

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2022

CHOU ASSOCIATES FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2022

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, 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 induite 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 ASSOCIATES FUND

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 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 on peut consulter un exemplaire sur le site Web du Fonds, 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 semestre clos le 30 juin 2022.

Au 30 juin 2022, Fairfax Financial Holdings (« Fairfax ») détenait 20,3 % 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.

Fairfax a convenu en 2002 qu'elle n'exercerait aucun des droits de vote qui lui sont conférés par ses parts du Fonds ou ne tenterait de quelque autre façon d'influencer les affaires des Fonds Chou. Cette entente a toujours pleine force et effet et a été respectée par Fairfax à ce jour.

Analyse du marché

Selon l'indice S&P 500, le marché a chuté de 19,97 % en dollars américains au premier semestre 2022. L'inflation a été beaucoup plus forte que prévu, ce qui a conduit à des taux d'intérêt plus élevés sur les marchés de titres à revenu fixe. La Réserve fédérale a commencé à relever vigoureusement ses taux d'intérêt, ce qui a amené les investisseurs à dévaluer les titres de capitaux propres. L'incertitude s'est intensifiée lorsque la Russie a envahi l'Ukraine et la pression à la hausse sur les prix des aliments et de l'énergie s'est accentuée. Les marchés s'attendent à de nouvelles montées des taux d'intérêt de la part de la Réserve fédérale et ils soupèsent activement le risque que cette escalade plonge l'économie en récession.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2022, les parts de série A du Fonds affichent un rendement de -5,20 % et les parts de série F, un rendement de -4,93 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500 a chuté de 18,56 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts de

CHOU ASSOCIATES FUND

série A du Fonds affichent un rendement de -6,84 % et les parts de série F, un rendement de -6,57 %, tandis que l'indice inscrivait une chute de 19,97 %.

Les titres de capitaux propres de EXCO Resources Inc. ont été les plus rentables au cours du semestre.

Le dollar canadien s'est déprécié par rapport au dollar américain, ce qui a aussi eu une incidence positive sur le Fonds.

Mise à jour du portefeuille

Au cours du semestre, le Fonds a réduit ses placements dans MBIA Inc., JPMorgan Chase & Company et Bausch Health Companies Inc. Les actions privilégiées de Overstock.com ont été converties en actions ordinaires.

Le Fonds n'a procédé à aucun nouveau placement et il n'a conclu aucun contrat de change au cours du semestre clos le 30 juin 2022. Il a vendu quelques options d'achat couvertes portant sur des titres de capitaux propres de Produits forestiers Résolu inc. au cours de cette période.

Le Fonds a touché un produit de 2 164 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre 2022.

Les rachats nets du Fonds pour le semestre clos le 30 juin 2022 se sont élevés à environ 36 685 283 \$ pour les parts de série A et les souscriptions nettes du Fonds se sont chiffrées à environ 27 351 315 \$ dans le cas des parts de série F. Parmi les souscriptions nettes de parts de série F, une somme de 29 996 930 \$ 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 s'est élevée à 0,5 % de son actif net pendant le semestre.

Événements récents

L'invasion actuelle de l'Ukraine par la Russie et la pandémie de COVID-19 perturbent toujours les affaires à travers le monde et ajoutent 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, dont 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 2022, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 9,2 % des parts de série A 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 clos le 30 juin 2022, 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 le semestre clos le 30 juin 2022 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2022	2021	2020	2019	2018	2017
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	142,25	93,50	103,28	103,26	112,16	110,60
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,17	2,75	0,49	0,90	3,24	4,38
Total des charges	(1,52)	(2,73)	(1,66)	(2,13)	(2,71)	(2,33)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	4,45	9,76	9,62	(2,26)	0,88	2,42
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(10,44)	39,45	(20,66)	3,23	(8,69)	(0,98)
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation²⁾	(7,34)	49,23	(12,21)	(0,26)	(7,28)	3,49
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,31	-	1,31	-	2,63
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,31	-	1,31	-	2,63
Actif net à la clôture de la période	134,85	142,25	93,50	103,28	103,26	112,16
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	104,76	112,46	73,45	79,53	75,64	89,23

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2022	2021	2020	2019	2018	2017
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	108 515 \$	152 106 \$	137 794 \$	180 517 \$	250 375 \$	336 325 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	804 685	1 069 315	1 473 749	1 747 907	2 424 781	2 998 503
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	2,06 %	1,69%	1,85 %	1,87 %	2,03 %	1,89 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	2,06 %	1,69%	1,85 %	1,87 %	2,03 %	1,89 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,14 %	0,16%	0,06 %	0,08 %	0,06 %	0,15 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,80 %	4,99%	0,03 %	14,98 %	31,61 %	26,03 %
Valeur liquidative par part	134,85 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$	103,26 \$	112,16 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2022	2021	2020	2019	2018	2017
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	142,30	93,19	102,34	102,80	111,51	110,03
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,17	2,64	0,50	0,89	3,42	4,40
Total des charges	(1,17)	(2,00)	(1,18)	(1,53)	(2,12)	(1,72)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	5,42	8,61	10,33	(2,14)	0,06	2,56
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(12,15)	46,03	(26,18)	4,40	(9,46)	(1,67)
(Diminution) augmentation provenant de l'exploitation²⁾	(7,73)	55,28	(16,53)	1,62	(8,10)	3,57
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,54	-	2,31	-	3,35
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	0,43	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,54	-	2,31	0,43	3,35
Actif net à la clôture de la période	135,29	142,30	93,19	102,34	102,80	111,51
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	105,10	112,49	73,21	78,81	75,30	88,71

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Jun 2022	2021	2020	2019	2018	2017
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	38 455 \$	12 507 \$	15 443 \$	28 449 \$	35 383 \$	40 484 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	284 234	87 893	165 723	277 980	344 195	363 060
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,57 %	1,13 %	1,28 %	1,30 %	1,46 %	1,33 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,57 %	1,13 %	1,28 %	1,30 %	1,46 %	1,33 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,14 %	0,16 %	0,06 %	0,08 %	0,06 %	0,15 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,80 %	4,99 %	0,03 %	14,98 %	31,61 %	26,03 %
Valeur liquidative par part	135,29 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$	102,80 \$	111,51 \$

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 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 honoraires 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

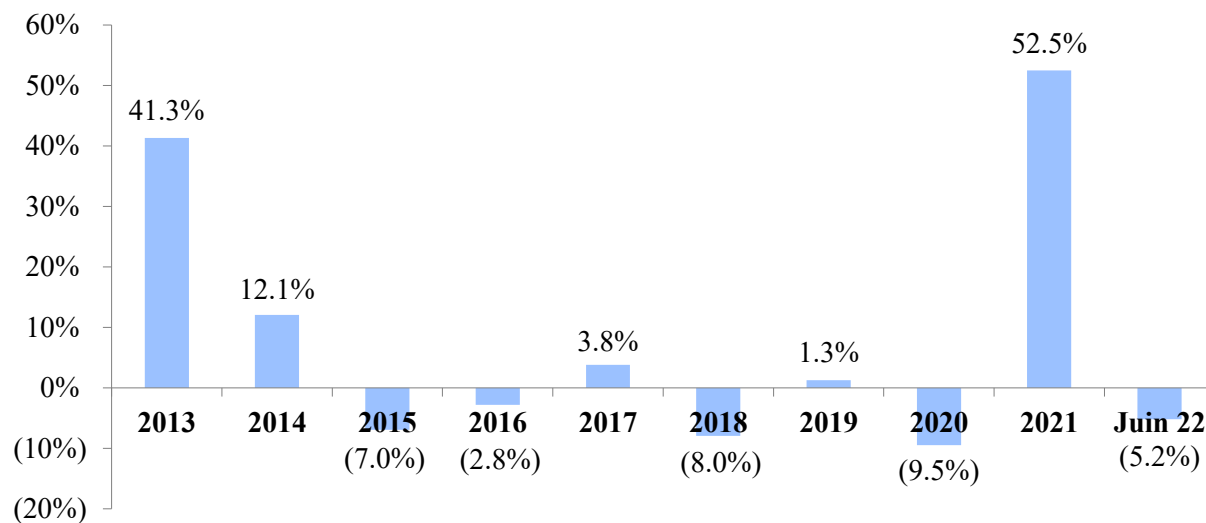
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. 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 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 antérieur du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

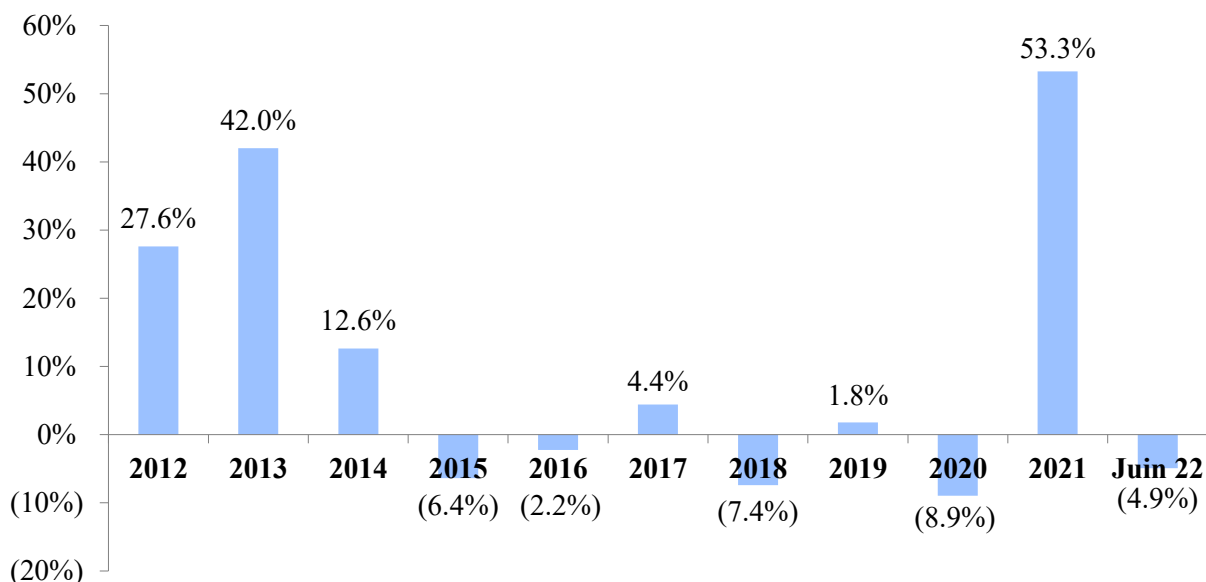
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2022 vaut pour la période de six mois allant 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 et de série F du Fonds pour les périodes de un, trois, cinq, dix et quinze ans closes le 30 juin 2022. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global 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 2022	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	5,04 %	10,89 %	4,24 %	7,35 %	4,29 %
S&P 500 (\$ CA)	-7,29 %	9,93 %	11,08 %	15,60 %	9,93 %

Série F

30 juin 2022	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	5,66 %	11,49 %	4,82 %	7,93 %	4,87 %
S&P 500 (\$ CA)	-7,29 %	9,93 %	11,08 %	15,60 %	9,93 %

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 2022.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Finance	45,2 %
Énergie	26,1 %
Matériaux	24,8 %
Soins de santé	3,8 %
Biens de consommation discrétionnaire	0,8 %
Options	(0,8)%
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	0,1 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u> (à l'exclusion des équivalents de trésorerie)	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Titres de capitaux propres	
Berkshire Hathaway Inc., catégorie « A »	35,8 %
EXCO Resources Inc.	26,1 %
Produits forestiers Résolu inc.	24,8 %
Bausch Health Companies Inc.	3,8 %
JPMorgan Chase & Company	2,4 %
Citigroup Inc.	2,3 %
MBIA Inc.	2,2 %
The Goldman Sachs Group Inc.	1,8 %
Overstock.com Inc.	0,8 %
Wells Fargo & Company	0,7 %
Total – Titres de capitaux propres	100,7 %

<u>Appellation du titre</u>	<u>Prix d'exercice</u>	<u>Date d'échéance</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
<u>Options</u>			
<i>Options d'achat, position vendeur</i>			
Bausch Health Companies Inc.	40,00 \$	2023-01-20	0 %
Bausch Health Companies Inc.	50,00 \$	2023-01-20	0 %
Produits forestiers Résolu inc.	15,00 \$	2023-01-20	0 %
Produits forestiers Résolu inc.	15,00 \$	2022-07-15	(0,1)%
Produits forestiers Résolu inc.	17,50 \$	2022-07-15	(0,7)%
Total des options d'achat position vendeur			(0,8)%

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions effectuées au sein du portefeuille du fonds de placement. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2022, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2022 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