



MARGIN OF SAFETY FUND

Société d'Investissement à Capital Variable
R.C.S. B 88649

Rapport annuel audité

au 31/12/12

MARGIN OF SAFETY FUND

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 agréé	7
MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1	9
Notes aux Etats Financiers	13
Méthode de détermination du risque global (information non auditée)	17

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.

MARGIN OF SAFETY FUND

Organisation et Administration

SIEGE SOCIAL

5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg

GERANT FINANCIER

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

PROMOTEUR

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

REVISEUR

KPMG Luxembourg S.à r.l.
9, 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 de Pastel & Associés S.A.

M. Yves-Pascal PELCENER, Administrateur, Pastel & Associés S.A.

MARGIN OF SAFETY FUND

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 les revenus réalisés ou distribués :

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1, avec 5,28% des actifs investis en produits de taux.

Cette indication a été précisée pour la période du 2 mai 2012 au 30 avril 2013, date à laquelle le statut la situation du fonds devra être à nouveau renseigné.

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport de gestion

Performance de MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

(Données cumulées nettes de frais et de charges)

Parts I

En 2012, la valeur nette d'inventaire (VNI) est en hausse de 21,8%*, la performance depuis la création le 2 février 1998 s'élevant à +274,9%*. Ainsi, 1.000 \$, investis dans MARGIN OF SAFETY FUND (part I) à sa création, valaient-ils, aujourd'hui, 3.749 \$* ; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World (USD) dividendes réinvestis, ceux-ci auraient représenté à cette même date 1.919 \$*.

Parts P

En 2012, la valeur nette d'inventaire (VNI) est en hausse de 20,8%*, la performance depuis la création le 2 février 1998 s'élevant à +283,0%*. Ainsi, 1.000 \$, investis dans MARGIN OF SAFETY FUND (part P) à sa création, valent-ils, aujourd'hui, 3.830 \$; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World (USD) dividendes réinvestis, ceux-ci auraient représenté à cette même date 1.919 \$*.

Commentaire de gestion

La période des soldes commencée fin 2007, sur le marché des actions des pays dits développés, n'étant toujours pas terminée, nous avons continué à en faire profiter votre fonds.

Depuis la création de la Sicav, il y a quinze ans, rarement autant de positions en portefeuille auront connu des décotes aussi fortes entre leur cours de bourse et leur valeur économique à long terme, plusieurs titres traitant même en dessous de leur valeur d'actif nette tangible.

Les sous-évaluations boursières importantes et la qualité des entreprises en portefeuille nous semblent de bon augure. Après dix années (2002-2012), certes mouvementées, mais in-fine plutôt profitables pour nos porteurs de parts, ceux-ci pourraient obtenir sur la prochaine décennie une performance cumulée bien supérieure. "Time will tell".

Nous resterons fidèles en 2013 à notre approche centrée autour des notions d'indépendance, de valeur intrinsèque, de marge de sécurité, de long terme et de périmètre de compétence.

Cette approche a permis, depuis 1998, à votre fonds de surmonter des crises multiples et graves, et de générer des taux de rentabilité absolus à long terme très positifs et bien supérieurs à ceux des principaux indices.

Votre fonds est encore aujourd'hui sous-valorisé et présente du fait de la qualité des sociétés en portefeuille un potentiel de performance à long terme réellement significatif**.

* Toutes les performances sont calculées sur la base de la dernière Valeur nette d'inventaire publiée de l'année, celle du 28/12/2012

** Ces opinions ne sont pas des prévisions, ne constituent ni une garantie, ni un élément contractuel, et peuvent se révéler erronées pour de multiples raisons ou la survenance de circonstances non anticipées

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport de gestion (suite)

Evolution de la structure du portefeuille en 2012

En 2012, 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, as American International Group (AIG), Charles Schwab, D/S Norden et Vicat.

Parallèlement, plusieurs lignes étaient cédées partiellement ou totalement, notamment les positions en Debenhams, Lowe's, Mohawk Industries et Persimmon.

Suite à ces opérations, le fonds était investi en actions à hauteur de 93,8% 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 31 décembre 2012, la part du portefeuille investie en actions et avant prise en compte des couvertures de change, présentait la répartition suivante, les données à fin 2011 étant fournies à titre indicatif :

	2012	2011
- Etats-Unis :	37,4%	38,3%
- Royaume Uni :	34,0%	37,8%
- Zone Euro :	23,6%	23,9%
- Autres :	5,0%	0,0%

Au 31 décembre 2012, la répartition sectorielle du portefeuille, pour la part investie en actions, était la suivante, les données à fin 2011 étant fournies à titre indicatif*** :

	2012	2011
- Services aux entreprises :	41,3%	43,2%
- Biens de consommation :	4,3%	5,2%
- Services financiers :	14,6%	4,6%
- Distribution de détail alimentaire :	3,8%	2,5%
- Construction et rénovation :	8,3%	15,9%
- Industrie :	2,1%	1,9%
- Holdings :	16,0%	11,5%
- Distribution de détail non alimentaire :	4,6%	15,2%
- Transports :	5,0%	0,0%

En vous remerciant de votre confiance,

Bien sincèrement,

David Pastel,
Pastel & Associés S.A.

*** A la suite d'un changement de classification sectorielle de certaines entreprises, la répartition à fin 2011 peut différer des données précédemment publiées

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport du Réviseur d'Entreprise Agréé

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

Nous avons effectué l'audit des états financiers ci-joints de **MARGIN OF SAFETY FUND**, comprenant l'état des actifs nets et l'état du portefeuille-titres au 31 décembre 2012 ainsi que l'état des opérations et l'état des changements de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, et un résumé des principales méthodes comptables et d'autres notes explicatives.

Responsabilité du Conseil d'Administration de la SICAV pour les 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 ainsi que d'un contrôle interne qu'il juge nécessaire pour permettre l'établissement d'états financiers ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

Responsabilité du Réviseur d'Entreprises agréé

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 pour le Luxembourg par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Ces normes requièrent de notre part de nous conformer aux règles d'éthique et de planifier et de réaliser l'audit en vue d'obtenir une assurance raisonnable que les états financiers ne comportent pas d'anomalies significatives.

Un audit implique la mise en œuvre de procédures en vue de recueillir des éléments probants concernant les montants et les informations fournis dans les états financiers. Le choix des procédures relève du jugement du Réviseur d'Entreprises agréé, de même que l'évaluation des risques que les états financiers comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs. En procédant à cette évaluation, le Réviseur d'Entreprises agréé 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 le fonctionnement efficace du contrôle interne de l'entité.

Un audit comporte également l'appréciation du caractère approprié des méthodes comptables retenues et du 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.

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport du Réviseur d'Entreprise Agréé (suite)

Opinion

A notre avis, les états financiers donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière de **MARGIN OF SAFETY FUND** au 31 décembre 2012, ainsi que du résultat de leurs opérations et des changements de leurs actifs nets 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.

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 23 avril 2013

KPMG Luxembourg S.à r.l.
Cabinet de révision agréé

Patrice Perichon
Director

MARGIN OF SAFETY FUND

- Fund 1

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Etats Financiers au 31/12/12

Etat du Patrimoine au 31/12/12

Exprimé en USD

Actifs		10.499.867,36
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	9.723.662,61
<i>Prix d'acquisition</i>		9.512.660,42
<i>Plus-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		211.002,19
Avoirs en banque et liquidités		689.757,98
Brokers à recevoir		75.259,26
Autres actifs		11.187,51
Passifs		137.353,75
Rachats à payer		3.819,62
Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 6	70.857,50
Commission de gestion à payer et société de gestion	Note 4	29.424,19
Autres passifs		33.252,44
Valeur nette d'inventaire		10.362.513,61

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

	Actions en circulation au 01/01/12	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/12
Classe I				
Actions de capitalisation	3.491,02	1.950,00	3.029,25	2.411,77
Classe P				
Actions de capitalisation	413,54	12,42	95,25	330,71

Chiffres Clés concernant les 3 derniers exercices

	Année clôturée le:	31/12/12	31/12/11	31/12/10
Actifs Nets Totaux	USD	10.362.513,61	12.051.866,72	17.700.023,83
Classe I		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		2.411,77	3.491,02	4.296,77
Valeur nette d'inventaire par action		3.768,66	3.076,54	3.798,49
Classe P		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		330,71	413,54	348,94
Valeur nette d'inventaire par action		3.850,41	3.171,60	3.951,42

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Portefeuille-titres au 31/12/12

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 et/ou négociées sur un autre marché réglementé			9.723.662,61	93,83%
Actions			9.723.662,61	93,83%
<i>Autriche</i>				
1.868,00	MAYR-MELNHOF KARTON AG	EUR	199.188,93	1,92%
<i>Danemark</i>				
16.835,00	D/S NORDEN	DKK	485.199,28	4,68%
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
14.130,00	AMERICAN INTERNATIONAL GROUP INC	USD	498.789,00	4,81%
34.950,00	CHARLES SCHWAB CORP/THE	USD	501.882,00	4,85%
4.875,00	CINTAS CORP	USD	199.387,50	1,92%
1.785,00	COLGATE-PALMOLIVE CO	USD	186.603,90	1,80%
42.649,00	LEUCADIA NATIONAL CORP	USD	1.014.619,71	9,80%
9.740,00	LOEWS CORP	USD	396.905,00	3,83%
973,00	MARKEL CORP	USD	421.717,66	4,07%
5.485,00	PATTERSON COS INC	USD	187.751,55	1,81%
3.340,00	PROCTER AND GAMBLE CO	USD	226.752,60	2,19%
<i>France</i>				
7.910,00	CIMENT VICAT SA	EUR	492.018,71	4,75%
3.859,00	FONCIERE FINANCIERE PART. ACT NOM.	EUR	147.543,46	1,42%
7.272,00	GROUPE CRIT	EUR	145.153,31	1,40%
7.400,00	LEGRAND SA	EUR	310.977,60	3,00%
<i>Pays-Bas</i>				
27.364,00	RANDSTAD HOLDING	EUR	1.003.112,58	9,68%
<i>Royaume-Uni</i>				
40.371,00	CARPETRIGHT PLC	GBP	446.222,24	4,31%
128.669,00	ELECTROCOMPONENTS PLC	GBP	497.764,22	4,80%
725.655,00	HAYS	GBP	970.739,77	9,37%
322.014,00	PREMIER FARNELL PLC	GBP	1.018.045,41	9,82%
68.349,00	TESCO PLC	GBP	373.288,18	3,60%
Total portefeuille-titres			9.723.662,61	93,83%

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

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

Exprimé en USD

Revenus		294.941,30
Dividendes nets		294.941,30
Dépenses		297.214,35
Commissions de gestion et de société de gestion	Note 4	166.873,96
Commissions de banque dépositaire et sous-dépositaire		9.353,57
Taxe d'abonnement	Note 3	5.645,67
Frais administratifs		18.240,00
Commissions de domiciliation		8.600,00
Frais professionnels		21.875,01
Intérêts bancaires sur découvert		24,43
Frais légaux		19.226,35
Frais de transaction	Note 2	34.024,47
Autres dépenses		13.350,89
Pertes nettes des investissements		-2.273,05
Bénéfice net / Perte nette réalisé(e) sur :		
- vente de titres	Note 2	454.446,95
- contrats de change à terme		176.210,66
- change		-329.722,77
Bénéfice net réalisé		298.661,79
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur :		
- portefeuille-titres		2.171.627,64
- contrats de change à terme		-266.460,29
Augmentation des actifs nets résultant des opérations		2.203.829,14
Souscriptions actions de capitalisation		6.448.158,34
<i>Classe I</i>		6.400.708,25
<i>Classe P</i>		47.450,09
Rachats actions de capitalisation		-10.341.340,59
<i>Classe I</i>		-10.024.539,52
<i>Classe P</i>		-316.801,07
Diminution des actifs nets		-1.689.353,11
Actifs nets au début de l'année		12.051.866,72
Actifs nets à la fin de l'année		10.362.513,61

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux Etats Financiers

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2012

1. General

MARGIN OF SAFETY FUND est une “société anonyme” ayant le statut de “Société d’Investissement à Capital Variable” soumise à la loi du 10 août 1915 sur les sociétés commerciales. La SICAV est soumise à la partie I de la loi Luxembourgeoise du 17 décembre 2010 sur les Organismes de Placement Collectif. La SICAV est constituée pour une durée indéterminée et la responsabilité de ses membres est limitée.

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 88649. 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 15 de la loi du 17 décembre 2010.

Le compartiment MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 est le seul ouvert au 31 décembre 2012. Ce compartiment a émis deux catégories d’actions : la part I (en USD) et la part P (en USD). 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.

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 SICAV 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 coût moyen.

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2012 (suite)**2. Présentation des principaux principes et méthodes comptables (suite)****3. Changes**

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 aux 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 2012, les principaux taux de change retenus sont les suivants :

1 EUR	=	1,31840 USD	1 DKK	=	0,17670 USD
1 GBP	=	1,62545 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 intérêts courent sur une base hebdomadaire.

5. Frais de transactions

Les frais de transactions sur la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 décembre 2012 comprennent les frais de bourse, de dépositaire pour les transactions sur titres et les opérations assimilées et sont comptabilisés séparément dans l'Etat des opérations et des variations des actifs nets au compte frais de transaction.

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 :	maximum et réels 0,90%
Part P :	2% maximum
	1,80% réels

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.

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux Etats Financiers au 31 décembre 2012 (suite)

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 et P, au-delà d'une performance annuelle de 12%, telle que définie dans le prospectus. Aucune commission de performance n'a été payée par la SICAV au titre de l'année 2012.

6. Positions ouvertes sur les contrats de change à terme

Au 31 décembre 2012, MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 détenait les positions ouvertes suivantes :

Vente	Achat	Echéance	Plus ou moins-values latentes en USD
-1.150.000,00 GBP	1.836.090,00 USD	08/02/2013	-32.990,78
-890.000,00 EUR	1.135.462,00 USD	08/02/2013	-38.276,36
-50.000,00 EUR	66.350,00 USD	08/02/2013	409,64
		TOTAL	-70.857,50

7. Liste des mouvements du portefeuille

La liste des mouvements du portefeuille est disponible sur demande au siège de la SICAV.

8. Structure Master-Feeder

Depuis le 26 mars 2013 MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 est un compartiment nourricier (le "Feeder") du fonds maître VALEUR INTRINSEQUE (le "Master Fund"); un organisme de placement collectif en valeurs mobilières français, qualifié de fonds commun de placement de droit français et organisé en un seul compartiment, il investira au moins 85% de ses actifs dans des parts du Master Fund.

Le Feeder peut détenir jusqu'à 15% de ses actifs dans un ou plusieurs éléments suivants :

- Des actifs liquides à titre accessoire
- Des instruments financiers dérivés ne pouvant être utilisés qu'à des fins de couverture
- Des biens meubles et immeubles indispensables à l'exercice direct de son activité.

Le feeder n'investira que dans la Classe M du Master Fund.

Le feeder et le Master Fund sont tous deux gérés par la même Société de Gestion, Pastel & Associés S.A. 9-11 avenue Franklin Roosevelt F-75008 Paris.

Pour plus d'informations, veuillez vous référer au dernier prospectus.

MARGIN OF SAFETY FUND

Méthode de détermination du risque global (information non auditée)

Approche par les engagements

Le compartiment MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 utilise l'approche par les engagements afin de contrôler et mesurer le risque global.