

**RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA
DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS**

30 juin 2025

CHOU EUROPE FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2025

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, avenue Sheppard Est, bureau 301, C.P. 18, Toronto (Ontario) M2N 6Y8 ou en consultant notre site Web, www.choufunds.com, et SEDAR+, à www.sedarplus.ca.

Les porteurs de parts peuvent également communiquer avec nous de l'une ou l'autre des manières 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 correspondent plutôt à 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 manière à actualiser ou à 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 ») s'occupe de 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.

Analyse du rendement du Fonds 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. Le Fonds peut également investir dans des titres autres que des actions et dans des sociétés établies ailleurs qu'en Europe. Ses placements peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débetures convertibles, des options, des bons de souscription, des obligations d'État et de sociétés, ainsi que des titres de créance à court terme. Le Fonds peut également se servir de dérivés, notamment des contrats à terme standardisés, des options, des swaps et des contrats à terme de gré à gré pour obtenir une exposition aux catégories de titres et d'actifs qui sont compatibles avec ses objectifs, de même que pour couvrir l'exposition du portefeuille aux 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 stratégie 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 on peut consulter un exemplaire sur son site Web à l'adresse www.choufunds.com, et sur SEDAR+, au www.sedarplus.ca.

Aucun changement important n'a touché le niveau de risque global du Fonds au cours de la période terminée le 30 juin 2025.

Analyse du marché

Selon l'indice MSCI Europe (tous pays), le marché s'est apprécié d'environ 23,9 % en dollars américains au premier semestre de 2025. La Banque centrale européenne (BCE) a abaissé les taux d'intérêt à 2,25 % au mois d'avril, en espérant stimuler la croissance et réduire les coûts d'emprunt. Toutefois, la BCE a émis une mise en garde selon laquelle les droits de douane continuaient de poser un risque baissier important pour les exportations, les investissements et les biens de consommation. Le sentiment des investisseurs était mitigé : la sous-performance des grandes capitalisations a été imputable en partie à l'effet d'un euro fort, mais les petites et moyennes capitalisations ont été portées par une demande intérieure résiliente. Des secteurs clés tels que la défense, l'énergie verte et l'intelligence artificielle ont soutenu la vigueur du marché.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2025, le rendement du Fonds s'est établi à 1,3 % pour ses parts de série A et à 1,3 % pour ses parts de série F, 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, le rendement du Fonds a augmenté de 6,9 % pour les parts de série A et de 6,9 % pour les parts de série F, alors que l'indice de rendement global MSCI Europe (tous pays) a affiché une hausse de 23,9 %.

Les principales hausses au cours du premier semestre de 2025 ont été celles des participations en actions dans Ryanair Holdings PLC, Sunrise Communications AG et Prosus NV.

CHOU EUROPE FUND

Durant la même période, les principaux déclins sont liés aux participations en actions dans Stellantis NV et dans Wizz Air Holdings PLC.

L'euro s'est apprécié par rapport au dollar canadien au cours du semestre, ce qui a eu un effet favorable sur le rendement du Fonds.

Mise à jour du portefeuille

Au cours de cette période, le Fonds a vendu sa participation dans Liberty Global PLC et réduit sa participation dans Prosus NV.

Par ailleurs, le Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte dans son portefeuille au 30 juin 2025.

Le Fonds a tiré un produit de 1 858 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre 2025.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change à l'égard de la livre sterling ou de l'euro au cours du premier semestre de 2025.

Pendant le premier semestre de 2025, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 68 667 \$ pour les parts de série A et les émissions nettes à environ 114 714 \$ pour les parts de série F. Des achats nets de parts de série F, une tranche de 17 282 \$ se rattache à la substitution de parts de série A par suite de l'interdiction de paiement des commissions de suivi aux courtiers exécutants. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'est élevée à 29,7 % de son actif net.

Événements récents

Les marchés américains ont connu une volatilité accrue en réaction à l'imposition de nouveaux droits de douane, ce qui a entraîné un dégageant massif en avril suivi rapidement d'un rebond pour atteindre des niveaux records. Les niveaux élevés de dette sur marge indiquent une augmentation de la spéculation et un risque de surchauffe du marché. À l'échelle mondiale, la hausse des prix du pétrole et les tensions commerciales persistantes ont pesé sur les économies émergentes. Par conséquent, nous prévoyons certaines répercussions sur le rendement du portefeuille du Fonds à court terme.

Opérations entre parties liées

Le Gestionnaire s'occupe de l'ensemble des affaires du Fonds, y compris la sélection des titres du portefeuille du Fonds et la promotion de la vente 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. En qualité de fiduciaire, le Gestionnaire détient le titre de propriété des biens du Fonds, la trésorerie et les titres en portefeuille, pour le compte des investisseurs du Fonds.

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 2025, ils détenaient 8,8 % du Fonds. Toutes les opérations conclues avec le Gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération.

Au cours du semestre se terminant le 30 juin 2025, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, sauf dans l'exercice des fonctions et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU EUROPE FUND

Faits saillants des résultats financiers

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés se rapportant au Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre sa performance financière pour le semestre se terminant le 30 juin 2025 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, selon le cas.

Actif net du Fonds par part¹ – parts de série A

	<u>Jun 2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>
Actif net à l'ouverture de l'exercice	10,02 \$	11,41 \$	8,34 \$	10,61 \$	11,17 \$	8,78 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,22 \$	0,92 \$	0,31 \$	2,05 \$	0,22 \$	0,15 \$
Total des charges	(0,04) \$	(0,11) \$	(0,10) \$	(0,19) \$	(0,19) \$	(0,19) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(0,47) \$	0,17 \$	1,42 \$	1,52 \$	1,28 \$	(2,13) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	0,42 \$	(1,43) \$	1,58 \$	(4,96) \$	(1,76) \$	3,99 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,13 \$	(0,45) \$	3,21 \$	(1,58) \$	(0,45) \$	1,82 \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	0,86 \$	0,23 \$	3,12 \$	0,06 \$	- \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	0,86 \$	0,23 \$	3,12 \$	0,06 \$	- \$
Actif net à la clôture de l'exercice	10,15 \$	10,02 \$	11,41 \$	8,34 \$	10,61 \$	11,17 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	7,45 \$	6,97 \$	8,61 \$	6,16 \$	8,39 \$	8,78 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série A

	<u>Jun 2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	866 \$	923 \$	1 299 \$	1 102 \$	2 733 \$	3 045 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	85 258	92 113	113 823	132 133	257 504	272 660
Ratio des frais de gestion ⁵	0,55 %	0,58 %	0,55 %	1,78 %	1,73 %	2,04 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	0,55 %	0,58 %	0,55 %	1,78 %	1,73 %	2,04 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,08 %	0,02 %	0,07 %	0,08 %	0,02 %	0,27 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	0,00 %	0,00 %	0,00 %	13,76 %	12,10 %	32,94 %
Valeur liquidative par part	10,15 \$	10,02 \$	11,41 \$	8,34 \$	10,61 \$	11,17 \$

CHOU EUROPE FUND

Actif net du Fonds par part¹ de série F

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Actif net à l'ouverture de l'exercice	10,27 \$	11,73 \$	8,57 \$	11,07 \$	11,58 \$	9,05 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,23 \$	1,06 \$	0,28 \$	3,90 \$	0,44 \$	0,14 \$
Total des charges	(0,04) \$	(0,11) \$	(0,09) \$	(0,15) \$	(0,17) \$	(0,15) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(0,50) \$	0,22 \$	1,62 \$	0,64 \$	1,41 \$	(1,92) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	0,45 \$	(1,73) \$	1,39 \$	(2,04) \$	(2,10) \$	3,62 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,14 \$	(0,56) \$	3,20 \$	2,35 \$	(0,42) \$	1,69 \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	0,91 \$	0,23 \$	3,37 \$	0,05 \$	- \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	0,91 \$	0,23 \$	3,37 \$	0,05 \$	- \$
Actif net à la clôture de l'exercice	10,41 \$	10,27 \$	11,73 \$	8,57 \$	11,07 \$	11,58 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	7,64 \$	7,14 \$	8,85 \$	6,33 \$	8,75 \$	9,09 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série F

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	2 327 \$	2 182 \$	1 982 \$	1 329 \$	759 \$	2 436 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	223 537	212 406	169 026	155 116	68 565	210 389
Ratio des frais de gestion ⁵	0,56 %	0,59 %	0,56 %	1,24 %	1,32 %	1,48 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	0,56 %	0,59 %	0,56 %	1,24 %	1,32 %	1,48 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,08 %	0,02 %	0,07 %	0,08 %	0,02 %	0,27 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	0,00 %	0,00 %	0,00 %	13,76 %	12,10 %	32,94 %
Valeur liquidative par part	10,41 \$	10,27 \$	11,73 \$	8,57 \$	11,07 \$	11,58 \$

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⁾ Ces données sont 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 (exclusion faite 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 correspond au 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 a acheté et vendu 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 au cours de l'exercice sont élevés, et plus il est probable qu'un investisseur 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 administre le Fonds. En contrepartie de ses services, il a droit à des honoraires de gestion des placements payables mensuellement et calculés quotidiennement en tant que pourcentage de la valeur marchande de l'actif net, soit 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 2025.

Rendement passé

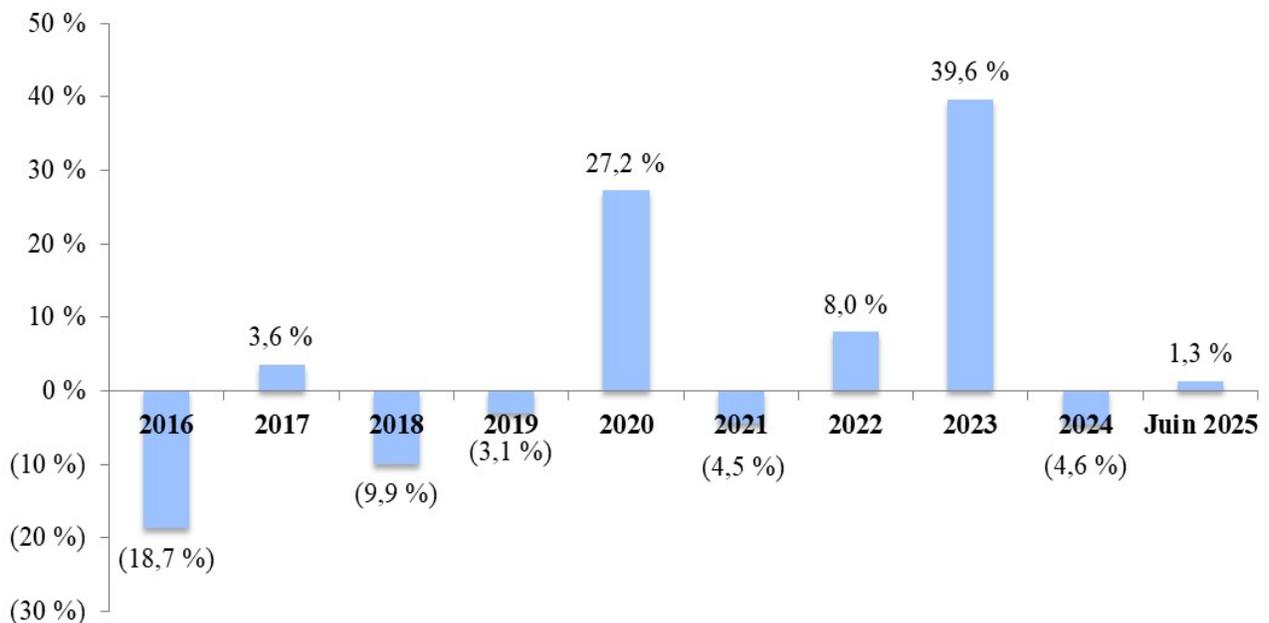
Généralités

Les diagrammes et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent au 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 de vente ou de rachat, ni des autres frais accessoires ou des impôts sur le revenu payables par les porteurs du Fonds et qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement garant de son rendement futur.

Rendements annuels

Les diagrammes ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Chaque diagramme présente, 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 2025 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 2025. 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 de référence sont calculés sans déduction des frais de gestion ou des charges d'un fonds, alors que ceux du Fonds sont présentés après déduction de ces frais et charges.

Série A

30 juin 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Europe Fund	-5,04 %	29,00 %	14,17 %	1,89 %	6,06 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	18,78 %	20,37 %	12,58 %	8,11 %	9,92 %

Série F

30 juin 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Europe Fund	-5,05 %	28,84 %	14,33 %	2,29 %	6,43 %
MSCI Europe (tous pays) (\$ CA)	18,78 %	20,37 %	12,58 %	8,11 %	9,92 %

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

CHOU EUROPE FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants donnent un aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2025.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Biens de consommation discrétionnaire	23,3 %
Services de communication	14,6 %
Produits industriels	9,7 %
Services financiers	5,8 %
Biens de consommation de base	5,7 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	40,9 %
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	
Ryanair Holdings PLC, CAAÉ	14,6 %
Stellantis NV	12,8 %
Prosus NV	10,5 %
Exor NV	9,7 %
Sunrise Communications AG, CAAÉ	5,8 %
Wizz Air Holdings PLC	5,7 %
Total des actions	59,1 %
Total des placements	59,1 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions en cours au sein du portefeuille du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2025, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2025 sur notre site Web, à l'adresse www.choufunds.com.

Chou Associates Management Inc.

110, avenue Sheppard Est
Bureau 301, C.P. 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, rue York, bureau 900
Toronto (Ontario) M5J 0B6

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

Auditeurs

MNP LLP
1, rue Adelaide Est, bureau 1900
Toronto (Ontario) M5C 2V9

Conseillers juridiques

Owens Wright LLP
20, rue Holly, bureau 300
Toronto (Ontario) M4S 3B1