

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2020

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2020

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 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 obtenir de la même façon les politiques et procédures de vote par procuration, le dossier de vote par procuration et 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, dont un exemplaire peut être consulté sur le site Web du Fonds, www.choufunds.com, et sur le site de SEDAR, www.sedar.com.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours du semestre clos le 30 juin 2020.

Analyse du marché

Le premier semestre de 2020 a offert un tour de montagnes russes aux investisseurs. Après avoir atteint de nouveaux sommets à la mi-février, les marchés d'Europe et des États-Unis ont piqué du nez fin février, début mars, lorsque la pandémie du coronavirus a éclaté. Les gouvernements du monde entier ont tenté de stopper la propagation du virus en imposant des confinements qui ont freiné du même coup les économies. Ces mesures ont eu des conséquences désastreuses sur les entreprises et l'emploi, créant un stress financier mondial. La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont déversé un volume de liquidités sans précédent sur les marchés en vue de les stabiliser. L'Union européenne a également promis une aide de 540 milliards d'euros et le Royaume-Uni, une aide 53 milliards de livres. Bien que certains pays d'Europe commencent à « s'ouvrir », d'autres gouvernements européens ont adopté une approche plus prudente et continuent de maintenir plusieurs entreprises fermées.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2020, le rendement du Fonds s'est établi à -8,8 % pour les parts de série A et à -8,5 % pour les parts de série F, déduction faite des frais et charges, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) affichait une baisse de 8,6 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds s'est établi à -12,7 % pour les parts de série A et à -12,5 % pour les parts de série F tandis que l'indice perdait 12,9 %.

Les titres de capitaux propres de Bank of Ireland, Intralot, Rolls-Royce Holdings et Eurobank Ergasias ont eu un effet négatif marqué sur le rendement du Fonds au cours du semestre. La hausse des cours de Abbey, Dart Group et Wizz Air Holdings a contribué à amoindrir une partie des pertes. L'euro s'est apprécié par rapport au dollar canadien au cours de l'exercice, ce qui a également eu une incidence favorable sur le rendement du Fonds.

CHOU EUROPE FUND

Mise à jour du portefeuille

Le Fonds a souscrit des actions de Dart Group, easyJet et Wizz Air Holdings pendant le semestre. Il s'est par ailleurs départi de sa participation dans Sanofi.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change à terme à l'égard de la livre sterling ou de l'euro au cours du premier semestre de l'exercice 2020. Son portefeuille ne comprenait aucune option d'achat couverte au 30 juin 2020.

Le Fonds a tiré un revenu de 152 \$ de son programme de prêt de titres au cours du premier semestre 2020.

Les rachats nets du Fonds pour les six premiers mois de 2020 se sont élevés à environ 514 214 \$ pour les parts de série A et les souscriptions nettes à environ 128 792 \$ dans le cas des parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pour la période s'élève à 22,3 % de son actif net.

Événements récents

Depuis le 11 mars 2020, la flambée de la COVID-19 et la réponse qui y a été opposée à travers le monde ont entraîné chez les entreprises d'importants bouleversements qui ont eu des conséquences néfastes tant sur les marchés boursiers nationaux et internationaux que sur le rendement des valeurs à revenu fixe.

Bien que les gouvernements et les banques centrales aient mis en place des mesures monétaires et fiscales destinées à stabiliser la conjoncture économique, la durée et l'impact de la pandémie de la COVID-19, tout comme l'efficacité des interventions des gouvernements et banques centrales, demeurent incertains en ce moment.

Devant ces incertitudes croissantes, nous nous attendons à ce que le rendement du portefeuille du Fonds soit affecté dans une certaine mesure à court terme.

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. Au 30 juin 2020, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 1,5 % des parts de série A du Fonds. Toutes les transactions conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération.

Au cours du semestre clos le 30 juin 2020, 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 le semestre clos le 30 juin 2020 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	8,78	9,06	10,05	9,70	11,94	11,70
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,01	0,29	0,12	0,06	(0,64)	0,24
Total des charges	(0,09)	(0,20)	(0,24)	(0,22)	(0,20)	(0,27)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	0,51	(1,16)	(2,00)	3,57	(0,21)	(0,33)
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(1,30)	0,79	1,28	(3,04)	(1,32)	0,69
(Diminution) augmentation totale provenant de l'exploitation²⁾	(0,87)	(0,28)	(0,84)	0,37	(2,37)	0,33
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	-	-	-	-	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	-	-	-	-	-
Actif net à la clôture de la période	8,01	8,78	9,06	10,05	9,70	11,94
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	5,90	6,76	6,64	8,00	7,22	8,63

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 654 \$	3 481 \$	4 325 \$	6 695 \$	12 165 \$	17 974 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	331 405	396 577	477 657	666 094	1 253 703	1 505 730
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,95 %	1,96 %	2,21 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,95 %	1,96 %	2,21 %	1,95 %	1,89 %	1,95 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,24 %	0,05 %	0,11 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	27,98 %	13,94 %	9,01 %	21,06 %	6,94 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	8,01 \$	8,78 \$	9,06 \$	10,05 \$	9,70 \$	11,94 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	9,05	9,37	10,34	9,92	12,10	11,79
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,01	0,27	0,08	0,03	(0,65)	0,24
Total des charges	(0,07)	(0,14)	(0,18)	(0,16)	(0,15)	(0,20)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	0,55	(1,51)	(1,10)	3,13	(0,22)	(0,34)
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(1,29)	1,25	(1,24)	(2,74)	(1,73)	0,22
(Diminution) augmentation totale provenant de l'exploitation²⁾	(0,80)	(0,13)	(2,44)	0,26	(2,75)	(0,08)
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,09	-	-	-	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,09	-	-	-	-
Actif net à la clôture de la période	8,28	9,05	9,37	10,34	9,92	12,10
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	6,10	6,97	6,86	8,23	7,39	8,75

Ratios et données supplémentaires - Parts de série F

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 933 \$	3 352 \$	3 102 \$	864 \$	1 524 \$	3 827 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	354 311	370 498	330 952	83 511	153 653	316 204
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,40 %	1,36 %	1,62 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,40 %	1,36 %	1,62 %	1,30 %	1,32 %	1,37 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,24 %	0,05 %	0,11 %	0,14 %	0,01 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	27,98 %	13,94 %	9,01 %	21,06 %	6,94 %	0,00 %
Valeur liquidative par part	8,28 \$	9,05 \$	9,37 \$	10,34 \$	9,92 \$	12,10 \$

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 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 la période.

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

⁴⁾ Données 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 de la période indiquée (à l'exclusion des commissions de courtage et des autres coûts de transaction du portefeuille) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne 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 avant renoncations ou prises en charge n'en tient pas compte.

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 la période.

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 la période. 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

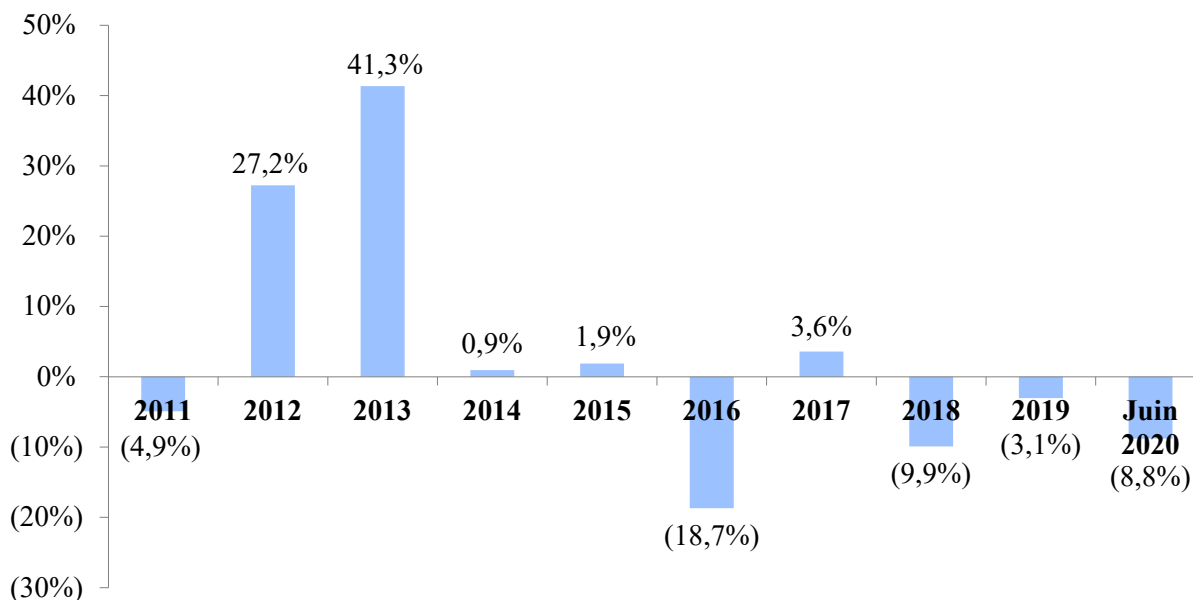
Généralités

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

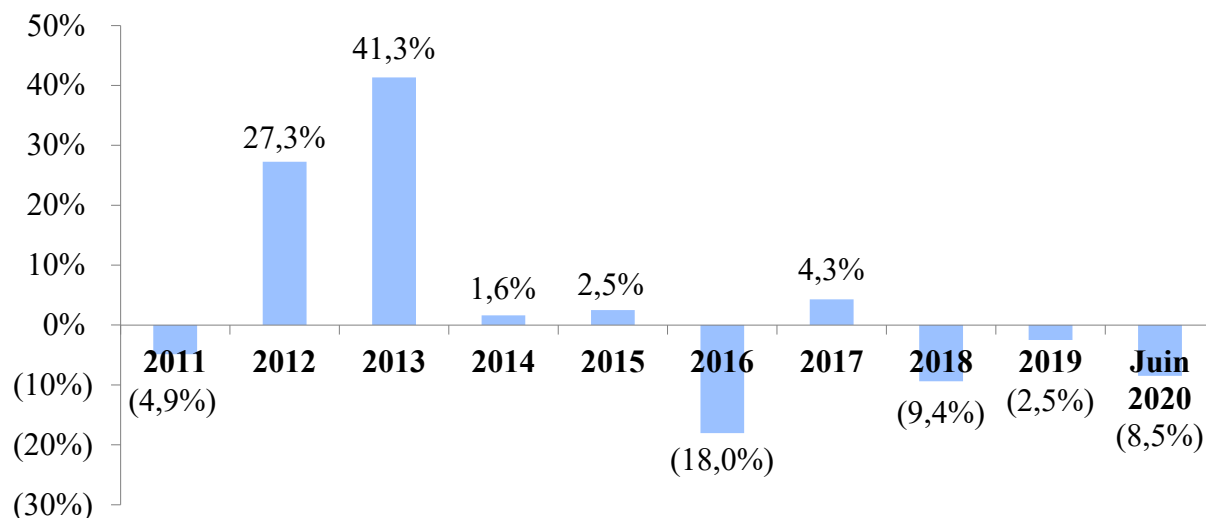
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2020 porte sur 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 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 30 juin 2020. 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. Le rendement de l'indice de référence est calculé sans tenir compte des frais de gestion et d'opérations d'un fonds, alors que le rendement du Fonds est présenté déduction faite de ces frais et charges.

Série A

30 juin 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	(5,07 %)	(8,63 %)	(9,07 %)	2,22 %	0,55 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	(2,93 %)	2,18 %	3,82 %	8,61 %	6,26 %

Série F

30 juin 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Europe Fund	(4,52 %)	(8,08 %)	(8,48 %)	2,68 %	(0,63 %)
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	(2,93 %)	2,18 %	3,82 %	8,61 %	4,90 %

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 30 juin 2020.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Biens de consommation de base	24,2%
Produits industriels	23,8%
Biens de consommation discrétionnaire	21,5%
Services financiers	8,4%
Équivalents de trésorerie, montant net	22,1%
Total du portefeuille	100,0 %

Émetteurs

(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)

% de l'actif net du Fonds

Actions

Dart Group PLC	15,2 %
Abbey Public Limited Company	12,0 %
Wizz Air Holdings PLC	9,0 %
Fiat Chrysler Automobiles N.V.	7,5 %
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	7,4 %
Cpl Resources PLC	6,8 %
easyJet PLC	6,8 %
Bank of Ireland Group PLC	5,6 %
Eurobank Ergasias Services and Holdings S.A.	2,8 %
Rolls-Royce Holdings PLC	2,8 %
Intralot A.E.	2,0 %
Total des actions	77,9 %
Total des placements	77,9 %

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 2020, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2020 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