



Rapport Embedded Value

Résultats annuels 2007

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES		3
Principales définitions	3	
Périmètre de modélisation	9	
Hypothèses principales	10	
2. RESULTATS		13
Embedded Value	14	
New Business	17	
Analyse de l'évolution de l'EEV	22	
Sensibilités	30	
3. ANNEXES		34
Informations complémentaires	35	
Certification de BW Deloitte	36	
Avertissement	37	

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Embedded Value

▼ DEFINITION :

Valeur consolidée des intérêts des actionnaires générée par les activités d'assurances en portefeuille à la date d'évaluation

Embedded Value = ANR + IF

ANR : Valeur de l'Actif Net Réévalué

VIF : Valeur du portefeuille des polices en cours

▼ ANR :

Valeur de marché des actifs en représentation des fonds propres après déduction des actifs incorporels, des passifs subordonnés et des autres éléments valorisés par ailleurs dans la valeur d'In-Force.

▼ VIF – VALEUR IN FORCE :

Valeur actuelle des résultats générés par les polices en portefeuille à la date d'évaluation jusqu'à leur échéance après déduction du coût de portage de la marge de solvabilité, des valeurs d'options et des risques non financiers.

Méthodologie inchangée depuis l'an passé.

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

VIF- Valeur d'In Force

Valeur In Force = RFV + VTO + CMS & RNF

RFV : Risk Free Value ou valeur sans prime de risque

VTO : Valeur Temps des Options

CMS & RNF : Coût de la Marge de Solvabilité & Risques Non Financiers

▼ **RFV : Valeur sans prime de risque**

Valeur actuelle des résultats futurs nets d'impôts associés au portefeuille de contrats en stock. La RFV est déterminée sur la base d'un taux de rendement des actifs et d'un taux d'actualisation égaux au taux sans risque. Cette valeur intègre la valeur intrinsèque des options.

▼ **VTO : Valeur Temps des Options**

Moyenne des résultats futurs projetés & actualisés sur 1000 scénarii stochastiques après déduction de la RFV. Cette valeur capte les risques financiers.

▼ **CMS & RNF :**

Coût de frottement fiscal lié à l'immobilisation de 100% de la marge de solvabilité réglementaire (MSR) et coût alloué au titre des risques non financiers

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Valeur Temps des Options (VTO)

Type de contrats	Options	Méthode de valorisation
Contrats d'Epargne en €	▾ taux garantis, option de participation aux bénéfices, garantie des valeurs de rachats	▾ modélisation market consistent ⁽¹⁾ avec loi de rachat dynamique
Contrats d'Epargne en UC	▾ garanties planchers associées au risque décès	▾ valorisation Black & Scholes (selon provisionnement statutaire)
Contrat retraite Préfon	▾ option de revalorisation du point, garantie de conversion en rente	▾ modélisation market consistent ⁽¹⁾
Contrats de retraite	▾ garantie de conversion en rente	▾ valorisation par formules fermées basée sur le modèle de Vasicek

⁽¹⁾ **Modèle market consistent**

- ▾ *Modèle de taux : Modèle Heath Jarrow Morton à 2 facteurs en univers risque neutre. Le calibrage est réalisé à partir des volatilités implicites observées sur le marché des swaptions*
- ▾ *Modèle indice actions : Loi Log-normale. Le calibrage est réalisé à partir des volatilités implicites observées sur le marché des options sur l'indice actions France CAC40*
- ▾ *Courbe des taux zéro coupon: courbe de l'Institut des Actuaire*
- ▾ *Corrélation actions & taux : sur base d'analyse historique*

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Valeur du New Business

DEFINITION :

Valeur actuelle des résultats projetés des polices souscrites dans l'année, après déduction du coût de portage de la marge de solvabilité, des valeurs d'options et des risques non financiers.

New Business = RFV + VTO + CMS & RNF

RFV : Risk Free Value ou valeur sans prime de risque

VTO : Valeur Temps des Options

CMS & RNF : Coût de la Marge de Solvabilité & Risques Non Financiers

- Projection des cash-flows générés par la nouvelle production à compter de la date de souscription. Les hypothèses de projection sont basées sur les conditions de marché existantes au 31/12/2007.
- La Valeur Temps des Options du New Business est calculée sur la base du taux sans risque au 31/12/2007, et n'intègre pas de richesse latente, conformément à la méthodologie d'évaluation en « Stand Alone ».

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Ratio APE et Ratio VAP

- ▼ **DEFINITION :**
Indicateurs de rentabilité du New Business calculés comme la valeur du New Business rapportée à l'APE (prime annuelle équivalente) ou la VAP (Valeur Actuelle des Primes)
- ▼ **APE :** Annual Premium Equivalent ou primes annuelles équivalentes,
égale à la somme de :
$$\begin{aligned} & \text{Primes Uniques (PU) et versements libres souscrits dans l'année /10} \\ & + \\ & \text{Primes périodiques annualisées (PP)} \end{aligned}$$
- ▼ **VAP :** Valeur Actuelle des Primes à la date de souscription attachées au new business

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Modélisation du chiffre d'affaires

Type de contrats	In Force	New Business
Contrats d'Epargne	▾ Pas de prise en compte de chiffre d'affaires au-delà des seules primes périodiques	▾ Nouvelles souscriptions et intégralité des versements ultérieurs ⁽¹⁾
Contrat retraite	▾ Pas de prise en compte de chiffre d'affaires au-delà des seules primes périodiques	▾ Nouvelles souscriptions et intégralité des versements ultérieurs ⁽¹⁾
Prévoyance Individuelle	▾ Prise en compte de loi de récurrence des primes	▾ Nouvelles souscriptions
Prévoyance Collective (hors Emprunteurs)	▾ Pas de prise en compte de chiffre d'affaires	▾ Intégralité du chiffre d'affaires ⁽¹⁾
Assurance Emprunteurs	▾ Primes attachées à des prêts déjà souscrits	▾ Nouvelles souscriptions

⁽¹⁾ Sans hypothèse de récurrence des primes futures au-delà des seules primes périodiques. Les versements ultérieurs sont assimilés à des primes uniques

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Périmètre de modélisation : activités d'assurances

ENTITES	PART DU GROUPE	METHODOLOGIE
France		
CNP Assurances	Entité consolidante	EEV
CNP IAM	100%	EEV
Ecureuil Vie	100%	EEV
ITV	100%	EEV
Préviposte	100%	EEV
La Banque Postale Prévoyance	50%	EEV
CNPI	100%	EEV
Italie		
CNP Capitalia Vita	57,5%	EEV
Brésil		
Caixa Seguros	51,75%	TEV

- *Ecureuil Vie a été intégré à 100% lors de l'exercice 2007*
- *Les filiales Global, Global Vida, CNP Vida, CNP Argentina, CNP Caution, Fongépar, Filassistance sont valorisées à leur actif net comptable.*
- *L'assurance individuelle hors prévoyance est modélisé à hauteur de 99,5% des PM.*
- *L'assurance collective et la prévoyance sont modélisées à hauteur de 97,9% du CA.*

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Hypothèses France

	Epargne & Retraite Préfon	Autres
Taux sans risque (TSR)	3,98% (2006) - 4,42% (2007)	3,98% (2006) - 4,42% (2007)
Taux d'actualisation	TSR ⁽¹⁾	6,2% (06) - 6,1% (2007) ⁽²⁾
Prime de risque obligations au-delà du TSR	0%	0%
Prime actions & immobilier au-delà du TSR	0%	2%
Plus-values obligataires au 31/12/2007 des portefeuilles assurés	Valorisées dans In Force	Partagées entre New Business et In Force ⁽³⁾
Plus-values actions au 31/12/2007 des portefeuilles assurés	Valorisées dans In Force	Non Valorisées
Taux d'imposition	34,43%	34,43%
Frais de gestion - Inflation des coûts unitaires	2%	2%

- (1) *Le taux d'actualisation appliqué au contrat retraite Préfon a été fixé à un niveau supérieur au taux sans risque afin de tenir compte des risques non financiers.*
- (2) *Le taux d'actualisation des autres segments, déterminé selon la méthode WACC, passe de 6,2% à 6,1% du fait de l'augmentation de la part des Titres Subordonnés de 30% à 40%, qui compense l'augmentation du Taux Sans Risque de 3,98% à 4,42%. L'augmentation de la part des TS, bien qu'effective au 31/12/06 n'a été prise en compte que dans l'EEV 2007, en raison de sa relation avec l'acquisition de l'intégralité du capital d'Ecureuil Vie.*
- (3) *Les obligations sont conservées jusqu'à échéance et leur coupon entrent dans le calcul du taux projeté*

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Hypothèses Italie

	Epargne UC	Autres
Taux sans risque (TSR)	3,98% (2006) - 4,42% (2007)	3,98% (2006) - 4,42% (2007)
Taux d'actualisation	TSR	6,2% (06) - 6,1% (2007) ⁽¹⁾
Prime de risque obligations au-delà du TSR	0%	0%
Prime actions & immobilier au-delà du TSR	0%	2%
Taux d'imposition	38,25% ⁽³⁾	38,25% ⁽³⁾
Frais de gestion – Inflation des coûts unitaires ⁽²⁾	2%	2%

- (1) *Le taux d'actualisation est déterminé selon la méthode WACC, et intègre le financement par la dette subordonnée*
- (2) *Les projections reposent sur hypothèse de stabilité des frais de gestion en valeur absolue pendant 3 ans, puis sur une augmentation des frais en fonction de l'inflation des coûts unitaires.*
- (3) *Le projet de réforme fiscale conduisant à une réduction du taux d'imposition de 38,25% à 31,8% n'a pas été pris en compte à ce stade dans les projections.*

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES

Hypothèses économiques - Brésil

2007	2008	2009	2010	2011	2012	Post 2012
Taux d'actualisation	16,82%	15,20%	13,58%	11,96%	11,70%	11,70%
Rendement des actifs	10,80%	10,00%	9,20%	8,40%	8,00%	8,00%
Inflation	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Prime de risque	9,80%	8,70%	7,60%	6,50%	6,50%	6,50%
Taux d'imposition	40%					
Taux de change €/réal	2,6075					

Rappel 2006	2007	2008	2009	2010	2011	Post 2011
Taux d'actualisation	19,10%	17,40%	15,60%	13,80%	12,00%	11,70%
Rendement des actifs	12,70%	11,60%	10,60%	9,60%	8,50%	8,00%
Inflation	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Prime de risque	10,90%	9,80%	8,70%	7,60%	6,50%	6,50%
Taux d'imposition	34%					
Taux de change €/réal	2,8157					

▼ *Les hypothèses économiques du Brésil prennent en compte :*

- *Les améliorations de la situation économique du pays : baisse du risque pays et baisse des taux, hausse du réal*
- *L'inflation dans les comptes de résultats projetés et dans le taux d'actualisation*
- *La hausse anticipée du taux d'imposition (hausse de la contribution sociale de 9% à 15%)*

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES		3
Principales définitions	3	
Périmètre de modélisation	9	
Hypothèses principales	10	
2. RESULTATS		13
Embedded Value	14	
New Business	17	
Analyse de l'évolution de l'EEV	22	
Sensibilités	30	
3. ANNEXES		34
Informations complémentaires	35	
Certification de BW Deloitte	36	
Avertissement	37	

Embedded Value 2007 du Groupe CNP Assurances

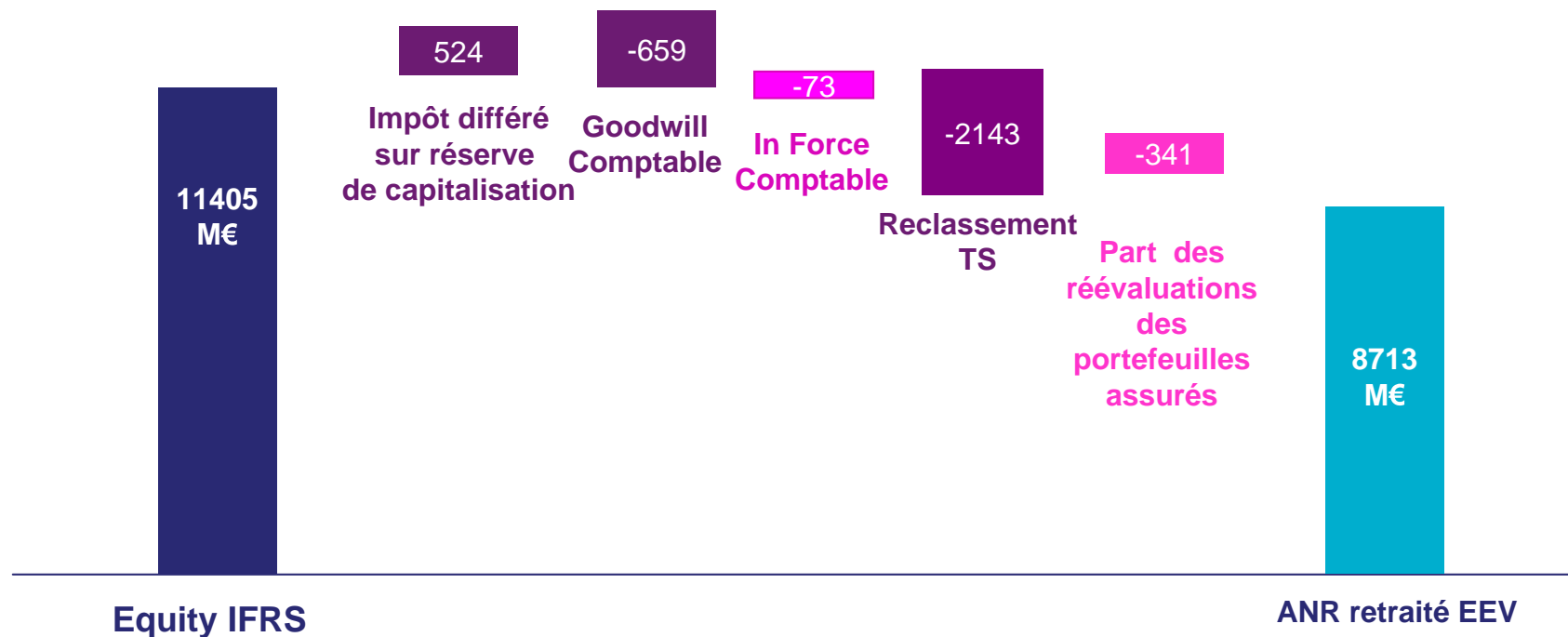
Part du groupe	EEV 2007 Avant distribution de dividendes 07		EEV 2006 avec Ecureuil VIE 100% Après augmentation du capital et dividendes		EEV 2006 Publié Ecureuil VIE 50% Avant augmentation du capital et dividendes		Augmentation EEV Avant distribution de dividendes 2007	
	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	€/action*	M€	%
Actif Net Réévalué	8 713	58,7	7 508	50,5	7 481	54,0	1 205	16%
In Force	2 840	19,1	2 596	17,5	2 202	15,9	244	9%
Embedded Value	11 553	77,8	10 104	68,0	9 683	69,8	1 449	14%
Dont EV France	10 710	72,1	9 442	63,6	8 948	64,5	1 268	13%
Dont EV Brésil	547	3,7	374	2,5	430	3,1	173	46%
Dont EV Italie	296	2,0	288	1,9	305	2,2	8	3%

* Nombre d'actions : avant augmentation du capital 138 635 302 – après augmentation du capital : 148 537 823

CNP Vida a été valorisée pour son actif net comptable au 31/12/2007

L'Embedded Value du Groupe CNP Assurances augmente de 9,8€ par action avant versement du dividende 2007 soit une croissance de 14% avant distribution de dividendes au titre de l'exercice 2007.

Passage des fonds propres IFRS à l'ANR retraité EEV



■ Modélisation dans l'In Force EEV

2. RESULTATS

In Force EEV 2007 du Groupe CNP Assurances

Part du groupe	Groupe		France		Brésil		Italie	
	M€	€/action	M€	€/action	M€	€/action	M€	€/action
RFV - Valeur Hors prime de risque	4 917	33,1	4 590	30,9	223	1,5	103	0,7
Valeur Temps des Options	-425	-2,9	-425	-2,9	0	0,0	0	0,0
CMS & RNF	-1 652	-11,1	-1 631	-11,0	-12	-0,1	-10	-0,1
VIF – Valeur In Force	2 840	19,1	2 535	17,1	211	1,4	93	0,6
In Force EEV06 EVIE 100%	2 596	17,5	2 312	15,6	167	1,1	117	0,8

- **L’In Force France** augmente de 10% grâce principalement à l’accroissement des encours de 8%.
- **L’In Force Brésil** continue à bien performer (+27% / + 17% à change constant) porté par des affaires nouvelles toujours en nette augmentation et grâce à la suppression des cessions en réassurance sur l’activité assurance emprunteur. **L’augmentation des contributions sociales de 9% à 15%, soumise en mars au parlement a été anticipée.**
- **L’In Force Italie** perd 24M€ soit 20%, essentiellement par l’augmentation des rachats en 2007. Avec un taux d’impôt de 31,8% en Italie, l’In Force s’élèverait à 103M€.

2. RESULTATS

Détail de l'APE par pays

Part du groupe - Millions d'€	Total	France	Brésil	Italie
Chiffre d'affaires IFRS 2007 (1)	31 010	26 946	1 146	2 919
Chiffre d'affaires IFRS 2006	31 678	27 889	887	2 902
Taux d'évolution du chiffre d'affaires	-2%	-3%	29%	1%
APE 2007 (2)	3 098	2 655	262	181
APE 2006 proforma	3 189	2 762	244	183
Taux d'évolution de l'APE	-3%	-4%	7% ⁽³⁾	-1%

(1) Le chiffre d'affaires en normes IFRS est à 100%, net de coassurance et brut de réassurance. Il n'inclut pas la collecte sur les produits classés en IAS 39. Le cours de change est le taux moyen 2007 soit €/R\$ 2,66.

(2) Contrairement au CA IFRS, l'APE généré par les affaires nouvelles 2007 est défini sur la base de la collecte en part du groupe, net de coassurance et net de réassurance. Le cours de change est le taux au 31/12/07 soit €/R\$ 2,61.

APE = CA annualisé NB * part PU / 10 + CA annualisé NB * (1-part PU)

- APE France = (23 941 * 98,79%) / 10 + 23 941 * 1,21% = 2 655 M€

- APE Brésil = (606 * 63,15%) / 10 + 606 * 36,85% = 262 M€

- APE Italie = (1 689 * 99,19%) / 10 + 1 689 * 0,81% = 181 M€

(3) Au Brésil, la croissance de l'APE est inférieure à celle du CA IFRS. L'APE prend en compte la collecte des nouvelles souscriptions y compris CAIXA Consorcio et CAIXA Capitalizacão classées respectivement en IAS39 et IAS18. Celle-ci n'augmente que de 20%. Par ailleurs, la part des contrats à primes uniques a augmenté de 57,20% à 63,15%.

2. RESULTATS

Détail de la VAP par pays

Part du groupe - Millions d'€	Total	France	Brésil	Italie
VAP 2007	27 944	25 239	1 041	1 664
VAP 2006 proforma	28 887	26 361	901	1 625
Taux d'évolution de la VAP	-3%	-4%	16%	2%

(1) La VAP correspond à la valeur actuelle des primes attachées au New Business.

2. RESULTATS

New Business 2007 du Groupe CNP Assurances

Part du groupe Millions d'€	NB 2007		NB 2006 Proforma Ecureuil VIE 100%		NB 2006 Publié Ecureuil VIE 50%		% Croissance périmètre constant
	M€	€/action	M€	€/action*	M€	€/action*	
Valeur du New Business	355	2,4	352	2,4	300	2,2	1%
Dont France	268	1,8	278	1,9	226	1,6	-3%
Dont Brésil	62	0,4	53	0,4	53	0,4	17%
Dont Italie	25	0,2	21	0,1	21	0,2	17%
Ratio New Business /APE	11,5%		11,0%		11,2%		0,5 points
Dont France	10,1%		10,1%		10,1%		0,0 points
Dont Brésil	23,7%		21,7%		21,7%		2,0 points
Dont Italie	13,6%		11,5%		11,5%		2,1 points

* Nombre d'actions : avant augmentation du capital 138 635 302 – après augmentation du capital : 148 537 823

Le New Business augmente de 1% malgré un volume APE en diminution de 3%.

La mise à jour du taux d'impôt italien de 31,8% (au lieu de 38,25 % retenu pour les projections) impacterait positivement le New Business de CCV de +2M€ (27M€ pour un ratio APE de 15%).

2. RESULTATS

Détail du New Business 2007 par pays

Part du groupe - Millions d'€	Total	France	Brésil	Italie
RFV - Valeur Hors prime de risque	612	518	68	26
Valeur Temps des Options	-53	-53	-	-
CMS & RNF	-205	-197	-6	-2
New Business	355	268	62	25
<i>En € / action</i>	<i>2,4</i>	<i>1,8</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>
APE: Primes Annualisées Équivalentes (*)	3 098	2 655	262	181
VAP: Valeur Actuelle des Primes	27 943	25 239	1 041	1 664
Ratio VNB/APE	11,5%	10,1%	23,7%	13,6%
Ratio VNB/VAP	1,3%	1,1%	6,0%	1,5%

(*) APE = Primes Uniques et versements libres versés dans l'année / 10 + Primes Périodiques Annualisées des souscriptions de l'année.

2. RESULTATS

Analyse de l'évolution du New Business entre 2006 et 2007

Part du groupe - Millions d'€	Groupe		France		Brésil		Italie	
	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE	NB	Ratio APE
New Business 2006 EVIE 50%	300	11,2%	226	10,1%	53	21,7%	21	11,5%
New Business 2006 EVIE 100%	352	11,0%	278	10,1%	53	21,7%	21	11,5%
Mise à jour du volume APE	-11	11,1%	-11	10,1%	0	21,7%	0	11,5%
Mise à jour du mix produit	7	11,3%	-1	10,0%	0	21,7%	8	15,8%
Mise à jour de l'expérience	5	11,5%	1	10,1%	10	25,8%	-6	12,7%
Mise à jour des marchés financiers	3	11,6%	1	10,1%	1	26,1%	2	13,6%
Mise à jour du taux d'impôt	-6	11,4%			-6	23,7%		
Mise à jour du taux de change	5	11,5%			5	23,7%		
New Business 2007	355	11,5%	268	10,1%	62	23,7%	25	13,6%

- **France** : Stabilité du ratio APE malgré une baisse du volume APE
- **Brésil** : L'amélioration de la rentabilité de Caixa Seguros résulte essentiellement de l'abandon du système de réassurance obligatoire auprès de l'Etat brésilien d'une quote-part de l'activité d'assurance des emprunteurs associée à une évolution positive du taux de change €/R\$
- **Italie** : le ratio APE de CNP Capitalia Vita connaît une augmentation de 11,5% à 13,6% portée par une évolution favorable du mix produit : augmentation de la collecte des contrats emprunteurs

2. RESULTATS

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value entre 2006 et 2007

GRUPE	ANR	Valeur de Portefeuille	Total
EEV au 31/12/2006 - EVIE 50%	7 481	2 202	9 683
EEV au 31/12/2006 - EVIE 100% (A)	7 149	2 596	9 745
Ajustements initiaux	-	-7	-7
EEV ajustée au 31/12/2006	7 149	2 589	9 738
Contribution de la nouvelle production	99	256	355
Contribution du stock de contrat	741	-119	622
<i>Valeur attendue</i>	<i>7 989</i>	<i>2 726</i>	<i>10 715</i>
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	28	-14	14
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	-	293	293
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	-11	-	-11
Contribution de l'activité opérationnelle (total) (B)	857	416	1 273
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	260	-160	99
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	56	-21	35
Contribution des autres effets (total) (C)	316	-182	134
Mouvement de Capital et/ou de Dividendes	359	-	359
Évolution des taux de changes	32	17	49
EEV au 31/12/2007 (A+B+C)	8 713	2 840	11 553

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - Méthodologie

- Le poste « **Ajustements initiaux** » correspond aux évolutions de modèles.
- **La contribution de la nouvelle production** correspond à la valeur des affaires nouvelles souscrites au cours de l'année d'évaluation. Ainsi en 2007, celles-ci contribuent à hauteur de 256M€ dans la VIF et à hauteur de 99M€ dans l'ANR via le résultat généré l'année de souscription.
- **La « contribution du stock de contrats »** provient de la désactualisation de l'embedded value à l'ouverture (au 31/12/2006), et impacte la VIF par une diminution de la valeur des profits futurs, du fait de leur externalisation en résultat, qui vient incrémenter l'ANR.
- **Les écarts constatés liés à l'activité opérationnelle** correspondent aux écarts constatés entre le résultat 2007 implicitement prévu dans la VIF au 31/12/2006, et le résultat réalisé en 2007. Ces écarts peuvent être de diverses natures: constatation de boni/mali, variations de provisions générales, écarts de marges ou de frais entre projeté et réalisé, mutualisation des plus-values latentes... Ces écarts sont calculés nets d'impôts et impactent l'ANR comme la Valeur d'In-Force.

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - Méthodologie

- Les changements **d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle** sont justifiées par la mise à jour des lois d'expérience (lois de rachats, rachats partiel, sinistralité), des hypothèses de frais, et des autres paramètres de projection (accords de commissionnement, révision tarifaire, ou encore la modification de la part des TS dans le financement de la marge de solvabilité).
- Le poste « **mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique** » mesure l'impact des variations de la courbe des taux, des marchés actions, des hypothèses de volatilité ainsi que de l'ensemble des hypothèses économiques brésiliennes entre le 31/12/2006 et le 31/12/2007.
- Le poste « **Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle** » mesure les autres impacts telles les évolutions réglementaires ou la différence entre le taux d'impôt effectif et le taux d'impôt normatif.
- Le poste « **Mouvement de Capital et/ou de Dividendes** » comprend le paiement des dividendes aux actionnaires mais également les remontées de dividendes filiales/maison mère ainsi que les augmentations de capital suite à des acquisitions ou des restructurations.
- Le poste « **Evolution des taux de changes** » mesure l'impact des variation de taux de change, principalement celui €/R\$ pour CNP Assurances.

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - FRANCE

FRANCE	ANR	Valeur de Portefeuille	Total
EEV au 31/12/2006 - EVIE 50%	7 030	1 918	8 948
EEV au 31/12/2006 - EVIE 100% (A)	6 698	2 312	9 010
Ajustements initiaux	-	-6	-6
EEV ajustée au 31/12/2006	6 698	2 306	9 004
Contribution de la nouvelle production	67	202	268
Contribution du stock de contrat (au taux de référence)	631	-79	552
<i>Valeur attendue</i>	<i>7 396</i>	<i>2 429</i>	<i>9 824</i>
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	35	-12	24
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	-	283	283
Autres mouvements liées à l'activité opérationnelle	-11	-	-11
Contribution de l'activité opérationnelle (total) (B)	723	394	1 117
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	262	-165	97
Autres mouvements non liées à l'activité opérationnelle	61	-	61
Contribution des autres effets (total) (C)	323	-165	158
Mouvement de Capital et/ou de Dividendes	432	-	432
Évolution des taux de changes	-	-	-
EEV au 31/12/2007 (A+B+C)	8 175	2 535	10 710

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - FRANCE (suite)

(1) Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle :

ANR: + 35M€ de différence entre le RBE réalisé net d'impôt et hors revenu du compte propre et le RBE projeté

- Les marges réelles récurrentes constatées en 2007 sont supérieures de 26M€ à celles projetées dans la VIF 2006
- Les frais réels hors exceptionnels sont inférieurs de 10M€ à ceux projetés dans la VIF

(2) Changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle :

VIF: + 283M€

- Prise en compte des gains de productivité constatés au 31/12/2007 sur les coûts de gestion pour 100 M€
- Prise en compte de l'amélioration de la sinistralité pour 44 M€
- Augmentation de la part des TS de 30% à 40% dans le calcul du taux WACC: +76M€

(3) Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique :

VIF : - 165M€ : Augmentation des volatilités des marchés taux et actions

ANR : + 262M€ : Performance financière des fonds propres au delà du taux projeté et prise en compte du coût de financement des passifs subordonnés.

(4) Autres mouvements non liées à l'activité opérationnelle

ANR : +62M€ : Constatation de crédits d'impôts non projetés dans la VIF

(5) Mouvement de Capital et/ou de Dividendes

ANR : +432M€

- Augmentation de capital de 700M€
- Paiement d'un dividende de 341M€ au titre de l'exercice 2006
- Remontée des dividendes des filiales : +74M€

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - BRESIL

BRESIL	ANR	Valeur de Portefeuille	Total
EEV au 31/12/2006 (A)	263	167	430
Ajustements initiaux	-	-0	-0
EEV ajustée au 31/12/2006	263	167	430
Contribution de la nouvelle production	16	46	62
Contribution du stock de contrat	86	-30	56
<i>Valeur attendue</i>	365	183	548
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	0	1	1
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	-	28	28
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	-	-	-
Contribution de l'activité opérationnelle (total) (B)	102	44	146
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-2	4	3
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-4	-21	-25
Contribution des autres effets (total) (C)	-6	-17	-22
Mouvement de Capital et/ou de Dividendes	-56	-	-56
Évolution des taux de changes	32	17	49
EEV au 31/12/2007 (A+B+C)	336	211	547

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value - ITALIE

ITALIE	ANR	Valeur de Portefeuille	Total
EEV au 31/12/2006 (A)	188	117	305
Ajustements initiaux	-	-1	-1
EEV ajustée au 31/12/2006	188	116	304
Contribution de la nouvelle production	16	9	25
Contribution du stock de contrat	24	-10	14
<i>Valeur attendue</i>	<i>228</i>	<i>115</i>	<i>343</i>
Écarts constatés liés à l'activité opérationnelle	-7	-3	-11
Changements d'hypothèses liées à l'activité opérationnelle	-	-18	-18
Autres mouvements liés à l'activité opérationnelle	-	-	-
Contribution de l'activité opérationnelle (total) (B)	33	-23	10
Mouvements liés à l'évolution de la conjoncture économique	-0	-0	-0
Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle	-1	-	-1
Contribution des autres effets (total) (C)	-1	-0	-1
Mouvement de Capital et/ou de Dividendes	-17	-	-17
Évolution des taux de changes	-	-	-
EEV au 31/12/2007 (A+B+C)	202	93	296

Analyse de l'évolution de l'Embedded Value – INTERNATIONAL (suite)

BRESIL

- Changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle : Suppression des cessions en réassurance sur l'activité assurance emprunteur
- Autres mouvements non liés à l'activité opérationnelle : Anticipation de la hausse des contributions sociales de 9% à 15%.
- Mouvement de Capital et/ou de Dividendes : Paiement d'un dividende de 56M€ au titre de l'exercice 2006
- Évolution des taux de changes : Baisse du taux de change €/R\$ 2,8157 à 2,6075

ITALIE

- Ecart constatés liés à l'activité opérationnelle :
 - Provisions mathématiques réelles inférieures aux projections suite aux rachats constatés dans l'année.
- Changements d'hypothèses liés à l'activité opérationnelle :
 - Revue à la hausse des lois de rachats
 - Augmentation consécutive des coûts unitaires, malgré un maintien du niveau de frais en valeur absolue en 2007 (33M€) hors frais exceptionnels
- Mouvement de Capital et/ou de Dividendes : Paiement d'un dividende de 17M€ au titre de l'exercice 2006

Sensibilités

▼ **Courbe des taux +/- 100pb :**

Décalage parallèle de la courbe des taux de 100 pb qui induit:

- la réévaluation de la valeur de marché des obligations
- un ajustement des taux de réinvestissement de toutes les classes d'actifs de 100pb
- mise à jour des taux d'actualisation

L'impact sur la provision mathématique initiale des contrats en unités de compte n'est pas valorisé.

▼ **Hausse de la prime de risques non financiers :**

Augmentation de la prime de risque intégrée au titre des risques non financiers.

▼ **Actions -10% :**

Baisse immédiate du niveau des indices actions de 10% entraînant une baisse de 10% de la valeur de marché des actions & de l'immobilier sur la partie épargne. L'impact sur la provision mathématique initiale des contrats en unités de compte n'est pas valorisé.

▼ **Rachats - 10% :**

Baisse de 10% des lois de rachats (rachats partiels et rachats dynamiques inclus)

▼ **Coûts -10% :**

Baisse du niveau de coûts prélevés chaque année de 10%

▼ **Sinistralité -5% :**

Risque longévité et risque de mortalité/ invalidité mesurés séparément.

▼ **Volatilité Taux +25% :**

Augmentation de 25% de la volatilité des taux sur la partie épargne.

▼ **Volatilité Actions +25% :**

Augmentation de 25% de la volatilité des actions sur la partie épargne.

2. RESULTATS

Sensibilités EEV

Part du groupe - Millions d'€	EEV	In-Force	ANR
Valeur Centrale	11 553	2 840	8 713
Courbe des taux +100pb	-143	-28	-115
Courbe des taux -100pb	51	-64	115
Prime de risque RNF +100pb	-151	-151	0
Actions -10%	-280	-72	-208
Rachats -10%	109	109	-
Coûts -10%	302	302	-
Sinistralité -5% - Risque longévité	-60	-60	-
Sinistralité -5% - Risque mortalité & invalidité	105	105	-
Volatilité Taux +25%	-140	-140	-
Volatilité Actions +25%	-147	-147	-

2. RESULTATS

Sensibilités In Force par pays

Part du groupe - Millions d'€	IF Groupe	IF France	IF Brésil	IF Italie
Valeur Centrale	2 840	2 535	211	93
Courbe des taux +100pb	-28	-28	0,5	-0,4
Courbe des taux -100pb	-64	-65	-0,4	0,8
Prime de risque RNF +100pb	-151	-141	-9	-0,7
Actions -10%	-72	-72	0	0,2
Rachats -10%	109	104	3	2,0
Coûts -10%	302	295	3	3,6
Sinistralité -5% - Risque longévité	-60	-60	0	0,0
Sinistralité -5% - Risque mortalité & invalidité	105	99	5	1,3
Volatilité Taux +25%	-140	-140	-	-
Volatilité Actions +25%	-147	-147	-	-

2. RESULTATS

Sensibilités New Business par pays

Part du groupe - Millions d'€	NB Groupe	NB France	NB Brésil	NB Italie
Valeur Centrale	355	268	62	25
Courbe des taux +100pb	15	14	0,4	0,9
Courbe des taux -100pb	-31	-30	-0,4	-0,8
Prime de risque RNF +100pb	-13	-10	-2	-0,1
Rachats -10%	27	26	1,4	0,4
Coûts -10%	46	41	3,5	1,1
Sinistralité -5% - Risque longévité	-6	-6	0	0,0
Sinistralité -5% - Risque mortalité & invalidité	44	39	4	0,6
Volatilité Taux +25%	-12	-12	-	-
Volatilité Actions +25%	-15	-15	-	-

1. DEFINITIONS ET HYPOTHESES	3
Principales définitions	3
Périmètre de modélisation	9
Hypothèses principales	10
2. RESULTATS	13
Embedded Value	14
New Business	17
Analyse de l'évolution de l'EEV	22
Sensibilités	30
3. ANNEXES	34
Informations complémentaires	35
Certification de BW Deloitte	36
Avertissement	37

Informations complémentaires

- (1) Les transferts Fourgous ont été intégrés à la valeur du New Business pour un montant APE de 247M€. Le ratio APE de ces contrats est quasiment le même que celui des autres contrats d'épargne.
- (2) Taux implicite = 5,16% sur CNP France calculé sur la base d'un spread sur les taux longs au 31/12/2007 de 20bp et d'une prime de risque action de 2%. Le taux implicite correspond au taux d'actualisation cible permettant de retrouver la valeur de l'EEV dans une approche traditionnelle.
Taux implicite du Groupe CNP = 5,77%.
- (3) La prime de risque intégrée dans le taux WACC pour capter les risques non financiers des contrats hors épargne et hors L441 équivaut à bloquer 2 fois la marge de solvabilité réglementaire.

Certification de BW Deloitte

B&W Deloitte, nos consultants actuariels, ont revu les choix méthodologiques, les hypothèses et les résultats des calculs effectués par le Groupe CNP dans le cadre de la publication de l'Embedded Value de ses activités d'assurance au 31 décembre 2007.

B&W Deloitte a rapporté au Groupe CNP qu'ils considèrent :

- que les principes méthodologiques sont conformes aux pratiques du marché et aux principes du CFO Forum
- que les hypothèses retenues sont raisonnables, et
- que les calculs ont été effectués en conformité avec ces principes méthodologiques et ces hypothèses.

Dans le cadre des travaux de revue, B&W Deloitte a procédé à des vérifications non exhaustives sur les informations et données fournies par le Groupe CNP.

Le présent document peut contenir des données de nature prospective. Ces données se réfèrent notamment à des projections, des événements futurs des tendances ou objectifs qui sont sujets par nature à des risques et aléas susceptibles d'entraîner une différence significative entre les résultats réels et ceux contenus explicitement ou implicitement dans ces données. Les résultats, performances, objectifs ou estimations peuvent présenter des différences avec les résultats réels notamment en raison de l'évolution de la conjoncture économique et des performances des marchés financiers, des décisions et changement d'ordre législatifs ou réglementaires, de la fréquence et de la gravité des sinistres assurés et notamment des taux de mortalité et de morbidité, du taux de conservation des affaires, de l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change, de la concurrence, des changements intervenant dans les politiques des grandes banques centrales ou gouvernements étrangers, des procès ou actions en justice, les effets des acquisitions et de leurs intégrations, et des facteurs généraux ayant une incidence sur la concurrence.

Des informations concernant ces risques et aléas peuvent figurer dans les documents déposés par CNP Assurances auprès de l'AMF. CNP Assurances ne s'engage pas à mettre à jour ou à réviser du fait de nouvelles informations, d'évènement futur ou pour tout autre raison les données de nature prospective qui peuvent être présentées dans ce document.