

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2023

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2023

Le présent rapport semestriel 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 le 1-888-357-5070 (sans frais), 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+, au www.sedarplus.ca.

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

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. Il peut aussi investir dans des titres autres que des actions et dans des sociétés établies ailleurs qu'en Europe. Les placements peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débentures convertibles, des options, des bons de souscription, des obligations de gouvernements et de sociétés ainsi que des titres de créance à court terme. Le Fonds peut également utiliser des dérivés, notamment des contrats à terme standardisés, des options, des swaps et des contrats à terme de gré à gré pour se procurer une exposition à des catégories de titres et d'actifs qui sont compatibles avec ses objectifs, de même que pour couvrir l'exposition du portefeuille à des pertes de change ainsi qu'aux variations du cours des titres.

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 SEDAR+, au www.sedarplus.ca.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours du semestre clos le 30 juin 2023.

Analyse du marché

Selon l'indice MSCI AC Europe, le marché a progressé de 14,1 % en dollars américains au premier semestre 2023. Les banques centrales mondiales, dont celles de l'Europe, ont continué de hausser les taux d'intérêt en raison de la solide croissance économique. Les sociétés ont dégagé de meilleurs bénéfices que ceux redoutés, ce qui a alimenté les gains des marchés. Les pressions inflationnistes ont diminué, ce qui a amené la Banque centrale européenne à ralentir le rythme des hausses de taux et de nombreux investisseurs à croire que ce cycle de resserrement était terminé. Les craintes entourant la croissance économique en Chine, l'effet à long terme des hausses de taux et la persistance des tensions géopolitiques sont toujours présentes.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2023, le rendement du Fonds s'est établi à 24,5 % pour les parts de série A et à 24,5 % pour les parts de série F, déduction faite des frais et charges, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) a progressé de 11,6 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds s'est établi à 27,3 % pour les parts de série A et à 27,3% pour les parts de série F tandis que l'indice affichait une hausse de 14,1 %.

Au cours du premier semestre 2023, les titres de capitaux propres de Rolls-Royce Holdings PLC, de Wizz Air Holdings PLC, de Ryanair Holdings PLC, de Cairo Mezz PLC, de Jet 2 PLC et de Stellantis NV ont été les plus rentables.

Seuls les titres de capitaux propres de Liberty Global PLC ont subi un recul pendant le semestre.

CHOU EUROPE FUND

L'euro s'est déprécié par rapport au dollar canadien au cours du semestre, ce qui a eu une incidence défavorable sur le rendement du Fonds.

Mise à jour du portefeuille

Le Fonds n'a réduit aucune de ses participations en portefeuille pendant le semestre.

Le Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte dans son portefeuille au 30 juin 2023.

Le Fonds a tiré un revenu de 200 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre 2023.

Il n'a conclu aucun contrat de change à l'égard de la livre sterling ou de l'euro pendant la période.

Les souscriptions nettes du Fonds pour le premier semestre 2023 se sont élevées à environ 192 295 \$ et 164 490 \$ respectivement pour les parts de série A et F. Parmi les souscriptions nettes de parts de série F, une somme de 22 872 \$ correspond à des substitutions de parts de série A consécutives à l'interdiction de verser une commission de suivi aux courtiers-exécutants. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pour le semestre s'élève à 16,9 % de son actif net.

Événements récents

L'invasion actuelle de l'Ukraine par la Russie perturbe toujours les affaires à travers le monde et ajoute à la volatilité, tant dans les marchés nationaux qu'internationaux. Bien que les gouvernements et les banques centrales maintiennent leur soutien à l'économie au moyen de politiques monétaires et fiscales, on ne saurait s'avancer sur l'état de santé de l'économie en ce moment. Compte tenu de cette incertitude accrue, nous nous attendons à ce que le rendement du portefeuille du Fonds soit affecté de quelque façon 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 2023, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 5,8 % de l'ensemble des parts en circulation 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 2023, 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 2023 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	8,34	10,61	11,17	8,78	9,06	10,05
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,25	2,05	0,22	0,15	0,29	0,12
Total des charges	(0,06)	(0,19)	(0,19)	(0,19)	(0,20)	(0,24)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	-	1,52	1,28	(2,13)	(1,16)	(2,00)
Gain latent (perte latente) au cours de la période	1,72	(4,96)	(1,76)	3,99	0,79	1,28
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,91	(1,58)	(0,45)	1,82	(0,28)	(0,84)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	3,12	0,06	-	-	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	3,12	0,06	-	-	-
Actif net à la clôture de la période	10,39	8,34	10,61	11,17	8,78	9,06
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	7,84	6,16	8,39	8,78	6,76	6,64

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	1 568 \$	1 102 \$	2 733 \$	3 045 \$	3 481 \$	4 325 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	151 010	132 133	257 504	272 660	396 577	477 657
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	0,55 %	1,78 %	1,73 %	2,04 %	1,96 %	2,21 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	0,55 %	1,78 %	1,73 %	2,04 %	1,96 %	2,21 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,08 %	0,02 %	0,27 %	0,05 %	0,11 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	13,76 %	12,10 %	32,94 %	13,94 %	9,01 %
Valeur liquidative par part	10,39 \$	8,34 \$	10,61 \$	11,17 \$	8,78 \$	9,06 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	8,57	11,07	11,58	9,05	9,37	10,34
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,24	3,90	0,44	0,14	0,27	0,08
Total des charges	(0,06)	(0,15)	(0,17)	(0,15)	(0,14)	(0,18)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	-	0,64	1,41	(1,92)	(1,51)	(1,10)
Gain latent (perte latente) au cours de la période	1,76	(2,04)	(2,10)	3,62	1,25	(1,24)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,94	2,35	(0,42)	1,69	(0,13)	(2,44)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	3,37	0,05	-	0,09	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	3,37	0,05	-	0,09	-
Actif net à la clôture de la période	10,67	8,57	11,07	11,58	9,05	9,37
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	8,05	6,33	8,75	9,09	6,97	6,86

Ratios et données supplémentaires - Parts de série F

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	1 823 \$	1 329 \$	759 \$	2 436 \$	3 352 \$	3 102 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	170 881	155 116	68 565	210 389	370 498	330 952
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	0,55 %	1,24 %	1,32 %	1,48 %	1,36 %	1,62 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ³⁾	0,55 %	1,24 %	1,32 %	1,48 %	1,36 %	1,62 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,08 %	0,02 %	0,27 %	0,05 %	0,11 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	13,76 %	12,10 %	32,94 %	13,94 %	9,01 %
Valeur liquidative par part	10,67 \$	8,57 \$	11,07 \$	11,58 \$	9,05 \$	9,37 \$

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 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 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.

Le gestionnaire a décidé de renoncer aux honoraires de gestion relatifs à Chou Europe Fund au premier semestre 2023.

Rendement passé

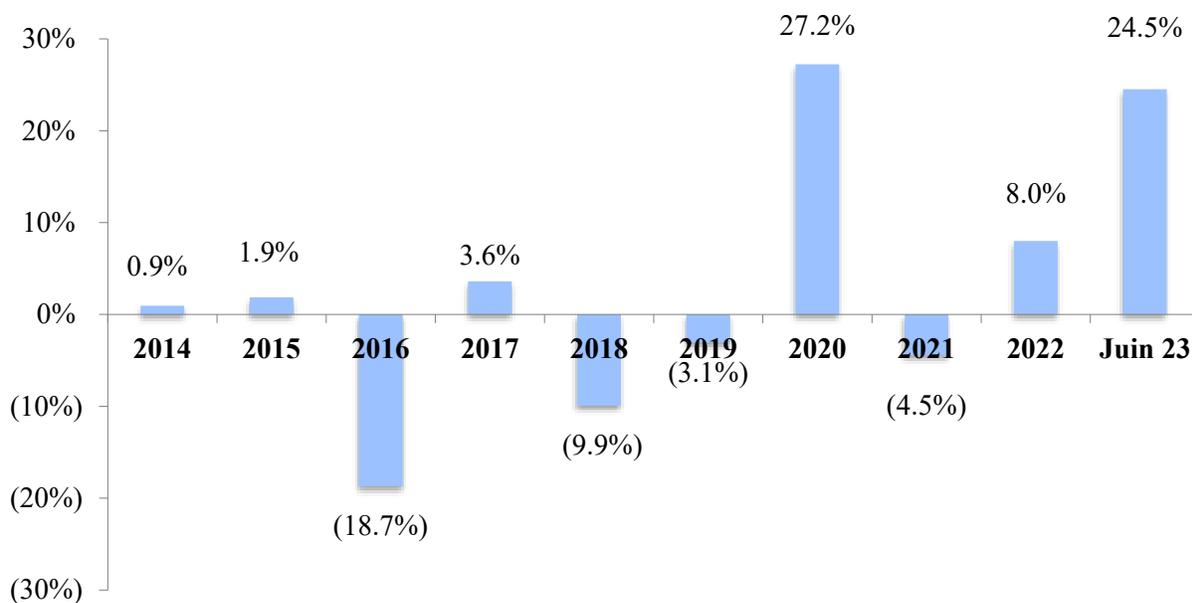
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement représentent le rendement global historique, 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 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

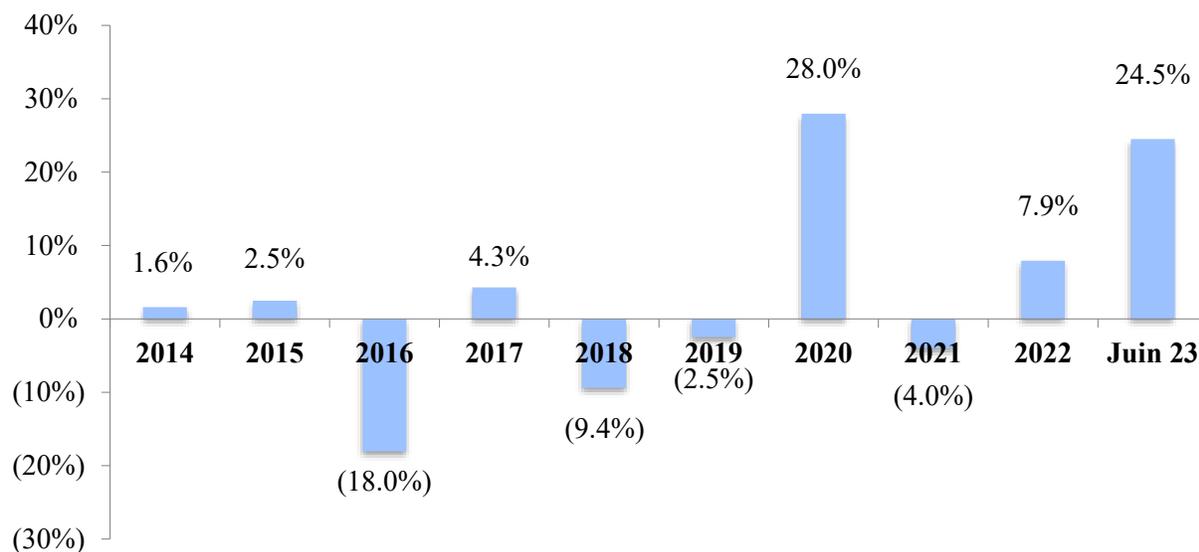
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2023 vaut 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 annuel composé global des parts des séries A et F du Fonds. Ils font état du rendement passé du Fonds pour les périodes de un, trois, cinq, dix et quinze ans closes le 30 juin 2023. 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

30 juin 2023	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Europe Fund	98,19 %	21,45 %	6,09 %	3,49 %	4,12 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	26,17 %	9,36 %	5,42 %	8,31 %	5,28 %

Série F

30 juin 2023	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Europe Fund	97,51 %	21,73 %	6,48 %	3,99 %	4,55 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	26,17 %	9,36 %	5,42 %	8,31 %	5,28 %

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 2023.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Biens de consommation discrétionnaire	30,4 %
Produits industriels	24,0 %
Biens de consommation de base	18,4 %
Services de télécommunications	7,9 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	19,3 %
Total du portefeuille	100,0 %

Émetteurs

(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)

% de l'actif net du Fonds

Actions

Stellantis NV	20,6 %
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	19,8 %
Wizz Air Holdings PLC	12,2 %
Prosus NV	9,7 %
Liberty Global PLC, catégorie A	7,9 %
Jet2 PLC	6,2 %
Rolls-Royce Holdings PLC	4,2 %
Cairo Mezz PLC	0,1 %
Total des actions	80,7 %

Total des placements	80,7 %
-----------------------------	---------------

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 2023, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2023 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