

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2018

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

Le présent rapport intermédiaire de la direction sur le rendement du Fonds renferme des faits saillants financiers, mais il ne contient pas les états financiers complets du Fonds. Vous pouvez obtenir un exemplaire des états financiers intermédiaires ou annuels gratuitement, sur demande, en composant (sans frais) le 1-888-357-5070, en nous écrivant au 110, Sheppard Avenue East, Suite 301, Box 18, Toronto (Ontario) M2N 6Y8 ou en visitant notre site Web, www.choufunds.com, et SEDAR, à www.sedar.com.

Les porteurs de parts peuvent également nous contacter de l'une ou l'autre des façons susmentionnées pour demander un exemplaire des politiques et procédures de vote par procuration, du dossier de vote par procuration ou de l'information trimestrielle sur le portefeuille du Fonds.

Le présent rapport peut renfermer des énoncés prospectifs portant sur des événements futurs prévus, des résultats, des circonstances, un rendement ou des attentes qui ne reposent pas sur des faits historiques, mais représentent plutôt nos opinions à l'égard d'événements futurs. En soi, les énoncés prospectifs exigent que nous formulions des hypothèses; ils sont donc soumis aux incertitudes et risques inhérents à ce procédé. Il y a un risque important que les prédictions et autres énoncés prospectifs se révèlent imprécis. Nous avisons les lecteurs de ce rapport de ne pas accorder une confiance indue à nos énoncés prospectifs, puisqu'un certain nombre de facteurs peuvent amener les conditions, résultats, actes ou événements futurs réels à différer de façon importante des cibles, prévisions, estimations ou intentions exprimées ou suggérées par les énoncés prospectifs.

Les résultats réels peuvent être très différents des prévisions de la direction telles que formulées dans les énoncés prospectifs en raison de divers facteurs dont, sans s'y limiter, les conditions économiques générales, l'état du marché, les taux d'intérêt, les changements législatifs et réglementaires, l'effet de la concurrence dans les secteurs géographiques et commerciaux où le Fonds peut investir et les risques décrits de temps à autre dans le prospectus simplifié du Fonds. Nous soulignons que cette liste de facteurs n'est pas exhaustive. Lorsqu'il s'appuie sur des énoncés prospectifs pour prendre des décisions à l'effet d'investir dans le Fonds, tout investisseur devrait examiner soigneusement ces facteurs, tout autant que d'autres incertitudes et événements possibles ainsi que les incertitudes inhérentes aux énoncés prospectifs. Étant donné l'effet éventuel de ces facteurs, le groupe des Fonds Chou ne s'engage d'aucune façon à actualiser ou réviser quelque énoncé prospectif que ce soit à la suite d'information nouvelle, d'événements futurs ou autrement et il décline expressément toute intention ou obligation à cet égard, si ce n'est en vertu d'une loi applicable.

Chou Associates Management Inc. (le « Gestionnaire ») gère l'ensemble des affaires du Fonds, y compris la sélection des titres de son portefeuille et la promotion des ventes des parts du Fonds. Aux fins du présent rapport, les expressions « Chou Associates Management Inc. » et « le Gestionnaire » sont interchangeables. Les coordonnées complètes du Gestionnaire figurent à la fin de ce rapport.

CHOU EUROPE FUND

Analyse du rendement par la direction

Objectif et stratégies de placement

Le Chou Europe Fund (le « Fonds ») vise la croissance du capital à long terme en investissant principalement dans des titres de capitaux propres de sociétés européennes que Chou Associates Management Inc. (le « gestionnaire ») considère comme étant sous-évalués. Le Fonds peut aussi investir dans des titres autres que des actions et dans des sociétés établies ailleurs qu'en Europe. Les placements du Fonds peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débentures convertibles, des bons de souscription, des obligations de gouvernements et de sociétés ainsi que des titres de créance à court terme.

Le Fonds a recours à une stratégie de placement qui repose sur des principes rigoureux à l'égard du prix payé pour acquérir les placements du portefeuille. L'ampleur d'un placement dans un titre donné est généralement tributaire du prix courant de ce titre par rapport à sa valeur intrinsèque, selon l'évaluation du gestionnaire et divers facteurs. Cette approche est conçue pour procurer une marge de sécurité supplémentaire, laquelle, en retour, contribue à réduire le risque global du portefeuille.

Risque

Les risques associés à un placement dans le Fonds sont décrits dans le plus récent prospectus simplifié déposé par le Fonds. Les porteurs de parts peuvent consulter un exemplaire de ce document sur le site Web du Fonds, à www.choufunds.com, et sur SEDAR, à www.sedar.com.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours de la période close le 30 juin 2018.

Analyse du marché

La croissance économique modérée et les tensions politiques persistantes ont pesé lourd sur les marchés des actions européennes au cours de la première moitié de 2018. En mai, les marchés mondiaux ont subi les contrecoups des problèmes politiques en Italie, les investisseurs craignant que les élections surprises dans ce pays entraînent l'élection d'un gouvernement opposé à l'Union européenne. Son intention d'augmenter les dépenses, de réduire les impôts, de diminuer l'âge de la retraite et d'annuler certaines des réformes favorisant la croissance pourrait avoir pour effet d'accroître le déficit budgétaire de l'Italie et causer des conflits avec l'Union européenne, la Banque centrale européenne (BCE) et l'Allemagne. Les craintes du marché se sont atténuées, puisque les partis populistes ont éventuellement formé un gouvernement de coalition. Il y a lieu de mentionner que ce climat politique incertain a surtout donné du fil à retordre aux banques italiennes. Ailleurs en Europe, les actions du secteur des automobiles ont fléchi en raison de l'intensification des craintes entourant les échanges commerciaux dans le sillage des menaces du président américain Trump d'imposer des tarifs aux importations de véhicules. La BCE a annoncé son intention de mettre fin à ses mesures d'assouplissement quantitatif en décembre 2018, mais de laisser les taux d'intérêt inchangés jusqu'à l'été de 2019.

Résultats d'exploitation

Pour la période close le 30 juin 2018, les parts des séries A et F du Fonds se sont accrues de 6,2 % et de 6,5 %, respectivement, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) a progressé de 1,8 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts des séries A et F ont gagné 1,6 % et 1,8 %, respectivement, comparativement à une baisse de 3,0 % pour l'indice.

Les titres de Teva Pharmaceutical, de Endo International et de Ryanair Holdings ont le plus fortement contribué aux résultats du Fonds au cours de la première moitié de 2018.

CHOU EUROPE FUND

En revanche, les placements du Fonds dans Intralot, Sanofi et Bank of Ireland ont nui à ses résultats. Le Fonds n'a ajouté aucun nouveau placement à son portefeuille au cours de la période à l'étude.

Par ailleurs, il a réduit sa position dans Eurobank Ergasias et éliminé son exposition à OTCPharm.

Les rachats nets du Fonds pour la première moitié de 2018 se sont élevés à environ 1 732 428 \$ pour les parts de série A et à environ 699 217 \$ dans le cas des parts de série F. Au cours de la période à l'étude, la position en trésorerie mensuelle du Fonds représentait en moyenne 9,3 % de son actif net.

Le Fonds a tiré un revenu de 574 \$ de son programme de prêt de titres au cours du premier semestre de 2018.

En 2018, le Fonds n'a conclu aucun contrat de change à l'égard de la livre sterling ou de l'euro.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu récemment aucun événement digne de mention qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds comparativement à son indice de référence.

Opérations entre parties liées

Le gestionnaire gère l'ensemble des affaires du Fonds, y compris la sélection des titres du portefeuille du Fonds et la promotion des ventes des parts du Fonds.

Le gestionnaire est aussi le fiduciaire du Fonds. Lorsqu'ils effectuent un placement dans le Fonds, les investisseurs reçoivent des parts d'une fiducie. Le gestionnaire, en qualité de fiduciaire, détient le titre de propriété des biens du Fonds, la trésorerie et les titres en portefeuille, pour le compte des investisseurs.

Dans le cours normal des affaires, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs investissent, à l'occasion, dans des parts du Fonds. Toutes les transactions conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération. Au 30 juin 2018, le gestionnaire ne détenait aucune part du Fonds.

Au 30 juin 2018, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, sauf dans l'exercice des fonctions susmentionnées et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU EUROPE FUND

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés concernant le Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre sa performance financière pour la période close le 30 juin 2018 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, le cas échéant.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de la période	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,10 \$	0,06 \$	(0,64) \$	0,24 \$	0,24 \$	0,22 \$
Total des charges	(0,12) \$	(0,22) \$	(0,20) \$	(0,27) \$	(0,27) \$	(0,03) \$
Gain réalisé (perte) au cours de la période	(1,82) \$	3,57 \$	(0,21) \$	(0,33) \$	0,36 \$	0,62 \$
Gain latent (perte) au cours de la période	2,37 \$	(3,04) \$	(1,32) \$	0,69 \$	(0,46) \$	2,49 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	0,53 \$	0,37 \$	(2,37) \$	0,33 \$	(0,13) \$	3,30 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$
Actif net à la clôture de la période	10,68 \$	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	8,12 \$	8,00 \$	7,22 \$	8,63 \$	10,08 \$	10,93 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	5 285 \$	6 695 \$	12 165 \$	17 974 \$	20 919 \$	17 952 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	495 067	666 094	1 253 703	1 505 730	1 785 202	1 544 393
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	2,25 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	0,13 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	2,25 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	1,81 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,07 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille	- %	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	10,68 \$	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	<u>Juin 2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
Actif net à l'ouverture de la période	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,41 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,10 \$	0,03 \$	(0,65) \$	0,24 \$	0,23 \$	0,14 \$
Total des charges	(0,10) \$	(0,16) \$	(0,15) \$	(0,20) \$	(0,19) \$	(0,02) \$
Gain réalisé (perte) au cours de la période	(1,95) \$	3,13 \$	(0,22) \$	(0,34) \$	0,39 \$	0,58 \$
Gain latent (perte) au cours de la période	2,72 \$	(2,74) \$	(1,73) \$	0,22 \$	(1,26) \$	1,94 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	0,77 \$	0,26 \$	(2,75) \$	(0,08) \$	(0,83) \$	2,64 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$
Actif net à la clôture de la période	11,02 \$	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	8,38 \$	8,23 \$	7,39 \$	8,75 \$	10,16 \$	11,04 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	<u>Juin 2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	1 643 \$	864 \$	1 524 \$	3 827 \$	2 370 \$	929 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	149 161	83 511	153 653	316 204	200 686	79 132
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,69 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	0,11 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,69 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	1,16 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,07 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille	- %	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	11,02 \$	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$

¹⁾ Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités et des états financiers semestriels non audités du Fonds.

²⁾ L'actif net et les distributions sont basés sur le nombre de parts rachetables en circulation à la date donnée. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts rachetables en circulation au cours de la période.

³⁾ Les distributions ont été réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds ou payées en espèces sur demande.

⁴⁾ Ces données sont présentées à la clôture de la période indiquée et arrondies au millier le plus près.

⁵⁾ Le ratio des frais de gestion (« RFG ») est établi d'après le total des charges (à l'exclusion des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille) pour la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de la période. Le gestionnaire peut, à son entière discrétion, prendre à son compte certaines charges d'exploitation ou y renoncer. Le RFG tient compte des charges d'exploitation ayant fait l'objet de renoncations ou de prises en charge par le gestionnaire, alors que le RFG compte non tenu des prises en charge fait état du RFG avant que le gestionnaire procède à ces prises en charge ou renoncations.

⁶⁾ Le ratio des frais d'opérations comprend le total des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille, exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de la période.

⁷⁾ Le taux de rotation du portefeuille du Fonds indique dans quelle mesure le conseiller en placements du Fonds gère activement le portefeuille. Un taux de 100 % indique que tous les titres en portefeuille du Fonds ont été achetés ou vendus une fois au cours de l'exercice. Plus ce taux est élevé, plus les frais d'opérations engagés par le Fonds au cours de l'exercice sont élevés et la probabilité, pour l'investisseur, de réaliser un gain en capital imposable au cours de l'exercice est également plus forte. Il n'y a pas nécessairement de relation entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

CHOU EUROPE FUND

Frais de gestion

Le gestionnaire gère le Fonds. En contrepartie de ses services, il reçoit des frais de gestion des placements, qui sont payables mensuellement et calculés quotidiennement en pourcentage de la valeur marchande de l'actif net, lequel correspond à un taux annuel de 1,5 % pour les parts de série A et de 1,0 % pour les parts de série F. À même les frais de gestion des parts de série A, le gestionnaire verse aux courtiers des commissions de suivi de 50 points de base par année. Aucune commission de suivi n'est payée à l'égard des parts de série F.

Rendement passé

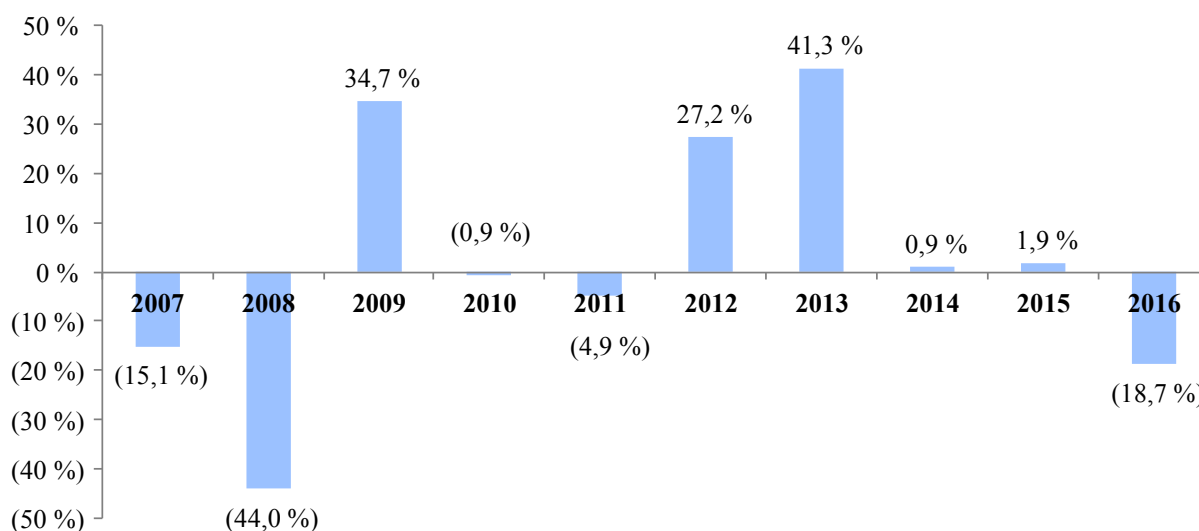
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement antérieur du Fonds. Les taux de rendement représentent le rendement global des années antérieures, qui tient compte des variations de la valeur par part et suppose que toutes les distributions ont été réinvesties. Ces rendements ne tiennent pas compte des frais de vente ou de rachat, ni des autres frais optionnels ou des impôts sur le revenu payables par les investisseurs, qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement antérieur du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

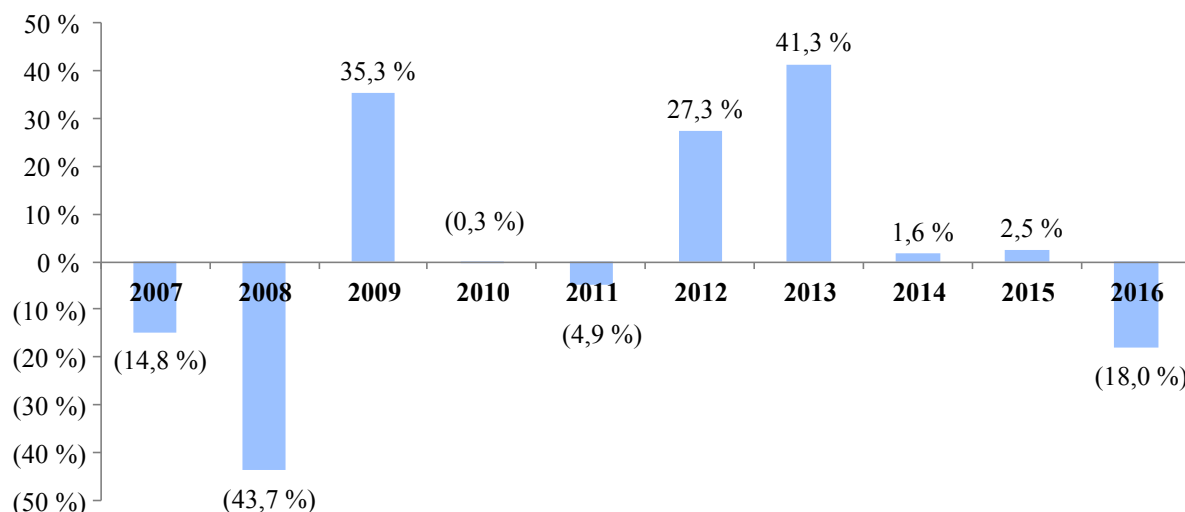
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacune des périodes indiquées. Exprimés en pourcentage, ces résultats indiquent la mesure dans laquelle un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice aurait augmenté ou diminué au 31 décembre de chaque exercice et illustrent la fluctuation de sa performance d'une année à l'autre. Les rendements pour 2018 sont présentés pour la période de six mois allant du 1^{er} janvier au 30 juin.

Série A



CHOU EUROPE FUND

Série F



Rendements annuels composés

Les tableaux suivants¹⁾ présentent le rendement global, composé sur une base annuelle, des parts des séries A et F du Fonds. Ils font état du rendement antérieur du Fonds depuis sa création et pour les périodes de un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans closes le 30 juin 2018. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement global antérieur, composé sur une base annuelle, de l'indice MSCI Europe (tous pays) (l'« indice »). L'indice est un indice boursier pondéré et ajusté en fonction du flottant. Les calculs du rendement de l'indice de référence ne tiennent pas compte des frais de gestion ni des charges du Fonds, alors que ceux portant sur le Fonds en tiennent compte.

Série A

30 juin 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	1,67 %	-6,08 %	0,95 %	3,15 %	2,60 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	7,12 %	6,60 %	11,27 %	5,21 %	7,17 %

Série F

30 juin 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	2,35 %	-5,42 %	1,56 %	3,60 %	1,45 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	7,12 %	6,60 %	11,27 %	5,21 %	5,72 %

¹⁾ Les renseignements présentés dans les tableaux supposent le réinvestissement de tous les dividendes.

CHOU EUROPE FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants dressent l'aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2018.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Soins de santé	36,4 %
Finance	21,7 %
Biens de consommation discrétionnaire	21,2 %
Industries	9,9 %
Équivalents de trésorerie, montant net	10,8 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
<i>(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)</i>	
Actions	
Bank of Ireland Group PLC	16,8 %
Sanofi, CAAÉ	15,2 %
Endo international PLC	14,3 %
Intralot A.E.	11,3 %
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	9,9 %
Abbey Public Limited Company	9,8 %
Teva Pharmaceutical Industries Limited, CAAÉ	6,9 %
Eurobank Ergasias SA	5,0 %
Total des placements	89,2 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions effectuées au sein du portefeuille du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2018, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2018 sur notre site Web, à www.choufunds.com.

Chou Associates Management Inc.

110, Sheppard Avenue East
Suite 301, Box 18
Toronto (Ontario)
M2N 6Y8

Tél. : 416-214-0675
Sans frais: 1-888-357-5070
Télécopieur : 416-214-1733
Site Web: www.choufunds.com
Courriel: admin@choufunds.com

Agent chargé de la tenue des registres et dépositaire

CIBC Mellon
1, York Street, Suite 900
Toronto (Ontario)
M5J 0B6

Tél.: 416-643-5540
Sans frais: 1-866-379-3266
Télécopieur: 1-866-877-9477

Auditeurs

Grant Thornton LLP
15, Allstate Parkway, Suite 200
Markham (Ontario)
L3R 5B4

Conseillers juridiques

Owens Wright LLP
20, Holly Street, Suite 300
Toronto (Ontario)
M4S 3B1