

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2024

CHOU ASSOCIATES FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2024

Le présent rapport annuel 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 nous contacter 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 ») 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 du Fonds 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 également 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 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 s'exposer 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'à des 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. Le niveau d'investissement dans les titres d'une entité donnée est en général tributaire du rapport entre le cours de ces titres et l'estimation de leur valeur intrinsèque établie par le Gestionnaire selon divers facteurs. Cette approche est conçue pour accorder une marge de sécurité additionnelle qui, par ricochet, aide 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.sedarplus.ca.

Au 31 décembre 2024, Fairfax Financial Holdings (« Fairfax ») détenait 17,7 % de toutes les parts en circulation 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 en 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 manière 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

En 2024, l'indice S&P 500 a progressé d'environ 25 % en dollars américains. Les titres technologiques ont poursuivi leur forte progression, portée par l'optimisme continu par rapport au développement et à la mise en œuvre de l'intelligence artificielle. Les tendances favorables soutenues en matière d'inflation ont conduit la Réserve fédérale à commencer à abaisser les taux d'intérêt tard dans l'année. Associée à une croissance toujours forte de l'économie et des bénéfices, cette situation a dressé une toile de fond propice à de bonnes performances des marchés. Les marchés ont bénéficié d'un nouvel élan après l'élection présidentielle de novembre en raison d'espoirs quant à la réduction de l'environnement réglementaire et à l'adoption de politiques favorables aux affaires. Les inquiétudes face à la persistance de l'inflation, à d'imposants déficits fiscaux, à l'incidence de droits de douane et à une incessante instabilité géopolitique préoccupaient certains investisseurs au début de l'année 2025.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024, les parts de série A et F du Fonds ont affiché un rendement de 21,8 % et de 22,5 % respectivement, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500 gagnait 36,2 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts de série A du Fonds

CHOU ASSOCIATES FUND

affichent un rendement de 12,3 % et, celles de série F, un rendement de 12,9 %, alors que l'indice de rendement global S&P 500 grimpaît de 25,0 %.

Les titres de capitaux propres les plus rentables de l'exercice ont été ceux de Synchrony Financial, Wells Fargo & Company, Citigroup Inc, Berkshire Hathaway Inc. et EXCO Resources Inc., alors que les bons de souscription d'actions de Hertz Global Holdings Inc. ont subi les plus importants reculs.

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

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds a réduit sa position en bons de souscription d'actions de Hertz Global Holdings Inc. et sa participation dans Berkshire Hathaway Inc. Le Fonds a également vendu ses participations dans Bausch Health Companies Inc, Liberty Global Limited et Navient Corporation.

Le Fonds a commencé à investir dans Pathward Financial Inc. et dans SiriusXM Holdings Inc.

Le Fonds a touché un produit de 2 928 \$ de son programme de prêt de titres en 2024.

Pour l'exercice qui s'est terminé le 31 décembre 2024, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 9 852 530 \$ pour les parts de série A et à environ 1 336 420 \$ pour les parts de série F. Les rachats nets comprennent les souscriptions, les rachats, ainsi que les transferts entrants et sortants. Des rachats nets de parts de série F, une somme de 750 173 \$ se rattache à la substitution de parts de série A consécutive à l'interdiction des commissions de suivi aux courtiers exécutants. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est élevée à 27,3 % de son actif net pendant l'exercice.

Événements récents

La résilience de l'économie américaine attire l'attention sur la réaction de la Réserve fédérale aux pressions inflationnistes. Le ralentissement économique de la Chine et les troubles géopolitiques qui persistent ont également une incidence sur le commerce mondial et les prix de l'énergie. Les progrès de l'IA et de la technologie continuent par ailleurs de stimuler les marchés, et ce malgré l'incertitude économique qui prévaut. Par conséquent, nous prévoyons de la turbulence au chapitre des rendements du portefeuille du Fonds à court terme.

Opérations entre parties liées

Le Gestionnaire s'occupe de l'ensemble des activités du Fonds, y compris la sélection des titres du portefeuille du Fonds et la promotion de la vente de parts du Fonds. Le Gestionnaire est aussi le fiduciaire du Fonds. Lorsqu'ils effectuent un placement dans le Fonds, les investisseurs obtiennent 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.

Dans le cours normal des affaires, le Gestionnaire du Fonds, ses dirigeants et ses administrateurs investissent à l'occasion dans des parts du Fonds. Au 31 décembre 2024, le Gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 8,1 % 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 de l'exercice, 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 des résultats financiers

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés concernant le Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre la performance financière pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part¹ de série A

	2024	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net à l'ouverture de l'exercice	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$	103,26 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	3,35 \$	0,78 \$	0,37 \$	2,75 \$	0,49 \$	0,90 \$
Total des charges	(3,91) \$	(3,35) \$	(3,31) \$	(2,73) \$	(1,66) \$	(2,13) \$
Gain réalisé au cours de l'exercice	4,50 \$	6,57 \$	35,00 \$	9,76 \$	9,62 \$	(2,26) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	29,96 \$	(2,76) \$	(20,93) \$	39,45 \$	(20,66) \$	3,23 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	33,90 \$	1,24 \$	11,13 \$	49,23 \$	(12,21) \$	(0,26) \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	- \$	0,31 \$	- \$	1,31 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	0,41 \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	0,00 \$	0,00 \$	0,41 \$	0,31 \$	0,00 \$	1,31 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	132,26 \$	117,78 \$	114,50 \$	112,46 \$	73,45 \$	79,53 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série A

	2024	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	120 457 \$	107 941 \$	119 425 \$	152 106 \$	137 794 \$	180 517 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	633 599	691 639	770 337	1 069 315	1 473 749	1 747 907
Ratio des frais de gestion ⁵	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %	1,85 %	1,87 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge ⁵	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %	1,85 %	1,87 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %	0,06 %	0,08 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %	14,98 %
Valeur liquidative par part	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part¹ de série F

	2024	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net à l'ouverture de l'exercice	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$	102,80 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	3,41 \$	0,77 \$	0,37 \$	2,64 \$	0,50 \$	0,89 \$
Total des charges	(2,92) \$	(2,44) \$	(2,61) \$	(2,00) \$	(1,18) \$	(1,53) \$
Gain réalisé au cours de l'exercice	4,63 \$	6,99 \$	44,42 \$	8,61 \$	10,33 \$	(2,14) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	29,92 \$	(3,35) \$	(22,54) \$	46,03 \$	(26,18) \$	4,40 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitati	35,04 \$	1,97 \$	19,64 \$	55,28 \$	(16,53) \$	1,62 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	- \$	- \$	0,54 \$	- \$	2,31 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	3,12 \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	0,00 \$	0,00 \$	3,12 \$	0,54 \$	0,00 \$	2,31 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	132,17 \$	117,04 \$	113,14 \$	112,49 \$	73,21 \$	78,81 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série F

	2024	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	54 461 \$	45 677 \$	42 796 \$	12 507 \$	15 443 \$	28 449 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	286 656	294 530	279 359	87 893	165 723	277 980
Ratio des frais de gestion ⁵	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %	1,28 %	1,30 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou prises en charge ⁵	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %	1,28 %	1,30 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %	0,06 %	0,08 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %	14,98 %
Valeur liquidative par part	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$

⁽¹⁾Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités du Fonds.

⁽²⁾L'actif net et les distributions s'appuient sur le 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 l'exercice.

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

⁽⁴⁾Ces données sont telles qu'à la clôture de l'exercice indiqué et arrondies au millier le plus près.

⁽⁵⁾Le ratio des frais de gestion (« RFG ») est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué (à l'exclusion des commissions de courtage et des autres coûts de transaction du portefeuille) et est exprimé en tant que pourcentage annualisé de la valeur liquidative hebdomadaire moyenne au cours de l'exercice. Le Gestionnaire peut, à son entière discrétion, prendre à son compte certaines charges d'exploitation ou renoncer à leur remboursement. Le RFG englobe certaines charges d'exploitation qui ont fait l'objet de renonciations ou de prises en charge par le Gestionnaire, alors que le RFG avant renonciations ou prises en charge ne les englobe pas.

⁽⁶⁾Le ratio des frais d'opérations correspond au total des commissions de courtage et des autres coûts de transaction liés au portefeuille et est exprimé en tant que pourcentage annualisé de la valeur liquidative hebdomadaire moyenne 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 son 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 l'exercice. Plus le taux de rotation d'un portefeuille est élevé au cours d'un exercice, 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 impossibles 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 administre le Fonds. Le Gestionnaire a droit à des frais de gestion des placements 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, payables mensuellement. Le Gestionnaire verse aux courtiers une commission de suivi de 50 points de base par année à même les frais de gestion des parts de série A. Aucune commission de suivi n'est payée à l'égard des parts de série F.

Rendement passé

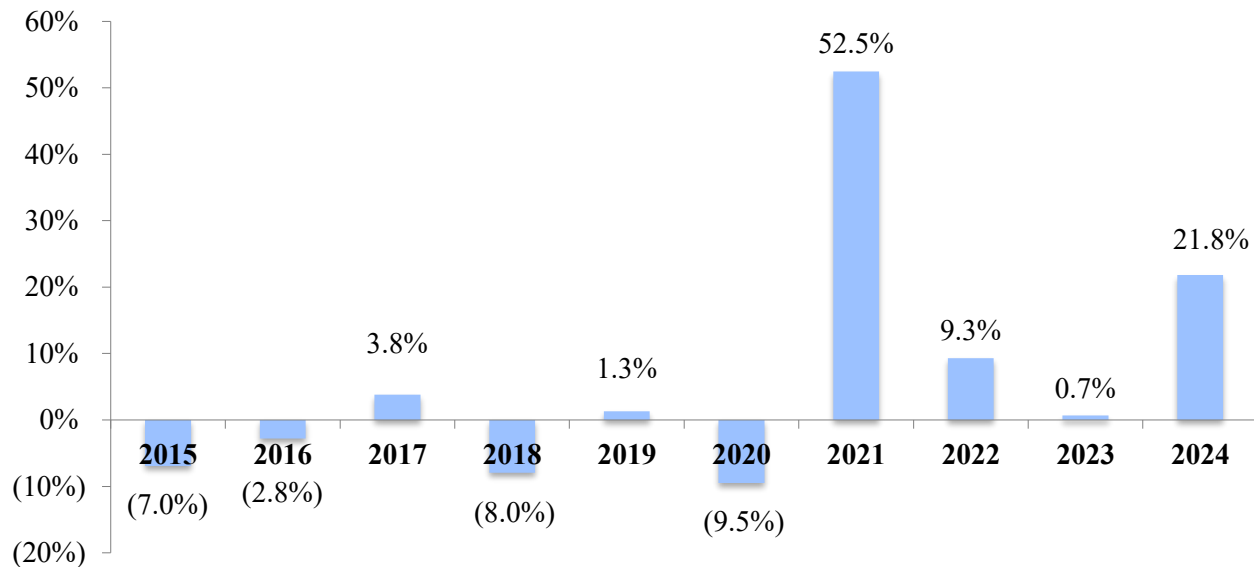
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent au rendement global antérieur, qui tient compte des variations du prix par unité 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 charges accessoires ou des impôts sur le revenu payables par les investisseurs du Fonds et qui auraient pour effet de réduire ces rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

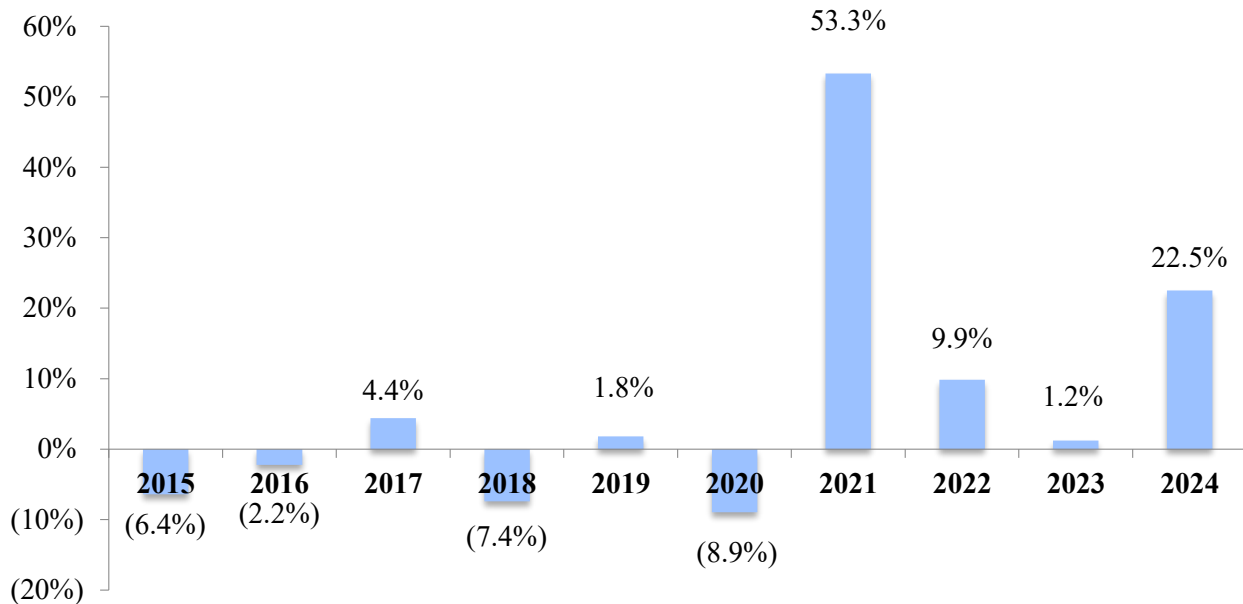
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Chacun des diagrammes présente, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué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

Série A



CHOU ASSOCIATES FUND

Série F



Rendements annuels composés

Les tableaux suivants⁽¹⁾ présentent le rendement annuel composé global des parts de 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 s'étant terminées le 31 décembre 2024. 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. L'indice de référence est calculé sans déduction des frais de gestion ou des charges du Fonds, alors que le rendement du Fonds est calculé après déduction de ces frais et charges.

Série A

31 décembre 2024	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	21,81 %	10,25 %	13,09 %	4,94 %	8,12 %
S&P 500 (\$ CA)	36,19 %	13,69 %	16,88 %	15,52 %	16,23 %

Série F

31 décembre 2024	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	22,50 %	10,86 %	13,71 %	5,52 %	8,71 %
S&P 500 (\$ CA)	36,19 %	13,69 %	16,88 %	15,52 %	16,23 %

⁽¹⁾ Les rendements présentés dans les tableaux tiennent pour acquis le réinvestissement de toutes les distributions.

CHOU ASSOCIATES FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux ci-dessous présentent le sommaire du portefeuille du Fonds au 31 décembre 2024.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Finances	51,1 %
Énergie	15,1 %
Services de communication	0,2 %
Biens de consommation discrétionnaire	0,0 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montants nets	33,6 %
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>	
Détenu pour négociation – position acheteur	
Occidental Pete Corporation, bons de souscription, 3 août 2027	1,6 %
Hertz Global Holdings Inc., bons de souscription, 30 juin 2051	0,0 %
Total détenu pour négociation	1,6 %

Titres de capitaux propres	
Berkshire Hathaway Inc.	34,1 %
EXCO Resources Inc.	13,5 %
Synchrony Financial	6,4 %
Ally Financial Inc.	4,6 %
Citigroup Inc.	3,4 %
Pathward Financial Inc.	1,5 %
Wells Fargo & Company	1,1 %
Sirius XM Holdings Inc.	0,2 %
Total des titres de capitaux propres	64,8 %
Total des placements	66,4 %

Le sommaire du portefeuille peut changer par suite de transactions effectuées dans le portefeuille du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 31 mars 2025, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 2025 sur notre site Web, à 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

Doane Grant Thornton LLP
11^e étage
200, rue King Ouest, C.P. 11
Toronto (Ontario) M5H 3T4

Conseillers juridiques

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