

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2024

CHOU ASSOCIATES FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2024

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.

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 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+, au www.sedarplus.ca.

Au 30 juin 2024, Fairfax Financial Holdings (« Fairfax ») détenait 17,5 % de l'ensemble des 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 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 pas 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 affiché une hausse de 15,29 % au premier semestre 2024, toujours propulsé par les actions du secteur des technologies. Environ 50 % des gains du S&P 500 au cours des six premiers mois de 2024 étaient attribuables au rendement de seulement trois titres : NVIDIA, Alphabet et Microsoft.

Malgré les pressions géopolitiques persistantes dans le monde, l'économie des États-Unis continue d'afficher une croissance soutenue, l'inflation semble être maîtrisée et le marché de l'emploi ralentit. Les investisseurs se concentrent sur la Réserve fédérale et s'attendent à ce que les réductions de taux d'intérêt commencent au deuxième semestre.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2024, les parts de série A du Fonds affichent un rendement de 10,2 % et les parts de série F, un rendement de 10,5 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500 a progressé de 19,4 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds s'est établi à 6,7 % pour les parts de série A et à 7,0 % pour les parts de série F tandis que l'indice inscrivait une hausse de 15,3 %.

CHOU ASSOCIATES FUND

Les titres de capitaux propres de EXCO Resources Inc., de Synchrony Financial, de Wells Fargo & Company, de Citigroup Inc. et de Ally Financial Inc. ont été les plus rentables au cours du semestre; les bons de souscription de Hertz Global Holdings Inc. et les titres de capitaux propres de Navient Corporation quant à eux ont subi des reculs pendant la période.

Le dollar canadien s'est déprécié face au dollar américain, ce qui a eu un effet favorable sur le Fonds.

Mise à jour du portefeuille

Le Fonds a réduit sa participation dans les bons de souscription de Hertz Global Holdings Inc. et dans les actions de Berkshire Hathaway Inc.

Il a également vendu ses actions de Bausch Health Companies Inc.

Le Fonds a procédé à des placements dans Pathward Financial Inc. et Liberty Media Corporation – Liberty SiriusXM.

Le Fonds a tiré un revenu de 184 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre 2024.

Pour la période close le 30 juin 2024, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 7 544 412 \$ pour les parts de série A et les souscriptions nettes, à environ 1 267 119 \$ pour les parts de série F. Parmi les rachats nets de parts de série F, une somme de 242 763 \$ correspond à des substitutions de parts de série A suite à l'interdiction de verser une commission de suivi aux courtiers-exécutants. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'élevait à 26.6 % de son actif net.

Événements récents

Au début d'août, les craintes d'une récession aux États-Unis découlant de la faiblesse des données économiques et d'une réorientation historique des politiques de la Banque du Japon ont causé de la turbulence sur les marchés mondiaux. L'instabilité géopolitique au Moyen-Orient a accentué les préoccupations en matière de sécurité. Malgré la réduction des taux d'intérêt par les banques centrales, la santé de l'économie demeure incertaine. Par conséquent, nous prévoyons certaines répercussions sur le rendement du portefeuille du Fonds à court terme.

Le 16 avril 2024, le budget fédéral de 2024 annonçait une augmentation du taux d'inclusion des gains en capital à 66,7 % (comparativement à 50 %) pour les particuliers, les sociétés et les fiducies. Toutefois, pour offrir un certain allègement aux particuliers, le taux demeurera à 50 % pour les gains en capital jusqu'à concurrence de 250 000 \$ par année. Ce rajustement signifie que vous, votre société ou votre fiducie pourriez devoir payer des impôts plus élevés lors de la vente d'actifs comportant des gains en capital non réalisés. Le nouveau taux s'appliquera aux gains en capital réalisés à compter du 25 juin 2024. Avant d'aller de l'avant, vous devez tenir compte d'une série de facteurs fiscaux et non fiscaux. Il est important de communiquer avec votre conseiller fiscal.

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.

CHOU ASSOCIATES FUND

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 2024, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 8,0 % 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.

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 2024 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2024	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net à l'ouverture de la période	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$	103,26 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,58 \$	0,78 \$	0,37 \$	2,75 \$	0,49 \$	0,90 \$
Total des charges	-1,88 \$	-3,35 \$	-3,31 \$	-2,73 \$	-1,66 \$	-2,13 \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	2,87 \$	6,57 \$	35,00 \$	9,76 \$	9,62 \$	-2,26 \$
Gain latent (perte latente) au cours de la période	14,21 \$	-2,76 \$	-20,93 \$	39,45 \$	-20,66 \$	3,23 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	15,78 \$	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⁾	- \$	- \$	0,41 \$	0,31 \$	- \$	1,31 \$
Actif net à la clôture de la période	171,92 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	125,67 \$	117,78 \$	114,50 \$	112,46 \$	73,45 \$	79,53 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2024	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	111 118 \$	107 941 \$	119 425 \$	152 106 \$	137 794 \$	180 517 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	646 325	691 639	770 337	1 069 315	1 473 749	1 747 907
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	2,13 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %	1,85 %	1,87 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	2,13 %	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⁾	1,92 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %	14,98 %
Valeur liquidative par part	171,92 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2024	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net à l'ouverture de la période	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$	102,80 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,58 \$	0,77 \$	0,37 \$	2,64 \$	0,50 \$	0,89 \$
Total des charges	-1,41 \$	-2,44 \$	-2,61 \$	-2,00 \$	-1,18 \$	-1,53 \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	2,97 \$	6,99 \$	44,42 \$	8,61 \$	10,33 \$	-2,14 \$
Gain latent (perte latente) au cours de la période	14,13 \$	-3,35 \$	-22,54 \$	46,03 \$	-26,18 \$	4,40 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	16,27 \$	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⁾	- \$	- \$	3,12 \$	0,54 \$	- \$	2,31 \$
Actif net à la clôture de la période	171,33 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	125,24 \$	117,04 \$	113,14 \$	112,49 \$	73,21 \$	78,81 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Jun 2024	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	49 143 \$	45 677 \$	42 796 \$	12 507 \$	15 443 \$	28 449 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	286 836	294 530	279 359	87 893	165 723	277 980
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,56 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %	1,28 %	1,30 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,56 %	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⁾	1,92 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %	14,98 %
Valeur liquidative par part	171,33 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$

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 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

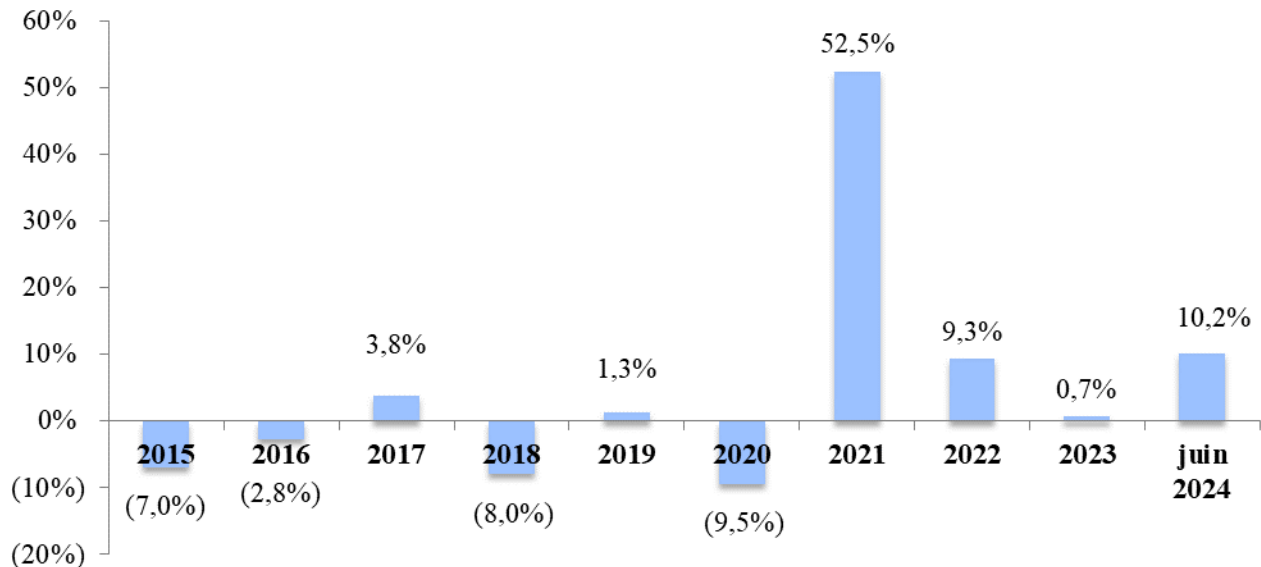
Généralités

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

Rendements annuels

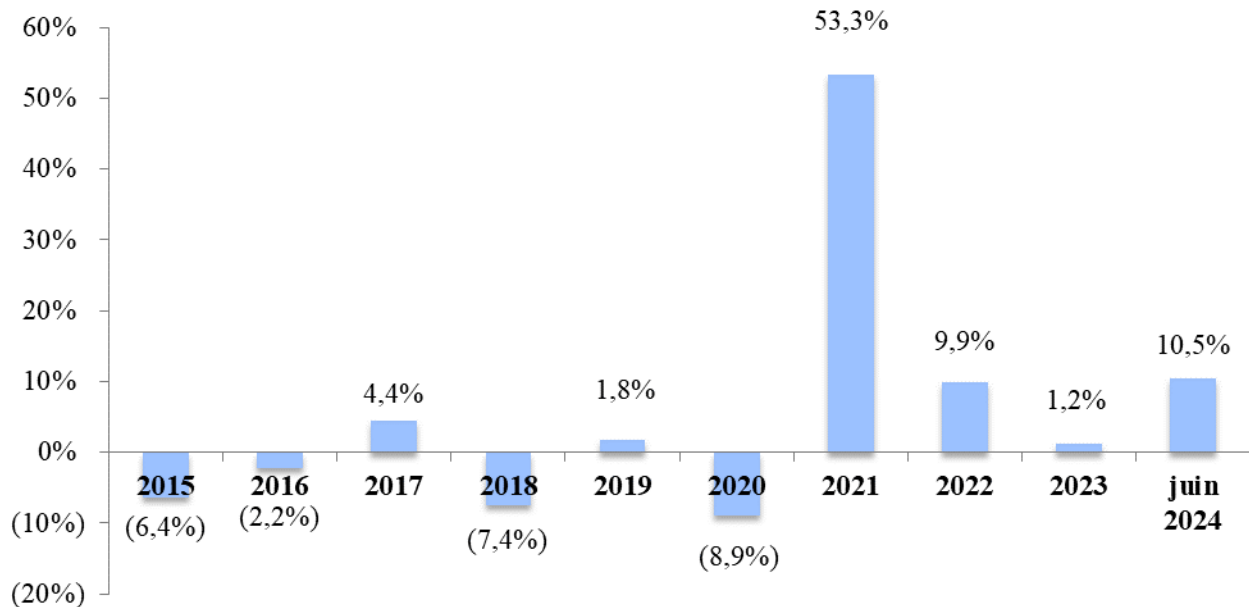
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1er janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2024 vaut pour la période de six mois allant du 1er 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 F du Fonds pour les périodes de un, trois, cinq, dix et quinze ans closes le 30 juin 2024. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global de l'indice S&P 500 (l'« indice »). 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 rendements de l'indice de référence 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 2024	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	9,23 %	10,33 %	11,75 %	4,91 %	8,45 %
S&P 500 (\$ CA)	28,83 %	13,63 %	16,01 %	15,68 %	16,05 %

Série F

30 juin 2024	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	9,84 %	10,94 %	12,36 %	5,49 %	9,04 %
S&P 500 (\$ CA)	28,83 %	13,63 %	16,01 %	15,68 %	16,05 %

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 2024.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Services financiers	51,7 %
Énergie	14,0 %
Services de communication	1,5 %
Biens de consommation discrétionnaire	0,4 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	32,4 %
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>	
Titres détenus à des fins de transaction, position acheteur	
Hertz Global Holdings Inc., bons de souscription, 30 juin 2051	0,4 %

Actions	
Berkshire Hathaway Inc.	34,0 %
EXCO Resources Inc.	14,0 %
Ally Financial Inc.	5,3 %
Synchrony Financial	4,8 %
Citigroup Inc.	3,1 %
Navient Corporation	2,3 %
Liberty Global Limited	1,2 %
Pathward Financial Inc.	1,2 %
Wells Fargo & Company	1,0 %
Liberty Media Corporation-Liberty SiriusXM	0,3 %
Total des actions	67,2 %
Total des placements	67,6 %

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 2024, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2024 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
123, Commerce Valley Drive East, Suite 400
Markham (Ontario)
L3T 7W8

Conseillers juridiques

Owens Wright LLP
20, Holly Street, Suite 300
Toronto (Ontario)
M4S 3B1