

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2017

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

L'objectif de Chou Europe Fund (le « Fonds ») est d'accroître le 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 sous-évalués. Le Fonds peut également investir dans des titres autres que de capitaux propres et dans des entreprises non européennes. Les placements du Fonds peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débentures convertibles, des bons de souscription, des obligations d'États et de sociétés ainsi que des titres de créance à court terme.

La stratégie de placement du Fonds respecte des principes stricts à l'égard des prix payés pour acquérir les placements de portefeuille. D'une façon générale, le niveau des placements dans les titres d'une entité donnée est proportionnel à leur cours actuel compte tenu de l'évaluation que fait le Gestionnaire de la valeur intrinsèque de l'entité selon différents facteurs. Cette approche est conçue pour procurer une marge de sécurité supplémentaire qui contribue elle-même à réduire le risque global du portefeuille du Fonds.

Risque

Les risques associés à un placement dans le Fonds sont mentionnés dans le plus récent prospectus simplifié déposé par le Fonds. Ce prospectus simplifié peut être consulté sur le site Web du Fonds, 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 2017.

Résultats d'exploitation

Pour la période close le 30 juin 2017, le rendement du Fonds a augmenté de 8,2 % pour les parts de série A et de 8,5 % pour les parts de série F, déduction faite des frais, tandis que l'indice global MSCI Europe (tous pays) affichait un gain de 11,5 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds s'est hissé de 12,0 % pour ses parts de série A et de 12,4 % pour ses parts de série F, tandis que l'indice global MSCI Europe (tous pays) affichait un rendement de 15,4 %.

Le marché européen des titres de capitaux propres a affiché un solide rendement durant le premier semestre de 2017. Le cours des actions a bénéficié de divers facteurs comme la diminution du risque politique, la conjoncture économique favorable et l'amélioration des bénéfices de sociétés. En revanche, la dernière semaine de juin a été marquée par une contraction lorsque les remarques optimistes de Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, ont été perçues comme un signe avant-coureur de l'élimination prochaine de mesures de relance économique. Le risque politique a joué un rôle important durant la première partie du trimestre à l'approche des élections présidentielles en France. Cependant, Emmanuel Macron, candidat centriste favorable à l'UE, a remporté une victoire décisive, à l'instar de son nouveau parti aux élections législatives. Les marchés ont réagi favorablement à la nouvelle puisque la victoire aux législatives devrait permettre au nouveau président de faire avancer son programme de réformes, outre que le risque d'un démantèlement de la zone euro a considérablement diminué.

Le marché des titres de capitaux propres au Royaume-Uni a été instable étant donné le climat d'incertitude entourant les perspectives économiques, la conjoncture politique et l'avenir de la politique monétaire. L'indice FTSE All-Share a affiché un rendement global de 3,3 %, en raison des solides résultats des sociétés. La première ministre Theresa May a entamé le processus lié à l'article 50 au mois de mars en vue de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, qui s'échelonne sur deux ans. Lorsqu'elle a déclenché une élection surprise pour le 8 juin, le consensus était que les conservateurs réussiraient à conforter leur majorité et seraient en position plus favorable pour entamer les négociations liées au Brexit. Le marché des actions au Royaume-Uni a affiché

CHOU EUROPE FUND

un excellent rendement durant le mois de mai. En revanche, nombre des gains de mai ont été annulés en juin lorsque les sondages ont montré un nivellement des intentions de vote en prévision de l'élection générale. L'incertitude croissante à l'égard des dépenses de consommation a également nui aux secteurs axés sur le Royaume-Uni.

Les titres qui ont le plus contribué au rendement du Fonds au premier semestre de 2017 comprennent les placements en actions dans Ryanair Holdings, Intralot, Sanofi, et Eurobank Ergasias S.A. L'euro s'est apprécié en regard du dollar canadien au cours du semestre, facteur qui a également eu une incidence favorable sur le rendement du Fonds.

Les titres qui ont nui au rendement du Fonds sont entre autres les titres de capitaux propres de NEXT PLC et de OTCPharm.

Les nouvelles acquisitions du Fonds au cours du premier semestre de 2017 comprennent les avoirs en actions dans Teva Pharmaceutical et Endo International.

Le Fonds s'est défait de ses avoirs en actions de Trastor Real Estate Investment Co., de GlaxoSmithKline, et d'AstraZeneca.

Les rachats nets du Fonds pour la période close le 30 juin 2017 se sont élevés à environ 1 021 425 \$ pour les parts de série A et à environ 695 555 \$ en ce qui a trait aux parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds a été de 8,5 % de son actif net pour la période close le 30 juin 2017.

Le Fonds a tiré un revenu de 36 \$ de son programme de prêts de titres au cours du premier semestre de 2017.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change à terme visant la livre sterling ou l'euro au cours du premier semestre de 2017.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu aucun événement particulier récent qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds lorsqu'on le compare 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 – les liquidités et les titres en portefeuille – pour le compte des investisseurs.

Le Gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs acquièrent des parts du Fonds à l'occasion, dans le cours normal des affaires. Toutes les transactions avec le Gestionnaire sont évaluées à leurs valeurs d'échange.

Au cours de la période close le 30 juin 2017, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, si ce n'est dans l'exercice des fonctions et dans les cas susmentionnés.

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 2017 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, selon le cas.

Actif net du Fonds par part¹⁾ de série A

	Jun 2017	2016	2015	2014	2013	2012
Actif net à l'ouverture de la période	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$	6,76 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	– \$	(0,64) \$	0,24 \$	0,24 \$	0,22 \$	0,33 \$
Total des charges	(0,11) \$	(0,20) \$	(0,27) \$	(0,27) \$	(0,03) \$	(0,05) \$
Gains (pertes) réalisé(e)s de la période	0,49 \$	(0,21) \$	(0,33) \$	0,36 \$	0,62 \$	(0,42) \$
Gains (pertes) latent(e)s de la période	0,41 \$	(1,32) \$	0,69 \$	(0,46) \$	2,49 \$	1,96 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	0,79 \$	(2,37) \$	0,33 \$	(0,13) \$	3,30 \$	1,82 \$
Distributions						
Du revenu de placement (sauf les dividendes)	– \$	– \$	– \$	0,16 \$	0,14 \$	0,30 \$
Des dividendes	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$
Des gains en capital	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$
Remboursement de capital	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$	– \$
Distributions totales³⁾	– \$	– \$	– \$	0,16 \$	0,14 \$	0,30 \$
Actif net à la clôture de la période	10,50 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,29 \$
Actif net à la clôture de la période en dollars américains	8,10 \$	7,22 \$	8,63 \$	10,08 \$	10,93 \$	8,33 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2017	2016	2015	2014	2013	2012
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	12 084 \$	12 165 \$	17 974 \$	20 919 \$	17 952 \$	7 803 \$
Nombre de parts en circulation	1 150 742	1 253 703	1 505 730	1 785 202	1 544 393	937 889
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,92 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	0,13 %	0,20 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge ⁶⁾	1,92 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	1,81 %	1,89 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,13 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	18,74 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
Valeur liquidative par part	10,50 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part¹⁾ de série F

	<u>Jun 2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Actif net à l'ouverture de la période	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,41 \$	6,83 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	(0,03) \$	(0,65) \$	0,24 \$	0,23 \$	0,14 \$	0,35 \$
Total des charges	(0,08) \$	(0,15) \$	(0,20) \$	(0,19) \$	(0,02) \$	(0,05) \$
Gains (pertes) réalisé(e)s de la période	0,44 \$	(0,22) \$	(0,34) \$	0,39 \$	0,58 \$	(0,36) \$
Gains (pertes) latent(e)s de la période	0,34 \$	(1,73) \$	0,22 \$	(1,26) \$	1,94 \$	1,63 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	0,67 \$	(2,75) \$	(0,08) \$	(0,83) \$	2,64 \$	1,57 \$
Distributions						
Du revenu de placement (sauf les dividendes)	– \$	– \$	– \$	0,12 \$	0,14 \$	0,31 \$
Des dividendes	– \$	– \$	– \$	– \$	– – –	– \$
Des gains en capital	– \$	– \$	– \$	– \$	– – –	– \$
Remboursement de capital	– \$	– \$	– \$	– \$	– – –	– \$
Distributions totales³⁾	– \$	– \$	– \$	0,12 \$	0,14 \$	0,31 \$
Actif net à la clôture de la période	10,76 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,37 \$
Actif net à la clôture de la période en dollars américains	8,30 \$	7,39 \$	8,75 \$	10,16 \$	11,04 \$	8,42 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	<u>Jun 2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	893 \$	1 524 \$	3 827 \$	2 370 \$	929 \$	18 \$
Nombre de parts en circulation	82 990	153 653	316 204	200 686	79 132	2 180
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,35 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	0,11 %	0,23 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou prises en charge ⁶⁾	1,35 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	1,16 %	1,36 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,13 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	18,74 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %	10,49 %
Valeur liquidative par part	10,76 \$	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. Aux fins de l'information financière, avant le 1^{er} janvier 2013, dans les états financiers dressés selon les PCGR canadiens, la valeur liquidative par part diffère de la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des parts.

²⁾ L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution provenant de l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré de parts 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⁾ Données à la clôture de la période indiquée, arrondies au millier le plus près.

⁵⁾ Le ratio des frais de gestion (« RFG ») est établi d'après le total des charges de la période indiquée (à l'exclusion des frais de courtage et des autres coûts d'opérations de portefeuille) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire au cours de la période. Le Gestionnaire peut, à son gré, prendre à son compte certaines charges d'exploitation ou y renoncer. Le RFG tient compte des charges d'exploitation ayant fait l'objet de renonciations ou de prises en charge par le Gestionnaire tandis que le RFG avant prises en charge fait état du RFG tel qu'il apparaît avant que le Gestionnaire ne procède à quelque prise en charge ou renonciation.

⁶⁾ Le ratio des frais d'opérations représente le total des frais de courtage et des autres coûts de transaction du portefeuille et est 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 rotation du portefeuille de 100 % signifie que le Fonds achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation du portefeuille d'un fonds au cours d'un exercice est élevé, plus les frais d'opérations payables par le fonds pendant l'exercice sont élevés et plus il est probable qu'un investisseur réalisera des gains en capital impossibles au cours de l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

⁸⁾ L'information relative à l'exercice 2013 et par la suite est conforme aux IFRS. L'information relative aux exercices antérieurs à 2013 est présentée selon les PCGR canadiens.

CHOU EUROPE FUND

Frais de gestion

Le Gestionnaire gère le Fonds. Il a droit à des honoraires de gestion des placements payables mensuellement et calculés quotidiennement sur la base d'un pourcentage de la valeur de marché de l'actif net égal à 1,5 % par année pour les parts de série A, et à 1,0 % par année pour les parts de série F. Le Gestionnaire paie aux courtiers, à même les honoraires de gestion des parts de série A, 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

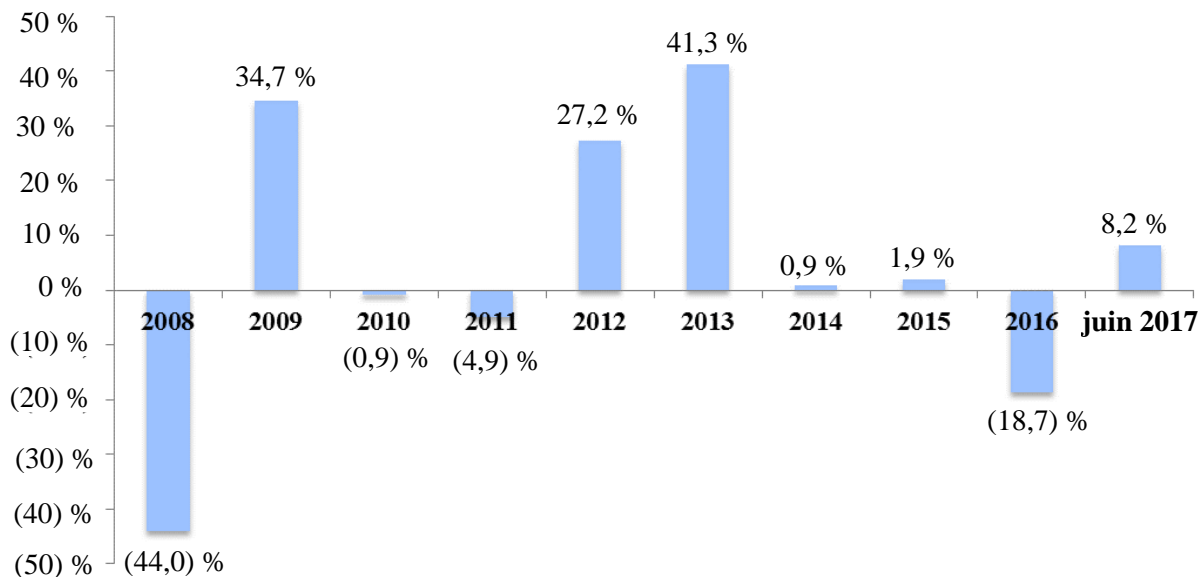
Généralités

Les histogrammes et tableaux qui suivent font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent aux rendements totaux historiques qui comprennent les variations du prix des parts et présument le réinvestissement de toutes les distributions. Ces rendements ne tiennent compte d'aucuns frais de vente ou de rachat, d'aucune autre charge accessoire ou des impôts sur le revenu que les investisseurs dans le Fonds doivent payer et qui pourraient réduire ces rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

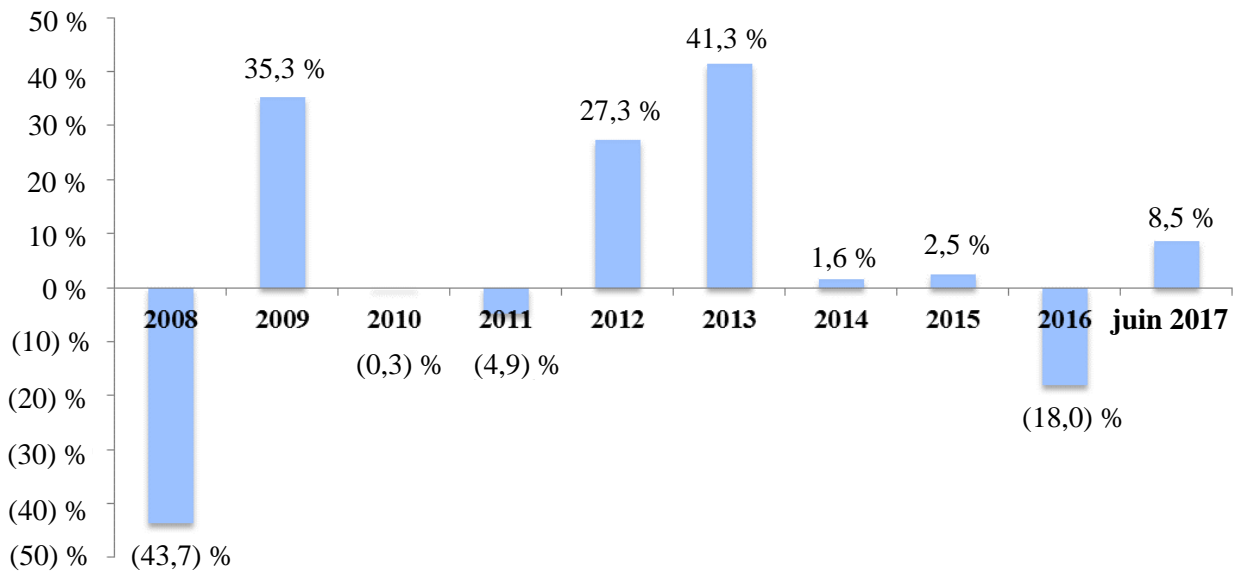
Les histogrammes suivants illustrent le rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Chaque histogramme indique en pourcentage dans quelle mesure un placement effectué le 1^{er} janvier se serait accru ou aurait diminué au 31 décembre de chacun des exercices et la variation du rendement d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2017 concerne le premier semestre, du 1^{er} janvier au 30 juin.

Série A



CHOU EUROPE FUND

Série F



Rendements composés annuels

Les tableaux suivants¹⁾ indiquent le rendement composé annuel total des parts de série A et de série F du Fonds. Ils font état du rendement passé du Fonds depuis la création et pour les périodes de un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans closes le 30 juin 2017. Pour chacune de ces périodes, les tableaux ci-dessous indiquent également le rendement composé annuel total historique ou la variation de l'indice MSCI Europe (tous pays) (l'« indice »). L'indice est un indice d'actions libre et pondéré. L'indice de référence est calculé sans déduire ni les frais de gestion ni les frais du fonds, alors que le rendement du Fonds est calculé compte tenu de la déduction de ces frais.

Série A

30 juin 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Europe Fund	14,46 %	-6,69 %	8,16 %	0,28 %
Indice MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	21,79 %	6,82 %	14,31 %	3,00 %

Série F

30 juin 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Europe Fund	15,38 %	-6,04 %	8,67 %	0,70 %
Indice MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	21,79 %	6,82 %	14,31 %	3,00 %

¹⁾ Les tableaux présument le réinvestissement de tous les dividendes.

CHOU EUROPE FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux qui suivent résument le contenu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2017.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Europe continentale	75,9 %
Royaume-Uni	9,1 %
Israël	5,0 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	10,0 %
Portefeuille total	100,0 %

<u>Émetteurs</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
<i>(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)</i>	
Titres de capitaux propres	
Ryanair Holdings PLC, CAAE	17,8 %
Intralot A.E.	9,8 %
Sanofi, CAAE	9,6 %
Eurobank Ergasias SA	9,5 %
NEXT PLC	9,0 %
Endo International PLC	8,9 %
Bank of Ireland	8,9 %
OTCPharm PJSC	6,3 %
Abbey Public Limited Company	5,1 %
Teva Pharmaceuticals Industries Limited, CAAE	5,0 %
Placements totaux	90,0 %

L'aperçu du portefeuille du Fonds pourrait varier en fonction des opérations de portefeuille qui y sont effectuées. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2017, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille et sera publiée sur notre site Web, www.choufunds.com, au plus tard le 31 octobre 2017.

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
320, Bay St.
Toronto (Ontario)
M5H 4A6

Tél.: 416-643-5540
Sans frais: 1-866-379-3266
Télécopieur: 1-855-884-0493

Auditeurs

KPMG, LLP
Bay Adelaide Centre
333, Bay Street, Suite 4600
Toronto (Ontario)
M5H 2S5

Conseillers juridiques

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