

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

30 juin 2025

CHOU ASSOCIATES 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 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. Ses placements peuvent inclure des actions ordinaires et privilégiées, des débentures 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 à des 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.

Au 30 juin 2025, Fairfax Financial Holdings (« Fairfax ») détenait 18,1 % de l'ensemble des parts en circulation du Fonds. Si Fairfax décidait de demander le rachat de ses parts, le Fonds pourrait devoir liquider une importante partie de ses placements pour réaliser 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 ni ne tenterait de quelque autre manière d'influencer les affaires des Fonds Chou. Jusqu'ici Fairfax a respecté cette entente qui reste en vigueur avec plein effet.

Analyse du marché

Selon l'indice S&P 500, au cours du premier semestre de 2025, le marché américain a progressé de 6,2 % en dollars américains, bien qu'il ait traversé l'une des périodes les plus turbulentes des dernières années. Un dégageant massif en avril a suivi l'annonce de nouveaux droits de douane, ce qui a ébranlé la confiance des investisseurs et fait craindre un ralentissement économique. Les marchés ont rapidement repris de l'aplomb, soutenus par le report de la mise en œuvre des droits de douane et l'apaisement des tensions commerciales, poussant les principaux indices à des niveaux records à la fin du mois de juin. Les géants technologiques et de l'IA ont ouvert la voie, tandis que les secteurs industriel et financier ont inscrit de solides performances. La Réserve fédérale a maintenu ses taux d'intérêt dans la fourchette de 4,25 à 4,50 %, mais a laissé entrevoir la possibilité de deux baisses plus tard dans l'année. Les marchés ont réagi favorablement à l'orientation accommodante de la Réserve fédérale, associée à des signes de ralentissement de l'inflation dans un contexte de résilience du marché du travail.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2025, les parts de série A du Fonds ont baissé de 0,5 % et celles de série F ont baissé de 0,2 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500

CHOU ASSOCIATES FUND

augmentait de 0,6 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds s'est établi à 5,1 % pour les parts de série A et à 5,4 % pour les parts de série F, tandis que l'indice de rendement global S&P 500 inscrivait une hausse de 6,2 %.

Les placements ayant le mieux performé durant le premier semestre de 2025 ont été les bons de souscription de Hertz Global Holdings Inc. et les titres de capitaux propres de Citigroup Inc., Wells Fargo & Company et Berkshire Hathaway Inc.

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

Mise à jour du portefeuille

En mars 2025, Occidental Petroleum a temporairement réduit de 22,00 \$ à 21,30 \$ le prix d'exercice de ses bons de souscription dans le cadre d'une offre publique normale de conversion anticipée. Nous avons accepté l'offre et converti les bons de souscription en actions équivalentes d'Occidental Petroleum.

Le Fonds a commencé à investir dans les titres de capitaux propres de General Motors Company.

Au premier semestre 2025, le Fonds a tiré un produit de 28 149 \$ de son programme de prêt de titres.

Les rachats nets du Fonds pour la période se terminant le 30 juin 2025 se sont élevés à environ 2 344 642 \$ pour les parts de série A, alors que les rachats nets de parts de série F ont été d'environ 722 716 \$. Des rachats nets de parts de série F, une tranche de 260 900 \$ se rattache à la substitution de parts de série A consécutive à l'interdiction de paiement de commissions de suivi aux courtiers exécutants. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'est élevée à 23,4 % de son actif net.

Événements récents

Les marchés américains ont connu une volatilité accrue en réaction aux nouveaux droits de douane imposés, ce qui a entraîné un dégagement 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 8,3 % de l'ensemble des parts en circulation 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 de l'exercice, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, sauf dans l'exercice des fonctions et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU ASSOCIATES FUND

Faits saillants 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.

Actif net du Fonds par part¹ – parts de série A

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Actif net à l'ouverture de l'exercice	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$	103,28 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	2,11 \$	3,35 \$	0,78 \$	0,37 \$	2,75 \$	0,49 \$
Total des charges	(2,24) \$	(3,91) \$	(3,35) \$	(3,31) \$	(2,73) \$	(1,66) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(1,05) \$	4,50 \$	6,57 \$	35,00 \$	9,76 \$	9,62 \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	0,35 \$	29,96 \$	(2,76) \$	(20,93) \$	39,45 \$	(20,66) \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	(0,84) \$	33,90 \$	1,24 \$	11,13 \$	49,23 \$	(12,21) \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,31 \$	- \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	0,41 \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	- \$	- \$	0,41 \$	0,31 \$	- \$
Actif net à la clôture de l'exercice	189,22 \$	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	138,95 \$	132,26 \$	117,78 \$	114,50 \$	112,46 \$	73,45 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série A

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	117 588 \$	120 457 \$	107 941 \$	119 425 \$	152 106 \$	137 794 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	621 433	633 599	691 639	770 337	1 069 315	1 473 749
Ratio des frais de gestion ⁵	2,08 %	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %	1,85 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	2,08 %	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %	1,85 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,00 %	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %	0,06 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	4,84 %	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %
Valeur liquidative par part	189,22 \$	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part¹ de série F

	<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	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$	102,34 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	2,11 \$	3,41 \$	0,77 \$	0,37 \$	2,64 \$	0,50 \$
Total des charges	(1,70) \$	(2,92) \$	(2,44) \$	(2,61) \$	(2,00) \$	(1,18) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(1,06) \$	4,63 \$	6,99 \$	44,42 \$	8,61 \$	10,33 \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	0,43 \$	29,92 \$	(3,35) \$	(22,54) \$	46,03 \$	(26,18) \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	(0,23) \$	35,04 \$	1,97 \$	19,64 \$	55,28 \$	(16,53) \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	- \$	- \$	- \$	0,54 \$	- \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	3,12 \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	- \$	- \$	3,12 \$	0,54 \$	- \$
Actif net à la clôture de l'exercice	189,63 \$	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	139,25 \$	132,17 \$	117,04 \$	113,14 \$	112,49 \$	73,21 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série F

	<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	53 674 \$	54 461 \$	45 677 \$	42 796 \$	12 507 \$	15 443 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	283 054	286 656	294 530	279 359	87 893	165 723
Ratio des frais de gestion ⁵	1,52 %	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %	1,28 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	1,52 %	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %	1,28 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,00 %	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %	0,06 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	4,84 %	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %	0,03 %
Valeur liquidative par part	189,63 \$	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$

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 ASSOCIATES 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.

Rendement passé

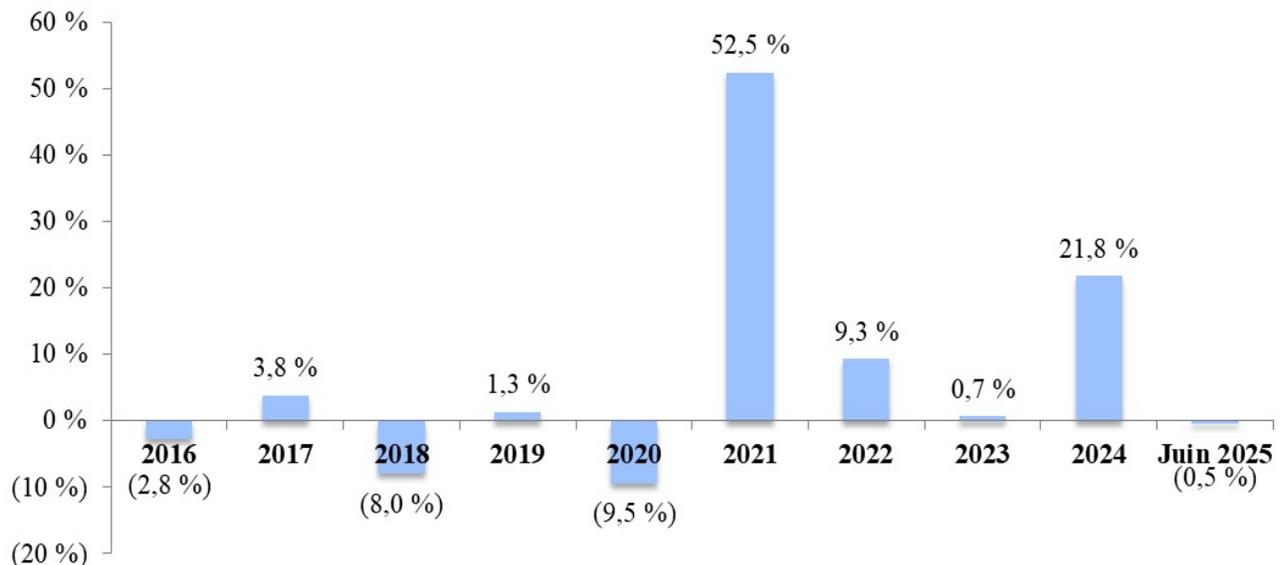
Généralités

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.

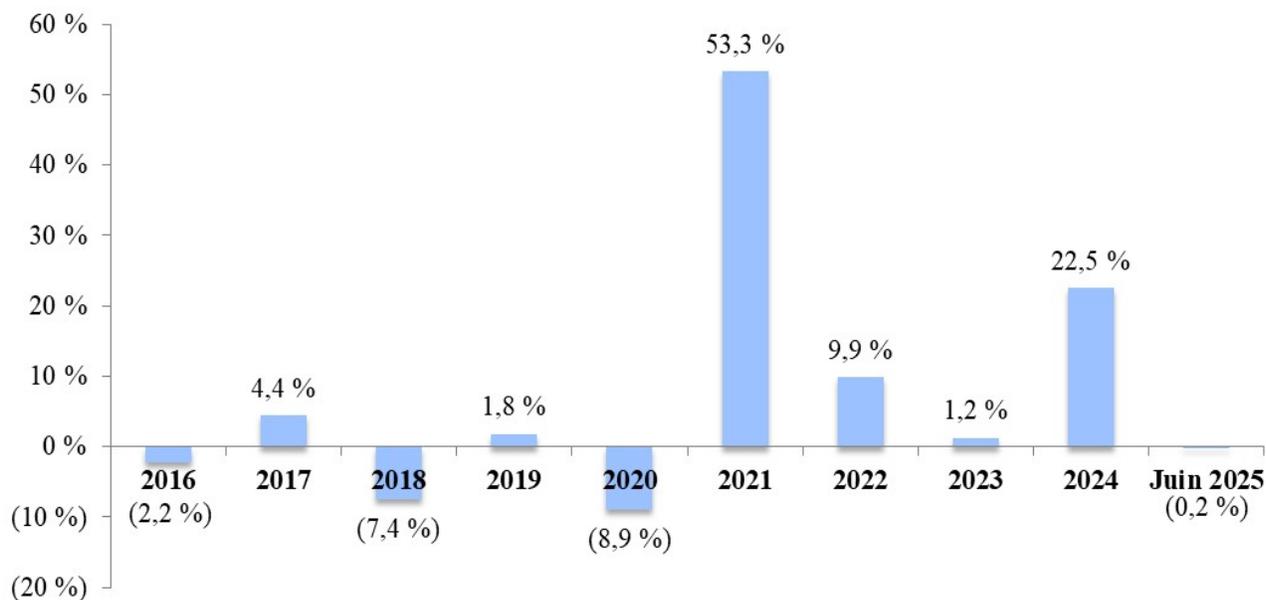
Rendements annuels

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. 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 du même 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



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 de leur rendement passé 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 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. 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

30 juin 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	10,05 %	12,05 %	21,07 %	5,16 %	7,76 %
S&P 500 (\$ CA)	14,73 %	21,96 %	16,63 %	14,62 %	16,76 %

Série F

30 juin 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Associates Fund	10,67 %	12,67 %	21,74 %	5,75 %	8,36 %
S&P 500 (\$ CA)	14,73 %	21,96 %	16,63 %	14,62 %	16,76 %

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

CHOU ASSOCIATES 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>
Services financiers	53,3 %
Énergie	17,6 %
Services de communication	6,0 %
Biens de consommation discrétionnaire	1,2 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	21,9 %
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>	
Détenu pour négociation – position acheteur	
Hertz Global Holdings Inc., bons de souscription, 30 juin 2051	0,0 %
Total détenu pour négociation	0,0 %

Actions

Berkshire Hathaway Inc.	35,4 %
EXCO Resources Inc.	13,7 %
Synchrony Financial	6,4 %
Sirius XM Holdings Inc.	6,0 %
Ally Financial Inc.	4,8 %
Occidental Petroleum Corporation	3,9 %
Citigroup Inc.	3,9 %
Pathward Financial Inc.	1,6 %
Wells Fargo & Company	1,2 %
General Motors Company	1,2 %
Total des actions	78,1 %
Total des placements	78,1 %

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 2025, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 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

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