

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

30 juin 2019

CHOU ASSOCIATES FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2019

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 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 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.

Analyse du rendement par la direction

Objectif et stratégies de placement

Chou Associates Fund (le « Fonds ») vise la croissance du capital à long terme en investissant principalement dans des titres de capitaux propres de sociétés américaines et étrangères que Chou Associates Management inc. (le « Gestionnaire ») considère comme étant sous-évalués. Le Fonds peut aussi investir dans des titres de capitaux propres de sociétés canadiennes. Les placements du Fonds peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débetures convertibles, 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 du premier semestre de 2019.

Au 30 juin 2019, Fairfax Financial Holdings détenait 33,6 % des parts de série A du Fonds. Si Fairfax décidait de racheter ses parts, le Fonds pourrait devoir liquider une importante partie de ses placements pour régler la transaction. Cette liquidation pourrait survenir à un moment inopportun et tous les investisseurs pourraient alors subir une perte proportionnelle à leur participation.

En 2002, Fairfax Financial a convenu de ne pas exercer les droits de vote rattachés aux parts du Fonds, ni de tenter d'influencer de quelque manière que ce soit les activités de Chou Funds. Cette entente demeure pleinement en vigueur et Fairfax Financial la respecte à ce jour.

Analyse du marché

Au premier semestre de 2019, les actions américaines se sont bien comportées, l'indice S&P 500 ayant progressé de 18 % depuis le début de l'exercice. Les secteurs de la technologie de l'information, des biens de consommation de base et des produits industriels ont tous inscrit de solides gains, contrairement aux soins de santé et à l'énergie qui sont restés à la traîne.

En dépit des tensions commerciales qui ont fait augmenter la volatilité du marché, les signes de progrès des pourparlers pendant la période ont donné de l'élan aux marchés américains. La Réserve fédérale américaine n'a pas réduit les taux lors de la rencontre de juin, mais a laissé entendre que de futures baisses étaient possibles, une nouvelle qui a plu aux investisseurs.

L'économie américaine a continué sur sa lancée, portée par une solide croissance de l'emploi et de saines dépenses de consommation, malgré le fléchissement récent de la croissance du secteur manufacturier.

Résultats d'exploitation

Pour la période close le 30 juin 2019, le Fonds a subi des reculs de 2,8 % et de 2,5 % respectivement sur ses parts de séries A et F, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500 a bondi de 13,9 % en dollars canadiens. En dollars américains, le Fonds a progressé de 1,3 % et de 1,6 % respectivement sur ses parts de séries A et F, tandis que l'indice a inscrit un rendement de 18,5 %.

CHOU ASSOCIATES FUND

Les placements dans les titres de capitaux propres de Bausch Health Companies, de Citigroup et de Goldman Sachs Group ont eu un effet positif marqué sur le rendement du Fonds au cours du premier semestre 2019.

Les actions d'Endo International PLC et de Produits forestiers Résolu, ainsi que le prêt à terme de rang 1,75 d'EXCO Resources sont en revanche les placements qui ont le plus nui aux résultats pour la même période.

Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain, ce qui a aussi eu une incidence défavorable sur le rendement du Fonds.

Au cours de la période, le Fonds a liquidé ses positions dans Sanofi et Sears Holdings Corporation et a réduit sa participation dans DaVita Inc.

Les options d'achat portant sur des actions ordinaires de Produits forestiers Résolu et de Sears Hometown and Outlet Stores ont expiré au cours du premier semestre 2019. Le Fonds a racheté des options d'achat d'actions de Endo International PLC qui comportent un prix de levée de 15,00 \$ US et expirent en janvier 2020. Il a vendu les options d'achat au prix de levée de 2,50 \$ US qu'il détenait sur Sears Hometown and Outlet Stores et qui expiraient en juillet 2019.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change au cours de la période close le 30 juin 2019.

Le Fonds a tiré un revenu de 14 406 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre de 2019.

Les rachats nets du Fonds pour la période close le 30 juin 2019 se sont élevés à environ 21 084 289 \$ pour les parts de série A et à environ 1 348 127 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'est élevée à 0,4 % de son actif net.

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. Au 30 juin 2019, le Gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 3,3 % 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 de la période close le 30 juin 2019, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, sauf dans l'exercice des fonctions susmentionnées et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU ASSOCIATES 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 2019 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, selon le cas.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Actif net à l'ouverture de la période	103,26 \$	112,16 \$	110,60 \$	115,50 \$	124,04 \$	111,35 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,49 \$	3,24 \$	4,38 \$	2,11 \$	0,01 \$	1,94 \$
Total des charges	(1,11)	(2,71)	(2,33)	(2,06)	(2,38)	(2,18)
Gain (perte) réalisé(e) au cours de la période	(0,62)	0,88	2,42	12,19	7,31	4,36
Gain (perte) latent(e) au cours de la période	(1,51)	(8,69)	(0,98)	(17,19)	(13,35)	9,19
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	(2,75)\$	(7,28)\$	3,49 \$	(4,95)\$	(8,41)\$	13,31 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	2,63 \$	1,54 \$	- \$	0,71 \$
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	0,04	0,07	-
Remboursement de capital	-	-	-	0,06	-	-
Distributions totales³⁾	- \$	- \$	2,63 \$	1,64 \$	0,07 \$	0,71 \$
Actif net à la clôture de la période	100,37 \$	103,26 \$	112,16 \$	110,60 \$	115,50 \$	124,04 \$
Actif net à la clôture de la période (\$US)	76,64 \$	75,64 \$	89,23 \$	82,37 \$	83,47 \$	106,88 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	222 825 \$	250 375 \$	336 325 \$	403 678 \$	468 191 \$	514 449 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	2 220 076	2 424 781	2 998 503	3 650 048	4 053 774	4 142 334
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,95 %	2,03 %	1,89 %	1,87 %	1,82 %	1,81 %
Ratio des frais de gestion, avant renonciations ou prises en charge ⁵⁾	1,95 %	2,03 %	1,89 %	1,87 %	1,82 %	1,81 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,03 %	0,06 %	0,15 %	0,05 %	0,02 %	0,03 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,03 %	31,61 %	26,03 %	16,55 %	4,06 %	7,73 %
Valeur liquidative par part	100,37 \$	103,26 \$	112,16 \$	110,60 \$	115,50 \$	124,04 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Actif net à l'ouverture de la période	102,80 \$	111,51 \$	110,03 \$	114,76 \$	123,33 \$	110,76 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,49 \$	3,42 \$	4,40 \$	2,11 \$	0,01 \$	1,95 \$
Total des charges	(0,81)	(2,12)	(1,72)	(1,50)	(1,69)	(1,52)
Gain (perte) réalisé(e) au cours de la période	(0,57)	0,06	2,56	12,15	7,27	4,35
Gain (perte) latent(e) au cours de la période	(1,62)	(9,46)	(1,67)	(15,42)	(13,89)	8,99
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	(2,51)\$	(8,10)\$	3,57 \$	(2,66)\$	(8,30)\$	13,77 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	3,35 \$	2,03 \$	- \$	1,40 \$
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	0,43	-	0,03	0,84	-
Remboursement de capital	-	-	-	0,06	-	-
Distributions totales³⁾	- \$	0,43 \$	3,35 \$	2,12 \$	0,84 \$	1,40 \$
Actif net à la clôture de la période	100,20 \$	102,80 \$	111,51 \$	110,03 \$	114,76 \$	123,33 \$
Actif net à la clôture de la période (\$US)	76,51 \$	75,30 \$	88,71 \$	81,95 \$	83,47 \$	106,27 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	33 179 \$	35 383 \$	40 484 \$	45 074 \$	45 520 \$	43 059 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	331 139	344 195	363 060	409 648	396 647	348 701
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,39 %	1,46 %	1,33 %	1,32 %	1,26 %	1,24 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,39 %	1,46 %	1,33 %	1,32 %	1,26 %	1,24 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,03 %	0,06 %	0,15 %	0,05 %	0,02 %	0,03 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,03 %	31,61 %	26,03 %	16,55 %	4,06 %	7,73 %
Valeur liquidative par part	100,20 \$	102,80 \$	111,51 \$	110,03 \$	114,76 \$	123,33 \$

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 l'exercice 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 courtages et des autres coûts d'opérations 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 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 ASSOCIATES 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

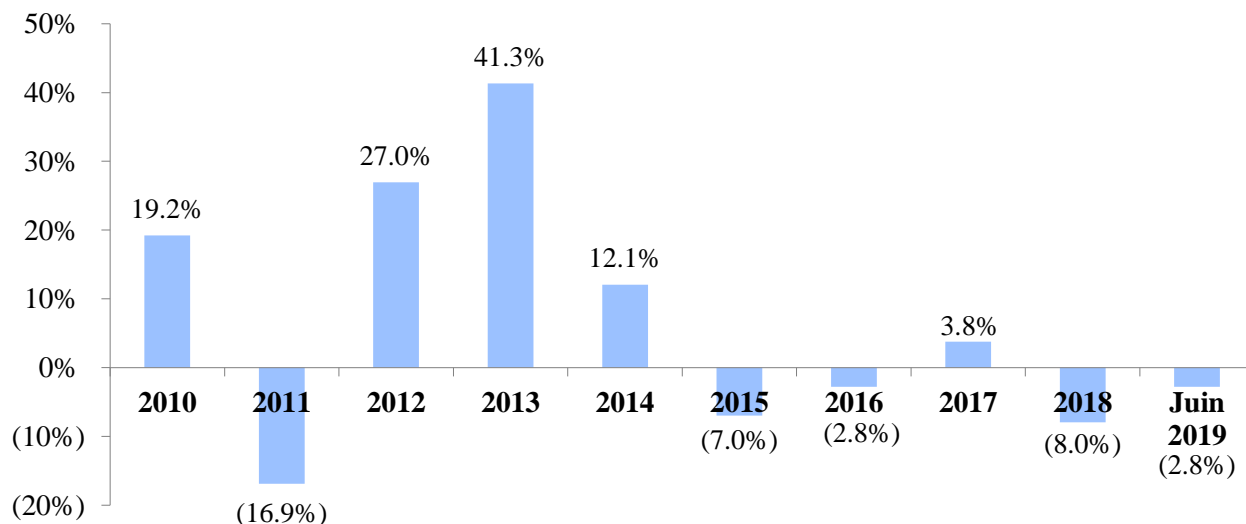
Généralités

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

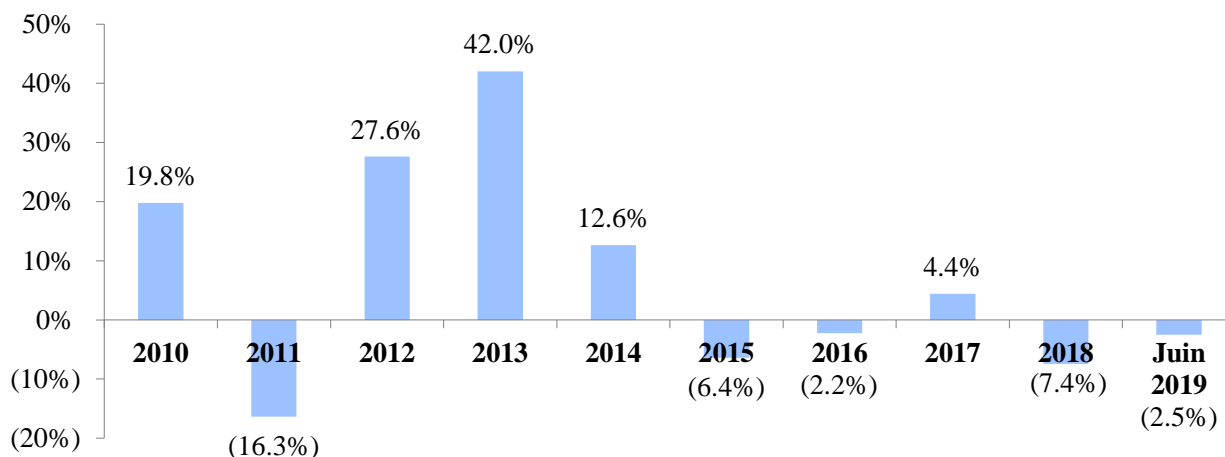
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement de 2019 correspond à celui de la période de six mois du 1^{er} janvier au 30 juin.

Série A



CHOU ASSOCIATES 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 des parts de série A du Fonds pour les périodes de un, trois, cinq, dix et quinze ans closes le 30 juin 2019, puis du rendement antérieur des parts de série F du Fonds depuis sa création et pour les périodes de un, trois, cinq et dix ans closes à la même date. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global antérieur de l'indice S&P 500. L'indice repose sur la capitalisation boursière de 500 grandes sociétés dont les titres sont négociés sur le marché boursier américain et qui représentent tous les secteurs économiques importants tels qu'ils sont définis par Standard & Poor's. Le S&P 500 est l'un des indices boursiers les plus couramment suivis et depuis sa parution en 1957, il est largement reconnu comme la meilleure mesure du marché boursier américain des sociétés à grande capitalisation. Les calculs du rendement de l'indice de référence ne tiennent pas compte des frais de gestion et d'opérations d'un fonds, alors que ceux portant sur le Fonds en tiennent compte.

Série A

30 juin 2019	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	(8,55 %)	4,02 %	(1,51%)	6,84 %	4,52 %
S&P 500 (\$ CA)	9,97 %	14,54 %	15,35 %	16,08 %	8,59 %

Série F

30 juin 2019	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Associates Fund	(8,04 %)	4,61 %	(0,96 %)	7,42 %	4,60 %
S&P 500 (\$ CA)	9,97 %	14,54 %	15,35 %	16,08 %	9,77 %

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

CHOU ASSOCIATES FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants dressent l'aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2019.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Services financiers	55,6 %
Soins de santé	22,6 %
Matériaux	12,3 %
Pétrole et gaz	7,4 %
Biens de consommation discrétionnaire	1,9 %
Produits industriels	1,5 %
Trésorerie et équivalent de trésorerie, montant net	-1,3 %
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	
Berkshire Hathaway inc., catégorie A	24,4 %
Bausch Health Companies inc.	17,4 %
Produits forestiers Résolu inc.	12,3 %
Wells Fargo & Company	10,5 %
JPMorgan Chase & Company	6,3 %
The Goldman Sachs Group inc.	5,2 %
Citigroup inc.	4,7 %
MBIA inc.	4,5 %
DaVita inc.	3,5 %
Endo International PLC	1,7 %
Sears Hometown and Outlet Stores inc.	1,6 %
Spirit Airlines inc.	1,2 %
Allegiant Travel Company	0,3 %
Overstock.com inc., catégorie B	0,3 %
Total des actions	93,9 %
Obligations	
Exco Resources inc., prêts à terme de rang 1,75, 26 octobre 2020	7,4 %
Options d'achat vendues – À découvert	
Sears Hometown and Outlet Stores inc.	0,0 %
Total du portefeuille	101,3%

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 2019, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 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.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