Margin of Safety Fund

Société d'Investissement à Capital Variable

Rapport annuel audité

au 31/12/07

Database Publishing System: CO-Reporter® by CO-Link, Belgium.

Table des Matières

	Page
Organisation et administration	3
Conseil d'administration	3
Lettre aux actionnaires	4
Rapport de gestion	5
Rapport du réviseur d'entreprises	13
Margin of Safety Fund – Fund 1	15
Notes aux états financiers	19

Les souscriptions ne sont reçues que sur la base du dernier prospectus accompagné par le dernier rapport annuel ainsi que le dernier rapport semestriel, si celui-ci est postérieur au dernier rapport annuel.

Organisation et Administration

SIEGE SOCIAL
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

GERANT FINANCIER
Pastel & Associés S.A.
27, rue de Marignan
F-75008 Paris

PROMOTEUR
Pastel & Associés S.A.
9-11, Avenue Franklin D. Roosevelt
F-75008 Paris

REVISEUR
KPMG Audit S.à r.l.
31, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

DEPOSITAIRE ET
AGENT ADMINISTRATIF CENTRALISATEUR
CACEIS Bank Luxembourg
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

SOCIETE DE GESTION
Luxcellence Management Company S.A.
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

Conseil d'administration

Président du Conseil

M. John MILLS, Gérant, Maitland Luxembourg S.A.

Membres du Conseil

M. David PASTEL, PDG, Pastel & Associés S.A.

M. Yves-Pascal PELCENER, Directeur Général Délégué, Pastel & Associés S.A.

M. Antoine GILSON DE ROUVREUX, Directeur Général, Luxcellence Management Company S.A.

M. Philip BOYLAN, Directeur, BDO Fund Administration Services

Lettre aux actionnaires

Information supplémentaire à destination des actionnaires sur la Directive Epargne 2003/48/EC

Le Conseil d'Administration indique que le compartiment suivant est en dehors du champ d'application de la réglementation sur le paiement d'intérêts :

MARGIN OF SAFETY FUND – Fund 1, avec 2,06% des actifs investis en produits de taux.

Cette indication a été précisée pour la période du 1er mai 2007 au 30 avril 2008, date à laquelle le statut la situation du fonds devra être à nouveau renseigné.

Rapport de gestion

Performance de Margin of Safety Fund – Fund 1

(Données cumulées nettes de frais et de charges)

Parts P

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2007, de 4,0%*. Pour mémoire, depuis la création du fonds le 2 février 1998, la performance cumulée a été de 234,0%. Ainsi, 1 000 $, investis dans Margin of Safety Fund (part P) à sa création, valaient-ils, au 28 décembre 2007, 3 340 $* ; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World (USD) dividendes réinvestis, ceux-ci auraient représenté à cette même date 2 003 $.

Parts I

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2007, de 3,8%*. Pour mémoire, depuis la création du fonds le 2 février 1998, la performance cumulée a été de 212,6%. Ainsi, 1 000 $, investis dans Margin of Safety Fund (part I) à sa création, valaient-ils, au 28 décembre 2007, 3 125,8 $* ; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World, ceux-ci auraient représenté à cette même date 2 003 $.

Les 10 premières positions du portefeuille en 2007

Carnival Plc. (Royaume-Uni / Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,8% - Capitalisation boursière : 18 577 M£ - Chiffre d'affaires : 6 527 M£ - Résultat net : 1 206 M£ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2007 : -6,7%.

Malgré une conjonction de facteurs négatifs (flambée du prix du pétrole, inflation salariale, …), le leader mondial du transport maritime de loisirs a continué, en 2007, à investir dans son activité en lançant de nouveaux navires et de nouvelles lignes. La direction a su ajuster sa stratégie à un environnement difficile par un meilleur contrôle des dépenses opérationnelles, un redéploiement des capacités vers les destinations les plus rentables, et l'introduction d'une "surtaxe carburant". Si le groupe a effectivement enregistré un recul de ses marges brutes et opérationnelles, le résultat net est en hausse sensible sur l'exercice. Par ailleurs, des fondamentaux financiers solides laissent au groupe une marge de manœuvre confortable pour poursuivre son programme d'investissement. Carnival est toujours dirigé par M. Arison, fils du fondateur et principal actionnaire du groupe, qui a su s'entourer d'une équipe de vétérans de l'industrie. Tous ces éléments confortent notre confiance dans le potentiel de rentabilité à long terme de cet investissement.

* Les calculs sont effectués sur la base de la dernière valeur nette d'inventaire publiée de l'année, le 28 décembre 2007

Rapport de gestion

Carpetright (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 4,6% - Capitalisation boursière : 578 M£ - Chiffre d'affaires : 499 M£ - Résultat net : 47 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : -35,2% - Position mise en portefeuille en 2002.

Ce groupe de distribution de moquettes et autres revêtements de sols continue à renforcer année après année ses avantages concurrentiels reposant sur une puissance d'achat inégalée (n°1 en Grande-Bretagne), un réseau de magasins stratégiquement situés et constamment optimisés avec le souci permanent de minimiser la charge locative, et une marque reconnue synonyme de choix, de services et de prix "cassés". Avec le rachat de Storey Carpets en mai, Carpetright disposait de 546 magasins en Grande-Bretagne à fin octobre 2007. Le groupe a démarré il y a quatre ans son expansion en Europe Continentale par l'acquisition puis l'intégration réussie du n°1 au Benelux, et développe désormais son activité en Pologne. Cet axe de croissance peut, à terme, résulter, d'après nos analyses, en une création supplémentaire considérable de valeur. Carpetright a également lancé en 2007 la construction d'un nouveau centre logistique qui rassemblera les activités de découpe et de distribution et le siège de la société. Cela va permettre au groupe d'augmenter sa capacité de production, et ce à coût réduit, et de diminuer les délais de livraison. Le ralentissement de la consommation de biens durables que connaît le Royaume-Uni depuis plus de deux ans devrait permettre au groupe de prendre des parts de marché étant donnée, entre autres, la solidité de son bilan. La même stratégie avait été menée, avec succès, lors du ralentissement conjoncturel de 1998.
Enfin, la présence aux commandes du fondateur et actionnaire principal n'est pas pour nous déplaire. La question de sa succession est cependant posée étant donné son âge, à savoir 66 ans. Lord Harris ayant jusqu'à maintenant fait preuve d'une grande rationalité dans ses décisions, un plan de succession est déjà probablement en place. On rappellera, aussi, la tentative de rachat du groupe lancé par Lord Harris cet été sur la base d'un prix de retrait de la côte de 12,50 £. Il semblerait que celui-ci ait finalement renoncé à son projet.
En résumé, le positionnement concurrentiel du groupe, sa rentabilité et la qualité de son équipe de direction constituent autant de raisons de conserver cette position, malgré la probabilité non-nulle d'une nouvelle tentative à venir d'OPA par son PDG.

Charles Schwab (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,8% - Capitalisation boursière : 29 547 M$ - Chiffre d'affaires : 4 745 M$ - Résultat net : 1 150 M$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : +32,1% - Position mise en portefeuille en 2004.

2007 aura été pour le groupe nord-américain de services financiers, spécialisé dans la gestion d'actifs, le courtage à destination d'une clientèle de particuliers aux Etats-Unis, et le service aux conseillers indépendants en gestion de patrimoine, son exercice le plus profitable. Revenus, marges bénéficiaires et rentabilité des fonds propres ont été en progression sensible, conséquence directe d'une croissance des encours clients combinée, notamment, à une maîtrise des coûts. Les autres éléments à retenir concernant 2007 incluent la finalisation de la vente de l'activité de gestion de fortune (US Trust), annoncée en fin d'année 2006, et qui s'est soldée par une plus-value significative au troisième trimestre.
Par ailleurs, Charles Schwab s'est attelé à optimiser son bilan par le biais d'une distribution de cash aux actionnaires de plus de 3 MM$ (dividende exceptionnel et rachat d'actions) combinée à une émission obligataire de 250 M$.

Rapport de gestion

La position continue à présenter un potentiel de rentabilité à long terme satisfaisant, eu égard à la hausse significative de son cours de bourse ces deux dernières années.

Countrywide (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 8,9% - Capitalisation boursière : 5 174 M$ - Chiffre d'affaires : 7 663 M$ - Résultat net : 340 M$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2007 : - 35,7%.

Countrywide, premier groupe de crédit hypothécaire résidentiel aux Etats-Unis, avec une part de marché en volume d'émission d'environ 16%, a connu en 2007 l'un de ses exercices les plus difficiles depuis sa création en 1969. La crise dite des "subprimes" a interrompu à partir d'avril 2007 l'accès du groupe à ses sources habituelles de financement, à savoir les marchés de créances immobilières titrisées non-garanties par les agences para-gouvernementales de type Fannie Mae ou Freddie Mac. Dans le même temps son portefeuille d'actifs financiers subissait une perte de valeur significative due à l'accélération du rythme des défauts de paiement sur prêts immobiliers.
Face à cette situation particulièrement grave, la direction a su réagir avec une grande flexibilité, en recentrant son activité sur l'émission et le traitement administratif et comptable ("servicing") de prêts titrisables en obligations garanties par Fannie Mae ou Freddie Mac, certes moins profitables mais plus liquides, et en acceptant des apports de capitaux externes en provenance en particulier de Bank of America et du F.H.L.B.B. (organisme financier para-gouvernemental en charge d'assurer le bon fonctionnement du marché hypothécaire nord-américain). Cette stratégie mise en œuvre à partir de mai 2007 a ainsi permis à Countrywide de stabiliser ses sources de financement et d'éviter de voir sa signature dégradée au rang de "non-investment grade" ou "junk" par les agences de notations (Standard & Poor's, Moody's, …). Ce n'est qu'une fois ces différentes mesures prises et rendues publiques que la décision d'investir dans la valeur a été prise. Notre investissement repose, principalement, sur trois raisons : la valeur économique des contrats de "servicing" en portefeuille ("embedded value"), la position clé de Countrywide dans le dispositif de financement de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis rendant pour des raisons économiques et politiques sa faillite peu probable, et enfin un cours de bourse bien en deçà de sa valeur nette d'actif réévalué.
Cependant, les derniers développements survenus en ce début d'année 2008 (mise en cause de la société dans un article du New York Times, multiplications des rumeurs de difficultés financières, etc.) pourraient affecter négativement le profil de risque de cette position, par un mécanisme d'auto-réalisation et ce malgré la qualité des fondamentaux évoqués ci-dessus, et nous conduire à envisager un programme de cession partielle ou totale.

Rapport de gestion

Ebay (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,7% - Capitalisation boursière : 44 924 M$ - Chiffre d'affaires : 7 212 M$ - Résultat net : 1 033 M$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2007 : +12,2%.

Première place de marché en ligne à destination des particuliers aux Etats-Unis et en Europe, Ebay a continué de bénéficier en 2007 des synergies entre ses activités d'enchère automatisée (Ebay.com principalement), de paiement en ligne (Paypal), et de téléphonie sur internet (Skype). Tout en renforçant ses avantages concurrentiels et ses barrières à l'entrée, la stratégie d'intégration des différents métiers d'Ebay crée des opportunités de croissance supplémentaires. Le succès du développement de Paypal auprès des sites de commerce en ligne, éventuellement concurrents, en est la meilleure illustration.
Bien que largement dominant sur ses trois domaines d'activités, Ebay doit actuellement répondre à deux problématiques : concernant son activité historique d'une part, la croissance du nombre d'objets mis aux enchères connaît depuis plusieurs trimestres un ralentissement important, masqué, il est vrai, par une hausse du prix moyen ; et d'autre part, la provision importante passée en 2007 sur l'activité de téléphonie internet est le reflet des résultats décevant de Skype en terme de rapidité de développement et de synergie technologique, depuis son acquisition en 2005. Nous sommes, quoiqu'il en soit, confiants dans les qualités intrinsèques du business model de la société et la capacité du management à re-dynamiser l'activité et à poursuivre l'excellent historique de performances financières.

Electrocomponents (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 4,9% - Capitalisation boursière : 908 M£ - Chiffre d'affaires : 899 M£ - Résultat net : 59 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : -28,9% - Position mise en portefeuille en 2002.

Ce groupe mondial, leader dans la distribution de composants électroniques, a poursuivi avec succès en 2007 son développement à l'international en Europe, en Amérique du Nord et en Asie (+7% de chiffre d'affaires par rapport à 2006 dans ces régions). Il a par ailleurs, comme la direction l'avait annoncé en 2005, accentué la segmentation de son offre afin de mieux répondre aux évolutions de sa clientèle et en particulier aux délocalisations affectant un certain nombre de secteurs industriels, surtout au Royaume-Uni (environ 40% des ventes). Après un démarrage difficile en 2004-2005, l'installation du logiciel de gestion S.A.P. s'est finalement achevée en mai 2007 en Europe, dans de bonnes conditions, après son intégration réussie en Asie-Pacifique. Le logiciel devrait être implanté en Amérique du Nord courant 2008.
Les raisons de notre investissement dans le groupe Electrocomponents n'ont pas changé : la stratégie de croissance à l'international avec une présence au Japon et en Chine qui devrait à terme plus que compenser l'impact des délocalisations sur ses marchés d'origine, des niveaux de rentabilité qui restent, somme toute, très satisfaisants (près de 11% de marge opérationnelle sur les quatre derniers trimestres) et une structure financière qui permet de verser un dividende élevé (taux annuel de 8,8% sur la base du cours au 31 décembre 2007).

Rapport de gestion

Lowe's (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 8,9% - Capitalisation boursière : 33 084 M$ - Chiffre d'affaires : 48 309 M$ - Résultat net : 3 014 M$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : -27,4%. - Position mise en portefeuille en 2006.

Lowe's est la deuxième chaîne de bricolage en Amérique du Nord. Parmi ses principaux avantages concurrentiels, on citera son offre très large (environ 40 000 articles différents en magasin, et des centaines de milliers disponibles via le système "Special Order Sales"), sa puissance d'achat, la densité de sa couverture géographique, le bon état et la taille de ses magasins (en général 10.000 m2) ainsi que sa réputation en termes d'accueil et de service aux clients. Enfin, s'appuyant déjà sur 1 464 magasins aux Etats-Unis début novembre, Lowe's a commencé son internationalisation avec l'ouverture de quelques magasins au Canada fin 2007 avant une implantation au Mexique prévue courant 2009. Il poursuit dans le même temps une politique d'ouverture régulière aux Etats-Unis de 100 à 150 magasins par an. Malgré ces différents facteurs, positifs à long terme, le groupe n'en est pas moins affecté par le ralentissement du secteur de la construction aux Etats-Unis. Sa structure financière solide, la qualité de son équipe de direction, et la cohérence, dans la durée, de sa stratégie de croissance devraient, cependant, lui permettre de renforcer ses positions à la faveur de la crise actuelle. Nous sommes particulièrement confiants dans le potentiel de rentabilité à long terme de cette position.

MDC Holdings (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,7% - Capitalisation boursière : 1 702 M$ - Chiffre d'affaires : 3 492 M$ - Résultat net : -362 M$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2007 : -19,0%.

MDC Holdings est l'un des principaux groupes de promotion immobilière aux Etats-Unis (dans le secteur des maisons individuelles). Touché de plein fouet, comme ses concurrents, par la crise de l'immobilier résidentiel, il a été en proie à un ralentissement prononcé de son activité au cours de l'année écoulée. Les résultats 2007 ont, ainsi, fait ressortir une chute du chiffre d'affaires et des marges, accompagnée de dépréciations d'actifs majeures. L'investissement dans la société, constitué après que nous ayons pris connaissance de ces différents développements négatifs, résulte de l'existence d'un certain nombres de facteurs favorables. D'une part, son positionnement produit entrée/milieu de gamme, sous la marque Richmond American Homes place MDC en "pôle position" pour profiter du dynamisme démographique des trois états (Californie, Arizona, Nevada) sur lesquels la société s'est principalement concentrée. D'autre part, ses dirigeants, très expérimentés et impliqués au capital, ont par le passé montré leur capacité à traverser des crises immobilières aussi, sinon plus, difficiles que la crise actuelle (crise des savings & loans, entre autres). Le savoir faire des dirigeants combiné à des parts de marché élevées dans certains états (respectivement 7% et 13% en Arizona et Nevada selon nos estimations) s'est traduit par des ratios de solidité financière (terrains contrôlés, stocks de logements rapportés aux ventes moyennes, stocks sur fonds propres tangibles, dettes nettes sur fonds propres etc.) et de profitabilité significativement plus robustes que ceux de la concurrence. Sur la base du cours de bourse actuel, nous anticipons un taux à long terme de retour sur investissement élevé.

Rapport de gestion

Premier Farnell (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 8,2% - Capitalisation boursière : 535 M£ - Chiffre d'affaires : 718 M£ - Résultat net : 31 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : -25,7% - Position mise en portefeuille en 2001.

Très proche d'Electrocomponents tant par la taille que par l'activité poursuivie - la distribution de composants électroniques - Premier Farnell est cependant plus diversifié avec environ 9% de son chiffre d'affaires réalisé hors distribution. Le groupe est confronté aux mêmes défis, en matière de délocalisations, que son rival. Des performances financières stagnantes bien que toujours positives et l'échec de l'intégration de BuckHickman acquis en 2001, avaient conduit le conseil d'administration à remercier, en juillet 2005, le Directeur Général en place, John Hirst, remplacé en avril 2006 par Harriet Green, un vétéran de la distribution industrielle. Depuis son arrivée, les résultats financiers et la croissance de l'activité sont en nette amélioration, particulièrement en 2007. Après l'avoir rencontrée à plusieurs reprises, nous avons pu constater que la nouvelle dirigeante a la volonté d'instiller au sein du groupe une culture d'entreprise centrée autour du client et de l'urgence qu'il y a à anticiper et répondre à ses attentes. Cela s'est notamment traduit par le développement des ventes sur Internet, qui ont augmenté de 31% sur l'année pour représenter fin 2007 28% du chiffre d'affaires de l'activité distribution. L'internationalisation du groupe s'est aussi accélérée avec le développement de l'activité en Chine, bénéficiaire pour la première fois sur le dernier trimestre, le début de l'implantation en Europe de l'Est et le projet de s'établir en Inde. Enfin, dans un contexte difficile, le groupe a ainsi réussi à améliorer ses marges. Dans ces conditions, le potentiel de rentabilité à long terme de cette position nous apparaît comme particulièrement élevé.
On notera par ailleurs que sur la base du cours au 31 décembre 2007, Premier Farnell offre un rendement (dividende versé) de 6,1%.

USG Corp. (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 9,4% - Capitalisation boursière : 3 545 M$ - Chiffre d'affaires : 5 296 M$ - Résultat net : 204 M$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2007 : -36,3%.

USG, premier groupe plâtrier nord-américain avec une part de marché de plus de 30%, a clos en 2007 son premier exercice hors de la protection offerte par la loi sur les faillites ("chapter 11"), suite au règlement définitif en 2006 des litiges liés à l'amiante, litiges remontant pour la plupart aux années 1970. Le fort ralentissement de la construction résidentielle aux Etats-Unis a eu pour conséquence une baisse de son chiffre d'affaires total de plus 11% (sur les 9 premiers mois de l'année), combinant déclins sensibles des volumes et des prix de ventes. Les marges bénéficiaires ont également souffert d'une réduction du taux d'utilisation des capacités de production et d'une hausse des coûts de fabrication liés à l'envolée des prix de l'énergie, mais demeurent toutefois en territoire positif. Le groupe anticipe une poursuite des difficultés actuelles jusqu'à courant 2008. Plusieurs éléments nous confortent dans notre programme d'investissement, réalisé au fur et à mesure que la crise immobilière prenait toute son ampleur.
Les avantages concurrentiels du groupe nous apparaissent, en effet, intacts : économies d'échelle locales dues à un produit difficilement transportable, accès privilégié à des ressources de gypse (mines et centrales électriques), contrôle d'une partie de ses canaux de distribution (à travers la chaîne L&W qui représente plus de 30% de ses ventes de plaques de plâtres)...

Rapport de gestion

Sur la base des cours de bourse actuels et après prise en compte des fondamentaux du groupe, nous attendons de cette position un taux de retour sur investissement élevé.

Commentaire de gestion

En 2007, la qualité et le potentiel de rentabilité à long terme de votre portefeuille ont été significativement renforcés. Et ce au fur et à mesure que la crise dite des "subprimes" affectait les marchés financiers et tandis que les signes d'un ralentissement de la consommation des ménages, et de l'économie en général, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, devenaient de plus en plus manifestes.
Nous avons, ainsi, pu constituer de nouvelles lignes ou renforcer des positions existantes sur des niveaux de cours permettant d'anticiper à moyen/long terme des taux de retour sur investissement particulièrement élevés. Ces opérations ont été réalisées dans une perspective de pur "stock picking", c'est-à-dire société par société et sans allocation géographique ou sectorielle décidée a priori. La résultante en est, cependant, un portefeuille avec des expositions très marquées : on notera entre autres les matériaux et équipements de construction (production et distribution) principalement aux Etats-Unis, la promotion immobilière toujours aux Etats-Unis, la distribution de détail des deux côtés de l'Atlantique, la distribution industrielle de composants électroniques, … (pour plus de détails, voir page 3 de ce courrier).
La contrepartie de ces choix tranchés a été de souffrir de la poursuite de la baisse de certains cours de bourse, souvent bien en deçà de nos prix moyens d'achat. Ce phénomène explique pour l'essentiel la performance négative de l'exercice 2007. En effet plutôt que de tenter en vain d'investir au plus bas des cours de bourse, nous avons préféré saisir les opportunités d'investissement quand elles nous sont apparues suffisamment prometteuses, quitte à devoir traverser des périodes difficiles et plus ou moins longues, comme ce fut également le cas, en 2002-2003 ou en 1998. De tels "accidents de parcours" sont inhérents à notre méthodologie de gestion. A cet égard, la phase actuelle de performances négatives et/ou de contre-performances pourrait d'ailleurs, soit se poursuivre voire s'aggraver, soit au contraire s'inverser au fil des prochains mois, au gré de l'humeur changeante des marchés financiers.
Enfin, et pour conclure ce bref commentaire de gestion, le portefeuille de votre fonds est aujourd'hui constitué principalement d'actions de sociétés de grande qualité et dont les cours de bourse sont, généralement, significativement inférieurs à leurs valeurs intrinsèques. Dans ces conditions, nous réitérons notre confiance dans le potentiel du fonds Margin of Safety Fund à générer des taux de rentabilité à long terme élevés, c'est-à-dire pour des durées futures de détention des parts supérieures à cinq ans*.

Evolution de la structure du portefeuille en 2007

En 2007, la structure du portefeuille a connu un certain nombre d'évolutions.
Au cours de l'année, de nouvelles positions ont été constituées ou renforcées, dont notamment Carnival Plc, Countrywide, Ebay, Home Retail, Lowe's, MDC Holdings et USG Corp..
Parallèlement, plusieurs lignes étaient cédées, notamment les positions en Amazon.com, Coca-Cola, Folli Follie, McDonald's, Walt Disney et Wm Morrison.

* Cette opinion n'est pas une prévision, ne constitue ni une garantie, ni un élément contractuel, et peut se révéler erronée pour de multiples raisons ou la survenance de circonstances non anticipées.

Rapport de gestion

Suite à ces opérations, le fonds était investi en actions à hauteur de 96,1% de la valeur d'actif net. Une partie du risque de change, résultant des investissements réalisés en dehors des Etats-Unis, continue d'être couverte par des ventes à terme de devises contre dollar.

Au 28 décembre 2007, la part du portefeuille investie en actions et avant prise en compte des couvertures de change, présentait la structure suivante, les données à fin 2006 étant fournies à titre indicatif :

	2007	2006
- Zone Euro :	4,6%	7,8%
- Royaume-Uni :	34,8%	32,9%
- Etats-Unis :	58,2%	59,3%
- Autres :	2,4%	0,0%

Au 28 décembre 2007, la répartition sectorielle du portefeuille, pour la part investie en actions, était la suivante, les données à fin 2006 étant fournies à titre indicatif :

	2007	2006
- Banques et services financiers :	17,7%	6,5%
- Biens de consommation :	2,8%	11,5%
- Biens d'équipement :	9,2%	9,1%
- Commerce électronique :	4,9%	6,5%
- Distribution de détail alimentaire :	0,0%	9,2%
- Distribution de détail non alimentaire :	27,0%	20,9%
- Divertissement - Média :	5,0%	2,9%
- Holdings :	3,0%	1,5%
- Hôtellerie - Restauration :	0,0%	6,2%
- Industrie :	12,2%	0,0%
- Luxe :	2,9%	5,5%
- Services aux entreprises :	15,3%	13,7%
- Transports :	0,0%	6,5%

En vous remerciant de votre confiance,

Bien sincèrement,

David Pastel,
Pastel&Associés S.A.

Avertissement :

Le contenu de ce rapport ne constitue ni une offre de services, ni des recommandations ou des sollicitations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs du présent courrier. Par conséquent, il appartient au lecteur de ce document, avant de prendre une décision, de vérifier, actualiser, compléter et, si nécessaire, ajuster, les informations contenues dans ce rapport En particulier, Pastel & Associés ne peut être tenu responsable de toute décision prise sur la base des informations contenues dans ce document ou des conséquence de son utilisation par les tiers.

Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Rapport du réviseur d'entreprises

Aux actionnaires de
MARGIN OF SAFETY FUND
5, Allée Scheffer
L – 2520 Luxembourg

Conformément au mandat donné par l'assemblée générale des actionnaires de la SICAV le 9 mai 2007, nous avons effectué l'audit des états financiers ci-joints de MARGIN OF SAFETY FUND (la "SICAV"), comprenant l'état des actifs nets et l'état du portefeuille-titres et autres actifs nets au 31 décembre 2007 ainsi que l'état des opérations et l'état des changements de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, et des annexes contenant un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives aux états financiers.

Responsabilité du Conseil d'administration de la SICAV dans l'établissement et la présentation des états financiers

Le conseil d'administration de la SICAV est responsable de l'établissement et de la présentation sincère de ces états financiers, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg. Cette responsabilité comprend : la conception, la mise en place et le suivi d'un contrôle interne relatif à l'établissement et la présentation sincère d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs, ainsi que la détermination d'estimations comptables raisonnables au regard des circonstances.

Responsabilité du réviseur d'entreprises

Notre responsabilité est d'exprimer une opinion sur ces états financiers sur la base de notre audit. Nous avons effectué notre audit selon les Normes Internationales d'Audit telles qu'adoptées par l'Institut des réviseurs d'entreprises. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et de réaliser l'audit pour obtenir une assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en oeuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournies dans les états financiers. Le choix des procédures relève du jugement du réviseur d'entreprises, de même que l'évaluation du risque que les états financiers contiennent des anomalies significatives, que celles-ci résultent de fraudes ou d'erreurs. En procédant à ces évaluations du risque, le réviseur d'entreprises prend en compte le contrôle interne en vigueur dans l'entité relatif à l'établissement et la présentation sincère des états financiers afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, et non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité de celui-ci. Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par le conseil d'administration de la SICAV, de même que l'appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers. Nous estimons que les éléments probants recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Opinion

A notre avis, les états financiers donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de MARGIN OF SAFETY FUND au 31 décembre 2007, ainsi que du résultat de ses opérations et des changements de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, conformément aux prescriptions légales et réglementaires relatives à l'établissement et la présentation des états financiers en vigueur au Luxembourg.

Rapport du réviseur d'entreprises

Autre sujet

Les informations supplémentaires incluses dans le rapport annuel ont été examinées dans le cadre de notre mission, mais n'ont pas fait l'objet de procédures d'audit spécifiques selon les normes décrites ci-avant. Par conséquent, nous n'émettons pas d'opinion sur ces informations. Néanmoins, ces informations n'appellent pas d'observation de notre part dans le contexte des états financiers pris dans leur ensemble.

Luxembourg, le 16 avril 2008

KPMG Audit S.à r.l.
Réviseurs d'Entreprises

Nathalie Dogniez
Associée

Patrice Perichon
Directeur

Etats Financiers au 31/12/07

Etat du Patrimoine au 31/12/07

Exprimé en USD

Actifs		**29,993,254.36**
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	28,686,875.06
Prix d'acquisition		*30,376,317.44*
Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres		*-1,689,442.38*
Avoirs en banque et liquidités		15,000.65
Dépôts à terme		909,000.00
Intérêts à recevoir		329.25
Brokers à recevoir		183,641.06
Plus-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 6	84,183.35
Autres actifs		114,224.99
Passifs		**163,280.38**
Brokers à payer		24,205.20
Commission de gestion et conseil à payer		75,998.87
Autres passifs		63,076.31
Valeur nette d'inventaire		**29,829,973.98**

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 01/01/07 au 31/12/07

	Actions en circulation au 01/01/07	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/07
Class I (previously Class A)				
Actions de capitalisation	11,406.45	604.77	3,555.89	8,455.33
Class P (previously Class B)				
Actions de capitalisation	1,985.91	25.00	1,011.10	999.81
Class HI				
Actions de capitalisation	-	6.82	-	6.82
Class HP				
Actions de capitalisation	-	0.64	-	0.64

Margin of Safety Fund - Fund 1

C 16hiffres Clés concernant les 3 derniers exercices

	Année clôturée le:	**31/12/07**	**31/12/06**	**31/12/05**
Actifs Nets Totaux	USD	29,829,973.98	43,969,459.48	52,153,700.50
Class HI		EUR	EUR	EUR
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		6.82	-	-
Valeur nette d'inventaire par action		2,107.85	-	-
Class HP		EUR	EUR	EUR
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		0.64	-	-
Valeur nette d'inventaire par action		2,250.42	-	-
Class I (previously Class A)		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		8,455.33	11,406.45	16,231.33
Valeur nette d'inventaire par action		3,129.76	3,248.86	2,691.01
Class P (previously Class B)		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		999.81	1,985.91	2,943.66
Valeur nette d'inventaire par action		3,344.14	3,480.26	2,879.09

Margin of Safety Fund - Fund 1

Portefeuille-titres au 31/12/07

Exprimé en USD

Quantité	Dénomination	Devise de cotation	Valeur d'évaluation	% actifs nets
Valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs			28,686,875.06	96.17%
Actions			**28,686,875.06**	**96.17%**
	Canada		*682,913.88*	*2.29%*
84,208	NORBORD INC	CAD	682,913.88	2.29%
	Etats-Unis d'Amérique		*16,624,527.23*	*55.73%*
57,120	CHARLES SCHWAB CORP	USD	1,459,416.00	4.89%
304,200	COUNTRYWIDE FINANCIAL CORP	USD	2,719,548.00	9.12%
41,700	EBAY	USD	1,384,023.00	4.64%
25,760	HARLEY DAVIDSON INC	USD	1,203,249.60	4.03%
17,424	LEUCADIA NATIONAL CORP	USD	820,670.40	2.75%
117,536	LOWE'S COMPANIES INC	USD	2,658,664.32	8.91%
38,148	MDC HOLDINGS INC	USD	1,416,435.24	4.75%
176,000	OCWEN FINANCIAL	USD	975,040.00	3.27%
43,190	TJX COS INC	USD	1,240,848.70	4.16%
76,743	USG CORP	USD	2,746,631.97	9.21%
	France		*850,163.66*	*2.85%*
6,424	CHRISTIAN DIOR SA	EUR	850,163.66	2.85%
	Pays-Bas		*477,313.70*	*1.60%*
12,000	RANDSTAD HOLDING	EUR	477,313.70	1.60%
	Royaume-Uni		*10,051,956.59*	*33.70%*
32,529	CARNIVAL PLC	GBP	1,448,952.11	4.86%
80,114	CARPETRIGHT PLC	GBP	1,366,952.29	4.58%
36,784	DIAGEO PLC	GBP	797,459.66	2.67%
351,173	ELECTROCOMPONENTS PLC	GBP	1,469,782.92	4.93%
198,000	HOME RETAIL GROUP	GBP	1,303,662.13	4.37%
37,068	NEXT PLC	GBP	1,208,401.33	4.05%
833,981	PREMIER FARNELL PLC	GBP	2,456,746.15	8.24%
Rompus			0.00	0.00%
Total portefeuille-titres			**28,686,875.06**	**96.17%**

Margin of Safety Fund - Fund 1

Etat des Opérations et des Variations des Actifs Nets du 01/01/07 au 31/12/07

Exprimé en USD

Revenus		**813,886.98**
Dividendes nets		747,975.76
Intérêts bancaires à vue		168.92
Intérêts bancaires à terme		58,382.92
Intérêts sur prises en pension livrées		7,359.38
Dépenses		**732,769.76**
Commissions de gestion et de conseil	Note 4	394,638.82
Commissions de banque dépositaire et sous-dépositaire		29,099.90
Taxe d'abonnement	Note 3	16,668.39
Frais administratifs		34,046.78
Commission de performance	Note 5	55,917.02
Commissions de domiciliation		8,600.00
Frais professionnels		22,999.30
Intérêts bancaires sur découvert		62.67
Frais légaux		6,708.67
Frais de courtage		147,336.48
Autres dépenses		16,691.73
Revenus nets des investissements		**81,117.22**
Bénéfice net réalisé sur vente de titres		8,825,006.99
Bénéfice net réalisé sur change		683,408.97
Perte nette réalisée sur contrats de change à terme		-780,709.23
Bénéfice net réalisé		**8,808,823.95**
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur contrats de change à terme		671,948.89
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur portefeuille-titres		-10,220,723.85
Diminution des actifs nets résultant des opérations		**-739,951.01**
Souscriptions actions de capitalisation		2,017,292.06
Class I (previously Class A)		*1,899,170.86*
Class P (previously Class B)		*93,831.25*
Class HI		*22,081.62*
Class HP		*2,208.33*
Rachats actions de capitalisation		-15,416,826.55
Class I (previously Class A)		*-11,936,735.80*
Class P (previously Class B)		*-3,480,090.75*
Diminution des actifs nets		**-14,139,485.50**
Actifs nets au début de l'année		**43,969,459.48**
Actifs nets à la fin de l'année		**29,829,973.98**

Margin of Safety Fund

Notes aux Etats Financiers

Notes aux états financiers au 31 décembre 2007

1. General

MARGIN OF SAFETY FUND est une "société anonyme" ayant le statut de "Société d'Investissement à Capital Variable" au titre de la loi du 20 décembre 2002 relative aux organismes de placement collectifs et de la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. La SICAV est constituée pour une durée indéterminée et la responsabilité de ses membres est limitée. La SICAV est soumise à la Partie I de la Loi.

La SICAV a été constituée sous la dénomination « Margin of Safety Fund Limited » le 19 janvier 1998 dans les Iles Vierges Britanniques sous forme de société d'investissement de type ouvert. La décision de transférer le siège social de la SICAV dans le Grand-duché de Luxembourg a été prise par voie de résolution du Conseil d'Administration le 15 mai 2002, et la SICAV a été transformée en une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois par une Assemblée Générale Extraordinaire tenue le 14 août 2002.

La SICAV est immatriculée au Registre du Commerce de Luxembourg sous le numéro B 88 649. Le siège social de la SICAV est établi au 5, Allée Scheffer, L-2520 Luxembourg.

La SICAV a désigné à compter du 28 avril 2006 Luxcellence Management Company S.A. en tant que Société de Gestion au sens de l'article 13 de la loi du 20 décembre 2002.

Le compartiment MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 est le seul ouvert au 31 décembre 2007. Ce compartiment a émis quatre catégories d'actions : la part I (en USD), la part P (en USD), la part HI (en EUR) et la part HP (en EUR). Chaque catégorie d'actions peut être émise sous forme d'actions de capitalisation ou d'actions de distribution, à l'appréciation de l'investisseur. Les parts I et P peuvent également être exprimées en EUR dans le cadre des souscriptions ou rachat de parts.

Les parts A et B ont été renommées respectivement parts I et P le 30 novembre 2007.

Les parts HI et HP ont été créées le 30 novembre 2007.

Le compartiment est exprimé en dollars, et les états financiers de la SICAV sont ceux du compartiment Fund 1.

2. Présentation des principaux principes et méthodes comptables

Les états financiers ont été établis selon les principes et méthodes comptables habituellement utilisés pour les fonds luxembourgeois, y compris les principaux principes et méthodes comptables suivants :

1. Estimation des investissements

La valorisation retenue des valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou négociées sur un autre marché réglementé est basée sur leurs derniers cours disponibles. Si ces cours ne sont pas représentatifs de la juste valeur, les actifs seront valorisés à leur juste valeur probable de réalisation qui sera déterminée de bonne foi par le Conseil d'Administration et sous ses instructions.

Dans l'hypothèse où des valeurs mobilières détenues par la Société le jour d'évaluation ne sont ni cotées par une bourse de valeurs, ni négociées sur un autre marché réglementé, elle sont évaluées à leur valeur probable de réalisation de la date d'évaluation concernée, déterminée de façon prudente et de bonne foi.

Les opérations de change à terme sont valorisées sur la base du dernier prix de clôture.

2. Gains et pertes réalisés sur les investissements

Les gains et pertes réalisés lors des ventes de positions sont déterminés sur la base du prix moyen.

Notes aux états financiers au 31 décembre 2007

3. Changes

Les états financiers combinés de la société sont établis en USD. Les états financiers combinés correspondent à la somme des états financiers du compartiment convertis en USD au taux de change arrêtés en fin d'année.

La valeur de marché des investissements et des autres actifs et engagements exprimés en devises autres que la devise de référence de chaque compartiment ont été convertis au taux de change de fin d'année.

Les coûts de placement en devise autres que la devise de référence ont été convertis au taux de change de la date d'acquisition. Les gains et pertes provenant des transactions en devise sont compris dans le résultat des opérations.

Au 31 décembre 2007, les principaux de change retenus sont les suivants :

1 EUR	=	1,4721 USD	1 CAD	=	1,0188 USD
1 GBP	=	2,0074 USD			

4. Revenu des placements

Les dividendes sont reconnus comme des revenus à la première date de cotation post-détachement des actions, dans la mesure où cette information est disponible pour la SICAV. Les intêrets courent sur une base hebdomadaire.

3. Eléments fiscaux

Selon les règles et la législation actuellement en vigueur au Luxembourg, la SICAV est soumise à un impôt sur le capital sur ses actifs nets au taux annuel de 0,05% ("Taxe d'abonnement"), calculée et payable trimestriellement sur la base de la valeur des actifs nets à la fin de trimestre concerné.

4. Commissions de gestion et de société de gestion

Le compartiment attribue au Gestionnaire Financier en rémunération de ses services une commission de gestion payable trimestriellement, selon un taux annuel calculé sur la moyenne trimestrielle de l'actif net moyen. Les taux annuel de commissions de gestion sont les suivants :

Part I : 0,90% maximum
Part HI : 0,90% maximum
Part P : 2% maximum
Part HP : 2% maximum

En dehors des commissions de gestion, une commission de société de gestion est versée mensuellement par la SICAV à la société de gestion, au taux annuel de 0,05% calculé sur la moyenne de l'actif net moyen avec un minimum de 40 000,00 euros par an.

Notes aux états financiers au 31 décembre 2007

5. Commissions de performance

Le compartiment paie au Gestionnaire Financier une commission annuelle de performance à concurrence de 20% de toute augmentation nette de la Valeur Nette d'Inventaire par action des parts I, P, HI et HP au-delà d'une performance annuelle de 12%, telle que définie dans le prospectus. Pour l'année 2007, une commission variable d'un montant de 57 917,02 USD a été prélevée des catégories A et B, correspondant à la quote-part de la commission de performance prélevée lors des rachats.

6. Positions ouvertes sur les contrats de change à terme

Au 31/12/2007, MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 détenait les positions ouvertes suivantes :

Achat	Vente	Echéance	Plus ou moins-values latentes en USD
361,92 EUR	520,00 CAD	07/01/2008	3,00
5 288,14 EUR	3 900,00 GBP	07/01/2008	-42.63
514 916,69 EUR	736 028,22 USD	07/01/2008	22 034,81
276 100,.00 GBP	550 384,62 USD	07/01/2008	3 787,34
462 083,28 USD	452 753,00 CAD	07/01/2008	783,92
1 665 802,20 USD	1 168 500,00 EUR	07/01/2008	-54 469,55
8 149 687,15 USD	4 004 500,00 GBP	07/01/2008	112 086,36
		TOTAL	**84 183,35**

7. Emprunts de titres

La valeur des titres prêtés s'élevait à 449 470 USD au 31 décembre 2007 (au 31 décembre 2006 : néant).

8. Tableau des mouvements du portefeuille

Le tableau des mouvements du portefeuille est disponible sur demande au siège de la SICAV.