

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2017

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2017

Le présent rapport annuel 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 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 consultant 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 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 l'exercice clos le 31 décembre 2017.

Analyse du marché

La croissance économique solide et les politiques d'assouplissement monétaire soutenues ont donné du tonus aux marchés européens en 2017. Le climat politique en Europe leur a également prêté main-forte, comme en témoigne la victoire du candidat centriste et pro-euro M. Emmanuel Macron aux élections présidentielles françaises en mai dernier. Les marchés ont réagi favorablement à ce résultat électoral puisque le parti devrait maintenant être en mesure de faire adopter son programme de réformes, ce qui réduit le risque d'un démantèlement de la zone euro. Outre les manchettes politiques, les économies se sont également redressées en Europe, où la croissance et l'inflation ont augmenté en 2017, et le taux de chômage a diminué. Bien que les efforts déployés par la Banque centrale européenne pour éliminer les mesures de relance économique aient suscité des craintes, celle-ci n'a encore adopté aucune mesure importante dans ce sens.

Le marché du Royaume-Uni a accusé un retard sur ses pairs à l'échelle internationale, puisque le Brexit a continué de brouiller les perspectives des entreprises et d'entraver les dépenses et la confiance des consommateurs. Étant donné la hausse du taux d'inflation, le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a majoré ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 2007, ceux-ci ayant été ramenés à 0,50 %, après avoir occupé un creux de 0,25 %. En juin, la décision de la première ministre Theresa May de déclencher des élections surprises s'est retournée contre elle puisque le parti conservateur a perdu sa majorité absolue au Parlement britannique. Les négociations entourant le Brexit ont progressé en décembre, une entente ayant été signée pour permettre aux parties d'entamer des pourparlers sur les futures ententes commerciales. Cela dit, les investisseurs reconnaissent qu'il reste encore beaucoup de travail à faire.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2017, les parts des séries A et F du Fonds se sont accrues de 3,6 % et de 4,3 %, respectivement, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) a progressé de 17,3 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts des séries A et F ont gagné 10,6 % et 11,4 %, respectivement, comparativement à une hausse de 26,0 % pour l'indice.

CHOU EUROPE FUND

Les titres de Ryanair Holdings, de Intralot, de Abbey PLC et de Eurobank Ergasias S.A. ont contribué aux résultats du Fonds en 2017. L'euro s'est apprécié par rapport au dollar canadien au cours de l'exercice, ce qui a également eu une incidence positive sur le rendement du Fonds.

Au cours de la première moitié de 2017, le Fonds a pris une participation dans Teva Pharmaceutical et dans Endo International. Il a toutefois vendu ses placements dans ces sociétés au cours de la deuxième moitié de l'année.

Le Fonds a liquidé ses placements dans les actions de Trastor Real Estate Investment Co., de GlaxoSmithKline et de AstraZeneca PLC.

Les rachats nets du Fonds pour 2017 se sont élevés à environ 5 903 254 \$ pour les parts de série A et à environ 684 005 \$ dans le cas des parts de série F. Au cours de l'exercice, la position en trésorerie mensuelle du Fonds représentait en moyenne 8,8 % de son actif net.

Le Fonds a tiré un revenu de 344 \$ de son programme de prêt de titres au cours de 2017.

En 2017, 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 31 décembre 2017, le gestionnaire détenait 21,1 % des parts de série A du Fonds.

En 2017, 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 l'exercice clos le 31 décembre 2017 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, le cas échéant.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Actif net à l'ouverture de l'exercice	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$	6,76 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,06 \$	(0,64) \$	0,24 \$	0,24 \$	0,22 \$	0,33 \$
Total des charges	(0,22) \$	(0,20) \$	(0,27) \$	(0,27) \$	(0,03) \$	(0,05) \$
Gain réalisé (perte) au cours de l'exercice	3,57 \$	(0,21) \$	(0,33) \$	0,36 \$	0,62 \$	(0,42) \$
Gain latent (perte) au cours de l'exercice	(3,04) \$	(1,32) \$	0,69 \$	(0,46) \$	2,49 \$	1,96 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	0,37 \$	(2,37) \$	0,33 \$	(0,13) \$	3,30 \$	1,82 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$	0,30 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$	0,30 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,29 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	8,00 \$	7,22 \$	8,63 \$	10,08 \$	10,93 \$	8,33 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	6 695 \$	12 165 \$	17 974 \$	20 919 \$	17 952 \$	7 803 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	666 094	1 253 703	1 505 730	1 785 202	1 544 393	937 889
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	0,13 %	0,20 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	1,81 %	1,89 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
Valeur liquidative par part	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Actif net à l'ouverture de l'exercice	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,41 \$	6,83 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,03 \$	(0,65) \$	0,24 \$	0,23 \$	0,14 \$	0,35 \$
Total des charges	(0,16) \$	(0,15) \$	(0,20) \$	(0,19) \$	(0,02) \$	(0,05) \$
Gain réalisé (perte) au cours de l'exercice	3,13 \$	(0,22) \$	(0,34) \$	0,39 \$	0,58 \$	(0,36) \$
Gain latent (perte) au cours de l'exercice	(2,74) \$	(1,73) \$	0,22 \$	(1,26) \$	1,94 \$	1,63 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	0,26 \$	(2,75) \$	(0,08) \$	(0,83) \$	2,64 \$	1,57 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$	0,31 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$	0,31 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,37 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	8,32 \$	7,39 \$	8,75 \$	10,16 \$	11,04 \$	8,42 \$

Ratios et données supplémentaires - Parts de série F

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	864 \$	1 524 \$	3 827 \$	2 370 \$	929 \$	18 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	83 511	153 653	316 204	200 686	79 132	2 180
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	0,11 %	0,23 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	1,16 %	1,36 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
Valeur liquidative par part	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,41 \$

¹⁾ Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités et des états financiers semestriels non audités du Fonds. Avant le 1^{er} janvier 2013, l'actif net par part présenté dans les états financiers aux fins de l'information financière établie aux termes des PCGR du Canada pouvait être différent de la valeur liquidative calculée aux fins de l'établissement du prix 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 l'exercice.

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

⁴⁾ Données présentées à la clôture de l'exercice indiqué 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 l'exercice indiqué et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de l'exercice. 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 l'exercice.

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.

⁸⁾ Les renseignements portant sur l'exercice de 2013 et les suivants ont été préparés selon les IFRS. L'information relative aux exercices antérieurs à 2013 a été préparée conformément aux PCGR du Canada.

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

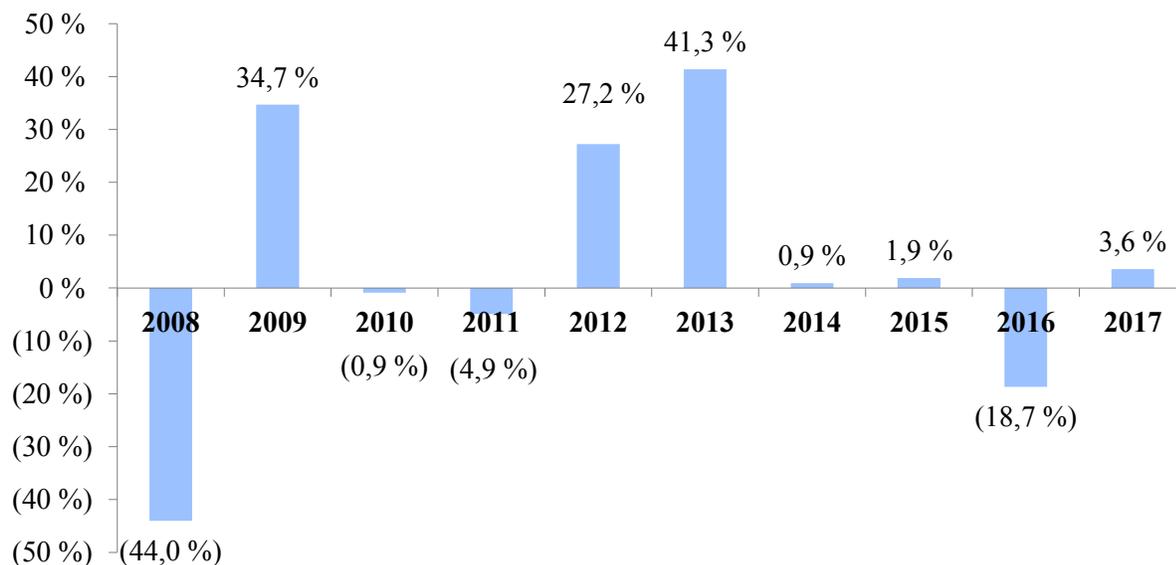
Généralités

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

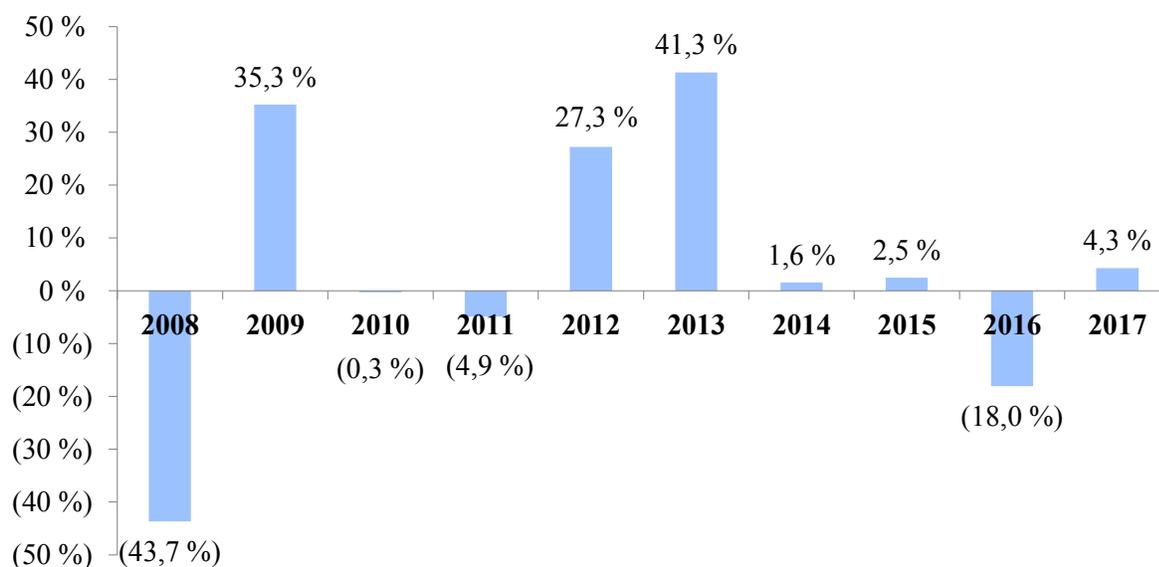
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Exprimés en pourcentage, ces résultats indiquent la mesure dans laquelle un placement effectué le premier jour de l'exercice aurait augmenté ou diminué à la date de clôture de l'exercice et illustrent la fluctuation de sa performance d'une année à l'autre.

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 31 décembre 2017. 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

31 décembre 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	3,59 %	-4,98 %	4,12 %	1,03 %	2,26 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	17,33 %	10,10 %	12,58 %	4,01 %	7,30 %

Série F

31 décembre 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	4,28 %	-4,32 %	4,70 %	1,47 %	0,98 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	17,33 %	10,10 %	12,58 %	4,01 %	5,81 %

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 31 décembre 2017.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Soins de santé	31,0 %
Finance	30,5 %
Biens de consommation discrétionnaire	20,2 %
Industries	7,9 %
Équivalents de trésorerie, montant net	10,4 %
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	16,1 %
Eurobank Ergasias SA	14,4 %
Sanofi, CAAÉ	14,3 %
Intralot A.E.	11,7 %
Endo international PLC	10,3 %
Abbey Public Limited Company	8,5 %
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	7,9 %
Teva Pharmaceutical Industries Limited, CAAÉ	4,7 %
OTCPharm PJSC	1,7 %
Total des placements	89,6 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions effectuées au sein du portefeuille du fonds de placement. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 31 mars 2018, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 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: 1-855-884-0493

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