

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2026

CHOU ASSOCIATES FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2026

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 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 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 d'instruments dérivés, notamment de contrats à terme standardisés, d'options, de swaps et de contrats à terme de gré à gré pour obtenir une exposition aux 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 cours 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 du Fonds.

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 2026, Fairfax Financial Holdings (« Fairfax ») détenait 18,9 % 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 2026, le marché américain a progressé de 10,2 % en dollars américains, malgré une plus grande volatilité alimentée par des incertitudes en matière de politiques commerciales, des tensions géopolitiques et une inflation persistante. Les bons résultats des entreprises et la poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle ont soutenu le rendement des marchés, alors que la Réserve fédérale américaine a maintenu ses taux d'intérêt en visant à concilier une inflation élevée avec un marché du travail résilient et une croissance économique stable.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2026, la valeur des parts des séries A et F du Fonds a augmenté respectivement de 7,8 % et de 8,1 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice de rendement global S&P 500 grimpait de 14,1 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts de série A du Fonds ont affiché un rendement de 4,3 % et, celles de série F, un rendement de 4,6 %, alors que l'indice de rendement global S&P 500 grimpait de 10,2 %.

CHOU ASSOCIATES FUND

Les participations dans Sirius XM Holdings Inc., EXCO Resources Inc., Pathward Financial Inc., Citigroup Inc. et Occidental Petroleum Corporation sont celles qui ont le plus contribué au rendement au premier semestre de 2026.

Au cours de la même période, les participations dans Stellantis NV, Wells Fargo & Company, Synchrony Financial et General Motors Company sont celles qui ont le moins contribué au rendement.

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 du portefeuille

Le Fonds n'a réduit aucune de ses positions dans le portefeuille au cours du semestre.

Le Fonds a vendu ses bons de souscription de Hertz Global Holdings Inc.

Le Fonds a pris des positions dans les titres de Jefferies Financial Group Inc. et de PayPal Holdings Inc.

Le Fonds a tiré un produit de 15 972 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre de 2026.

Les rachats nets du Fonds pour la période close le 30 juin 2026 se sont élevés à environ 4 813 699 \$. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est chiffrée à 10,8 % de son actif net pour la période.

Événements récents

Les marchés mondiaux ont connu des périodes de volatilité, alors que les investisseurs jugeaient l'évolution des politiques commerciales, les développements géopolitiques et les nouvelles attentes en matière de politique monétaire. Les investisseurs vont suivre de près les tendances de l'inflation, la croissance économique, les résultats des entreprises et les valorisations boursières, lesquels constituent des facteurs clés qui façonnent le climat d'investissement. La poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle et les technologies pourrait soutenir certains secteurs, alors que l'évolution de l'appétit pour le risque et des conditions du marché pourrait contribuer à la volatilité et influencer la performance du portefeuille du Fonds.

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 de parts du Fonds. Le Gestionnaire est également 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 2026, ils détenaient 8,7 % 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 susmentionnées et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU ASSOCIATES FUND

Faits saillants des résultats financiers

Les tableaux qui suivent font état de certaines données financières clés relatives au Fonds et ont pour objet d'aider à comprendre sa performance financière pour le semestre qui a pris fin le 30 juin 2026 et pour chacun des cinq derniers exercices se terminant le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part¹ – parts de série A

	<u>Jun 2026</u>	<u>2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>
Actif net à l'ouverture de l'exercice	196,35 \$	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$	93,50 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	1,23 \$	3,56 \$	3,35 \$	0,78 \$	0,37 \$	2,75 \$
Total des charges	(2,17) \$	(4,45) \$	(3,91) \$	(3,35) \$	(3,31) \$	(2,73) \$
Profits (pertes) réalisé(e)s pour l'exercice	0,74 \$	2,90 \$	4,50 \$	6,57 \$	35,00 \$	9,76 \$
Profits latents (pertes latentes) pour l'exercice	15,28 \$	4,32 \$	29,96 \$	(2,76) \$	(20,93) \$	39,45 \$
Augmentation (diminution) totale						
provenant de l'exploitation²	15,08 \$	6,33 \$	33,90 \$	1,24 \$	11,13 \$	49,23 \$
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	211,61 \$	196,35 \$	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	149,21 \$	143,05 \$	132,26 \$	117,78 \$	114,50 \$	112,46 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série A

	<u>Jun 2026</u>	<u>2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	123 559 \$	118 619 \$	120 457 \$	107 941 \$	119 425 \$	152 106 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	583 884	604 125	633 599	691 639	770 337	1 069 315
Ratio des frais de gestion ⁵	2,03 %	2,08 %	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %
Ratio des frais de gestion, avant renonciations						
ou prises en charge ⁵	2,03 %	2,08 %	2,10 %	2,03 %	2,02 %	1,69 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,04 %	0,06 %	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	0,00 %	7,79 %	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %
Valeur liquidative par part	211,61 \$	196,35 \$	190,12 \$	156,07 \$	155,03 \$	142,25 \$

CHOU ASSOCIATES FUND

Actif net du Fonds par part¹ – parts de série F

	Jun 2026	2025	2024	2023	2022	2021
Actif net à l'ouverture de l'exercice	197,33 \$	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$	93,19 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	1,24 \$	3,55 \$	3,41 \$	0,77 \$	0,37 \$	2,64 \$
Total des charges	(1,62) \$	(3,35) \$	(2,92) \$	(2,44) \$	(2,61) \$	(2,00) \$
Profits (pertes) réalisé(e)s pour l'exercice	0,75 \$	2,96 \$	4,63 \$	6,99 \$	44,42 \$	8,61 \$
Profits latents (pertes latentes) pour l'exercice	15,60 \$	4,35 \$	29,92 \$	(3,35) \$	(22,54) \$	46,03 \$
Augmentation (diminution) totale						
provenant de l'exploitation²	15,97 \$	7,51 \$	35,04 \$	1,97 \$	19,64 \$	55,28 \$
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	213,27 \$	197,33 \$	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	150,37 \$	143,77 \$	132,17 \$	117,04 \$	113,14 \$	112,49 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série F

	Jun 2026	2025	2024	2023	2022	2021
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	59 271 \$	55 595 \$	54 461 \$	45 677 \$	42 796 \$	12 507 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	277 919	281 739	286 656	294 530	279 359	87 893
Ratio des frais de gestion ⁵	1,47 %	1,51 %	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	1,47 %	1,51 %	1,53 %	1,46 %	1,52 %	1,13 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,04 %	0,06 %	0,07 %	0,02 %	0,23 %	0,16 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	0,00 %	7,79 %	10,31 %	9,21 %	15,76 %	4,99 %
Valeur liquidative par part	213,27 \$	197,33 \$	189,99 \$	155,08 \$	153,19 \$	142,30 \$

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 arrêtées 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 d'un portefeuille est élevé au cours d'un exercice, plus les coûts de transaction payables par le Fonds sont élevés, 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 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 liquidative 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

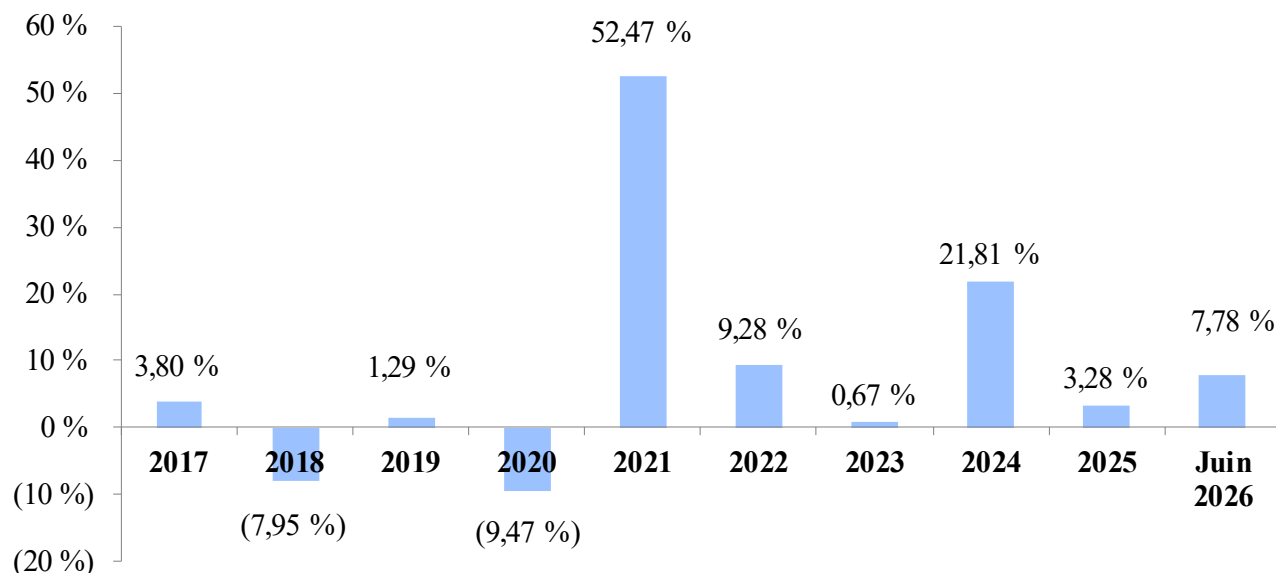
Généralités

Les diagrammes et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent au rendement global antérieur, qui tient compte des variations de la valeur par part et tient pour acquis que toutes les distributions ont été réinvesties. Ces rendements ne tiennent compte d'aucuns frais d'acquisition ou de rachat, d'aucune autre charge accessoire ni d'aucun impôt sur le revenu à payer par les investisseurs qui pourraient réduire ces rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement garant de son rendement futur.

Rendements annuels

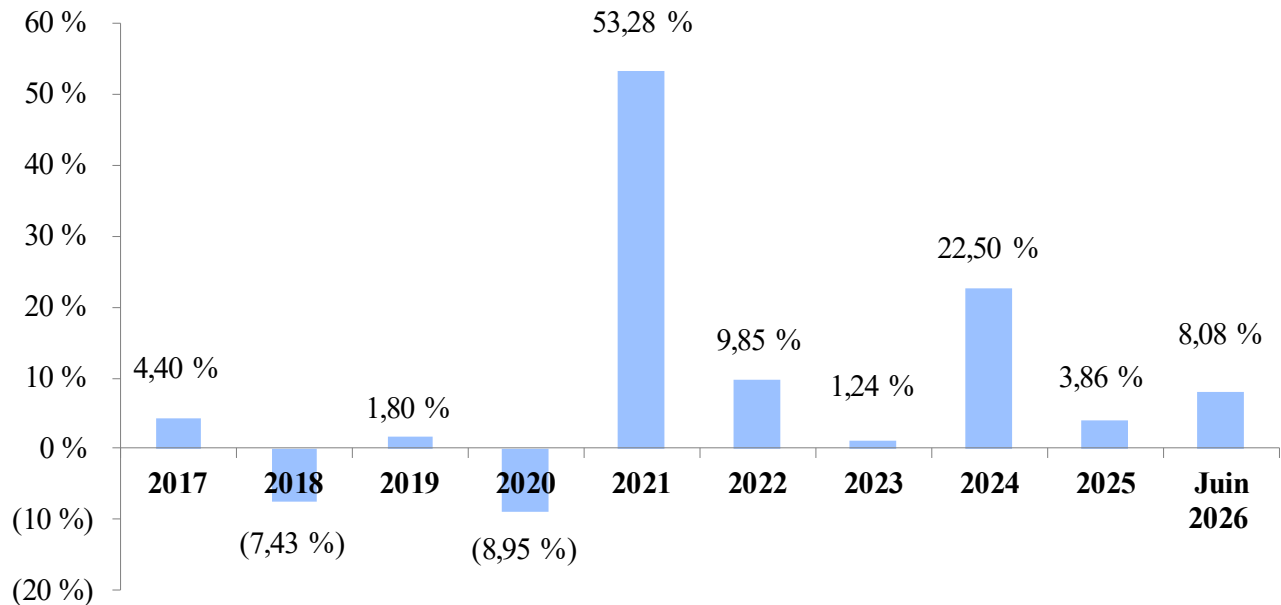
Les diagrammes ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier du même exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2026 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 du Fonds pour les périodes de un, trois, cinq et dix ans closes le 30 juin 2026. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également les rendements annuels composés globaux antérieurs 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 après déduction de ces frais et charges.

Série A

30 juin 2026	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Associates Fund	11,83 %	10,37 %	10,57 %	9,21 %
S&P 500 (\$ CA)	27,51 %	23,47 %	16,49 %	16,53 %

Série F

30 juin 2026	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années
Chou Associates Fund	12,47 %	10,99 %	11,19 %	9,82 %
S&P 500 (\$ CA)	27,51 %	23,47 %	16,49 %	16,53 %

¹⁾ Les rendements présentés dans les tableaux tiennent pour acquis 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 2026.

<u>Répartition sectorielle</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Services financiers	63,2 %
Énergie	18,3 %
Services de communication	7,5 %
Biens de consommation discrétionnaire	4,4 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	6,6 %
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>	
Actions	
Berkshire Hathaway Inc.	35,4 %
EXCO Resources Inc.	13,9 %
Sirius XM Holdings Inc.	7,5 %
Synchrony Financial	7,1 %
Ally Financial Inc.	5,5 %
Jefferies Financial Group Inc.	4,8 %
Occidental Petroleum Corporation	4,4 %
PayPal Holdings Inc.	3,8 %
Citigroup Inc.	3,6 %
Stellantis NV	2,6 %
General Motors Company	1,8 %
Pathward Financial Inc.	1,7 %
Wells Fargo & Company	1,3 %
Total des actions	93,4 %
Total des placements	93,4 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite de transactions en cours au sein du portefeuille des placements du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2026, figurera dans l'information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2026 sur notre site Web à l'adresse 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