ pour le compte de ses clients et à l'exclusion des actions auto détenues.

³ 1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du Code de Commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre.



1 Présentation de l'Offre

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

ALLIANZ SE est une société européenne, dont le siège social est situé 28 Königinstrasse, à Munich, Allemagne (80802). Son capital social s'élève à 1 169 920 000€. Les titres sont cotés à la Bourse de Francfort.

La société est immatriculée au Registre du Commerce du Tribunal d'Instance de Munich sous le numéro HRB 164232.

ALLIANZ SE est la société holding d'ALLIANZ GROUP, premier groupe d'assurance européen.

1.1.2 Présentation de la société dont les titres sont visés par l'Offre

EULER HERMES GROUP SA est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance, dont le capital social s'élève à 13 645 323,20€, divisé en 42 641 635 actions, toutes de même catégorie, admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR 0004254035). Le siège social de la société est situé 1, place des Saisons, 92048 Paris-La-Défense.

La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 040 594.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables au 30 novembre 2017 est la suivante :

Euler Hermes - Répartition du capital social au 30/11/2017

	Nombre d'actions composant le capital social et droits de vote théoriques	% du capital	Nombre de droits de vote réels	% des droits de vote réels
Allianz France	26 864 230	63,0%	26 864 230	63,9%
Allianz SE (*)	4 837 536	11,3%	4 837 536	11,5%
Investitori SGR S.p.A	800	0,0%	800	0,0%
Total Allianz Group (**)	31 702 566	74,3%	31 702 566	75,4%
Auto-contrôle	619 189	1,5%		0,0%
DIVERS (autres actionnaires au nominatif)	35 281	0,1%	35 281	0,1%
PUBLIC (porteur)	10 284 599	24,1%	10 284 599	24,5%
Total titres	42 641 635	100,0%	42 022 446	100,0%

(*) Après acquisition de 4 837 536 actions par Allianz SE auprès d'Allianz Argos 14 GmbH qui sera réalisée le 22 décembre 2017.

(**) Allianz Vie n'est plus actionnaire de la société depuis qu'il a vendu la totalité de sa part dans Euler Hermes Group en mai 2016.

Source: Euler Hermes

EULER HERMES GROUP SA est la holding du groupe EULER HERMES, leader mondial de l'assurance-crédit.



1.2 Contexte et termes de l'opération

Les informations suivantes concernant les motifs de l'opération sont issues du projet de note d'information en date du 21 décembre 2017 établie par l'Initiateur, à laquelle il convient de se référer.

1.2.1 Contexte et motifs de l'opération

1.2.1.1 *Historique récent de la participation de l'Initiateur*

Au 31 décembre 2015, le groupe ALLIANZ détenait, à travers ALLIANZ VIE et ALLIANZ FRANCE, 30 744 048 actions d'EULER HERMES, représentant 67,8% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le 19 mai 2016, ALLIANZ VIE a annoncé avoir procédé à la vente de 3.879.818 actions de la Société, représentant la totalité de sa participation, soit 8,56% du capital social de la Société, par voie de placement privé auprès d'investisseurs institutionnels, à un prix de 75,94 euros par action.

Dans le cadre de ce placement, EULER HERMES a racheté 2.200.000 de ses propres actions représentant environ 4,9% du capital social de la Société, puis a procédé le 23 mai 2016 à l'annulation des 2 200 000 actions rachetées, ainsi que de 500.542 de ses propres actions qu'elle détenait déjà, soit un total de 2 700 542 actions représentant 6,33% du capital social de la Société post annulation.

À la suite de ces opérations, la participation totale du groupe ALLIANZ a été ramenée de 67,80% à 63,00% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

Le 24 novembre 2017, ALLIANZ ARGOS 14 GMBH, intégralement détenue par ALLIANZ, a conclu des contrats d'acquisition d'actions avec deux actionnaires, à savoir SILCHESTER INTERNATIONAL INVESTORS LLP et KILTEARN PARTNERS LLP (ci-après « SILCHESTER » et « KILTEARN »), représentant au total 11,34% du capital et des droits de vote théoriques d'EULER HERMES pour un prix de 122 euros par action EULER HERMES, aucun mécanisme de complément ou de révision de ce prix n'ayant été prévu. Les 4 837 536 actions acquises par ALLIANZ ARGOS 14 GMBH seront cédées à ALLIANZ SE le 22 décembre 2017.

En conséquence de ces acquisitions de blocs, la participation totale du groupe ALLIANZ a été portée de 63,00% à 74,35% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

1.2.1.2 *Motifs de l'Offre*

« Euler Hermes est le leader mondial de l'assurance-crédit et est une composante essentielle de la plateforme Global Lines du Groupe Allianz. Son excellence technique démontrée à travers les cycles, son analyse des risques, son modèle global intégré et son équipe de management réputée et expérimentée sont le socle de ses perspectives de croissance de long-terme, en assurance-crédit, caution et autres spécialités.

Le renforcement d'Allianz au sein du capital d'Euler Hermes est de ce fait une étape logique pour Allianz dans son allocation de capital dans des métiers stratégiques offrant des performances opérationnelles solides, et dans le renforcement de ses positions sur ses principaux marchés, en particulier en assurance dommages. ».



1.2.1.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Selon le projet de note d'information du 21 décembre 2017 :

« A la date de dépôt du présent projet de note d'information, l'Initiateur n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, et l'Initiateur n'a pas connaissance de l'existence d'un tel accord à l'exception des accords décrits en section 1.1.1 du présent projet de note d'information. ».

1.2.2 Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir

1.2.2.1 Stratégie, politique industrielle et financière

« Euler Hermes faisant déjà partie du groupe Allianz, l'Initiateur n'envisage pas de modifier, à raison de l'Offre, la politique industrielle et financière et les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Euler Hermes, en dehors de l'évolution normale de l'activité. ».

1.2.2.2 Composition des organes sociaux et de la direction d'Euler Hermes

« A l'issue de l'Offre, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition du conseil de surveillance ou de l'équipe de direction de la Société en dehors du cours normal des affaires et sous réserve des évolutions résultant, le cas échéant, de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris. ».

1.2.2.3 Intentions concernant l'emploi

« Euler Hermes faisant déjà partie du groupe Allianz, l'Initiateur n'anticipe pas d'impact particulier à raison de l'Offre sur les effectifs, la politique salariale et la gestion des ressources humaines du groupe Euler Hermes. Allianz entend notamment maintenir le siège opérationnel d'Euler Hermes en France. ».

1.2.2.4 Politique en matière de distribution de dividendes

« Allianz se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes d'Euler Hermes à l'issue de l'Offre conformément à la loi, aux statuts de la Société, et aux capacités distributives et besoins de financement de la Société. »

1.2.2.5 Retrait obligatoire – Radiation de la cote

« Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 122 euros par action Euler Hermes, égale au prix de l'Offre, nette de tous frais. Il est précisé que cette procédure de retrait entraînera la radiation d'Euronext Paris des actions de la Société.



L'Initiateur se réserve également, dans l'hypothèse où il ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire, la possibilité d'accroître sa participation dans Euler Hermes et, dans l'hypothèse où, seul ou de concert, il viendrait à détenir, directement ou indirectement, au moins 95% des droits de vote de la Société, il se réserve le droit de déposer ultérieurement auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie, en cas de détention d'au moins 95% du capital et des droits de vote de la Société, d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société non détenues à cette date, directement ou indirectement, par l'Initiateur, seul ou de concert, conformément aux articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Dans ce dernier cas, le retrait obligatoire sera soumis à l'examen de l'AMF, qui se prononcera sur sa conformité au vu, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article 237-2 du règlement général de l'AMF et du rapport de l'expert indépendant qui devra être nommé conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

En outre, l'Initiateur se réserve la possibilité, dans l'hypothèse où il ne pourrait pas, à l'issue de l'Offre, mettre en œuvre un retrait obligatoire, de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris. Il est rappelé qu'Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si les conditions d'une telle radiation sont réunies au regard de ses règles de marché. »⁴.

1.2.2.6 Intentions en matière de fusion

« Dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait pas être mis en œuvre dans les conditions visées en section 1.2.5 ci-avant, l'Initiateur examinerait la possibilité d'une fusion de la Société avec Allianz ou avec une autre entité du groupe Allianz et saisirait alors l'AMF dans le cadre de l'article 236-6 de son règlement général quant à la mise en œuvre éventuelle d'une offre publique de retrait. ».

1.2.2.7 Synergies – Gains économiques

« Euler Hermes faisant partie du groupe Allianz depuis 1998, hormis l'économie des coûts de cotation qui serait liée à la radiation des actions de la Société du marché Euronext Paris dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies liées à l'Offre, l'Initiateur n'ayant pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel d'Euler Hermes, en dehors de l'évolution normale de l'activité. ».

⁴ En cas d'un volume d'échanges boursiers sur un an inférieur à 0,5% de la capitalisation boursière, un actionnaire détenant au moins 90% des droits de vote peut demander la radiation de titres.



2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe 1.

Nos diligences ont principalement consisté en :

- la prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- l'examen des modalités de l'acquisition des blocs de titres réalisée préalablement à l'Offre, au regard notamment du principe d'égalité de traitement de différents actionnaires ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères d'EULER HERMES, et l'examen du positionnement du prix d'offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les banques présentatrices de l'Offre (ROTHSCHILD MARTIN MAUREL (ci-après « ROTHSCHILD ») et SOCIETE GENERALE) ;
- l'examen du rapport d'évaluation préparé par la banque conseil d'EULER HERMES (BNP PARIBAS) ;
- l'examen des protocoles d'acquisition conclus relatifs à l'acquisition des blocs détenus par SILCHESTER et KILTEARN représentant globalement 11,34% du capital d'EULER HERMES ;
- la prise en compte des remarques formulées par un actionnaire minoritaire qui nous a contacté, telles que décrite ci-après ;
- les diligences complémentaires requises en cas de mise en œuvre par ALLIANZ d'un retrait obligatoire ;
- l'obtention d'une lettre d'affirmation sur certains points particuliers, tant de la part de l'Initiateur que de la société cible ;

- 
- la rédaction d'une attestation d'équité exposant les travaux de l'Expert Indépendant, l'évaluation de l'action EULER HERMES, et son opinion sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) préparées par la Société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous avons également pris connaissance des remarques formulées par un actionnaire minoritaire d'EULER HERMES (ci-après l'« Actionnaire Minoritaire »), sur les conditions financières de l'Offre. Dans ce cadre, nous avons écouté ses représentants le 13 décembre 2017, puis obtenu de sa part une note reprenant ses remarques, que nous avons prises en compte dans le cadre de nos analyses, que nous examinerons dans le présent rapport. Ses principaux arguments sont les suivants :

- Compte tenu notamment du potentiel de développement en Asie et en Amérique, la Société devrait pouvoir soutenir une croissance de son activité de l'ordre de 5% sur le long terme. Nous présentons au § 6.3.2.1 les perspectives de croissance jugées réalistes par le management sur les 3 prochaines années et au § 6.3.2.3 notre approche de la croissance long terme retenue dans la détermination de la valeur terminale.
- En se référant aux données historiques, un RoE minimum de 12% doit, selon lui, pouvoir être atteint et maintenu sur le long terme. Nous présentons au § 5.3 l'analyse conduite sur le ratio combiné qui participe à la formation du RoE et présentons ensuite au § 6.3.2.4 l'impact d'une variation de marge dans une fourchette de +/- 2% sur la valeur de l'action Euler Hermès.
- Il conviendrait d'appréhender les « valeurs cachées » résultant d'une part des plus-values immobilières qui ne sont pas extériorisées dans les comptes consolidés de la Société, en particulier sur l'ancien siège social de la rue Euler, et d'autre part de provisionnements excédentaires dans la constitution des provisions techniques. Nous examinerons au § 6.3.2.1 la manière dont les plus-values latentes sont appréhendées. Les provisions techniques estimées par la Société en fonction de calculs actuariels font l'objet d'une revue par les commissaires aux comptes, lesquels ont certifié sans réserve les comptes consolidés des derniers exercices.
- L'Actionnaire Minoritaire relève que le ratio de solvabilité s'établissait à 165% au 1^{er} trimestre 2017 et considère que celui-ci peut être ramené à 150% dans les prochaines années. Nous présentons notre analyse sur le sujet au § 6.3.2.1 et les tests de sensibilité qui en découlent au § 6.3.2.4 du présent rapport.
- Les plans de réduction de coût et la transformation digitale devrait contribuer à une création de valeur « significative mais encore impossible à chiffrer »⁵ pour la Société. Nous précisons au § 6.3.2.1 que les plans engagés par la Société sur ces thématiques sont effectivement intégrés dans le plan d'affaires du management auquel nous nous référons.

⁵ Traduction libre



- En matière d'approche d'évaluation, l'Actionnaire Minoritaire se réfère à la seule société Hiscox pour appliquer le Price-to-Book⁶ observé sur cette société à Euler Hermes. Nous présentons au § 6.3.7 notre approche sur les comparables boursiers, étant d'ores et déjà précisé qu'au plan méthodologique un « échantillon » constitué d'un unique comparable est insuffisant pour être considéré comme représentatif.
- Il se réfère par ailleurs au PER⁷ moyen observé sur les sociétés de l'indice Bloomberg European 500. Pour établir les termes d'une comparaison pertinente, il convient de se référer aux valorisations de sociétés comparables intervenant dans le même secteur d'activité, ce qui n'est pas le cas de l'indice considéré. Nous renvoyons également au § 6.3.7 quant aux analyses menées sur les comparables boursiers.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de ROTHSCILD et SOCIETE GENERALE tels que présentés dans leur rapport d'évaluation « *Multi-criteria valuation analysis* » et résumés dans la note d'information. Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec leurs représentants.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4 Limites

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics, et les informations qui nous ont été transmises par EULER HERMES et ses conseils, ainsi que par ROTHSCILD et SOCIETE GENERALE en qualité de banques présentatrices de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence, et qui n'ont été collectées que pour le strict besoin de notre mission. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

⁶ Price-to-Book Value : Cours de clôture du titre / Capitaux propres, part du Groupe, ramené à une action.

⁷ PER : Price-earning ratio, soit la capitalisation boursière / résultat net.



5 Présentation du groupe EULER HERMES

5.1 Historique du groupe EULER HERMES

Le groupe EULER HERMES est le premier assureur crédit au monde, avec une présence dans plus de 50 pays. Le Groupe est issu du rapprochement des sociétés EULER SFAC en France, et HERMES KREDITVERSICHERUNGS-AG (« HERMES ») en Allemagne.

HERMES, société d'assurance-crédit allemande fondée en 1917, devient, après la crise de 1929 et la faillite de FRANKFURTER ALLGEMEINE VERSICHERUNGS AG, le seul assureur allemand dans les secteurs de l'assurance de marchandises, de l'assurance pour les paiements échelonnés, et de l'assurance-crédit à l'exportation.

La Société Française d'Assurance-Crédit (SFAC) est fondée en 1927 par plusieurs compagnies d'assurances, dont les ASSURANCES GENERALES, qui deviendront les AGF. La SFAC se développe à l'étranger grâce à la croissance externe, et devient EULER en 1997.

ALLIANZ devient actionnaire majoritaire d'HERMES en 1997. En 1998, elle devient également actionnaire majoritaire d'AGF, qui est actionnaire d'EULER.

Le 27 avril 2000, EULER est introduite au premier marché d'EURONEXT PARIS. En 2002, le groupe ALLIANZ et les AGF fusionnent leurs filiales d'assurance-crédit respectives, avec l'acquisition d'HERMES par EULER. En 2003, le Groupe ainsi constitué et toutes ses filiales adoptent le nom EULER HERMES.

EULER HERMES se développe à l'étranger, notamment à l'aide de partenariats et de joint-ventures, et clarifie sa gouvernance en 2009 avec une nouvelle structure plus intégrée à l'aide du projet « *One Euler Hermes* ».

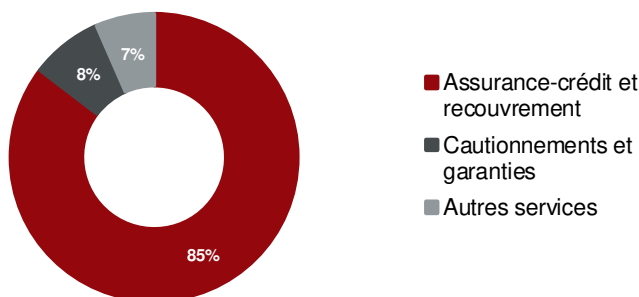
En 2011, EULER HERMES regroupe 12 de ses filiales au sein d'une seule et même compagnie d'assurance, EULER HERMES EUROPE SA, basée à Bruxelles. En 2014, EULER HERMES ALLEMAGNE et EULER HERMES FRANCE fusionnent dans la société de droit belge EULER HERMES SA (anciennement EULER HERMES EUROPE SA).

5.2 Présentation des activités d'EULER HERMES

L'activité du Groupe est organisée autour de trois services principaux :

- **Assurance-crédit et recouvrement (2 193,8m€, soit 85,4% du chiffre d'affaires 2016) :** ces assurances et services permettent de gérer les risques commerciaux et politiques qui échappent au contrôle d'une société. L'assurance-crédit protège les entreprises contre le risque de non-paiement de leurs créances commerciales en cas de transactions à crédit. Le Groupe propose également à ses clients des services de recouvrement de créances impayées.
- **Cautionnements et garanties (207,9m€, soit 8,1% du chiffre d'affaires 2016) :** les cautions couvrent le bénéficiaire à l'égard de tiers pour de nombreux types de risques, en assurant que le contractant remplira ses obligations en vertu d'un contrat (ou l'assure contre le défaut de réalisation de l'engagement).
- **Les autres services (168,2m€, soit 6,5% du chiffre d'affaires 2016) :**
 - L'assurance contre la fraude : couvre les pertes financières causées par des agissements frauduleux des employés, des agents temporaires ou des prestataires externes. Cet outil permet d'assurer également les entreprises contre des risques spécifiques, telles que les pertes liées à la divulgation de secrets professionnels, les indemnités contractuelles ou les pertes causées par l'intrusion de tiers dans les systèmes informatiques des clients.
 - Réassurance : au travers de sa filiale de réassurance EULER HERMES REINSURANCE AG (EH RE), le Groupe offre des services de réassurance à ses clients, à certaines entités d'ALLIANZ, et à certaines de ses filiales dans lesquelles il ne détient pas de participation majoritaire.

Euler Hermes - Chiffre d'affaires 2016 par activité



Source : Document de Référence Euler Hermes 2016

En 2016, le Groupe a réalisé plus de deux tiers de son chiffre d'affaires en Europe, région marquée par une faible sinistralité, mais également par une forte pression sur les prix liée à un marché très compétitif.

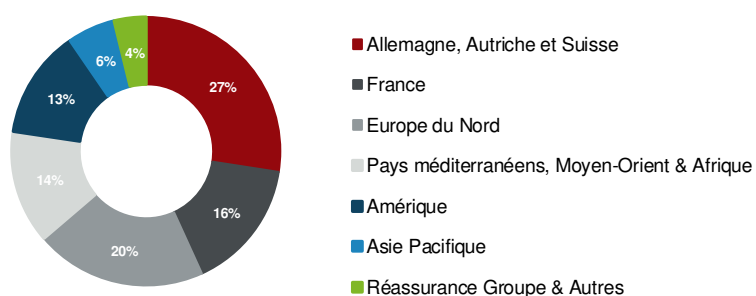


Le Groupe entreprend par ailleurs, des initiatives ciblées selon les zones géographiques et les opportunités de croissance à long terme au travers de partenariats stratégiques de distribution :

- création de la joint-venture SOLUNION avec MAPFRE pour l'expansion en Espagne, et en Amérique Latine ;
- conclusion d'un partenariat de distribution au niveau mondial avec HSBC ;
- joint-venture de distribution avec CHINA PACIFIC PROPERTY INSURANCE COMPANY (CPPIC), permettant de mieux répondre aux besoins des entreprises et entrepreneurs chinois et étrangers.

Il faut noter que le 1^{er} juillet 2017, le Groupe a acquis la part restante de 33% des activités de l'Agence allemande de crédit à l'exportation auprès de PwC GmbH et 100% des activités de la garantie allemande de prêts non liés. Le prix d'achat contractuel de 70,2m€ a été comptabilisé en tant qu'actif incorporel. Il n'y a pas eu, et il n'est pas envisagé d'autres d'acquisitions significatives selon les informations portées à notre connaissance.

Euler Hermes - Chiffre d'affaires 2016 par zone géographique



Source : Document de Référence Euler Hermes 2016

Le Groupe compte un portefeuille de clients diversifié. Les secteurs sur lesquels EULER HERMES a une plus grande exposition sont le commerce de détail (14,1%), l'agroalimentaire (12,0%), et la construction (11,7%).

A fin 2016, le Groupe avait un effectif total de 5 899 personnes et était présent dans plus de 50 pays.

5.3 Présentation synthétique des données financières

Les comptes consolidés des 4 dernières exercices clos ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes d'EULER HERMES, les cabinets KPMG et EXCO PARIS ACE.

L'évolution du compte de résultat d'EULER HERMES sur les 4 derniers exercices est résumé ci-dessous :

Euler Hermes - Compte de résultat consolidé

m€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017 (9 mois)
Primes acquises	2 079	2 126	2 205	2 170	1 628
Prestation de services	407	401	433	400	301
Chiffre d'affaires consolidé	2 486	2 527	2 638	2 570	1 929
Produits des placements nets de charges	86	85	116	75	76
Autres produits opérationnels courants	22	24	19	18	14
Charges des prestations d'assurance	(1 047)	(999)	(1 148)	(1 088)	(795)
Charges ou produits nets des cessions en réassurance	(102)	(145)	(100)	(117)	(95)
Frais d'acquisition des contrats	(427)	(453)	(478)	(475)	(355)
Frais d'administration & autres charges	(587)	(603)	(629)	(606)	(462)
Résultat opérationnel courant	431	436	418	377	312
% du chiffre d'affaires	17,4%	17,3%	15,8%	14,7%	16,2%
Autres produits et charges opérationnels	27	(23)	(0)	(3)	(17)
Résultat opérationnel	459	413	417	373	295
% du chiffre d'affaires	18,4%	16,3%	15,8%	14,5%	15,3%
Résultat net consolidé part du groupe	314	302	302	287	228
% du chiffre d'affaires	12,6%	12,0%	11,5%	11,2%	11,8%
Résultat technique net	345	351	301	302	237
Ratio de sinistres net ⁽¹⁾	50,5%	48,8%	53,3%	52,2%	51,8%
Ratio de coûts net ⁽²⁾	24,8%	26,6%	26,8%	27,6%	27,1%
Ratio combiné net	[A]+[B]	75,3%	75,4%	80,1%	79,8%
ROE ⁽³⁾	12,7%	11,7%	11,1%	10,9%	

⁽¹⁾ Charges de sinistres nettes (charges de sinistres brutes moins sinistres cédés en réassurance) divisées par les primes acquises nettes des primes cédées en réassurance.

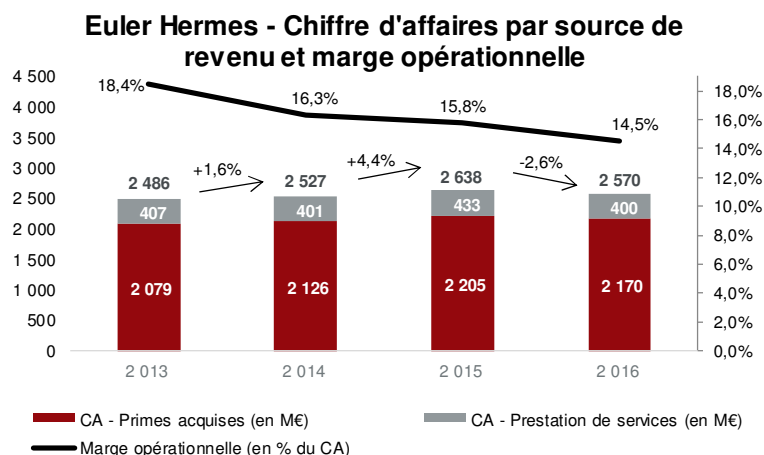
⁽²⁾ Somme des frais d'acquisition des contrats, des frais d'administration, des autres produits et charges techniques déduction faite des revenus des prestations de services et des commissions de réassurance, rapportée aux primes acquises, ristournes de primes déduites.

⁽³⁾ Résultat net part du Groupe divisé par les capitaux propres du Groupe (hors minoritaires).

Source : Documents de Référence Euler Hermes 2013 à 2016 et Information Financière Trimestrielle Euler Hermes au 30 septembre 2017



L'évolution sur 4 ans des sources de revenus (primes d'assurance acquises et prestations de services), ainsi que la marge opérationnelle⁸ générée au total est présentée dans le graphique ci-dessous :



La croissance du chiffre d'affaires entre 2013 et 2015 est portée essentiellement par le développement à l'international (notamment aux Etats-Unis et dans les pays émergents). En 2016, le chiffre d'affaires recule de 2,6% en raison de la réduction des limites dans les pays émergents, de taux de change défavorable et de la cession de la joint-venture BÜRGELE début 2016⁹, qui représentait 39,1m€ de prestations de service en 2015.

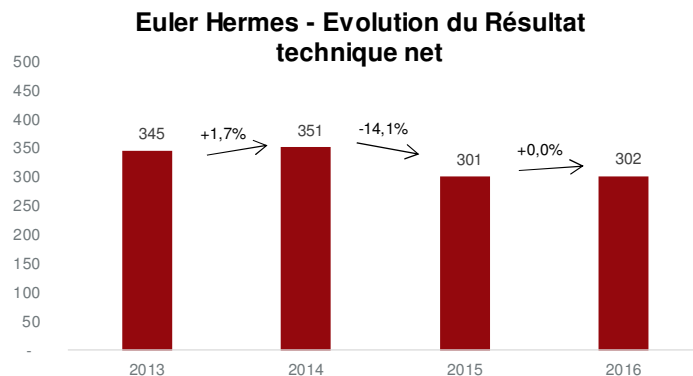
Le chiffre d'affaires au 30 septembre 2017 est en augmentation de 0,3% par rapport au chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2016 (à taux de change et périmètre constants) en raison d'un 3^{ème} trimestre performant qui bénéficie notamment des premiers signes de redressement du secteur de l'assurance-crédit en termes de volume de primes.

Le résultat technique net¹⁰ diminue de 44m€ entre 2013 (345m€) et 2016 (302m€), présentant un maximum de 351m€ en 2014 et un minimum de 301m€ en 2015. La diminution de l'agrégat entre 2014 et 2015 (-14,1%) est expliquée par la hausse de la charge nette des sinistres (augmentation de +14,2%). Au 30 septembre 2017, le résultat technique net s'élève à 237m€ (contre 227m€ au 30 septembre 2016).

⁸ Résultat opérationnel / chiffre d'affaires consolidé.

⁹ La cession au groupe italien CRIF a été finalisée le 26 février 2016. Le montant de la cession net du cash cédé s'élève à 34,4m€, et la plus-value de cession nette de taxe à 22,4m€.

¹⁰ Résultat opérationnel courant avant produits des placements nets de charges.

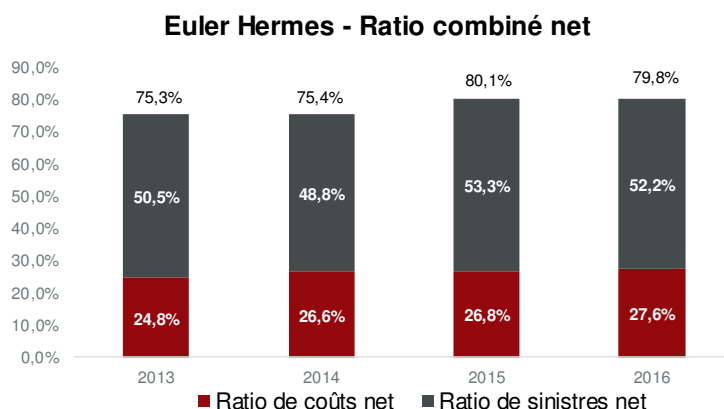


Source: Documents de Référence Euler Hermes 2013-2016

Le ratio combiné net d'EULER HERMES, qui correspond à la somme du ratio de coûts net et du ratio de sinistres net, évolue entre 75,3% et 80,1% sur les 4 dernières années, démontrant une bonne performance opérationnelle (maîtrise et bonne tarification des risques assurés et des coûts de gestion) par rapport au secteur de l'assurance non-vie qui montre un ratio moyen dans la même période d'environ 93% (85% et 90% respectivement pour la COFACE et pour GRUPO CATALANA OCCIDENTE, les principaux concurrents du secteur de l'assurance-crédit)¹¹. En 2016, le ratio combiné est de 79,8% (vs 80,1% en 2015). Il se situe à 78,9% sur les trois premiers trimestres de l'exercice 2017.

Comme nous y reviendrons avec le ratio de sinistres net, l'activité est cyclique en fonction notamment du contexte économique général. Dans ce cadre, le ratio combiné net s'est établi dans une fourchette de 67,9% à 104,7% sur les 10 dernières années, avec une moyenne de 79,4%.

EULER HERMES a notamment lancé en 2016 plusieurs initiatives d'optimisation des coûts parmi lesquelles « *Alchemy* » et « *One Finance* », destinées à rationaliser les activités de back-office en Europe du Nord et les procédures comptables et financières du Groupe, ainsi qu'un programme de transformation sur trois ans (« *Accelerate* »), axé sur la priorité client, la digitalisation et l'excellence technique, afin de faire face aux défis futurs.



Source: Documents de Référence Euler Hermes 2013-2016

¹¹ Capital IQ et analyse FINEXSI.



Le ratio de sinistres net¹² moyen sur les 4 dernières années s'élève à 51,2%, grâce à une bonne sélection et tarification des risques.

Ce ratio qui découle directement des primes reçues et des charges de sinistres est fortement dépendant des occurrences de défaillances, et par conséquent du cycle économique, et présente donc un caractère cyclique important.

En 2016, le ratio diminue de 1,1 point grâce à une faible sinistralité relative à l'année 2015, partiellement atténuée par des malis de liquidation sur les années antérieures. Au 30 septembre 2017, le ratio de sinistres net se situe à 51,8% en diminution de 0,9 point par rapport au 30 septembre 2016. Les sinistres sont à un niveau historiquement bas, et continuent de s'améliorer surtout dans les marchés émergents¹³.

Le ratio de coûts net¹⁴ est, quant à lui, en légère hausse sur une période de 4 ans en raison de la hausse des charges de personnel et des commissions de courtage. En 2016, ce ratio se situe à 27,6%, soit 1,4 point de plus par rapport à 2015. Au 30 septembre 2017, le ratio de coûts net est de 27,1% : les économies qui découlent des efforts de productivité permettent de financer les initiatives digitales du Groupe¹⁵.

Euler Hermes - Ratio combiné sur 10 ans

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Moyenne 2007-2016
Ratio de coûts	19,9%	19,1%	22,6%	26,5%	24,8%	22,9%	24,8%	26,6%	26,8%	27,6%	24,2%
Ratio de sinistres	48,1%	78,1%	82,1%	42,1%	45,1%	51,7%	50,5%	48,8%	53,3%	52,2%	55,2%
Ratio combiné net après réassurance	67,9%	97,2%	104,7%	68,6%	69,9%	74,6%	75,3%	75,4%	80,1%	79,8%	79,4%

Source : Documents de Référence Euler Hermes 2011 et 2016

Sur une longue période 2007-2016, comprenant la totalité d'un cycle économique, le ratio combiné net moyen s'établit à 79,4%.

Le rendement des placements¹⁶ se situe autour de 2,1% sur les 4 dernières années avec un minimum de 1,7% en 2016, dans un contexte où les taux étaient historiquement bas. La diminution des rendements entre 2015 et 2016 s'explique également par la recomposition du portefeuille rendue nécessaire par Solvabilité II¹⁷ : le Groupe s'est positionné sur des actifs plus sécurisés, et donc moins rentables.

¹² Charges de sinistres nettes (charges de sinistres brutes moins sinistres cédés en réassurance) divisées par les primes acquises nettes des primes cédées en réassurance.

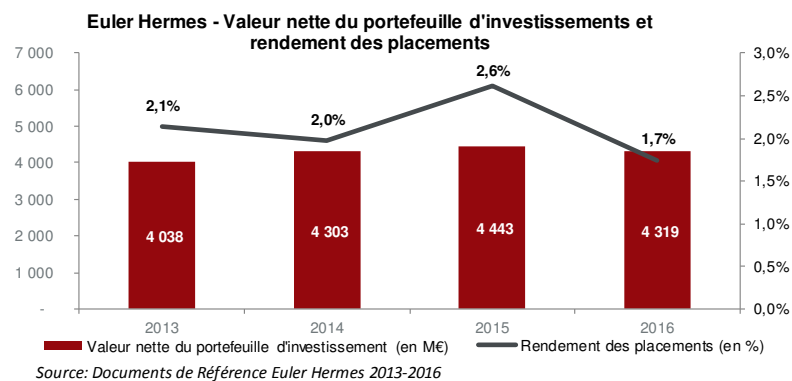
¹³ EULER HERMES (7 novembre 2017), « Financial Analysts' Call – 9M 2017 Financial Results ».

¹⁴ Somme des frais d'acquisition des contrats, des frais d'administration, des autres produits et charges techniques déduction faite des revenus des prestations de services et des commissions de réassurance, rapportée aux primes acquises, ristournes de primes déduites.

¹⁵ EULER HERMES a lancé plusieurs initiatives digitales au cours des neuf premiers mois 2017, dont le partenariat avec Flowcast, le portail innovant EH Sync et la création d'un Fonds Professionnel de Capital Investissement pour investir dans des entreprises innovantes et principalement dans des initiatives numériques.

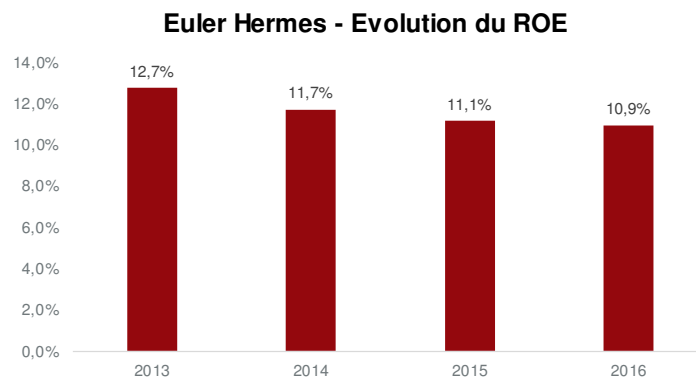
¹⁶ Produits des placements nets de charges divisés par la valeur nette du portefeuille d'investissement (placements des activités d'assurance + investissements dans les entreprises associées + trésorerie).

¹⁷ Cf. § « Environnement réglementaire » de la partie 4.4.



Les plus-values réalisées sur le portefeuille de placement sont intégrées dans les rendements présentés ci-dessus. D'une manière générale, la réalisation des plus-values peut participer à la stabilité du résultat, en cas de dégradation du ratio combiné.

Le retour sur les fonds propres (ROE)¹⁸ s'élevait à 12,7% en 2013 et se situe à 10,9% en 2016 (soit -1,8 point entre 2013 et 2016). Il convient d'observer que les ratios de ROE de 2013 à 2015 ont été calculés dans un environnement pré-Solvency II (cf. infra). Ils ne sont donc pas comparables car ils ne tiennent pas compte des contraintes actuelles sur les fonds propres.



Source: Documents de Référence Euler Hermes 2013-2016

Une hausse exceptionnelle du résultat net d'au moins 5% est attendue pour la fin de l'année 2017 en raison de la Décision du 6 octobre 2017 du Conseil Constitutionnel français d'invalidier le principe de la contribution de 3% sur les dividendes distribués, ce qui implique un remboursement par l'administration fiscale des montants indûment perçus.

¹⁸ Résultat net part du Groupe divisé par les capitaux propres du Groupe (hors minoritaires).



Le bilan consolidé d'EULER HERMES sur les 5 derniers exercices se présente comme suit :

Euler Hermes - Bilan consolidé

m€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Actifs incorporels	188	221	234	234	313
Total des placements	4 474	4 753	4 969	4 682	4 760
<i>Placements des activités d'assurance</i>	3 750	3 989	4 113	3 881	3 946
<i>Investissements dans les entreprises associées</i>	194	199	193	202	201
<i>Part des cessionnaires et rétrocessionnaires dans les provisions techniques et les passifs financiers</i>	530	564	663	599	613
Autres actifs	1 098	1 053	1 049	1 139	1 157
Trésorerie	302	333	345	450	319
TOTAL DE L'ACTIF	6 063	6 360	6 597	6 506	6 549
Capitaux propres totaux	2 528	2 643	2 777	2 673	2 670
Provisions pour risques et charges	310	384	365	437	437
Dettes de financement	262	284	252	254	257
Passifs relatifs aux contrats	2 029	2 177	2 388	2 356	2 375
Autres passifs	933	872	815	786	810
TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES	6 063	6 360	6 597	6 506	6 549
<i>Dividende par action au titre de l'exercice en € (a)</i>	4,20	4,40	4,68	4,68	
<i>EPS en € (b)</i>	7,12	6,86	6,85	6,70	
Taux de distribution de dividendes (a) / (b)	59%	64%	68%	70%	
Fonds propres éligibles			2 537	2 348	
Capital exigé de solvabilité			1 466	1 414	
Ratio de solvabilité II			173,1%	166,1%	

Source : Documents de Référence Euler Hermes 2013 à 2016, et Information Financière Trimestrielle Euler Hermes au 30 septembre 2017

Les placements des activités d'assurance concernent essentiellement :

- des placements financiers composés d'obligations disponibles à la vente (c.79%), d'actions disponibles à la vente (c. 8%), des prêts, dépôts et autres placements financiers (c.13%) ;
- de l'immobilier de placement pour une valeur nette comptable de 76,7m€ au 31/12/2016, qui comprend notamment l'ancien siège social du Groupe rue Euler, détenu à 60% au travers de l'OPCI EULER HERMES REAL ESTATE.

Au 31/12/2016, la plus-value latente sur l'ensemble du portefeuille s'élevait à près de 250m€, dont environ la moitié sur l'immobilier¹⁹.

EULER HERMES était noté AA- par l'agence de notation STANDARD & POOR'S, qui a revu sa notation à la hausse le 1^{er} décembre 2017, à AA, suite à l'annonce de l'Offre²⁰.

Le Groupe a maintenu un taux de distribution de dividendes de 65% en moyenne sur les 5 dernières années, compris dans la fourchette entre 60% et 70% communiquée par le Groupe.

¹⁹ Notons que la juste valeur de l'immobilier de placement indiquée dans le Document de Référence 2016 concerne 100% de la valeur de l'immeuble rue Euler, et intègre donc la quote-part revenant aux minoritaires.

²⁰ EULER HERMES (2017), « Rating », <http://www.eulerhermes.us/finance/Pages/rating.aspx>.



Le passage des capitaux propres comptables aux fonds propres éligibles au sens de Solvabilité II est présenté ci-dessous :

Euler Hermes - Fonds propres éligibles

m€	31/12/2016
Capitaux propres part du groupe	2 622
Annulation actifs incorporels	(211)
Dividende attendu	(197)
Market value de certains investissements	90
Provisions techniques et autres profits futurs	169
Autres déductions (filiales non S II)	(24)
Risk Margin	(74)
Impôt différé	(28)
Fonds propres éligibles Q4 2016	2 348

Source : Document de Référence Euler Hermes 2016

Les principaux éléments de passage entre les fonds propres comptables, et les fonds propres réglementaires au 31 décembre 2016 représentant 274m€, correspondent à :

- la déduction des actifs incorporels et des dividendes attendus ;
- et les réévaluations des placements (à l'actif), intégrant notamment les plus-values latentes relatives aux immeubles de placement, et des provisions techniques (au passif).

Le ratio de solvabilité objectif du Groupe est de 160%, avec un éventail optimal entre 140% et 170% selon le management²¹. A fin 2016, ce ratio se situe à 166,1% (contre 173,1% à fin 2015, avant l'opération de rachat d'actions de mi-2016). A noter que ce taux de solvabilité est calculé selon le modèle interne d'estimation du besoin de capital de sous Solvabilité II. Ce modèle interne a été validé par les Autorités de contrôle belges en 2015. Il permet de calculer une estimation de capital requis plus cohérente avec le profil de risques du Groupe et d'améliorer notablement le ratio par rapport au calcul standard, ce dont il convient de tenir compte dans l'appréciation du niveau de 160% fixé comme objectif, et dans la comparaison avec les compagnies calculant le ratio selon le modèle standard.

²¹ Document de Référence 2016, p.127.

5.4 Présentation du marché et des perspectives

Le secteur de l'assurance est divisé en deux grands segments :

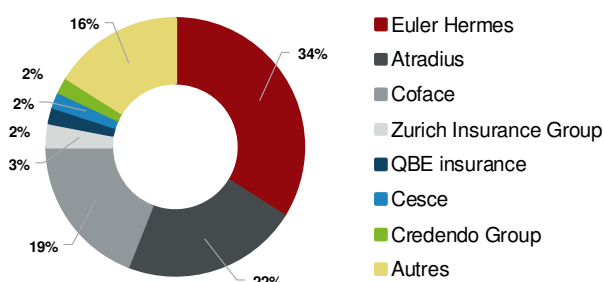
- l'assurance-vie qui concerne l'assurance de personnes en cas de vie ou de décès ;
- l'assurance non-vie qui inclut tous les autres types d'assurance : l'assurance de biens et de responsabilité (assurance dommage ou « P&C » pour ses sigles en anglais), l'assurance santé, voyage et d'accidents personnels. L'assurance-crédit fait partie notamment de la catégorie d'assurances dommage ou P&C.

L'assurance-crédit couvre les fabricants, les commerçants et les fournisseurs de services contre le risque de non-paiement des acheteurs (nationaux et d'exportation) des services ou des produits vendus à crédit. Cet outil financier couvre notamment la défaillance de paiement de l'acheteur d'une dette contractuelle en raison d'une situation d'insolvabilité, ou le non-paiement de la dette dans le délai accordé (*protracted default*).

L'assurance-crédit peut également couvrir le risque de non-paiement dû à des événements ou des circonstances qui échappent au contrôle de l'acheteur. Il s'agit des risques politiques ou risques pays, tels que les situations de guerre, de désordre public, ou les actions réalisées par le gouvernement du pays de l'acheteur qui empêchent le paiement des dettes ou la performance des transactions.

Le marché mondial de l'assurance-crédit est concentré avec trois leaders globaux qui détiennent une part de marché de 75% : EULER HERMES, ATRADIUS (filiale de GRUPO CATALANA OCCIDENTE) et la COFACE, ce qui limite notamment les possibilités de développement par croissance externe.

Assurance-crédit : Position concurrentielle 2016



Source : Document de Référence Euler Hermes 2016

EULER HERMES se positionne comme le leader incontestable du marché avec 34% de parts de marché en 2016, sur un marché estimé à près de 6Mds€ de primes d'assurance²².

²² Source : ICISA.



Le marché de l'assurance-crédit est principalement développé en Europe²³. Néanmoins, le recours à l'assurance-crédit se développe progressivement sur d'autres marchés, notamment dans les pays émergents, dont l'Asie-Pacifique qui ressort comme le marché ayant connu la progression la plus forte²⁴.

La performance du secteur de l'assurance-crédit est le reflet des cycles économiques. En effet, les crises économiques et financières entraînent l'augmentation des taux de défaillance des entreprises, et la diminution des créances des clients en raison de la contraction des échanges, ce qui impacte directement les résultats opérationnels des assureurs crédit. En outre, les variations des taux d'intérêt ont également un impact direct dans les résultats financiers des assureurs.

Toutefois, s'agissant de l'assurance-crédit, cet impact est plus limité que pour l'assurance dommage classique, dès lors que le règlement des sinistres intervient plus rapidement, ce qui limite le montant des actifs financiers en représentation des provisions techniques.

Par ailleurs, les cycles économiques entraînent également des pressions sur les prix, puisque malgré la concentration du marché, les assureurs crédit sont preneurs de prix (*price-takers*). En effet, les sociétés d'assurance-crédit doivent ajuster les prix en fonction de la quantité de sinistres et de la perception de risque des clients, qui varient selon le contexte économique. Enfin, les assureurs crédit dépendent en grande partie des courtiers d'assurance pour la distribution de leurs produits, ce qui génère également une concurrence entre les assureurs ; les courtiers recherchant les meilleures tarifs et conditions pour leurs clients²⁵.

Le ralentissement de la croissance mondiale et la concurrence accrue entre les différents acteurs conduisent à un marché de l'assurance-crédit mondial en retrait de 3,4% en 2016 par rapport à 2015. Dans ce contexte, les différents acteurs ont engagé entre eux une forte concurrence sur les prix, qui a impacté leurs tendances de chiffre d'affaires, et engendré la mise en place de plans de restructuration.

En 2017, l'environnement économique incertain et l'augmentation du risque pays continueront à encourager les politiques protectionnistes et les instabilités locales, et par conséquent conduiront les entreprises à chercher encore mieux à sécuriser leur croissance. Les relais de croissance pour cette industrie passent par des lancements de nouveaux produits, et par un élan confirmé vers la digitalisation du métier.

²³ BPI (28 septembre 2015), « Credit Insurance ».

²⁴ *Ibid.*

²⁵ BPI (28 septembre 2015), « Credit Insurance ».



La croissance réelle du PIB mondial est estimée à 3,5% pour 2017, augmentant à 3,75% pour 2018, pour ensuite ralentir doucement à 3,6% en 2019²⁶. Cette tendance positive est aussi présente dans le commerce international qui se redresse depuis le deuxième semestre 2016 avec une croissance réelle de 4,8% à la suite d'une période de forts ralentissements avec des taux de croissance réelle de 2,7% en 2015, et de 2,6% en 2016²⁷. Ce contexte est expliqué par le redressement progressif en Europe (une région relativement intensive en volume de commerce dans l'économie mondiale), et l'augmentation du commerce en Asie, notamment le commerce électronique. D'autre part, l'inflation globalement basse, notamment dans les économies développées, commence progressivement à augmenter de manière modérée. En 2017, l'inflation globale est estimée à 1,9% (contre 1,1% en 2016)²⁸.

Ce début de redressement économique constitue un moteur de croissance de l'industrie de l'assurance, et notamment de la P&C globale, dont les primes acquises devraient croître de +2,5% en 2017, et en 2018 en termes réels²⁹. Dans ce contexte de reprise progressive de l'économie mondiale, le marché de l'assurance-crédit s'est caractérisé en 2015 et 2016 par une diminution du nombre de sinistres et par une tendance à la baisse du nombre de faillites³⁰. En France, par exemple, les défaillances d'entreprises ont diminué de manière extraordinaire, se retrouvant actuellement à leur plus bas niveau depuis vingt ans (moins de 13 000 défaillances cumulées au deuxième trimestre 2017)³¹. Il faut noter néanmoins que, même si l'on retrouve une tendance à la baisse du nombre de faillites surtout en Europe, il existe une augmentation persistante et généralisée des défaillances en Amérique latine, en Afrique, en Asie-Pacifique et en Amérique du Nord³².

L'environnement réglementaire

Les acteurs du secteur de l'assurance évoluent dans un environnement particulièrement réglementé avec des contraintes qui se sont renforcées depuis la crise financière de 2008. Chaque pays a développé ainsi au niveau régional, national, ou international des cadres réglementaires qui visent à contrôler les risques propres au marché de l'assurance.

Au niveau européen, il a été mis en place une réforme réglementaire, dont le nom est Solvabilité II. Cette réforme a pour but de renforcer la solvabilité des assureurs en augmentant leur capacité à respecter leurs engagements de long-terme vis-à-vis de leurs clients³³. Ce nouveau cadre réglementaire, qui fait suite à Solvabilité I des années 1970, est applicable depuis le 1^{er} janvier 2016³⁴.

²⁶ OECD Economic Outlook, Volume 2017.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Ibid.*

²⁹ Munich RE (2017), « Insurance Market Outlook for 2017/2018 ».

³⁰ Document de Référence EULER HERMES (2016), p.131.

³¹ Les Echos (10 juillet 2017), « Les défaillances d'entreprise à leur plus bas niveau depuis vingt ans ».

³² Document de Référence EULER HERMES (2016), p.130.

³³ XERFI (juin 2017), « Les assureurs en France », p.61.

³⁴ L'instauration de Solvency II était anticipée par la majorité des sociétés d'assurance dès le début des années 2010, période pendant laquelle des calibrages ont pu évoluer.



Solvabilité II repose sur 3 piliers³⁵:

- Pilier I (exigences quantitatives) : renforcement des exigences de fonds propres. Deux exigences de capital sont définies :
 - o le minimum capital requis (MCR – *Minimum Capital Requirement*) ;
 - o le capital requis (SCR – *Solvency Capital Requirement*) pour ses sigles en anglais), pouvant être calculé au moyen d'une formule standard ou d'un modèle interne³⁶.
- Pilier II (exigences qualitatives) : renforcement des exigences de contrôle interne et de surveillance par les autorités ;
- Pilier III (discipline de marché) : harmonisation des données et communications aux marchés financiers et aux assurés.

Les exigences quantitatives du Pilier I ont un impact significatif sur la marche des activités des sociétés d'assurance dans leur ensemble, comme sur celles d'EULER HERMES :

1. Le renforcement des exigences de fonds propres réglementaires se traduit par un besoin en fonds propres plus élevé pour un même niveau d'activité, dont découle mécaniquement le recul des ROE des sociétés d'assurance ;
2. Les exigences de fonds propres dépendent de la qualité des actifs détenus par les sociétés d'assurance. En raison d'exigences renforcées en cas de placements plus risqués, elles ont été incitées à concentrer leurs actifs dans des placements sûrs (obligations d'Etat et dans une moindre mesure, immobilier), et à délaisser les actifs plus risqués (actions, obligations d'entreprise, etc...). Ce phénomène de sécurisation des actifs a mécaniquement entraîné la baisse des rendements des placements ainsi que celles des plus-values.

EULER HERMES est le premier assureur-crédit dont le modèle interne a été validé par l'Autorité de contrôle (la Banque Nationale de Belgique) en novembre 2015. L'implémentation du modèle interne développé par EULER HERMES lui permet de pouvoir prendre en compte les caractéristiques propres au marché de l'assurance-crédit, qui n'auraient pas pu être correctement appréhendées avec l'utilisation d'une formule standard. En d'autres termes, ce modèle interne procure à EULER HERMES davantage de souplesse dans le calcul d'un SCR adapté aux risques réellement encourus par la société que le modèle standard.

³⁵ *Ibid.*

³⁶ BANQUE DE FRANCE, « Solvabilité II », <https://acpr.banque-france.fr/europe-et-international/assurances/reglementation-europeenne/solvabilite-ii>.

5.5 Matrice SWOT

Dans ce contexte ainsi rappelé, les forces et faiblesses d'EULER HERMES, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, peuvent être synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Position de leader sur le marché de l'assurance-crédit
- Fortes barrières à l'entrée en raison des contraintes réglementaires et d'un marché oligopolistique
- Appartenance au groupe Allianz, permettant de bénéficier de la mutualisation de coûts (IT) et d'une bonne notation financière (AA)
- Activité diversifiée géographiquement. Présence dans plus de 50 pays et une couverture de plus de 130 pays grâce aux partenariats stratégiques nationaux et internationaux
- Portefeuille de clients diversifiés, présents dans différents secteurs de l'économie.
- Application d'un modèle interne Solvabilité II validé par les autorités de contrôle permettant d'optimiser le besoin de fonds propres réglementaires
- Bonne efficacité de gestion avec des ratios combinés historiquement inférieurs aux comparables

Faiblesses

- Activité concentrée en Europe, un marché mature qui représente environ deux tiers du chiffre d'affaires
- Marché présentant de fortes contraintes réglementaires
- Marché déjà concentré, limitant les possibilités de croissance externe
- Sensibilité à la conjoncture économique mondiale
- Politiques tarifaires largement dépendantes du niveau de compétition entre les différents acteurs
- Sur-dépendance de la division « assurance-crédit » (85% du CA 2016), ce qui rend la société vulnérable aux risques spécifiques de cette division

Opportunités

- Reprise progressive de la croissance globale: croissance du PIB mondial estimé à + 3,7% pour 2017, +3,75% pour 2018 et +3,6% pour 2019 (vs 3,1% en 2016).
- Réactivation du commerce international avec une augmentation réelle de 4,8% en 2017 (vs 2,6% en 2016)
- Diminution de sinistres et tendance à la baisse du nombre de faillites, notamment en Europe (en France les défaillances d'entreprise sont à leur plus bas niveau depuis 20 ans)
- Potentiel de développement à l'étranger (aux Etats-Unis et en Asie notamment)
- Potentiel de développement de nouveaux produits (caution / services)

Menaces

- Le marché de l'assurance crédit peut être impacté par un effet de cycle / retournement de marché (cf 2008-2009)
- Fin de la politique monétaire conciliante des Banques Centrales face aux signes de reprise
- Changement des règles et de régulations de la part des autorités de régulation
- Incertitude sur l'impact du Brexit sur le commerce européen après mars 2019



6 Evaluation des actions de la société EULER HERMES

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société EULER HERMES exposée ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

A titre informatif, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) d'EULER HERMES au 30 septembre 2017 s'établit à 2 618 792K€ pour 42 022 446 actions en circulation (hors actions auto-détenues), soit 62,3€ par action.

Le projet de note d'information précise de plus que « à la date des présentes, aucun élément ne permet d'anticiper de modification substantielle de l'actif net comptable consolidé d'Euler Hermes selon les normes IFRS au 31/12/2017. ».

En revanche, s'agissant d'une activité réglementée devant satisfaire à des contraintes de fonds propres réglementaires, nous examinerons les multiples de fonds propres des comparables boursiers, comme cela est développé infra.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises, dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas d'EULER HERMES.

6.1.3 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette approche ne tient pas compte des contraintes réglementaires auxquelles la société est soumise, et ne peut donc pas être retenue. Par ailleurs, cette méthode serait redondante avec l'actualisation des dividendes futurs présentée ci-après et qui tient compte des contraintes réglementaires, donc davantage adaptée à l'évaluation de sociétés d'assurances.



6.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- la méthode de l'actualisation des dividendes futurs (« Dividend Discount Method » ou « DDM ») ;
- les transactions récentes sur les actions d'EULER HERMES ;
- l'analyse du cours de bourse d'EULER HERMES ;
- les cours cibles des analystes.

A titre secondaire, nous présenterons également :

- les approches analogiques fondées sur les multiples observés sur les comparables boursiers, à savoir :
 - o les multiples de résultats nets (P/E^{37}),
 - o les multiples des fonds propres ajustés par la rentabilité (P/BV^{38} en fonction du ROE^{39}) ;
- l'approche analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions intervenues sur des sociétés comparables.

Ces méthodes sont détaillées ci-après.

6.2.1 Actualisation des flux de dividendes futurs ou DDM (Dividend Discount Method) - à titre principal

Cette méthode, adaptée aux activités réglementées ayant des contraintes de fonds propres réglementaires, comme c'est le cas des sociétés d'assurances, consiste à évaluer la valeur des capitaux propres de la Société au travers de l'actualisation des dividendes disponibles pour ses actionnaires, définis comme l'excédent en fonds propres par rapport aux exigences réglementaires.

6.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société - à titre principal

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse des cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par la suite).

ALLIANZ a racheté 11,34% du capital d'EULER HERMES auprès de deux minoritaires préalablement à l'Offre, le 24 novembre 2017. Nous avons en conséquence retenu cette référence à titre principal.

³⁷ Price Earnings : Capitalisation boursière / Résultat net.

³⁸ Price-to-Book Value : Cours de clôture du titre / Capitaux propres, part du Groupe, ramené à une action.

³⁹ Return on Equity : Résultat net / Capitaux propres part du Groupe.



6.2.3 Cours de bourse- à titre principal

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions EULER HERMES sont cotées sur le compartiment A d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR 0004254035).

Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe 1.1.2, la part du capital flottant ressortait préalablement à l'Offre à 35,5%, hors autocontrôle.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 24 novembre 2017, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés⁴⁰ sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Euler Hermes Group SA - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (24/11/2017)	101,05	8	8	837	837	0,02 %	0,02 %	0,05 %	0,05 %
CMPV 1 mois	99,26	14	307	1 386	30 494	0,03 %	0,73 %	0,09 %	2,03 %
CMPV 60 jours de bourse	99,28	13	765	1 266	75 941	0,03 %	1,82 %	0,08 %	5,06 %
CMPV 3 mois	99,28	13	819	1 250	81 270	0,03 %	1,95 %	0,08 %	5,42 %
CMPV 6 mois	99,87	17	2 255	1 719	225 194	0,04 %	5,37 %	0,11 %	14,93 %
CMPV 12 mois	93,38	17	4 257	1 553	397 490	0,04 %	10,13 %	0,11 %	28,18 %
CMPV 24 mois	84,74	19	9 572	1 578	811 120	0,04 %	22,78 %	0,12 %	62,61 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

(2) : Calculé sur la base du flottant fourni par Capital IQ.

Source : Capital IQ et analyse Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 novembre 2017), le volume des actions EULER HERMES échangées est de 4 257 milliers d'actions (soit environ 17 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 28,18%. En considérant ce volume, il faudrait 1 264 jours pour obtenir une rotation de 50% du capital, et 454 jours pour atteindre une rotation de 50% du flottant.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 9 572 milliers (soit environ 19 milliers d'actions par jour de cotation), et la rotation du capital flottant s'établit à 62,61%. Il faudrait dans ce cas 1 128 jours et 406 jours pour atteindre une rotation de 50% du capital et de 50% du flottant respectivement.

Même si le titre présente une faible liquidité et une rotation limitée du flottant, le cours de bourse constitue une référence importante pour les actionnaires minoritaires dans le cadre d'une offre publique potentiellement suivie d'un retrait obligatoire. Pour cette raison, nous avons retenu cette méthode à titre principal.

⁴⁰ Les volumes de titres échangés correspondent aux échanges de titres sur le marché EURONEXT, tels qu'ils sont communiqués par notre base de données financière CAPITAL IQ.



6.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes - à titre principal

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre d'EULER HERMES fait l'objet d'un suivi régulier de la part de six analystes présentant un objectif de cours. Dans ce contexte, nous avons également considéré cette méthode à titre principal.

6.2.5 Multiples boursiers des résultats nets (P/E) - à titre secondaire

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu le multiple de résultat net P/E, multiple habituellement utilisé dans l'industrie de l'assurance.

Un échantillon restreint de 2 assureurs cotés, dont une part significative de l'activité concerne l'assurance-crédit a été retenu : COFACE et GRUPO CATALANA OCCIDENTE. Ces 2 assureurs sont considérés comme les plus comparables même si le premier présente actuellement une rentabilité dégradée⁴¹, et que le second présente une activité nettement plus diversifiée⁴².

Compte tenu du nombre limité d'intervenants cotés dans l'assurance-crédit, nous avons également considéré un second échantillon élargi à des sociétés d'assurance ayant une activité principalement axée sur l'assurance non-vie, et présentant une taille relativement comparable et une rentabilité de fonds propres dans les mêmes ordres de grandeur que la Société. Cet échantillon élargi est constitué de 12 sociétés.

En l'absence d'un nombre suffisant de comparables boursiers directs et des biais induits par l'échantillon élargi constitué de sociétés n'intervenant pas sur le cœur de métier d'EULER HERMES, ce critère est retenu à titre secondaire.

⁴¹ 2% environ de ROE pour la COFACE contre 11% environ pour EULER HERMES.

⁴² L'activité d'assurance-crédit du GROUPE CATALANA OCCIDENTE représente environ 40% du chiffre d'affaires. Cette activité est réalisée au travers de sa filiale ATRADIUS.



6.2.6 Multiples boursiers des fonds propres ajustés par la rentabilité (P/BV selon le ROE) - à titre secondaire

Nous avons analysé les multiples boursiers des fonds propres (ou « Book Value » ou « BV ») des échantillons restreint et élargi mentionnés en §6.2.5.

Afin de limiter les biais inhérents à l'échantillon élargi, nous avons examiné, sur cet échantillon, les multiples des fonds propres ajustés en fonction de la rentabilité mesurée par le Return on Equity⁴³ (ou « RoE »).

Le multiple P/BV a donc fait l'objet d'une analyse de régression linéaire pour l'échantillon élargi pour prendre en compte le différentiel de rentabilité des fonds propres des sociétés de l'échantillon élargi : la méthode consiste à calculer un multiple de capitaux propres induit d'une société (P/BV) à partir de sa rentabilité selon une régression des multiples de capitaux propres par rapport à la rentabilité des fonds propres des sociétés comparables (ROE).

Cette approche permet d'ajuster le multiple de capitaux propres, particulièrement pertinent pour une activité où les fonds propres réglementaires conditionnent le niveau d'activité, en fonction du différentiel de rentabilité entre les différents assureurs de l'échantillon.

Comme nous le verrons, le coefficient de corrélation (R^2) observé est élevé, ce qui est de nature à conforter la pertinence de cette méthode retenue à titre secondaire en raison d'un nombre insuffisant de comparables directs.

6.2.7 Transactions comparables - à titre secondaire

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat, total ou partiel, d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Nous avons identifié 5 transactions intervenues dans le secteur de l'assurance non-vie depuis 2012, une seule intéressant le métier de l'assurance-crédit. Ces transactions présentent des différences en termes de contextes et de profils des cibles par rapport à la présente Offre. Certaines concernent des acquisitions de participation majoritaire, et intègrent à ce titre une prime de contrôle. Dans ces conditions, nous présentons le résultat de cette méthode à titre secondaire.

⁴³ ROE = Résultat Net / Capitaux Propres part du Groupe.



6.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société EULER HERMES

6.3.1 Données de référence

6.3.1.1 *Nombre d'actions retenu*

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 30 novembre 2017 (42 641 635 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (619 189 actions), soit 42 022 446 actions.

Il est précisé qu'EULER HERMES n'a pas émis d'instruments dilutifs.

L'effet des plans RSU (EULER HERMES RESTRICTED STOCK UNITS), essentiellement payés en numéraire, est appréhendé dans le plan d'affaires, sans dilution pour l'actionnaire.

6.3.2 Méthode de l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM)

6.3.2.1 *Présentation des éléments prévisionnels*

Le plan d'affaires qui a servi de base à la mise en œuvre de la méthode DDM correspond aux prévisions 2017-2020 établies par le management d'EULER HERMES (Planning Dialogue) et approuvées par le Conseil de Surveillance du 7 novembre 2017 dans le cadre du processus habituel de mise à jour annuel du plan d'affaires (ci-après le « Plan d'Affaires »).

Il traduit les objectifs du management d'EULER HERMES qui sont ensuite présentés à l'actionnaire ALLIANZ, et intégrés dans son propre plan d'affaires.

Le Plan d'Affaires a par la suite, fait l'objet d'ajustements partagés par EULER HERMES et ALLIANZ, portant essentiellement sur des réductions de coûts complémentaires fixées comme objectif par ALLIANZ à sa filiale. Nous avons intégré ces ajustements favorables à l'actionnaire dans les prévisions retenues pour les besoins de la valorisation.

Ces prévisions sont présentées en stand-alone, et n'intègrent aucune restructuration autre que celles déjà communiquées, ni évolution du périmètre, étant précisé qu'il nous a été confirmé par la Société qu'il n'existe pas de projet significatif identifié, ou de changement stratégique anticipé (ainsi qu'ALLIANZ l'a également annoncé dans son communiqué de presse en date du 27 novembre 2017).

L'année 2017 a fait l'objet d'un « reforecast » le 20 décembre 2017 afin de prendre en compte les derniers événements connus à cette date, dont nous avons tenu compte, et qui ne remet pas en cause les années suivantes du Plan d'Affaires.



Le Plan d'Affaires repose sur les principales hypothèses suivantes :

- taux de croissance annuel du chiffre d'affaires : le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires se situe à 3 % sur la période, soit dans la fourchette haute des taux moyens observés historiquement⁴⁴, et intègre la diversification dans l'activité Cautions et le développement sur les nouveaux marchés (US et Asie notamment). Il traduit un retour à la croissance après une année 2017 globalement stable.

L'Actionnaire Minoritaire considère l'hypothèse d'un taux de croissance annuel du chiffre d'affaires de 5%. Ce taux, qui correspond au plus haut historique (5,9% en 2011, croissance externe et normalisation de la conjoncture économique comprises), n'est pas représentatif d'une tendance de long terme, en particulier s'agissant d'une activité cyclique.

A titre d'information, le taux de croissance moyen des 10 dernières années s'établit à 2,5%.

De plus, le management de la Société nous a indiqué qu'une telle hypothèse ne lui apparaissait pas vraisemblable.

- ratio combiné : en début du plan d'affaires du management, le ratio combiné est cohérent avec le ratio observé actuellement, et s'améliore légèrement ensuite sur l'horizon du plan, compte tenu notamment des bénéfices attendus des plans d'économie et d'amélioration de la performance en cours de mise en œuvre.

Comme cela est indiqué supra, EULER HERMES est plutôt dans une phase de haut de cycle sur ses principaux marchés (France et Allemagne), caractérisés par un recul des défaillances, notamment. Dans ce contexte, l'hypothèse du plan qui repose sur une légère amélioration du ratio n'intègre donc pas de retournement de cycle.

Le ratio combiné modélisé à la fin du plan apparaît légèrement inférieur au ratio moyen observé sur les 10 dernières années, qui s'est établi à 79,4%.

Les ratios combinés du plan d'affaires du management correspondent à des RoE compris dans une fourchette de 10% à 12%.

Selon l'Actionnaire Minoritaire, le RoE devrait s'établir à un minimum de 12% sur le long terme par référence aux RoE historiques. Comme cela est développé par ailleurs, il faut préciser que les RoE historiques qui n'intègrent pas les contraintes Solvabilité II applicables depuis 2016 ne sont pas représentatifs des RoE futurs.

Dès lors qu'un débat peut exister sur l'évolution des RoE futurs, nous présenterons un test de sensibilité sur ce paramètre, afin de traduire la possibilité d'amélioration ou de dégradation des marges globales de la Société, étant précisé que la fourchette haute de ce test de sensibilité correspond à l'hypothèse envisagée par l'Actionnaire Minoritaire.

- ratio de couverture Solvabilité II et taux de distribution du dividende (ou « payout »⁴⁵) : le plan d'affaires du management est construit avec une hypothèse de *payout* de 70% qui permet de maintenir le ratio de solvabilité à près de 160%, conformément aux choix du management en la matière et dont le marché a été informé⁴⁶.

⁴⁴ Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 1,1% sur 3 ans, 2,5% sur 5 ans et 2,5% sur 10 ans.

⁴⁵ Dividendes distribués au titre d'un exercice / Résultat net de l'exercice correspondant.

⁴⁶ Source : Document de Référence EULER HERMES.



La prise en compte du maintien d'un *payout* de 70% apparaît favorable à l'actionnaire dès lors qu'il se situe au-dessus de ceux observés sur les sociétés comparables. A titre de comparaison, les *payouts* 2016 de COFACE et GRUPO CATALANA OCCIDENTE s'établissent respectivement à 49% et 29%.

Pour autant, selon nous, la question du maintien à long terme d'un ratio de solvabilité à 160% peut se poser. Il faut toutefois tenir compte du fait que :

- (i) une société d'assurance ne peut pas calibrer ses fonds propres au niveau du minimum imposé par la réglementation (ratio de solvabilité de 100%) car elle doit disposer de réserves lui permettant de faire face aux situations exceptionnelles (sinistres majeurs, crises et périodes de bas de cycle, comme en 2008-2009, notamment) ;
- (ii) au cas d'espèce, le ratio de couverture résulte d'un modèle développé en interne conduisant à un résultat plus favorable que le modèle standard, ce dont il convient de tenir compte dans l'appréciation du ratio publié par la Société.

Dans ces conditions, un ratio de solvabilité de 145% / 150% semble constituer un minimum selon nous. Nous présenterons donc un test de sensibilité sur l'évolution de ce paramètre à l'issue de l'horizon du plan du management, dans notre évaluation, avec une hypothèse de réduction du ratio de solvabilité à 150%, conformément à l'hypothèse considérée par l'Actionnaire Minoritaire.

- taux de rendement des actifs : le plan d'affaires du management intègre des taux de rendement des actifs en ligne avec les taux observés actuellement.

Notons que le plan d'affaires intègre également, outre les loyers du patrimoine immobilier, la réalisation de plus-values chaque année⁴⁷.

L'Actionnaire Minoritaire qui nous a contactés considère dans ses hypothèses de calcul un taux de rendement des actifs de l'ordre de 4 à 5%. Le portefeuille de placement de la société est principalement composé d'obligation avec des signatures de qualité afin de satisfaire aux contraintes imposées par Solvabilité II. De plus, le portefeuille a une durée moins élevée que celle d'autres assureurs, dès lors que la durée entre l'encaissement des primes et le règlement des sinistres est plus courte dans l'assurance-crédit. Par conséquent, les taux de rendement évoqués de 4 à 5% n'apparaissent pas vraisemblables dans le contexte de marché actuel et compte tenu de la composition du portefeuille.

Le Plan d'Affaires qui traduit les objectifs du management intègre les perspectives de développement attendues sur les nouveaux métiers, et les conséquences des plans de réduction de coûts et d'amélioration de la performance décidés et envisagés. Il repose dans sa construction, sur des hypothèses qui sont cohérentes entre elles.

⁴⁷ L'Actionnaire Minoritaire considère qu'il y aurait des valeurs cachées ("hidden values") correspondant à des plus-values latentes non comptabilisés dans les comptes consolidés de la Société. Ces plus-values sont néanmoins bien prises en compte dans l'évaluation, dans la mesure où le ratio de solvabilité est déterminé à partir des valeurs réelles (et non comptables), et que les flux futurs de trésorerie inclut la réalisation de ces plus-values



6.3.2.2 *Détermination du flux terminal*

Le flux terminal de dividendes a été déterminé à partir du dernier flux de l'horizon explicite du plan d'affaires du management. En particulier :

- un ratio net combiné stable par rapport au dernier exercice prévisionnel du plan d'affaires, c'est-à-dire en légère amélioration par rapport aux moyennes historiques compte tenu notamment, des plans d'économies et de performance engagés ;
- un taux de rendement des actifs identique à celui de la dernière année du plan, cohérent avec la composition du portefeuille, les conditions de marché actuelle, et avec notre taux d'actualisation également déterminé à partir des conditions de marché actuelles (cf. ci-dessous) ;
- un taux d'IS normatif de 27%, reflétant une baisse anticipée et généralisée des taux d'imposition sur les principaux marchés sur lesquels évolue le Groupe, ce qui apparaît favorable à l'actionnaire ;
- un ratio de solvabilité II de 160%. Une analyse de sensibilité a été menée entre 150% et 170% ;

A titre d'information, ce taux de solvabilité de 160% fait ressortir un taux de distribution de dividende 84% sur le flux terminal.

6.3.2.3 *Croissance à l'infini*

La valeur terminale a été déterminée à l'issue de l'horizon explicite du plan d'affaires à partir d'un dividende distribuable normatif, correspondant à l'excès de capital distribuable par EULER HERMES, auquel est appliquée la formule de Gordon-Shapiro.

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2% en valeur centrale en cohérence avec les taux d'inflation long terme, et plutôt dans le haut de fourchette des approches d'évaluation à l'infini.

La Société cherchant à développer ses activités sur de nouveaux marchés dans les prochaines années (marchés des cautions aux Etats-Unis, notamment), nous présenterons également le résultat avec un taux de croissance à l'infini de 2,5%, qui constitue un niveau supérieur de 1 à 1,5 point aux taux de croissance à l'infini retenus usuellement qui intègrent les niveaux d'inflation attendus, et conduit à une valeur favorable pour l'actionnaire.

Nous présenterons également une analyse de sensibilité avec un taux de croissance à l'infini de 1,5%, lequel permet de tenir compte du caractère cyclique de l'activité et du risque de crises qui doit être appréhendé dans des prévisions sur longue période.

6.3.2.4 Taux d'actualisation

Nous avons retenu un coût des fonds propres de 7,82% déterminé sur la base de :

- un taux sans risque de 0,64% (*Source : Banque de France - OAT TEC 10 ans moyenne 2 ans*) ;
- une prime de risque de 6,34% (Moyenne 2 ans des primes de risque. *Source : ASSOCIES EN FINANCE*) ;
- un bêta de 0,98 correspondant au bêta désendetté médian observé sur l'échantillon des sociétés comparables retenues, pour lesquels le R^2 est supérieur à 0,15 (*Source : CAPITAL IQ*).
- une prime de risque pays de 0,97% correspondant à l'ajustement du taux sans risque de 0,64% pour tenir compte des risques propres aux différents pays dans lesquels la Société intervient. Ce taux a été déterminé à partir de la décomposition par zone géographique de l'exposition au risque d'EULER HERMES présentée au §5.2 ci-avant (*Sources : CAPITAL IQ, DOCUMENT DE REFERENCE 2016 p. 142*).

Les flux financiers ont été actualisés à compter du 30 novembre 2017, en considérant un versement de dividende en mai N+1.

Sur ces bases, la valeur par action d'EULER HERMES s'établit à 102,2€.

Nous présentons ci-dessous les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5pt à +0,5pt) et du taux de croissance à l'infini (de -0,5pt à +0,5pt).

Sensibilité du prix de l'action Euler Hermes

€		Taux de croissance à l'infini				
		-0,5pt	-0,25pt	-	+0,25pt	+0,5pt
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
Coût des fonds propres	7,32%	107,4	109,5	111,8	114,4	117,2
	7,57%	102,9	104,8	106,8	109,0	111,4
	7,82%	98,8	100,4	102,2	104,1	106,2
	8,07%	94,9	96,4	97,9	99,6	101,4
	8,32%	91,4	92,7	94,0	95,5	97,1

L'analyse de la sensibilité de la valeur par action EULER HERMES à une variation combinée du coût des fonds propres et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une fourchette de valeur entre 91,4€ et 117,2€, et une fourchette resserrée entre 96,4€ et 109,0€.

Les sensibilités de cette valeur à une variation combinée du ratio de Solvabilité cible (de -10 pts à +10 pts), et de la marge technique (de -1pt à +1pt) sont présentées ci-après :

Sensibilité du prix de l'action Euler Hermes

€		Ratio de Solvabilité				
		+10pt	+5pt	-	-5pt	-10pt
		170%	165%	160%	155%	150%
Variation du Ratio combiné	-2 pts	108,8	110,7	112,6	114,5	116,4
	-1 pt	103,5	105,5	107,4	109,3	111,2
	Hypothèse centrale	98,3	100,2	102,2	104,1	106,0
	+1 pt	93,1	95,0	96,9	98,8	100,8
	+2 pts	87,9	89,8	91,7	93,6	95,5



L'analyse de la sensibilité de la valeur par action EULER HERMES à une variation combinée du ratio combiné et du ratio de solvabilité fait ressortir une fourchette de valeur entre 87,9€ et 116,4€, et une fourchette resserrée entre 95,0€ et 109,3€.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeur par action entre **95,0€** et **109,3€**.

Sur ce critère, le prix d'offre extériorise une prime située entre 11,6% et 28,4%.

6.3.3 Transactions récentes sur les actions d'EULER HERMES– A titre principal

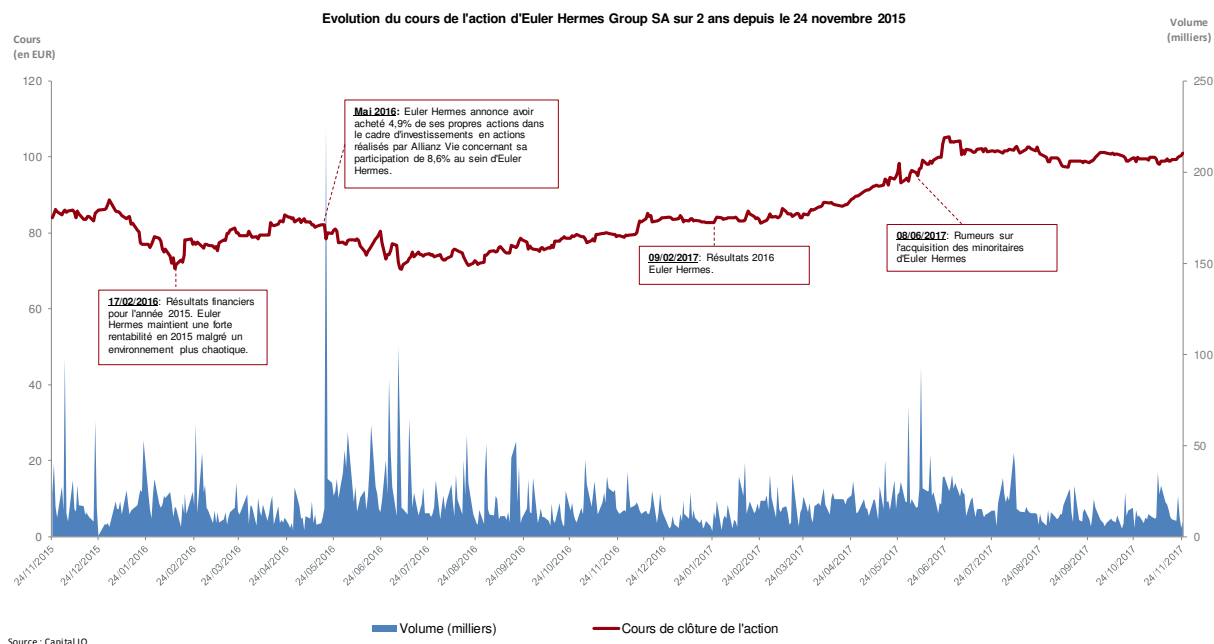
Le 24 novembre 2017, ALLIANZ a conclu des SPA (*Share Purchase Agreements*) avec deux actionnaires portant sur 11,34% du capital et des droits de vote théoriques d'EULER HERMES au prix de **122€** par action, payé en espèce.

Ces transactions ont été réalisées. Nous avons par ailleurs pu constater que les SPA n'incluent aucun complément de prix, ni clause de révision de celui-ci. De plus, nous avons eu la confirmation formelle par ALLIANZ qu'il n'existe pas d'accord connexe aux SPA susceptible de modifier ce prix de 122€ par action.

Cette transaction intéressant les principaux actionnaires minoritaires de la Société constitue une référence majeure pour apprécier la valeur de l'action EULER HERMES dans le cadre de la présente Offre, proposée à un prix strictement identique.

6.3.4 Référence au cours de bourse d'EULER HERMES – A titre principal

Le cours de bourse de l'action EULER HERMES a évolué comme suit sur les 24 derniers mois :



De manière synthétique, on peut relever que, globalement, le cours d'EULER HERMES suit une tendance haussière, avec un maximum avant annonce de l'Offre de 105,2€ le 26 juin 2017, et un minimum de 70,3€ le 7 juillet 2016. Le cours n'a jamais atteint, sur la période analysée, le prix de l'Offre de 122€.

Ainsi, l'Offre est réalisée à un moment où le cours de bourse est près de son maximum historique sur deux ans, avec un cours spot de 101,05€ à la veille de l'annonce, le 24 novembre 2017.

Il faut noter également que la tendance haussière du cours de bourse a pu être soutenue par les rumeurs de juin 2017 sur l'acquisition des participations minoritaires par ALLIANZ.



Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 24 novembre 2017, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'Offre :

Euler Hermes Group SA - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime sur le prix de l'Offre de 122 €
Cours spot au 24 novembre 2017	101,05 €	20,7%
CMPV 1 mois	99,26 €	22,9%
CMPV 60 jours de bourse	99,28 €	22,9%
CMPV 3 mois	99,28 €	22,9%
CMPV 6 mois	99,87 €	22,2%
CMPV 12 mois	93,38 €	30,6%
CMPV 24 mois	84,74 €	44,0%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	105,20 €	16,0%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	78,79 €	54,8%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	105,20 €	16,0%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	70,32 €	73,5%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 26 juin 2017.

⁽²⁾ Le 28 novembre 2016.

⁽³⁾ Le 26 juin 2017.

⁽⁴⁾ Le 7 juillet 2016.

Nous retenons une fourchette entre **93,38€** et **101,05€**, correspondant respectivement au CMPV 12 mois, et au cours spot au 24 novembre 2017.

Nous n'avons pas retraité le cours de bourse du détachement de dividendes de 4,68€ par action, intervenu le 30 mai 2017, compte tenu de son aspect récurrent et du faible impact sur nos analyses.

Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 20,7% et 30,6%.



6.3.5 Objectifs de cours de bourse des analystes – A titre principal

Les derniers objectifs de cours des principaux analystes qui suivent le titre d'EULER HERMES (post publication des résultats du troisième trimestre 2017 du 7 novembre 2017, et avant l'annonce de l'Offre) sont repris ci-dessous :

Euler Hermes - Cours cibles des analystes

Date	Analyste	Objectif de cours
09/11/2017	HSBC	92,0 €
08/11/2017	Natixis	89,0 €
08/11/2017	JP Morgan	93,0 €
08/11/2017	Kepler Cheuvreux	97,0 €
08/11/2017	Exane BNP Paribas	106,0 €
28/07/2017	Bryan Garnier & Cie	92,0 €
Moyenne		94,8 €
Médiane		92,5 €
Min (Natixis)		89,0 €
Max (Exane BNP Paribas)		106,0 €

Sources : Capital IQ, notes d'analystes.

Les dernières notes d'analystes extériorisent un objectif de cours moyen de 94,8€.

Nous retenons une valeur par action EULER HERMES comprise entre **89,0€** et **106,0€**, correspondant respectivement à l'objectif de cours le plus faible et à l'objectif de cours le plus élevé sur la base des notes d'analystes retenues.

Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 15,1% et 37,1%.

6.3.6 Multiples boursiers des résultats nets (P/E) - A titre secondaire

Sur la base de l'échantillon restreint des deux assureurs ayant une forte activité d'assurance-crédit (COFACE et GRUPO CATALANA OCCIDENTE), les multiples P/E estimés pour 2017 et 2018 sont les suivants :

Euler Hermes - Multiples observés sur les sociétés cotées comparables (échantillon restreint)

Nom du comparable	Pays	Devise	Multiples P/E (*)	
			2017e	2018e
Coface SA	France	EUR	18,22x	13,82x
Grupo Catalana Occidente, S.A.	Spain	EUR	13,54x	12,55x
Moyenne (**)			13,54x	13,19x
Médiane (**)			13,54x	13,19x

(*) Calculés sur la base du cours de clôture du 12 décembre 2017, et du BPA dilué moyen des analystes estimé pour 2017 et 2018.

(**) Hors Coface SA pour le multiple P/E 2017e.

Source : Capital IQ



A noter que COFACE SA a été écartée de la moyenne 2017e en raison de la détérioration récente de son résultat net (diminution de 126,2m€ à 41,5m€, entre 2015 et 2016), qui impacte les multiples estimés pour 2017 et fausse donc la comparaison.

Les multiples moyens observés sur l'échantillon ont été appliqués aux résultats nets (part du Groupe) 2017e⁴⁸ et 2018e de la Société, tels qu'ils ressortent d'une part, du Plan d'Affaires du management, et d'autre part, du consensus des analystes suivant le titre.

Il en résulte une valeur par action d'EULER HERMES comprise entre **92,4€** et **97,3€**.

Sur la base de l'échantillon élargi des assureurs dont l'activité non-vie est importante avec une taille globalement comparable et une rentabilité pertinente (12 assureurs, dont le détail est présenté en Annexe 2), les multiples P/E estimés pour 2017 et 2018 sont les suivants :

Euler Hermes - Multiples observés sur les sociétés cotées comparables (échantillon élargi)

Nom du comparable	Pays	Devise	Multiples P/E (*)	
			2017e	2018e
Coface SA	France	EUR	18,22x	13,82x
Grupo Catalana Occidente, S.A.	Spain	EUR	13,54x	12,55x
Mapfre, S.A.	Spain	EUR	12,07x	9,58x
UNIQA Insurance Group AG	Austria	EUR	16,87x	13,00x
Baloise Holding AG	Switzerland	CHF	12,40x	12,13x
RSA Insurance Group plc	United Kingdom	GBP	13,77x	11,85x
Direct Line Insurance Group PLC	United Kingdom	GBP	11,49x	11,65x
Talanx Aktiengesellschaft	Germany	EUR	12,77x	9,62x
Tryg A/S	Denmark	DKK	17,42x	19,13x
esure Group plc	United Kingdom	GBP	13,69x	12,12x
QBE Insurance Group Limited	Australia	USD	42,46x	12,33x
Hiscox Ltd	Bermuda	GBP	75,52x	17,75x
Moyenne			16,65x	12,96x
Médiane			13,62x	12,23x

(*) Calculés sur la base du cours de clôture du 12 décembre 2017 et du BPA dilué moyen des analystes estimé pour 2017 et 2018.

(**) Hors Coface SA et Hiscox Ltd pour le multiple P/E 2017e.

Source: Capital IQ

A noter qu'en plus de la COFACE, nous avons également exclu HISCOX de la moyenne et de la médiane 2017 en raison de l'impact exceptionnel d'environ 225m\$ lié aux sinistres des ouragans Harvey et Irma.

Les multiples moyens observés sur l'échantillon ont été appliqués aux résultats nets (part du groupe) 2017e⁴⁸ et 2018e de la Société, tels qu'ils ressortent d'une part, du plan d'affaires du management, et d'autre part, du consensus des analystes suivant le titre.

Il en résulte une valeur par action d'EULER HERMES comprise entre **85,7€** et **94,0€**.

⁴⁸ Le résultat net 2017 auquel est appliqué le multiple ne prend pas en compte les 28,5m€ d'impact du dividende exceptionnel lié à la décision du Conseil Constitutionnel français d'invalidier le principe de la contribution de 3% sur les dividendes distribués. Ces 28,5m€ ont été néanmoins, ajoutés directement au prix par action calculé en 2017.

6.3.7 Multiples boursiers des fonds propres ajustés par la rentabilité (P/BV ROE) – A titre secondaire

Sur la base de l'échantillon restreint, les multiples P/BV sont les suivants :

Euler Hermes - Multiples observés sur les sociétés cotées comparables (échantillon restreint)

Nom du comparable	Pays	Devise	Multiples P/BV	
			2017e	2018e
Coface SA	France	EUR	0,80x	0,79x
Grupo Catalana Occidente, S.A.	Spain	EUR	1,65x	1,55x
Moyenne			1,23x	1,17x
Médiane			1,23x	1,17x

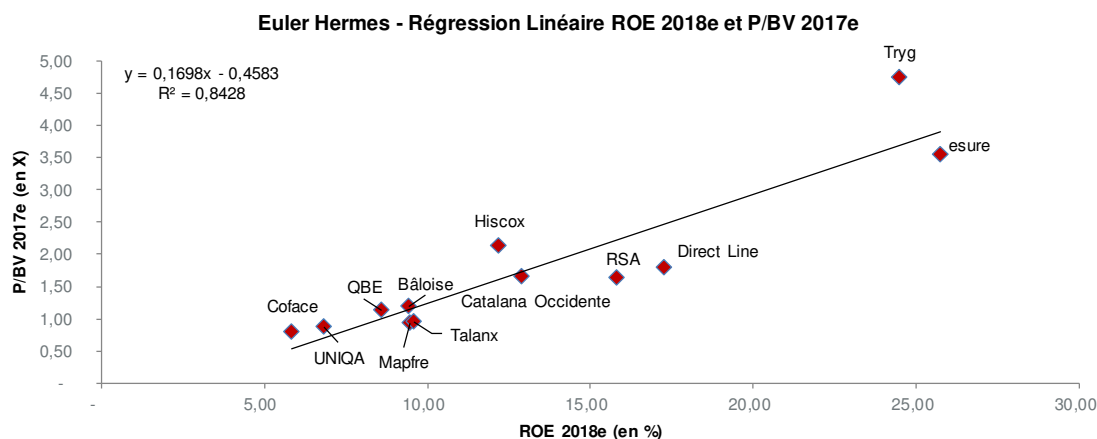
Source: Capital IQ

En appliquant les multiples moyens observés sur l'échantillon aux capitaux propres (part du groupe) 2017e et 2018e du plan d'affaires, le prix par action EULER HERMES ressort entre **77,9€** et **80,2€**⁴⁹.

Concernant l'échantillon élargi, les variables que nous retenons pour la régression sont :

- le P/BV estimé pour 2017 par les analystes tel qu'il ressort de nos bases de données au 12 décembre 2017 ;
- le ROE 2018 qui ressort du consensus des analystes.

Le résultat de la régression est présenté dans le graphique ci-dessous :



Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Il convient de noter que le coefficient de corrélation (0,84) est très élevé, ce qui est de nature à conforter la pertinence de l'approche et du résultat.

Sur la base du ROE d'EULER HERMES tel qu'il ressort d'une part du plan d'affaires du management, et d'autre part du consensus des analystes suivant le titre, les multiples induits par la régression s'établissent respectivement à 1,32 et à 1,48.

Il en résulte une valeur par action d'EULER HERMES comprise entre **86,7€** et **96,9€**.

⁴⁹ Sur la base d'un nombre d'actions ordinaires net d'actions propres au 30/11/2017 de 42 022 446.

6.3.8 Transactions comparables – A titre informatif

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2012 sur des assureurs non-vie, et avons retenu les multiples P/E et P/BV pour la valorisation d'EULER HERMES. Nous avons identifié 5 transactions qui font ressortir les multiples suivants :

Euler Hermes - Transactions comparables

Date d'annonce	Cible	Acquéreur	% Acquis	Equity Value (m€)	Multiples	
					P/E	P/BV
sept.-16	Topdanmark A/S	Sampo Oyj	34,5%	2 244	15,54x	3,74x
sept.-15	Amlin plc (nka:MS Amlin plc)	Mitsui Sumitomo Insurance Co., Ltd.	100,0%	4 546	16,37x	1,87x
juin-15	The Chubb Corporation	ACE Limited (nka:Chubb Limited)	100,0%	27 399	13,92x	1,78x
janv.-15	Aseguradora Magallanes S.A.	Talanx Aktiengesellschaft	10,7%	163	14,27x	2,80x
avr.-12	Atradius N.V.	Grupo Catalana Occidente, S.A.	6,5%	1 540	11,86x	1,36x
Moyenne					14,39x	2,31x
Médiane					14,27x	1,87x

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi

En raison de la dispersion de l'échantillon, nous avons retenu la médiane des multiples, étant observé que les multiples extériorisés par la seule transaction intéressant l'assurance-crédit, soit l'acquisition d'ATRADIUS par GRUPO CATALANA OCCIDENTE qui fait ressortir des multiples inférieurs.

En appliquant les multiples moyens P/E (14,27x) et P/BV (1,87x) aux capitaux propres part du Groupe 2016 et au résultat net du Groupe 2016 respectivement, le prix par action d'EULER HERMES ressort entre **97,5€** et **116,4€⁵⁰**.

Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 4,8% et 25,1%.

7 Accords connexes

Le projet de note d'information ne mentionne aucun « accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ».

Les seuls accords identifiés entre l'Initiateur et des actionnaires dans le cadre de la présente Offre sont les contrats d'acquisition par lesquels ALLIANZ a acquis hors marché 11,34% du capital d'EULER HERMES auprès d'actionnaires minoritaires au prix de 122,0€ par action le 24 novembre 2017. Nous avons eu accès à ces contrats. Nous observons que ces transactions sont réalisées, à un prix identique à celui proposé dans le cadre de la présente Offre, et ne contiennent aucune clause de révision ou ajustement du prix unitaire de 122,0€, qui présente donc un caractère ferme et définitif. Nous avons, de plus, obtenu la confirmation d'ALLIANZ qu'il n'existe pas d'autre accord.

Par conséquent, nous n'avons pas identifié d'accords ou d'opérations connexes susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre

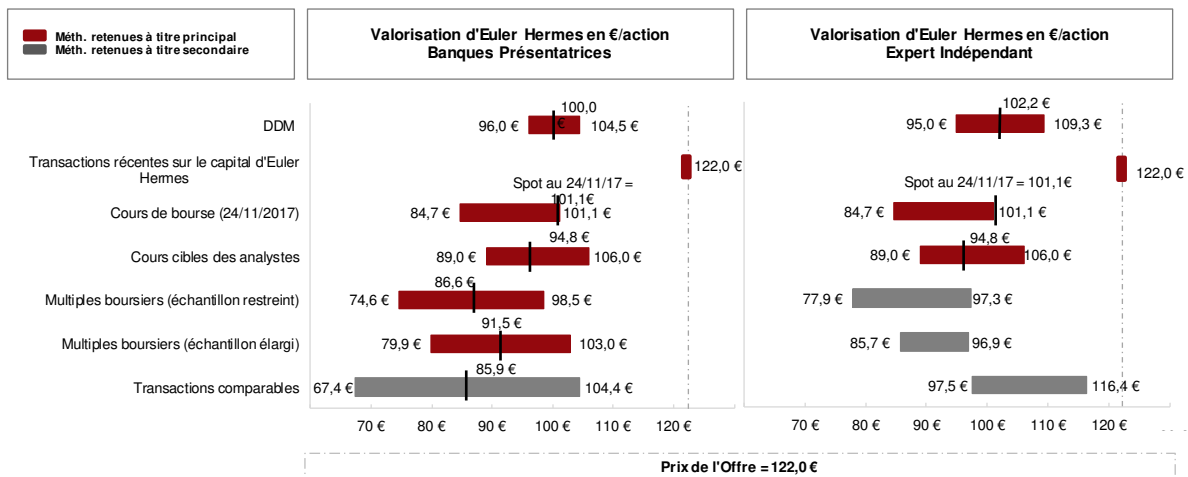
⁵⁰ Sur la base d'un nombre d'actions ordinaires net d'actions propres au 30/11/2017 de 42 022 446.

8 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Banques Présentatrices

ROTHSCHILD et SOCIETE GENERALE, agissant en tant que Banques Présentatrices de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés des Banques Présentatrices en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu leur rapport d'évaluation définitif.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous :



8.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les Banques Présentatrices sur le choix des méthodes d'évaluation suivantes : l'actualisation des flux de dividendes futurs (DDM), le cours de bourse, les transactions récentes réalisées sur le capital, les cours cibles des analystes, les multiples boursiers (échantillon restreint ou central et élargi), et les transactions comparables à titre secondaire / illustratif. À la différence des Banques Présentatrices, la méthode des multiples boursiers est retenue par nous à titre secondaire en raison du nombre trop limité d'assureurs-crédit.

De manière complémentaire, nous avons calculé la valeur sur l'échantillon élargi de multiples de comparables boursiers à travers une régression linéaire, et non à partir d'une moyenne simple comme les Banques Présentatrices.

Les Banques Présentatrices, comme nous, ont écarté les méthodes de l'actif net comptable consolidé, de l'actif net comptable réévalué, et l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.



8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Données financières

Nous retenons le même nombre d'actions que les Banques Présentatrices, soit le nombre d'actions net des actions d'autocontrôle au 30 novembre 2017, qui s'établit à 42 022 446 actions.

8.2.2 Actualisation des dividendes futurs

Comme nous, les Banques Présentatrices mettent en œuvre la méthode du DDM sur la base des prévisions issues du plan d'affaires Planning Dialogue.

L'appréciation du flux normatif diffère essentiellement sur les points suivants :

- les Banques Présentatrices retiennent un taux de rendement normatif de l'actif financier de 1,50% quand nous retenons 1,80%, plus favorable à l'actionnaire ;
- le taux d'impôt normatif tel qu'appliqué par les Banques Présentatrices est de 28,4%. Nous retenons 27%, pour appréhender les baisses d'impôts actées ou envisagées dans les pays dans lesquels évolue le Groupe.

Les Banques Présentatrices retiennent un coût des fonds propres de 7,9% correspondant à la moyenne (i) des hypothèses retenues par les analystes, et (ii) du calcul selon une méthode directe. Notre coût des fonds propres (7,82%) a été calculé par nos soins selon les hypothèses exposées au §6.2.3.4.).

Les autres hypothèses n'appellent pas de remarques de notre part.

Concernant la valeur par action

La valeur retenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette de **96,0€ à 104,5€** avec une valeur centrale de **100,0€**. Pour notre part, nous calculons une fourchette de **95€ à 109,3€**, avec une valeur centrale de **102,2€** par action.

8.2.3 Transactions récentes réalisées sur le capital d'EULER HERMES

Nous avons retenu la même transaction récente sur le capital d'EULER HERMES que les Banques Présentatrices, à savoir la cession de blocs préalable à l'Offre qui extériorise un prix par action de 122€.

La mise en œuvre de cette méthode par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

8.2.4 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

A noter que les Banques Présentatrices calculent le cours moyen pondéré par les volumes de manière continue (« intraday ») quand notre calcul se base sur les données journalières. Enfin, il faut préciser que le calcul des volumes des Banques Présentatrices intègre le total d'échanges sur l'ensemble des marchés où le titre est négocié, tandis que nous ne prenons en compte que les échanges sur la place Euronext, marché principal du titre.



8.2.5 Cours cibles des analystes

La fourchette de valorisation des Banques Présentatrices et la nôtre sont identiques (89€ à 106€ par action), calculées sur le même échantillon.

Ainsi, la mise en œuvre de cette méthode par les Banques Présentatrices n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

8.2.6 Multiples boursiers de l'échantillon restreint ou central

Nous avons retenu le même échantillon restreint ou central de sociétés cotées comparables que les Banques Présentatrices, ainsi que les mêmes multiples (P/E et P/BV).

Les Banques Présentatrices ont effectué leurs calculs au 24 novembre 2017 (contre le 12 décembre 2017 pour nous).

Concernant les multiples P/E, les Banques Présentatrices obtiennent une valeur comprise entre **87,4€** et **98,5€** par action. Nous calculons pour notre part des valeurs comprises entre **92,4€** et **97,3€** par action.

Concernant les multiples P/BV, les Banques Présentatrices obtiennent une valeur de **74,6€** par action. Nous calculons pour notre part des valeurs comprises entre **77,9€** et **80,2€** par action.

8.2.7 Multiples boursiers de l'échantillon élargi

Les Banques Présentatrices ont retenu un échantillon élargi de 10 sociétés d'assurance non-vie européennes cotées. Nous avons retenu un échantillon d'assureurs, dont l'activité d'assurance non-vie est significative et d'une taille et d'une rentabilité globalement comparables à EULER HERMES (12 assureurs, dont 8 en commun avec les Banques Présentatrices).

Les sociétés comparables que les Banques Présentatrices ont retenues et que nous avons écartées sont ALLIANZ et ZURICH INSURANCE que nous considérons trop importantes en termes de capitalisation boursière. Nous considérons en revanche, que les sociétés TRYG, ESURE, HISCOX, et QBE sont suffisamment comparables en termes de taille, et présentent une rentabilité pertinente ; à ce titre, nous les avons incluses dans notre échantillon.

Comme nous, les Banques Présentatrices ont calculé la moyenne des multiples P/E observés sur l'exercice 2017e et 2018e. Néanmoins, pour les multiples P/BV, les Banques Présentatrices ont calculé la moyenne observée sur 2017e quand nous avons calculé une régression linéaire entre le ROE estimé pour 2018e et les multiples P/BV observés sur 2017e.

A noter que les Banques Présentatrices ont effectué leurs calculs au 24 novembre 2017 (contre le 12 décembre 2017 pour nous).

Concernant les multiples P/E, les Banques Présentatrices obtiennent une valeur comprise entre **89,3€** et **103,0€** par action. Nous calculons pour notre part des valeurs comprises entre **85,7€** et **94,0€** par action.

Concernant les multiples P/BV, les Banques Présentatrices obtiennent une valeur de **79,9€** par action. Nous calculons pour notre part, des valeurs comprises entre **86,7€** et **96,9€** par action.



8.2.8 Multiples de transactions

Les Banques Présentatrices ont retenu un échantillon composé de 6 transactions comparables ayant eu lieu dans le secteur de l'assurance-crédit depuis 2002. Notre échantillon se compose de 5 transactions réalisées dans le secteur de l'assurance non-vie depuis 2012.

Nous n'avons sélectionné qu'une transaction commune avec les Banques Présentatrices (acquisition de 6,5% d'ATRADIUS par GRUPO CATALANA OCCIDENTE en avril 2012), car nous considérons que les autres transactions ne sont pas suffisamment récentes.

Les Banques Présentatrices retiennent les multiples de P/E et de P/BV pour le calcul de la valeur d'EULER HERMES. Nous avons retenu les mêmes multiples.

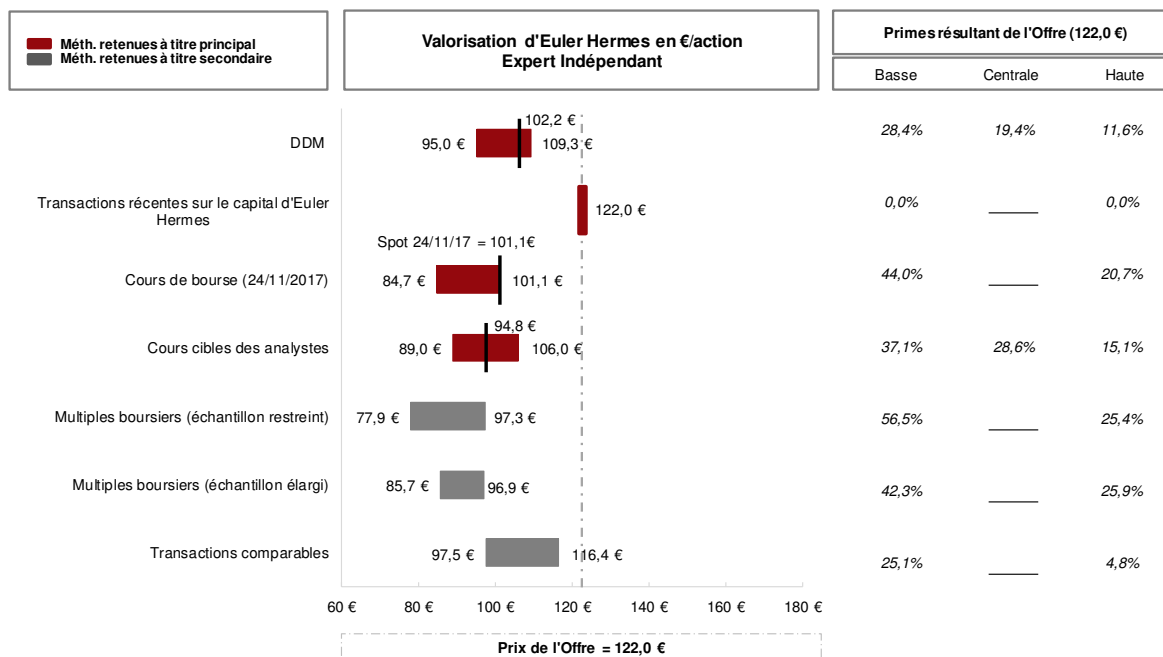
Comme nous, les Banques Présentatrices ont appliqué le multiple P/E au résultat net 2016 d'EULER HERMES. Concernant le P/BV, les Banques Présentatrices ont appliqué le multiple aux capitaux propres du troisième trimestre 2017, quand nous avons retenu les capitaux propres au 31 décembre 2016.

Les Banques Présentatrices obtiennent une fourchette de valeur par action comprise entre **67,4€** et **104,4€**. Nos travaux font ressortir un prix par action entre **97,5€** et **116,4€**.

9 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation d'EULER HERMES

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix d'Offre fait apparaître les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes que nous avons jugées pertinentes.





9.2 Conclusion

L'Offre est proposée aux actionnaires minoritaires à un prix de 122,0 € par action EULER HERMES, strictement identique au prix ferme et définitif de l'acquisition préalable de blocs représentant 11,34% du capital, réalisée le 27 novembre 2017.

Le prix d'Offre permet aux actionnaires d'accéder à la liquidité de leurs titres à un prix supérieur de 20,7% par rapport au dernier cours précédant l'annonce de l'Offre et de 22,9% par rapport au cours moyen sur les 60 jours précédents cette date, étant observé que le prix d'Offre n'a jamais été atteint par le titre sur les 24 derniers mois.

De plus, le prix d'Offre s'inscrit au-dessus des valeurs intrinsèques issues du DDM, mis en œuvre à partir du plan d'affaires du management, et donne ainsi la pleine valeur sans avoir à supporter le risque de réalisation des prévisions. Par rapport à la valeur centrale du DDM (102,2€), le prix d'Offre fait ressortir une prime de 19,4%.

Nous observons également que le prix d'Offre fait ressortir des primes significatives sur chacun des autres critères d'évaluation examinés, avec des primes comprises entre 25,4% et 56,5% pour les comparables boursiers, entre 4,8% et 25,1% pour les transactions comparables, et entre 15,1% et 37,1% pour les objectifs de cours des analystes, qui traduisent généralement des valeurs hautes.

Par ailleurs nous n'avons pas connaissance d'accord connexe susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation des conditions financières de l'Offre.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 122,0 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'EULER HERMES.

Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui interviendrait à l'issue de la présente Offre si les actionnaires minoritaires d'EULER HERMES ne détenaient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société à cette date.

Fait à Paris, le 21 décembre 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexe 1 : présentation de FINEXSI et déroulement de la mission.

Annexe 2 : présentation des sociétés comparables.



Annexe 1 : Présentation de FINEXSI, et déroulement de la mission

A. Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

B. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 12 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Rothschild (Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis)	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	CIC	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juil.-17	Areva	Etat Français	Odoo	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
sept.-17	SFR	Altice	JPMorgan / BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

C. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



D. Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 180 000€, hors taxes, frais et débours.

E. Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyste sur les comparables de la Société, et des notes d'analyse sur les transactions comparables.

4 - Appréciation du contexte de l'opération :

- échanges avec le management d'EULER HERMES,
- échanges avec les Banques Présentatrices,
- prise de connaissance des remarques formulées par l'Actionnaire Minoritaire.

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la société et du Groupe

7 - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation par actualisation de flux de dividendes prévisionnels :

- analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société,
- travaux d'évaluation,
- analyses de sensibilité.

8 - Mise en œuvre des méthodes analogiques

- comparables boursiers,
- recherche de transactions comparables.

9 – Revue critique du rapport des Banques Présentatrices

10 - Obtention de la lettre d'affirmation

11 - Revue indépendante

12 - Rédaction du rapport



F. Calendrier de l'étude :

26 novembre 2017	Désignation de FINEXSI comme Expert Indépendant par le Conseil de Surveillance d'EULER HERMES.
29 novembre 2017	Echange téléphonique avec la banque conseil d'EULER HERMES, BNP PARIBAS (présentation de leur rapport d'évaluation)
5 décembre 2017	Réunion de travail avec les Banques Présentatrices sur les méthodes et les paramètres de valorisation utilisés.
7 décembre 2017	Réunion de travail avec la banque conseil d'EULER HERMES, BNP PARIBAS.
11 décembre 2017	Réunion de travail avec la Direction financière d'EULER HERMES, notamment sur la présentation du plan d'affaires, sur les perspectives de développement, en complément de la réunion avec BNP PARIBAS.
12 décembre 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc d'EULER HERMES, sur l'avancement des travaux.
13 décembre 2017	Echange téléphonique et obtention du courrier de l'Actionnaire Minoritaire d'EULER HERMES.
15 décembre 2017	Réunions de travail avec (i) EULER HERMES et BNP PARIBAS, d'une part ; (ii) Les Banques Présentatrices, d'autre part.
du 4 au 18 décembre 2017	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères d'EULER HERMES. Rédaction du rapport d'évaluation.
20 décembre 2017	Réunion avec les membres du Comité ad'hoc d'EULER HERMES pour présenter les conclusions de notre rapport.
20 décembre 2017	Revue indépendante.
21 décembre 2017	Obtention des lettres d'affirmation. Remise du rapport d'évaluation et tenue du Conseil de Surveillance d'EULER HERMES.



G. Liste des principales personnes rencontrées ou contactées :

EULER HERMES :

- Monsieur Wilfried VERSTRAETE, Président du Directoire
- Madame Clarisse KOPFF, Directeur Financier
- Madame Catherine ZELLER, Secrétaire Générale
- Monsieur Etienne DEFRAIGNE, Group Finance Director
- Monsieur Théophile CHAMARD, Head of M&A
- Madame Valia PAPADEA, Head of Group CFO Office
- Madame Sara GHARBI, Corporate lawyer

Comité ad'hoc d'EULER HERMES :

- Monsieur Philippe CARLI
- Monsieur Thomas BERND QUAAS
- Monsieur Ramon FERNANDEZ
- Madame Maria GARANA

Conseil d'EULER HERMES, BNP PARIBAS CIB

- Monsieur Jean-Sébastien DIETSCH, Head of FIG Corporate Finance,
- Monsieur Marc DEMUTH, Managing Director
- Monsieur François LABROT, Director
- Monsieur Nicolas CUZOL, Director
- Monsieur Maxime BOUDEWYNS, Associate

Avocat conseil d'EULER HERMES, SKADDEN

- Monsieur Olivier DIAZ, Avocat
- Monsieur Charles de REALS, Avocat

Etablissement co-présentateur, ROTHSCHILD

- Monsieur Raphaël FASSIER, Managing Director
- Monsieur Raphaël FEUILLET, Directeur
- Madame Elsa FRAYSSE, Directeur
- Monsieur Florian PASANISI, Analyst

Etablissement co-présentateur, SOCIETE GENERALE

- Monsieur Thomas CANIAUX, Director
- Monsieur Othmane BENALI, Associate

Avocat conseil de l'initiateur, BREDIN PRAT

- Monsieur Benjamin KANOVITCH, Avocat
- Monsieur Emmanuel MASSET, Avocat
- Monsieur Adrien SIMON



H. Sources d'information utilisées :

Informations significatives communiquées par la Société :

- Planning Dialogue 2017-2020 (Wave 1 et Wave 2) ;
- Strategic Pit Stop 2017 (29th June 2017) ;
- Reforecast 2017 du 20 décembre 2017 ;
- Projet de note en réponse relative à l'Offre d'ALLIANZ SE.

Informations significatives communiquées par les conseils de l'Initiateur

- Projet de note d'information relative à l'Offre du 21 décembre 2017.
- *Share Purchase Agreement* du 24 novembre 2017 conclus avec SILCHESTER et KILTEARN.

Informations significatives communiquées par les Banques Présentatrices

- Rapport de valorisation « *Project Summer – Multi-criteria valuation analysis* » – Décembre 2017 (ROTHSCHILD et SOCIETE GENERALE).

Informations de marché

- Communication financière d'EULER HERMES sur les exercices 2015, 2016 et 2017 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, EPSILON RESEARCH, BANQUE DE FRANCE.

I. Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Lucas ROBIN (Associé), ont notamment été assistés de Madame Adeline BURNAND (Senior Manager), Messieurs Julien BIANCIOTTO (Evaluateur) et Andrés TAFUR (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet.



Annexe 2 : Présentation des sociétés comparables

- **COFACE SA** est une société d'assurance fournissant des produits d'assurance-crédit (89% du chiffre d'affaires 2016) et des services connexes en Europe, en Afrique, en Amérique du Nord, en Amérique latine et en Asie-Pacifique. La société est le principal concurrent d'EULER HERMES.
- **GRUPO CATALANA OCCIDENTE S.A.** est une compagnie d'assurance espagnole proposant différents produits d'assurance à niveau national et international. L'assurance-crédit (39% du chiffre d'affaires 2016) est réalisée au travers de sa filiale ATRADIUS.
- **QBE INSURANCE GROUP LIMITED** est une société australienne qui fournit des produits d'assurance pour des risques généraux et des produits de réassurance dans le monde entier.
- **TRYG A/S** est une société d'assurance qui fournit des produits d'assurance générale pour des clients privés, commerciaux et *corporate* au Danemark, en Norvège et en Suède. La société a été fondée en 1731, et son siège social se trouve à Ballerup, Danemark. TRYG A/S est une filiale de TRYGHEDSGRUPPEN SMBA.
- **MAPFRE, S.A.** est une société espagnole présente dans le secteur de l'assurance vie et non-vie et de la réassurance dans le monde entier. MAPFRE S.A. est une filiale de CARTERA MAPFRE, S.L.
- **UNIQA INSURANCE GROUP AG** est une société d'assurance qui opère en Autriche et en Europe centrale et orientale. Les produits de la société comprennent l'assurance vie, santé, la P&C et la réassurance, entre autres.
- **BALOISE HOLDING AG** propose des solutions d'assurance et de retraite. La société est active dans les segments de la non-vie, vie, de la banque et dans d'autres activités. Elle est présente en Suisse, en Allemagne, en Belgique, au Luxembourg et au Liechtenstein.
- **RSA INSURANCE GROUP PLC** est une société anglaise qui fournit des produits d'assurance générale personnelle et commerciale. La société opère à travers les segments Scandinavie, Canada et UK & International.
- **DIRECT LINE INSURANCE GROUP PLC** propose des produits et services d'assurance générale au Royaume-Uni. La société exerce ses activités par l'intermédiaire des secteurs de l'automobile, de la maison, du sauvetage et d'autres lignes personnelles, ainsi que des segments commerciaux.
- **ESURE GROUP PLC** fournit des produits d'assurance générale au Royaume-Uni. La société propose des produits d'assurance automobile et habitation, ainsi que de l'intermédiation en assurance, l'investissement immobilier et des activités d'administration et de gestion.



- **HISCOX LTD** propose des produits d'assurance et de réassurance aux Bermudes, dans le monde, et notamment aux Etats-Unis (environ 50% du chiffre d'affaires). L'activité est surtout axée sur les assurances pour les petits commerçants, la réassurance et la couverture de risques de terrorisme, risque politique, risques du secteur aérospatial, entre autres.
- **TALANX AKTIENGESELLSCHAFT** est une société allemande qui fournit des produits et services d'assurance et de réassurance dans le monde entier. La compagnie intervient dans les secteurs de la P&C et la réassurance, de l'assurance vie et de l'assurance santé. TALANX AKTIENGESELLSCHAFT est une filiale de HDI HAFTPFLICHTVERBAND DER DEUTSCHEN INDUSTRIE VERSICHERUNGSVEREIN AUF GEGENSEITIGKEIT.