



MARGIN OF SAFETY FUND

Société d'Investissement à Capital Variable

Rapport annuel audité

au 31/12/08

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	11
MARGIN OF SAFETY FUND – Fund 1	13
Notes aux états financiers	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 Audit 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, 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 (jusqu'au 14 mai 2008)

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 6,25% des actifs investis en produits de taux.

Cette indication a été précisée pour la période du 1^{er} mai 2008 au 30 avril 2009, 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 P

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2008, de 40,1%*. Pour mémoire, depuis la création du fonds le 2 février 1998, la performance cumulée a été de 100,1%. Ainsi, 1 000 \$, investis dans Margin of Safety Fund (part P) à sa création, valaient-ils, au 24 décembre 2008, 2 001 \$* ; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World (USD) dividendes réinvestis, ceux-ci auraient représenté à cette même date 1 148 \$.

Parts I

La valeur liquidative du fonds est en baisse, sur l'exercice 2008, de 39,6%*. Pour mémoire, depuis la création du fonds le 2 février 1998, la performance cumulée a été de 88,9%. Ainsi, 1 000 \$, investis dans Margin of Safety Fund (part I) à sa création, valaient-ils, au 24 décembre 2008, 1 889 \$* ; placés dans l'indice représentatif de la catégorie "actions internationales", le MSCI World, ceux-ci auraient représenté à cette même date 1 148 \$.

Les 5 premières positions du portefeuille en 2008

Carpetright (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 6,4% - Capitalisation boursière : 235 M£ - Chiffre d'affaires : 522 M£ - Résultat net : 43 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2007 : -58,8% - 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". Carpetright disposait de 561 magasins en Grande-Bretagne et en Irlande à fin octobre 2008. Le groupe a démarré il y a cinq 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, se traduire, d'après nos analyses, par 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 coupe, 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.

Par ailleurs, nous rappellerons la présence aux commandes du fondateur et actionnaire principal, Lord Harris, ce qui n'est pas pour nous déplaire.

* Les calculs sont effectués sur la base de la dernière valeur nette d'inventaire publiée de l'année, le 24 décembre 2008

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport de gestion

Carpetright (Royaume-Uni) - suite

L'aggravation sans précédent de la situation économique en Grande Bretagne, combinée à un programme d'investissement ambitieux lancé il y a deux ans par le groupe, a résulté en 2008 en une augmentation significative de son endettement net, après prise en compte des charges locatives. Celui-ci, bien qu'élevé dans le contexte actuel, nous semble pour l'instant être complètement maîtrisable et devrait commencer à se réduire dans les prochains mois. Nous en suivons l'évolution avec attention.

En résumé, le positionnement concurrentiel du groupe, ses niveaux de rentabilité, la qualité de son équipe de direction et le niveau de son cours de bourse constituent autant de raisons de conserver cette position, malgré des paramètres financiers et économiques guère encourageants à court terme.

Cintas Corp. (Etats-Unis)

Part du portefeuille : 7,3% - Capitalisation boursière : 3 549 M\$ - Chiffre d'affaires : 3 938 M\$ - Résultat net : 335 M\$ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2008 : -20,8%.

Ce groupe nord américain de services aux entreprises est leader dans la location-nettoyage d'uniformes de travail. Sa part de marché dépasse les 30% aux Etats-Unis et il est généralement leader ou n°2 dans ses autres activités (consommables pour sanitaires, kits incendie et kits soins urgents). L'avantage concurrentiel principal sur lequel repose son modèle économique est la domination/saturation des routes de livraison ainsi qu'un outil industriel réparti de manière optimale à travers tout le territoire des Etats-Unis. Son équipe de direction est composée de vétérans du secteur, dont le fils du fondateur toujours actionnaire significatif. La société est gérée avec frugalité et a une vision claire de son avenir. Elle est aujourd'hui aux prises avec United Here, syndicat souhaitant obtenir de représenter certains groupes de collaborateurs de la société. La direction, pour sa part, s'oppose pour l'instant farouchement à toute ingérence syndicale. Enfin, pour être complet, Cintas Corp. a fait l'objet d'amendes de la part de OSHA (Occupational Safety and Health Administration) pour des montants financièrement limités suite à des accidents du travail survenus dans ses usines.

Nous sommes très confiants dans le potentiel de rentabilité de cette position, du fait des avantages concurrentiels durables déjà identifiés, d'une culture d'entreprise centrée sur le devenir à long terme de l'entreprise, d'une équipe de direction impliquée et expérimentée, et enfin d'un cours de bourse qui nous semble très bon marché.

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport de gestion

Premier Farnell (Royaume-Uni)

Part du portefeuille : 8,6% - Capitalisation boursière : 508 M£ - Chiffre d'affaires : 745 M£ - Résultat net : 50 M£ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2008 : -5,3% - Position mise en portefeuille en 1998.

Ce groupe mondial, co-leader dans la distribution de composants électroniques en petites quantités, a poursuivi avec succès en 2008 son développement. L'internationalisation du groupe s'est ainsi accélérée avec la montée en puissance de l'activité en Chine, désormais bénéficiaire, la poursuite de l'implantation en Europe de l'Est et le rachat d'un distributeur en Inde. Il a par ailleurs, comme annoncé en 2006, poursuivi la segmentation de son offre en direction des E.D.E. (ingénieurs-concepteurs-électroniciens) afin de mieux répondre aux évolutions de sa clientèle et en particulier aux délocalisations affectant un certain nombre de secteurs industriels. Les ventes en ligne continuent de croître et représentent désormais 32% du chiffre d'affaires de la division "composants". On rappellera aussi l'existence d'une deuxième division, industrielle, au sein du groupe qui génère près de 10% du chiffre d'affaires et est très profitable.

Cette division sera probablement cédée le moment venu, c'est à dire lorsque le marché des fusions-acquisitions sera devenu plus clément. Enfin, dans un contexte difficile, le groupe a réussi à maintenir des niveaux satisfaisants de marges et une structure financière très saine. L'équipe de direction est de toute première qualité, composée de vétérans du secteur et a une vision très claire de l'avenir du groupe. 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 2008, Premier Farnell offre un rendement (dividende versé) de 6,8%.

Randstad (Pays-Bas)

Part du portefeuille : 9,6% - Capitalisation boursière : 2 467 M€ - Chiffre d'affaires : 9 197 M€ - Résultat net : 385 M€ - Performance boursière hors dividende sur l'exercice 2008 : -46,2% - Position mise en portefeuille en 2007.

Ce leader du travail temporaire, d'origine hollandaise, a procédé en 2008 à une acquisition majeure, l'achat du groupe Vedior. L'intégration de celle-ci semble en bonne voie, facilitée par la complémentarité des deux groupes. Suite à cette opération, Randstad aura diversifié la géographie de son chiffre d'affaires, celui-ci se répartissant désormais de la manière suivante : Europe continentale 77,2% ; Royaume-Uni 6,8% ; Amérique du Nord 10,7% et reste du monde 5,3%. Le processus d'intégration engagé a, entre autres, pour but de rationaliser les structures de coûts centraux, les réseaux de distribution, et les marques. Le groupe devrait sortir de cette phase renforcé avec une profitabilité élevée et plus stable. Pour mémoire, Randstad est dirigée par une équipe expérimentée qui a prouvé son savoir-faire lors de la réorganisation du groupe en 2002-2003. Son conseil d'administration est composé, entre autres, du fondateur du groupe, lui-même toujours actionnaire significatif.

La structure financière, suite à l'acquisition de Vedior, s'est nettement tendue, mais la capacité du groupe à générer de la trésorerie excédentaire ainsi que la maturité et les conditions d'emprunt obtenues nous semblent largement compenser l'alourdissement temporaire de son endettement.

Sur la base des niveaux de cours actuels, et étant donné le positionnement concurrentiel et l'équipe de direction aux commandes, nous sommes très confiants dans le potentiel de rentabilité à long terme de cette position.

Rapport de gestion

Vicat (France)

Part du portefeuille : 7,0% - Capitalisation boursière : 1 679 M€ - Chiffre d'affaires : 2 136 M€ - Résultat net : 299 M€ - Performance boursière hors dividende depuis l'entrée en portefeuille survenue en 2008 : -14,2%.

Ce groupe cimentier français, créé en 1853, a réussi à constituer des positions de marché fortes et profitables dans plusieurs pays : France, Etats-Unis, Suisse, Turquie, Sénégal, Egypte. Sa direction a su, à chaque fois, privilégier l'investissement local en vue d'obtenir des parts de marché dominantes, plutôt que l'acquisition de groupes entiers trop chers (à la différence de Lafarge et d'Holcim qui ont semble-t-il préféré la deuxième option). Son activité est bien intégrée verticalement, le ciment représentant 43,5% du chiffre d'affaires, le béton prêt à l'emploi et les granulats 42,8% et les activités annexes 13,7%. Sa rentabilité sur capitaux investis et fonds propres est parmi les meilleurs du secteur. Son niveau d'endettement reste très modéré. L'équipe de direction est composée de vétérans dont l'héritier Jacques Merceron-Vicat toujours actionnaire significatif.

Le positionnement concurrentiel remarquable de ce dossier (combinaison de barrières à l'entrée et de pricing power locaux), la culture d'entreprise, l'équipe de direction et l'actionnariat familial, ainsi que le niveau du cours de bourse, nous semblent constituer d'excellentes raisons de conserver à long terme la position, et ce malgré l'existence de risques géopolitiques indéniables (Kazakhstan, Afrique etc.) qu'il faudra surveiller.

Commentaire de gestion

Depuis plus d'un an, les marchés financiers connaissent des turbulences d'une ampleur tout à fait exceptionnelle. L'économie réelle en subit déjà le contrecoup. Aucun continent ne semble pour l'instant épargné. A ce stade de la crise, nul n'est vraiment capable d'en prédire sa durée. Nous pensons cependant qu'après une période d'ajustements indispensables, la machine économique repartira de l'avant et qu'alors les entreprises encore présentes et suffisamment solides profiteront de la reprise des investissements et de la consommation. Nos efforts, en 2008, ont précisément visé à adapter la structure du portefeuille à cette nouvelle donne économique, que d'aucuns pourraient qualifier de plus "darwinienne", où seules les meilleures entreprises survivront pour ensuite prospérer. Nous avons, à cet effet, continuellement, au cours de l'exercice, passé en revue les valeurs en portefeuille, et quand nous l'avons jugé nécessaire, procédé à des "arbitrages", cédant certaines positions et investissant ou ré-investissant dans de nouvelles opportunités que la volatilité extrême des marchés financiers nous permettaient de saisir.

Nous continuons ce travail de vérification et d'optimisation sans pour autant remettre en question la perspective à long terme de notre gestion. Vous pourrez d'ailleurs, le constater dans les pages qui suivent où, malgré certains changements significatifs, le portefeuille de votre Fonds a conservé certaines positions historiques majeures.

Rapport de gestion

Enfin nous nous devons de souligner ici que la gestion de votre fonds a été rendue d'autant plus difficile que de nombreuses structures de multigestion (fonds de fonds etc.) ont procédé pendant l'exercice à des opérations que nous qualifierons par euphémisme de "désordonnées", souscrivant en parts de Valeur Intrinsèque plusieurs jours d'affilée pour racheter leur positions quelques semaines ou mois plus tard et vice-versa. Ces comportements irresponsables et non-professionnels ont été préjudiciables aux porteurs historiques de parts du fait des frais frictionnels qu'ils ont générés et nous apparaissent, en outre, tout à fait incompatibles avec l'objectif affiché dans le prospectus d'une durée de détention recommandée de cinq ans. Par ailleurs de telles conduites ne favorisent pas l'investissement à long terme dans des projets d'entreprises industrielles ou commerciales, ce qu'un fonds à vocation actions internationales à long terme est précisément censé pourtant faire.

Evolution de la structure du portefeuille en 2008

En 2008, 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 Carpetright, Cintas Corp., Randstad et Vicat.

Parallèlement, plusieurs lignes étaient cédées, notamment les positions en Charles Schwab, Ebay et Harley-Davidson.

Suite à ces opérations, le fonds était investi en actions à hauteur de 94,9% 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 24 décembre 2008, la part du portefeuille investie en actions et avant prise en compte des couvertures de change, présentait la structure suivante, les données à fin 2007 étant fournies à titre indicatif :

	2008	2007
- Zone Euro :	33,7%	4,6%
- Royaume-Uni :	32,8%	34,8%
- Etats-Unis :	33,5%	58,2%
- Autres :	0,0%	2,4%

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport de gestion

Au 24 décembre 2008, la répartition sectorielle du portefeuille, pour la part investie en actions, était la suivante, les données à fin 2007 étant fournies à titre indicatif :

	2008	2007
- Banques et services financiers :	0,0%	17,7%
- Biens de consommation :	0,0%	2,8%
- Biens d'équipement :	9,1%	9,2%
- Commerce électronique :	0,0%	4,9%
- Distribution de détail non alimentaire :	25,2%	27,0%
- Divertissement - Média :	1,1%	5,0%
- Holdings :	0,0%	3,0%
- Industrie :	17,3%	12,2%
- Luxe :	0,0%	2,9%
- Services aux entreprises :	43,0%	15,3%
- Transports :	4,3%	0,0%

En vous remerciant de votre confiance,

Bien sincèrement,

David Pastel,
Pastel & Associés S.A.

Avertissement :

Les analyses exprimées ici, ne constituent pas des recommandations 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 rapport. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de ce document, des informations contenues dans ce courrier et des documents joints.

Les performances de Margin of Safety Fund peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles d'indices boursiers, fournies ici à titre purement indicatif. En outre, ces performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

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.

Pastel & Associés est une société de gestion de portefeuille indépendante, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément AMF : GP 97-108).

MARGIN OF SAFETY FUND

Rapport du Réviseur d'Entreprises

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

Rapport sur les états financiers

Conformément au mandat donné par l'assemblée générale des actionnaires, nous avons audité les états financiers ci-joints de **MARGIN OF SAFETY FUND** (la "SICAV"), comprenant l'état des actifs nets et l'état du portefeuille-titres au 31 décembre 2008 ainsi que l'état des opérations et l'état des changements de l'actif net pour l'exercice clos à cette date, et le résumé des principales méthodes comptables et les 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 2008, 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 27 avril 2009

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

John Li
Associé

Patrice Perichon
Directeur

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Etats Financiers au 31/12/08

Etat du Patrimoine au 31/12/08

Exprimé en USD

Actifs		16,396,797.80
Portefeuille-titres à la valeur d'évaluation	Note 2	14,609,506.70
<i>Prix d'acquisition</i>		<i>25,790,405.94</i>
<i>Moins-value non réalisée sur le portefeuille-titres</i>		<i>-11,180,899.24</i>
Avoirs en banque et liquidités		774,502.30
Brokers à recevoir		534,383.73
Plus-value non réalisée sur contrats de change à terme	Note 6	91,837.25
Autres actifs		386,567.82
Passifs		402,946.70
Commission de gestion et conseil à payer		39,790.76
Autres passifs		363,155.94
Valeur nette d'inventaire		15,993,851.10

Changement dans le nombre d'actions en circulation du 01/01/08 au 31/12/08

	Actions en circulation au 01/01/08	Actions souscrites	Actions rachetées	Actions en circulation au 31/12/08
Class I				
Actions de capitalisation	8,455.33	6,662.00	7,506.56	7,610.77
Class P				
Actions de capitalisation	999.81	0.90	423.00	577.71
Class HI				
Actions de capitalisation	6.82	-	-	6.82
Class HP				
Actions de capitalisation	0.64	-	-	0.64

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Chiffres Clés concernant les 3 derniers exercices

	<i>Année clôturée le:</i>	31/12/08	31/12/07	31/12/06
Actifs Nets Totaux	USD	15,993,851.10	29,829,973.98	43,969,459.48
Class I		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		7,610.77	8,455.33	11,406.45
Valeur nette d'inventaire par action		1,943.49	3,129.76	3,248.86
Class P		USD	USD	USD
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		577.71	999.81	1,985.91
Valeur nette d'inventaire par action		2,058.26	3,344.14	3,480.26
Class HI		EUR	EUR	EUR
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		6.82	6.82	-
Valeur nette d'inventaire par action		1,274.55	2,107.85	-
Class HP		EUR	EUR	EUR
Actions de capitalisation				
Nombre d'actions		0.64	0.64	-
Valeur nette d'inventaire par action		1,348.76	2,250.42	-

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Portefeuille-titres au 31/12/08

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			14,609,506.70	91.34%
Actions			14,609,506.70	91.34%
<i>Autriche</i>				
15,083	PALFINGER	EUR	235,938.96	1.48%
<i>Etats-Unis d'Amérique</i>				
52,000	CINTAS CORP	USD	1,207,960.00	7.54%
32,296	LOWE'S COS INC	USD	695,009.92	4.35%
17,534	MOHAWK INDUSTRIES INC	USD	753,435.98	4.71%
30,000	NORDSTROM INC	USD	399,300.00	2.50%
12,000	OWENS CORNING SHS	USD	207,600.00	1.30%
34,300	PATTERSON COS INC	USD	643,125.00	4.02%
24,090	TJX COS INC	USD	495,531.30	3.10%
74,443	USG CORP	USD	598,521.72	3.74%
<i>Finlande</i>				
30,400	UPONOR OYJ	EUR	325,769.14	2.04%
<i>France</i>				
21,500	CIMENT VICAT	EUR	1,119,065.97	7.00%
31,040	EUROPACORP	EUR	152,058.26	0.95%
36,000	GROUPE CRIT	EUR	455,920.92	2.85%
29,500	HAULOTTE GROUP	EUR	182,695.42	1.14%
20,000	LEGRAND HOLDING PROV.OPO	EUR	380,212.44	2.38%
11,882	MANITOU BF SA	EUR	134,769.86	0.84%
<i>Irlande</i>				
72,170	RYANAIR HOLDING ORD.	EUR	298,303.80	1.87%
<i>Pays-Bas</i>				
73,384	RANDSTAD HOLDING	EUR	1,485,969.86	9.29%
<i>Royaume-Uni</i>				
193,266	CARPETRIGHT PLC	GBP	988,334.93	6.18%
331,069	ELECTROCOMPONENTS PLC	GBP	683,262.54	4.27%
605,000	HAYS	GBP	616,566.93	3.86%
192,149	HOME RETAIL GROUP	GBP	593,784.90	3.71%
38,368	NEXT PLC	GBP	606,004.01	3.79%
664,899	PREMIER FARNELL PLC	GBP	1,350,364.84	8.43%
Rompus			0.00	0.00%
Total portefeuille-titres			14,609,506.70	91.34%

MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1

Etat des Opérations et des Variations des Actifs Nets du 01/01/08 au 31/12/08

Exprimé en USD

Revenus		782,122.45
Dividendes nets		717,652.03
Intérêts bancaires à vue		70.29
Intérêts bancaires à terme		18,492.13
Autres revenus financiers		8,787.20
Intérêts sur prises en pension livrées		37,120.80
Dépenses		522,516.97
Commissions de gestion et de conseil	Note 4	289,910.33
Commissions de banque dépositaire et sous-dépositaire		18,469.87
Taxe d'abonnement	Note 3	10,898.38
Frais administratifs		25,679.49
Commissions de domiciliation		8,599.67
Frais professionnels		25,843.86
Intérêts bancaires sur découvert		90.71
Frais légaux		12,849.71
Frais de courtage		96,925.22
Autres dépenses		33,249.73
Revenus nets des investissements		259,605.48
Perte nette réalisée sur vente de titres		-3,280,669.16
Perte nette réalisée sur change		-70,516.34
Bénéfice net réalisé sur contrats de change à terme		2,113,229.69
Perte nette réalisée		-978,350.33
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur contrats de change à terme		7,653.90
Variation de la plus- ou moins-value nette non réalisée sur portefeuille-titres		-9,491,456.86
Diminution des actifs nets résultant des opérations		-10,462,153.29
Souscriptions actions de capitalisation		13,547,932.99
Class I		13,545,150.22
Class P		2,782.77
Rachats actions de capitalisation		-16,921,902.58
Class I		-15,726,666.06
Class P		-1,195,236.52
Diminution des actifs nets		-13,836,122.88
Actifs nets au début de l'année		29,829,973.98
Actifs nets à la fin de l'année		15,993,851.10

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux Etats Financiers

MARGIN OF SAFETY FUND

Notes aux états financiers au 31 décembre 2008

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 2008. 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.

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 2008

2. Présentation des principaux principes et méthodes comptables (suite)

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 2008, les principaux de change retenus sont les suivants :

1 EUR	=	1,3917 USD	1 CAD	=	0,8187 USD
1 GBP	=	1,4611 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 :

Part I :	0,90% maximum
Part HI :	0,90% maximum
Part P :	2% maximum
	1,80% réels (depuis le 1 ^{er} janvier 2008)
Part HP :	2% maximum
	1,80% réels (depuis le 1 ^{er} janvier 2008)

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 états financiers au 31 décembre 2008

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. Aucune commission de performance n'a été payée par la SICAV au titre de l'année 2008.

6. Positions ouvertes sur les contrats de change à terme

Au 31/12/2008, MARGIN OF SAFETY FUND - Fund 1 détenait les positions ouvertes suivantes :

Achat	Vente	Echéance	Plus ou moins-values latentes en USD
4 055,98 EUR	3 300,00 GBP	13/02/2009	819,09
854 690,60 EUR	1 079 673,95 USD	13/02/2009	107 756,60
800,00 GBP	938,42 EUR	13/02/2009	(136,33)
100 000,00 GBP	147 330,00 USD	13/02/2009	(1 381,95)
3 604 207,13 USD	2 826 729,28 EUR	13/02/2009	(322 997,29)
4 194 811,63 USD	2 663 300,00 GBP	13/02/2009	307 777,13
		TOTAL	91 837,25

7. Emprunts de titres

Aucun titre n'est prêté par la SICAV depuis le mois d'octobre 2008 (au 31 décembre 2007 : 449 470 USD).

8. Tableau des mouvements du portefeuille

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