

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2018

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2018

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, des résultats, des circonstances et des rendements prévus 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 s'écarter 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, la conjoncture économique, l'état du marché, les taux d'intérêt, les changements législatifs et réglementaires, les effets 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'elle s'appuie sur des énoncés prospectifs pour prendre des décisions à l'effet d'investir dans le Fonds, toute personne 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 débetures convertibles, des options, des bons de souscription, des obligations de gouvernements et de sociétés ainsi que des titres de créance à court terme.

La stratégie de placement du Fonds 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, qui est évaluée par le gestionnaire selon 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 2018.

Analyse du marché

Les titres de capitaux propres européens ont terminé l'exercice 2018 en territoire négatif. Les affrontements politiques et les inquiétudes à l'égard de la croissance ont pesé lourdement sur les actions européennes. Les incertitudes suscitées par les négociations qui entourent le Brexit ont alimenté les appréhensions des investisseurs dans la région. D'autres facteurs géopolitiques, dont les manifestations françaises à l'égard des réformes mises de l'avant par le président Emmanuel Macron et le conflit opposant le gouvernement italien à la Commission européenne sur son budget, ont contribué à refroidir le climat.

Sur cette toile de fond politique et dans la foulée d'un ralentissement de la croissance économique dans la région, plusieurs indices repères européens ont accusé des reculs à deux chiffres pour l'année.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2018, le Fonds a subi un recul de 9,9 % sur ses parts de séries A et de 9,4 % sur ses parts de série F, déduction faite des frais et charges, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) a perdu 6,8 % en dollars canadiens. En dollars américains, le Fonds a chuté de 17,1 % pour ses parts de série A et de 16,6 % pour ses parts des séries F tandis que l'indice a reculé de 14,3 %.

Les titres de capitaux propres de Intralot SA, de Eurobank Ergasias S.A., de Ryanair Holdings PLC et de la Bank of Ireland ont nui aux résultats du Fonds en 2018.

Seul le placement dans Sanofi a eu une incidence positive sur le Fonds en 2018. L'euro s'est légèrement apprécié par rapport au dollar canadien au cours de l'exercice, ce qui a également eu un effet positif sur le rendement du Fonds.

CHOU EUROPE FUND

Le Fonds a ajouté des actions ordinaires de Fiat Chrysler Automobiles à son portefeuille en 2018.

Le Fonds a réduit son placement dans Eurobank Ergasias SA et liquidé ses placements en actions dans OTCPharm en 2018.

Le Fonds a vendu ses options d'achat couvertes sur des actions ordinaires de Endo International PLC en 2018.

Les rachats nets du Fonds pour 2018 se sont élevés à environ 1 912 581 \$ pour les parts de série A et les souscriptions à environ 2 681 981 \$ dans le cas des parts de série F. Au cours de l'exercice, la position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'élevait à 17,8 % de son actif net.

Le Fonds a tiré un revenu de 769 \$ de son programme de prêt de titres au cours de 2018.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change à l'égard de la livre sterling ou de l'euro en 2018.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu aucun événement significatif 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, 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 2018, le gestionnaire ne détenait aucune part de série A du Fonds.

En 2018, il n'y a eu aucune opération entre parties liées si ce n'est 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 2018 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de l'exercice	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$	8,32 \$
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,12 \$	0,06 \$	(0,64) \$	0,24 \$	0,24 \$	0,22 \$
Total des charges	(0,24) \$	(0,22) \$	(0,20) \$	(0,27) \$	(0,27) \$	(0,03) \$
(Perte) gain réalisé(e) au cours de l'exercice	(2,00) \$	3,57 \$	(0,21) \$	(0,33) \$	0,36 \$	0,62 \$
Gain (perte) latent(e) au cours de l'exercice	1,28 \$	(3,04) \$	(1,32) \$	0,69 \$	(0,46) \$	2,49 \$
(Diminution) augmentation totale provenant de l'exploitation²⁾	(0,84) \$	0,37 \$	(2,37) \$	0,33 \$	(0,13) \$	3,30 \$
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	- \$	0,16 \$	0,14 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	9,06 \$	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,64 \$	8,00 \$	7,22 \$	8,63 \$	10,08 \$	10,93 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	4 325 \$	6 695 \$	12 165 \$	17 974 \$	20 919 \$	17 952 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	477 657	666 094	1 253 703	1 505 730	1 785 202	1 544 393
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	2,21 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	0,13 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	2,21 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %	1,90 %	1,81 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,11 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	9,01 %	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	9,06 \$	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$	11,70 \$	11,62 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de l'exercice	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$	8,41 \$
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,08 \$	0,03 \$	(0,65) \$	0,24 \$	0,23 \$	0,14 \$
Total des charges	(0,18) \$	(0,16) \$	(0,15) \$	(0,20) \$	(0,19) \$	(0,02) \$
(Perte) gain réalisé(e) au cours de l'exercice	(1,10) \$	3,13 \$	(0,22) \$	(0,34) \$	0,39 \$	0,58 \$
(Perte) gain latent(e) au cours de l'exercice	(1,24) \$	(2,74) \$	(1,73) \$	0,22 \$	(1,26) \$	1,94 \$
(Diminution) augmentation totale provenant de l'exploitation²⁾	(2,44) \$	0,26 \$	(2,75) \$	(0,08) \$	(0,83) \$	2,64 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	- \$	- \$	0,12 \$	0,14 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	9,37 \$	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,86 \$	8,23 \$	7,39 \$	8,75 \$	10,16 \$	11,04 \$

Ratios et données supplémentaires - Parts de série F

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	3 102 \$	864 \$	1 524 \$	3 827 \$	2 370 \$	929 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	330 952	83 511	153 653	316 204	200 686	79 132
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,62 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	0,11 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,62 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %	1,31 %	1,16 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,11 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %	0,02 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	9,01 %	21,06 %	6,94 %	0,00 %	9,49 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	9,37 \$	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$	11,79 \$	11,74 \$

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

²⁾ L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts rachetables en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution provenant de l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré de parts rachetables en circulation au cours de l'exercice.

³⁾ Les distributions ont été réinvesties en 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 de l'exercice indiqué (à l'exclusion des courtages et des autres coûts d'opérations de portefeuille) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne 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 avant renoncations ou prises en charge en fait abstraction.

⁶⁾ Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions 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 l'exercice.

⁷⁾ Le taux de rotation du portefeuille du Fonds indique dans quelle mesure le conseiller en valeurs du Fonds gère activement les placements de portefeuille. Un taux de rotation 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 au cours d'un exercice est élevé, plus les coûts de transaction payables par le Fonds sont élevés au cours de l'exercice et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables 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.

CHOU EUROPE FUND

Frais de gestion

Le gestionnaire gère le Fonds. En contrepartie de ses services, il reçoit des honoraires 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

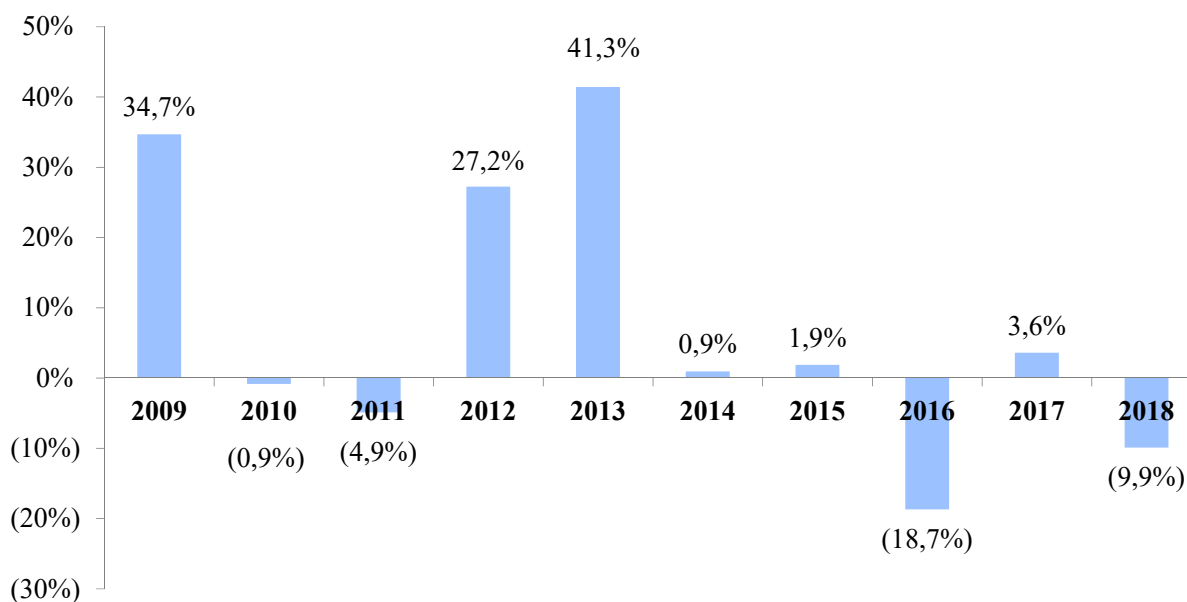
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Ils présentent les taux de rendement total historiques qui comprennent les variations de prix des parts et supposent que toutes les distributions ont été réinvesties. Ces rendements ne tiennent pas compte des frais d'acquisition ou de rachat, d'autres frais accessoires ou des impôts sur le revenu que les porteurs doivent payer et qui pourraient réduire les rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

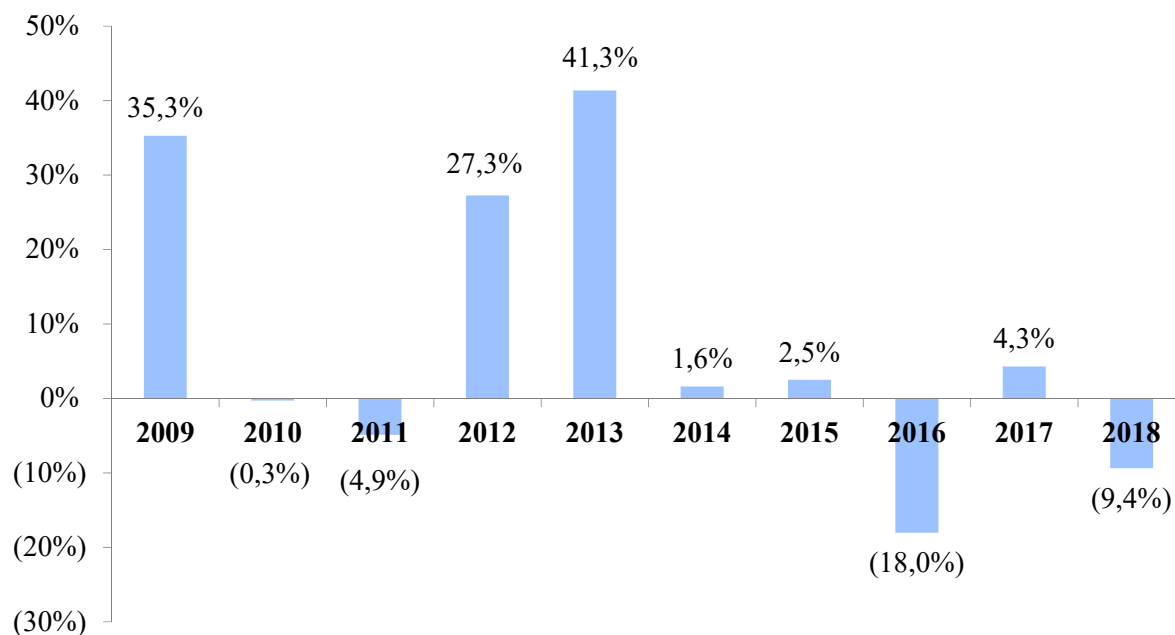
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre.

Série A



CHOU EUROPE FUND

Série F



Rendements annuels composés

Les tableaux suivants¹⁾ présentent le rendement annuel composé global des parts des séries A et F du Fonds. Ils font état du rendement passé du Fonds depuis sa création et pour les périodes de un, trois, cinq et dix ans closes le 31 décembre 2018. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global antérieur de l'indice MSCI Europe (tous pays) (« l'indice »). Il s'agit d'un indice boursier pondéré et ajusté en fonction du flottant. Les rendements de l'indice sont calculés sans déduction des frais de gestion et des charges d'un fonds, alors que ceux du Fonds sont présentés déduction faite de ces frais et charges.

Série A

31 décembre 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	-9,91 %	-8,80 %	-4,85 %	5,95 %	1,42 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	-6,80 %	2,40 %	4,87 %	7,87 %	6,31 %

Série F

31 décembre 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	-9,39 %	-8,17 %	-4,21 %	6,41 %	0,16 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	-6,80 %	2,40 %	4,87 %	7,87 %	4,80 %

¹⁾ Les données présentées dans les tableaux supposent le réinvestissement de toutes les distributions.

CHOU EUROPE FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants dressent l'aperçu du portefeuille du Fonds au 31 décembre 2018.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Soins de santé	30,3 %
Biens de consommation discrétionnaire	21,4 %
Services financiers	14,4 %
Produits industriels	6,0 %
Équivalents de trésorerie, montant net	27,9 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u> <i>(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)</i>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
--	---

Actions

Sanofi, CAAÉ	16,0 %
Bank of Ireland	11,6 %
Endo International PLC	10,7 %
Abbey Public Limited Company	8,7 %
Fiat Chrysler Automobiles N.V.	8,0 %
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	6,0 %
Intralot SA	4,7 %
Teva Pharmaceutical Industries Limited, CAAÉ	4,3 %
Eurobank Ergasias SA	2,8 %
Total des actions	72,8 %

Options

Endo International PLC, achat 15 \$, 2020-01-18	-0,7 %
Total des placements	72,1 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions effectuées au sein du portefeuille du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 31 mars 2019, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 2019 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.chofunds.com
Courriel: admin@chofunds.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