



MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport annuel audité

au 31/12/06

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	13
Etats financiers	15
- Etat du patrimoine	15
- Portefeuille titres	16
- Etat des Opérations et des Variations des Actifs Nets	17
Notes aux états financiers	18

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.
27, rue de Marignan
F-75008 Paris

PROMOTEUR

CACEIS Bank Luxembourg
5, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
(jusqu'au 10 mai 2006)

CO-PROMOTEUR

Pastel & Associés S.A.
27, rue de Marignan
F-75008 Paris
(jusqu'au 10 mai 2006)

Pastel & Associés S.A.
27, rue de Marignan
F-75008 Paris
(depuis le 10 mai 2006)

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
5, allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
(depuis le 28 avril 2006)

Conseil d'administration

Président du Conseil

M. Jean-Marie RINIE, Directeur du Développement Commercial, Vice-Président de CACEIS Bank Luxembourg (jusqu'au 10 mai 2006)

M. John MILLS, Gérant, Maitland J. Co. Sàrl (depuis le 10 mai 2006)

Membres du Conseil

M. Hervé SCHUNKE , Directeur du Développement Commercial, CACEIS Bank Luxembourg (jusqu'au 28 avril 2006)

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

M. Yves-Pascal PELCENER, Directeur Général Délégué, Pastel & Associés S.A. (depuis le 10 mai 2006)

M. Antoine GILSON DE ROUVREUX, Directeur Général, Luxcellence Management Company S.A. (depuis le 28 avril 2006)

M. Philip BOYLAN, Directeur, BDO Fund Administration Services (depuis le 10 mai 2006)

M. John MILLS, Gérant, Maitland J. Co. Sàrl (jusqu'au 10 mai 2006)

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 le paiement d'intérêts :

MARGIN OF SAFETY FUND – Fund 1, avec 4,60% des actifs investis en produits de taux.

Cette indication a été précisée pour la période du 1^{er} mai 2006 au 30 avril 2007, date à laquelle le statut la situation du fonds devra être à nouveau renseigné.

Rapport de gestion

Actions catégorie B

En 2006, la valeur nette d'inventaire (VNI) de la part B est en hausse de 20,9%, la performance depuis la création le 2 février 1998 s'élevant à 248,0%. Ainsi, \$1 000 investis à la création de Margin of Safety Fund, catégorie B (USD) valent aujourd'hui \$3 480, alors que ces mêmes \$1 000 placés dans l'indice MSCI World représenteraient \$1 821.

Actions catégorie A

La SICAV ne comprenait qu'une catégorie d'action jusqu'au 16 août 2002, date à laquelle la catégorie A fut créée.

En 2006, la valeur nette d'inventaire (VNI) de la part A est en hausse de 20,7% en dollars et de 8,1% en euros, la performance depuis la création le 16 août 2002 s'élevant à 105,5% en dollars et 53,3% en euros.

Les 10 premières positions du portefeuille en 2006

Amazon.com (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 6,5% - Capitalisation boursière : 16 254 M\$ - Chiffre d'affaires : 9 702 M\$ - Résultat net : 291 M\$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue au cours de l'exercice 2006 : +45,1%.

Le n°1 du commerce électronique a réussi, depuis sa création en 1994, à mettre en place des avantages concurrentiels qui en font aujourd'hui, un acteur profitable et au potentiel de croissance important. Il a constitué, d'une part, une base d'acheteurs répertoriés et dont le comportement est systématiquement analysé et mis à profit. Il a, ensuite, mis en place des relations d'approvisionnement avec des milliers de vendeurs professionnels ou semi-professionnels qu'il "référence" sur ses sites et auprès de qui il met à disposition sa plateforme de traitement des transactions. Ce système repose sur une infrastructure informatique lourde, un savoir-faire technologique difficilement copiable, et des centres de distribution physiques coûteux et stratégiquement situés. Le groupe a réussi à élargir progressivement son champ d'intervention : à l'origine libraire en ligne, il est devenu aujourd'hui distributeur généraliste, proposant du matériel électronique aussi bien que de l'épicerie fine ou de la bijouterie. Son équipe de direction est expérimentée et son président, le charismatique Jeff Bezos, demeure un actionnaire important du groupe. Le seul bémol à ce tableau plutôt optimiste provient du rôle croissant joué par les moteurs de recherche et plus particulièrement Google, dans l'acquisition par Amazon.com de ses clients et des conséquences, éventuellement négatives, que ce phénomène pourrait avoir sur sa rentabilité. Nous demeurons, cependant, très confiants dans le potentiel de croissance et de rentabilité de cet investissement.

Margin of Safety Fund

Rapport de gestion

Carpetright (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 4,7% - Capitalisation boursière : 890 M£ - Chiffre d'affaires : 464 M£ - Résultat net : 46 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +18,6% - 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 avec plus de 22% du marché britannique), 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". Disposant déjà de plus de 494 magasins en Grande-Bretagne à fin octobre 2006, le groupe a commencé il y a trois ans son expansion en Europe Continentale par l'acquisition puis l'intégration réussie du n°1 au Benelux, et s'implante désormais en Pologne. Cet axe de croissance peut, à terme, résulter, d'après nos analyses, en une création supplémentaire considérable de valeur. Le ralentissement de la consommation de biens durables que connaît le Royaume-Uni, depuis près de dix-huit mois, 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 65 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. 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 dans une perspective de détention longue.

Charles Schwab (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,4% - Capitalisation boursière : 24 421 M\$ - Chiffre d'affaires : 5 060 M\$ - Résultat net : 947 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +31,8% - Position mise en portefeuille en 2004.

L'année 2006 aura confirmé le retour à la croissance des profits, des volumes et des parts de marché du groupe nord-américain de services financiers, retour amorcé en 2005 sous la conduite de Charles Schwab, en personne, revenu aux affaires après les sérieux déboires rencontrés par le successeur qu'il avait pourtant choisi et intronisé. Les positions du groupe se sont renforcées tant dans le courtage en ligne que dans la tenue de compte assistée pour particuliers et les services aux gérants de patrimoine (activité de "plateforme"). En fin d'année, le recentrage du groupe s'est poursuivi avec la cession annoncée du pôle de gestion d'actifs pour grandes fortunes (US Trust) pour un montant supérieur à l'évaluation que nous avons pu en faire. Enfin, Charles Schwab, principal actionnaire de sa société éponyme, a décidé de retarder sine die son départ à la retraite, en précisant que celui n'était désormais plus à l'ordre du jour. Nous sommes toujours satisfaits de cet investissement et confiants dans son potentiel de rentabilité à venir.

Margin of Safety Fund

Rapport de gestion

Coca Cola Company (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 7,2% - Capitalisation boursière : 113 084 M\$ - Chiffre d'affaires : 23 707 M\$ - Résultat net : 5 266 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +19,7% - Position mise en portefeuille en 2004.

Le n°1 mondial des boissons non-alcoolisées a connu, ces dernières années, des difficultés notoires résultant de facteurs internes et externes. Le groupe a, dans un premier temps, préféré rester fidèle au modèle de développement conçu par Roberto Goizueta, son leader charismatique disparu en 1997, prônant le "tout Coca-Cola". Roberto Goizueta aimait à répéter que sa tâche ne serait achevée que le jour où des robinets de cuisines individuelles coulerait du Coca-Cola.

Le groupe est, ainsi, passé à côté d'évolutions socio-démographiques majeures dont d'autres ont su profiter : les fabricants-distributeurs d'eaux minérales et de sources (Evian/Danone, Aquafina/Pepsi-Cola), de boissons dites énergétiques (Red Bull, Hansen Natural, ...). Dans le même temps, le système Coca-Cola se retrouvait fragilisé par des modes de fonctionnement de plus en plus bureaucratiques et autoritaires, débouchant sur des vacances de pouvoir de plus en plus fréquentes (quatre P.D.G. se sont succédés à sa tête de 1997 à aujourd'hui). Pour mémoire, le "système" est conçu comme une pyramide au sommet de laquelle se trouve The Coca-Cola Company qui approvisionne en concentrés et sirops ses embouteilleurs exclusifs dans lesquels elle détient souvent des participations (Coca-Cola Enterprises, Coca-Cola Amatil, ...). L'arrivée en 2004 de Neville Isdell à la tête du groupe, vétéran du système parti à la retraite fin 2001, correspond d'après nous à une réelle prise de conscience par le Conseil d'Administration de la quadruple nécessité d'adapter le modèle Coca-Cola aux réalités socio-démographiques contemporaines, de renouer avec sa tradition d'innovation produit, de reconstruire les relations avec les embouteilleurs sur de meilleures bases, et de renouveler et renforcer l'équipe de direction du groupe. Sur ces quatre fronts, Neville Isdell semble avoir, déjà, bien progressé. Par ailleurs, malgré les nombreux échecs subis par le groupe ces dernières années (acquisitions "ratées" d'Orangina puis de Quaker Oats, lancement annulé de Dasani au Royaume-Uni, ...), sa rentabilité et sa solidité financière sont restées exceptionnelles. De même, ses avantages concurrentiels reposant sur une marque forte, un réseau de distribution contrôlé, et des parts de marché dominantes aux Etats-Unis et dans le reste du monde sont toujours présents. Combinés aux premiers résultats de l'effort mené par son nouveau dirigeant, ces atouts constituent autant de bonnes raisons de continuer à détenir la position mise en portefeuille à partir de l'automne 2004.

Dell (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,7% - Capitalisation boursière : 56 995 M\$ - Chiffre d'affaires : 56 738 M\$ - Résultat net : 3 400 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : -16,2% - Position mise en portefeuille en 2005.

Ce leader mondial de l'équipement micro-informatique, principalement à destination des entreprises, a connu en 2006 une de ses années les plus difficiles. Il a été confronté à un ralentissement du marché nord-américain combiné à une résurgence de la concurrence suite à, d'une part, l'acquisition par Lenovo de la division PC d'IBM et, d'autre part, du fait du réveil de Hewlett-Packard remis en ordre de bataille par son nouveau leader Mark Hurd. L'émergence ou la ré-émergence d'acteurs asiatiques à bas coûts tels que Acer ou Asus a certainement, encore, aggravé la situation. Son positionnement plus "entreprise" que "particulier" a accentué ses difficultés aux Etats-Unis, le tassement de la demande déjà évoqué affectant avant tout le secteur des entreprises.

Rapport de gestion

Par ailleurs, la qualité de ses services et de ses produits a été, à plusieurs reprises au cours de l'année, mise en cause par divers sondages et publications. Ce dernier problème est, semble-t-il, en cours de résolution suite à une série de mesures prises récemment par la direction du groupe.

D'autre part, des déficiences en matière de comptabilité ont été mises en lumière au cours d'une enquête préliminaire menée par l'autorité de régulation boursière aux Etats-Unis (S.E.C.), déficiences qui ont résulté en un report, à deux reprises, de la publication des résultats trimestriels du groupe et conduit au remplacement de son Directeur Financier.

Ce tableau, plutôt sombre, pourrait faire oublier les raisons, d'après nous toujours valides, qui nous avaient conduits en 2005 et, avant l'émergence des problèmes comptables déjà évoqués, à investir dans la société. Dell fonctionne sur la base d'un modèle économique très original dans le secteur informatique. Ce modèle repose, d'abord, sur la relation directe avec le client qui lui permet à la fois de mieux connaître ses besoins, de mieux y répondre avec une offre "sur mesure", et de proposer des prix très compétitifs (car hors marge de distribution). L'organisation industrielle et logistique de Dell privilégiant la sous-traitance et le "just-in-time" représente la deuxième composante de ce modèle économique. Ainsi malgré ses problèmes actuels, et grâce à la supériorité de son modèle économique, Dell continue-t-il à générer des taux de rentabilité sur capitaux employés exceptionnels. Enfin, le groupe dispose d'axes de croissances supplémentaires tels que les services et les périphériques et imprimantes où il est déjà actif. Par ailleurs, le dirigeant-fondateur, Michael Dell, est toujours très impliqué dans la direction du groupe et en demeure un actionnaire significatif.

La détérioration du profil de risque de la position, suite entre autres au report de la publication légale des résultats de la société, pourrait, cependant, nous conduire à réduire de manière plus ou moins importante la position en portefeuille. Cette décision dépendra de l'analyse que nous ferons de l'évolution de la situation du groupe pendant ces prochains mois.

Electrocomponents (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 9,6% - Capitalisation boursière : 1 277 M£ - Chiffre d'affaires : 854 M£ - Résultat net : 45 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +4,4% - Position mise en portefeuille en 2002.

Ce groupe mondial, leader dans la distribution de pièces détachées électroniques, a poursuivi en 2006, avec succès, son développement à l'international en Europe, au Japon et en Chine. Il a, par ailleurs, comme la direction l'avait annoncé en 2005, procédé, surtout au Royaume-Uni (43% de son chiffre d'affaires en 2005), à une 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. Après un démarrage difficile en 2004-2005, l'installation du logiciel de gestion S.A.P. s'est poursuivie à travers le groupe, sans susciter de problèmes particuliers.

On notera enfin le départ du Président du Conseil d'Administration, Bob Lawson, et son remplacement par Helmut Mamsch. Ce renouvellement à la tête du groupe devrait permettre de remettre plus facilement en question, si nécessaire, certains des choix et modes de fonctionnement de l'équipe de direction actuelle. 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 (13% de marge opérationnelle en

Rapport de gestion

2005, 9% sur les 6 premiers mois de 2006) et une structure financière qui permet de verser un dividende élevé (taux annuel de 6,3% sur la base du cours au 29 décembre 2006).

Harley-Davidson (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,3% - Capitalisation boursière : 18 261 M\$ - Chiffre d'affaires : 5 640 M\$ - Résultat net : 1 021 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +36,9% - Position mise en portefeuille en 2005.

Le célèbre fabricant de deux-roues nord-américain a connu, en 2006, une année particulièrement profitable tant dans son activité "core" de vente de motos que dans son activité crédit-acheteur. Les fondamentaux du groupe demeurent toujours solides : une organisation industrielle combinant assemblage et recours aux sous-traitants, des réseaux de distribution bien contrôlés et une base d'utilisateurs finaux particulièrement fidèles et en progression depuis de nombreuses années. La présence du groupe hors des Etats-Unis, en particulier au Japon et au Royaume-Uni, constitue d'ores et déjà un axe de croissance supplémentaire. Par ailleurs, la direction a su, jusqu'à maintenant, faire croître de manière profitable et maîtrisée la division des services financiers (assurances et prêts à l'achat) qui représente 13% du profit avant impôt. Cette diversification lui permet de mieux connaître, suivre et fidéliser ses clients. On notera, à cet effet, que la part du marché des "grosses cylindrées" détenue par Harley-Davidson aux Etats-Unis, à fin septembre 2006, était de plus de 48%. Nous sommes cependant conscients du risque que présente la juxtaposition de ces activités (production-vente et crédit) à la dynamique différente et qui, parfois, dans la vie des entreprises, entraînent des conséquences néfastes, en particulier lorsque la division financière perd de son indépendance par rapport à la force de vente. On notera, à cet égard, le départ de la responsable de cette activité en juin 2006, sans qu'à notre connaissance un successeur permanent ait été nommé. Malgré ces réserves, nous demeurons confiants dans le potentiel futur de rentabilité de cet investissement, bien que dans le même temps nous continuions de suivre avec attention l'évolution de l'activité de financement.

McDonald's (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,8% - Capitalisation boursière : 54 825 M\$ - Chiffre d'affaires : 21 790 M\$ - Résultat net : 2 911 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +31,5% - Position mise en portefeuille en 2005.

Le groupe de restauration rapide d'origine nord-américaine a confirmé par l'excellence de l'évolution de son activité et de ses résultats 2006 que la crise de croissance, sévère, dont il avait souffert de 1995 à 2003, était bien terminée. Le recentrage sur les fondamentaux du concept, engagé dès 2003, continue à produire ses effets, à savoir, des ventes à surfaces comparables en augmentation régulière, des franchisés plus motivés et des consommateurs plus fidèles. La direction poursuit, cependant, sa stratégie de "revitalisation" du groupe comme en témoignent les modifications et améliorations régulièrement apportées aux menus, les adaptations régionales qui en sont faites, ainsi que le nouveau programme de rénovation mondiale des restaurants qui vient juste d'être engagé. Dans le même temps, le groupe a mis fin à sa tentative de diversification dans le Tex-Mex avec la cession en bourse de sa participation dans Chipotle. Le positionnement concurrentiel, très favorable, de McDonald's, son potentiel de croissance ainsi que la poursuite de la stratégie mise en œuvre depuis 2003 confortent notre confiance dans la position mise en portefeuille en 2005.

Margin of Safety Fund

Rapport de gestion

TJX (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 4,8% - Capitalisation boursière : 12 977 M\$ - Chiffre d'affaires : 17 102 M\$ - Résultat net : 821 M\$ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +22,8% - Position mise en portefeuille en 2003.

Ce distributeur de détail nord-américain, leader dans le domaine de la liquidation de stocks de marques et les fins de série, a connu, depuis le début de la décennie, une baisse de régime tant au niveau de l'évolution de son chiffre d'affaires que de son résultat. Cette période semble être arrivée à son terme en 2006, suite au retour aux commandes de Ben Cammarata, un des dirigeants historiques du groupe, après que son prédécesseur Ted English ait été remercié à l'automne 2005. Le recentrage initié à l'occasion de ce remaniement commence à porter ses fruits et, à la différence de Charles Schwab, Ben Cammarata a déjà "oint" son nouveau successeur, Carol Meyrowitz, elle-même un vétérane de ce type de distribution. Notre opinion quant à ce dossier n'a pas changé. Son cœur de métier avec un réseau aux Etats-Unis de plus de 1 800 magasins sous enseignes TJMaxx et Marshalls (vêtements et accessoires à destination de clientes à revenus supérieurs à la moyenne), bien qu'en croissance faible, est toujours très profitable. La restructuration en cours des différentes diversifications dans l'équipement résidentiel (HomeGoods), et en direction d'une clientèle moins aisée (A.J.Wright) devrait porter ses fruits ou, comme l'a indiqué Carol Meyrowitz, conduire, dans le cas contraire, à la cession ou la liquidation de ces concepts. Malgré ces aléas inhérents à la vie des affaires, TJX demeure une entreprise financièrement solide avec un positionnement concurrentiel toujours très fort dans le segment du "off-price retailing". Nous continuons à être confiants dans le potentiel de rentabilité futur de cet investissement.

Wm Morrison (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 9,1% - Capitalisation boursière : 6 809 M£ - Chiffre d'affaires : 12 118 M£ - Résultat net : NS - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2006 : +31,5% - Position mise en portefeuille en 2004.

Le n°4 de la distribution alimentaire de détail au Royaume-Uni a commencé, en 2006, à tirer parti du triplement de son parc de magasins résultant de l'acquisition de Safeway en 2004. Une fois terminée la conversion au format et à l'enseigne Morrison de l'ensemble des magasins acquis et conservés, la direction a pu concentrer ses efforts sur l'homogénéisation de son offre-produit, la re-motivation de son personnel, ainsi que l'optimisation de sa logistique. L'intégration de Safeway, bien qu'initialement douloureuse, aura ainsi permis à Morrison de prendre position dans les Midlands et le sud de l'Angleterre, alors que les autorisations d'ouvertures de grandes surfaces y sont toujours aussi difficiles à obtenir. Dans ces régions dont le groupe était jusqu'alors absent, sa "formule", centrée sur la priorité donnée à l'alimentaire aux dépens du non-alimentaire, la mise en scène du magasin autour du concept de "Market Street" et des niveaux de prix compétitifs, semble rencontrer un accueil plutôt favorable d'après les premiers chiffres de ventes à surfaces comparables des sites déjà convertis. Enfin, les résultats financiers du groupe s'améliorent tandis que le Président du Conseil d'Administration a, enfin, à 74 ans, choisi son successeur à la tête du groupe, en la personne de Marc Bolland, âgé de 47 ans et issu d'un autre groupe à forte tradition familiale, à savoir Heineken. Dans ces conditions, les fondamentaux de cet investissement nous apparaissent toujours très favorables. Nous en rappellerons

Rapport de gestion

les principaux : une identité forte en tant que spécialiste britannique de l'alimentation bon marché mais de qualité (plus de 10% de parts de marché), un historique de rentabilité remarquable, un bilan solide renforcé par un parc immobilier de grande valeur et une équipe de direction et un Conseil d'Administration particulièrement expérimentés et intéressés au succès du groupe.

Principales opérations en 2006 et structure du portefeuille en fin d'année

En 2006, la structure du portefeuille a connu un certain nombre d'évolutions.

Au cours de l'année, de nouvelles positions ont été constituées, dont Amazon.com et Folli Follie, tandis que d'autres positions, déjà en portefeuille, telles que Coca-Cola, ont été renforcées. Parallèlement, plusieurs lignes étaient soit intégralement cédées soit allégées, notamment les positions en DSG International, Montpellier Re et Sage Group.

Suite à ces opérations, la SICAV était investie en actions à hauteur de 99,36% de la valeur nette d'inventaire. Comme cela a déjà été signalé dans les précédents rapports, les investissements réalisés en euro et en livre sterling sont partiellement couverts par des ventes à terme de devises contre dollar.

Au 31 décembre 2006, la part du portefeuille investie en actions et avant prise en compte des couvertures de change, présentait la structure suivante (les données à fin 2005 étant fournies à titre indicatif) :

	2006	2005
- Zone Euro :	7,8%	7,2%
- Royaume-Uni :	32,9%	43,6%
- Etats-Unis :	59,3%	49,2%

Au 31 décembre 2006, la répartition sectorielle du portefeuille, pour la part investie en actions, était la suivante (les données à fin 2005 étant fournies à titre indicatif) :

	2006	2005
- Banques et services financiers :	6,5%	9,7%
- Biens de consommation :	11,5%	6,6%
- Biens d'équipement :	9,1%	10,2%
- Distribution de détail alimentaire :	9,2%	12,2%
- Distribution de détail non alimentaire :	27,4%	23,7%
- Divertissement - Média :	2,9%	0,0%
- Holdings :	1,5%	1,3%
- Hôtellerie - Restauration :	6,2%	4,8%
- Luxe :	5,5%	3,4%
- Services aux entreprises :	13,7%	18,7%
- Transports :	6,5%	9,4%

Rapport de gestion

Les perspectives pour 2007

Si nous n'avons pas d'opinion concernant l'évolution de la valeur nette d'inventaire par action de la SICAV en 2007, nous pensons que sa performance à cinq ans pourra être satisfaisante.

Cela sera le fruit de notre démarche d'investissement dont nous rappellerons ci-dessous les principes clés :

Nous concentrons nos efforts de recherche sur un nombre limité de sociétés partageant généralement des caractéristiques communes, telles qu'un modèle économique historiquement profitable et une équipe de direction compétente et honnête.

Nous exigeons également pour chacun de nos investissements un niveau de marges de sécurité significatives.

Nous ne modifions pas nos analyses, n'y ne cédon ou renforçons certaines de nos positions du fait d'évolutions des prévisions macro-économiques ou des anticipations de marché. En fait, nous ne cherchons même pas à avoir d'anticipations d'aucune sorte en terme d'évolution de l'économie ou des marchés.

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 conséquences 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.

Margin of Safety Fund
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 10 mai 2006, 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 2006 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 2006, 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.

Margin of Safety Fund
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 10 avril 2007

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

Nathalie Dogniez
Associée

Patrice Perichon
Directeur

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Etats Financiers au 31/12/06

Etat du Patrimoine au 31/12/06

Exprimé en USD

Actifs		45,078,270.02
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	43,687,841.20
<i>Prix d'acquisition</i>		35,156,559.73
<i>Plus-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		8,531,281.47
Avoirs en banque et liquidités		1,944.07
Dépôts à terme		1,140,000.00
Intérêts à recevoir		320.47
Brokers à recevoir		131,040.59
Autres actifs		117,123.69
Passifs		1,108,810.54
Dettes bancaires à vue		3,940.26
Rachats à payer		172,402.62
Moins-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 6	587,765.54
Commission de gestion et conseil à payer		104,491.65
Autres passifs		240,210.47
Valeur nette d'inventaire		43,969,459.48

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 01/01/06 au 31/12/06

	Actions en circulation au 01/01/06	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/06
Class A				
Actions de capitalisation	16,231.33	7,159.56	11,984.44	11,406.45
Class B				
Actions de capitalisation	2,943.66	17.00	974.75	1,985.91

Chiffres Clés concernant les 3 derniers exercices

	Année clôturée le:	31/12/06	31/12/05	31/12/04
Actifs Nets Totaux	USD	43,969,459.48	52,153,700.50	44,000,747.49
Class A		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		11,406.45	16,231.33	20.00
Valeur nette d'inventaire par action		3,248.86	2,691.01	2,558.40
Class B		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		1,985.91	2,943.66	16,080.67
Valeur nette d'inventaire par action		3,480.26	2,879.09	2,733.07

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Portefeuille-titres au 31/12/06

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			43,687,841.20	99.36%
Actions			43,687,841.20	99.36%
<i>Bermudes</i>				
47,500	MONTPELIER RE HOLDINGS LTD	USD	883,975.00	2.01%
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>			25,040,229.99	56.95%
72,478	AMAZON COM INC	USD	2,859,981.88	6.50%
18,000	ANHEUSER BUSCH COS INC	USD	885,600.00	2.01%
22,300	APPLEBEES INTERNATIONAL INC	USD	550,141.00	1.25%
101,000	CHARLES SCHWAB CORP	USD	1,953,340.00	4.44%
66,300	COCA-COLA CO	USD	3,198,975.00	7.28%
82,950	DELL INC	USD	2,081,215.50	4.73%
31,490	ETHAN ALLEN INTERIORS INC	USD	1,137,103.90	2.59%
26,960	HARLEY DAVIDSON INC	USD	1,899,871.20	4.32%
22,800	LEUCADIA NATIONAL CORP	USD	642,960.00	1.46%
37,000	LOWE'S COMPANIES INC	USD	1,152,550.00	2.62%
48,287	MC DONALDS CORP	USD	2,140,562.71	4.87%
108,900	SOUTHWEST AIRLINES CO	USD	1,668,348.00	3.79%
38,000	TIFFANY CO	USD	1,491,120.00	3.39%
74,240	TJX COS INC	USD	2,117,324.80	4.82%
36,800	WALT DISNEY CO (HOLDING CO)	USD	1,261,136.00	2.87%
<i>France</i>			893,321.10	2.03%
8,400	CHRISTIAN DIOR SA	EUR	893,321.10	2.03%
<i>Grèce</i>			1,312,203.09	2.98%
33,323	FOLLI FOLLIE SA REG.SHS	EUR	1,312,203.09	2.98%
<i>Irlande</i>			1,181,102.88	2.69%
85,984	RYANAIR HOLDINGS PLC	EUR	1,181,102.88	2.69%
<i>Royaume-Uni</i>			14,377,009.14	32.70%
81,400	CARPETRIGHT PLC	GBP	2,092,988.56	4.76%
48,000	DIAGEO PLC	GBP	943,768.28	2.15%
737,291	ELECTROCOMPONENTS PLC	GBP	4,240,496.53	9.64%
37,100	NEXT PLC	GBP	1,309,743.26	2.98%
454,600	PREMIER FARNELL PLC	GBP	1,760,906.47	4.00%
807,200	WM MORRISON SUPERMARKETS PLC	GBP	4,029,106.04	9.16%
Total portefeuille-titres			43,687,841.20	99.36%

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Etat des Opérations et des Variations des Actifs Nets du 01/01/06 au 31/12/06

Exprimé en USD

Revenus		921,344.00
Dividendes nets		866,599.50
Intérêts bancaires à vue		169.81
Intérêts bancaires à terme		54,574.69
Dépenses		928,784.61
Commissions de gestion et de conseil	Note 4	476,365.67
Commissions de banque dépositaire et sous-dépositaire		35,933.33
Taxe d'abonnement	Note 3	21,501.72
Frais administratifs		41,545.33
Commission de performance	Note 5	196,437.43
Commissions de domiciliation		8,861.75
Frais professionnels		21,816.78
Intérêts bancaires sur découvert		6.69
Frais légaux		6,196.90
Frais de courtage		88,193.90
Autres dépenses		31,925.11
Pertes nettes des investissements		-7,440.61
Bénéfice net réalisé sur vente de titres		3,085,154.22
Bénéfice net réalisé sur change		284,407.68
Perte nette réalisée sur contrats de change à terme		-379,392.65
Bénéfice net réalisé		2,982,728.64
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur contrats de change à terme		-880,867.71
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur portefeuille-titres		6,522,307.03
Augmentation des actifs nets résultant des opérations		8,624,167.96
Souscriptions actions de capitalisation		23,131,464.94
Class A		23,080,252.61
Class B		51,212.33
Rachats actions de capitalisation		-39,939,873.92
Class A		-36,956,697.04
Class B		-2,983,176.88
Diminution des actifs nets		-8,184,241.02
Actifs nets au début de l'année		52,153,700.50
Actifs nets à la fin de l'année		43,969,459.48

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux Etats Financiers

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux états financiers au 31 décembre 2005

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 2005. Ce compartiment a émis deux catégories d’actions : la Catégorie A et la Catégorie B. Les actions des deux Catégories A et B peuvent être émises sous forme d’actions de capitalisation ou d’actions de distribution, à l’appréciation de l’investisseur.

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.

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.

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.

Notes aux états financiers au 31 décembre 2005

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.

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 2006, les principaux de change retenus sont les suivants :

1 EUR	=	1,317 USD
1 GBP	=	1,9613 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.

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 :

Catégorie A : 0,90% maximum
Catégorie B : 1,15% 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.

4. 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 actions de Catégorie A et des actions de Catégorie B au-delà d'une performance annuelle de 12%, telle que définie dans le prospectus. Pour l'année 2006, une commission variable d'un montant de 196 437,43 USD a été prélevée des catégories A et B, incluant la quote-part de la commission de performance prélevée lors des rachats.

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux états financiers au 31 décembre 2005

6. Positions ouvertes sur les contrats de change à terme

Au 31/12/2006, MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 détenait les positions ouvertes suivantes :

Achat	Vente	Echéance	Plus ou moins-values latentes en USD
210 000,00 EUR	272 307,00 USD	05/01/07	4 643,99
412 512,00 USD	320 000,00 EUR	05/01/07	-9 505,15
500 000,00 GBP	956 200,00 USD	05/01/07	22 456,42
100 000,00 GBP	190 600,00 USD	05/01/07	5 132 61
882 757,59 USD	694,000 00 EUR	05/01/07	-32 521,18
7 856 960,00 USD	4 300 000,00 GBP	05/01/07	-559 085,38
163 241,00 USD	130 000,00 EUR	05/01/07	-8 208,91
150 960,00 USD	80 000,00 GBP	05/01/07	-5 617,59
127 120,00 USD	100 000,00 EUR	05/01/07	-4 764,55
130 920,00 USD	100 000,00 EUR	05/01/07	-964,55
355 671,00 USD	270 000,00 EUR	05/01/07	-417,28
392 530,00 USD	200 000,00 GBP	05/01/07	1 086,03
		TOTAL	-587 765,54

7. Co-gestion

Afin de réduire les charges administratives et opérationnelles tout en assurant une plus grande diversification des investissements, la SICAV peut décider que tout ou partie des actifs seront co-gérés avec des actifs d'autres supports de gestion collective.

Chaque structure de co-gestion détient une part des actifs co-gérés correspondant à la part de ses actifs nets dans le total des actifs co-gérés.

En 2006, la SICAV n'a pas utilisé la possibilité de co-gestion et n'a pas prévu de le faire dans un proche avenir.

8. Tableau des mouvements du portefeuille

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