

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2018

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

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 intermédiaires ou annuels gratuitement, sur demande, en composant (sans frais) le 1-888-357-5070, en nous écrivant au 110, Sheppard Avenue East, Suite 301, Box 18, Toronto (Ontario) M2N 6Y8 ou en visitant 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 prévus, des résultats, des circonstances, un rendement 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 différer 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, les conditions économiques générales, l'état du marché, les taux d'intérêt, les changements législatifs et réglementaires, l'effet 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'il s'appuie sur des énoncés prospectifs pour prendre des décisions à l'effet d'investir dans le Fonds, tout investisseur 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 il 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 BOND FUND

Analyse du rendement par la direction

Objectif et stratégies de placement

Le Chou Bond Fund (le « Fonds ») vise la préservation du capital et la production d'un revenu, de même que la plus-value du capital. Le Fonds investit principalement dans des titres à revenu fixe canadiens et américains que Chou Associates Management Inc. (le « gestionnaire ») considère comme étant sous-évalués. Ces titres comprennent, sans s'y restreindre, des émissions du gouvernement du Canada, de provinces, de municipalités et de sociétés, y compris des titres convertibles et des titres à revenu fixe à rendement élevé. Le Fonds peut également effectuer des placements dans des titres à revenu fixe de l'extérieur du Canada et des États-Unis.

Risque

Les risques associés à un placement dans le Fonds sont décrits dans le plus récent prospectus simplifié déposé par le Fonds. Les porteurs de parts peuvent consulter un exemplaire de ce document sur le site Web du Fonds, à 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 de la période close le 30 juin 2018.

Analyse du marché

Le marché américain des obligations à rendement élevé a continué de faire belle figure au cours de la première moitié de 2018, ayant tiré parti de la faiblesse du taux de chômage, de la stabilité du taux d'inflation et de la refonte générale des politiques fiscales. Les sociétés ont été en mesure d'utiliser les gains résultant de la réforme fiscale pour réduire leurs dettes et pour racheter leurs actions. Même si l'endettement accroît le risque à long terme, les défauts de paiement des sociétés sont demeurés, dans l'ensemble, à des niveaux relativement bas. Cela dit, bien que la vague de défaillances qui a déferlé sur le secteur de l'énergie et sur celui des mines et des métaux se soit maintenue en 2018, les perspectives de bon nombre des sociétés restantes des secteurs des marchandises se sont améliorées.

À environ 3,6 %, l'écart moyen des obligations à rendement élevé demeure bien en deçà de ses normes antérieures à long terme. Malgré les faibles rendements qui caractérisent le contexte actuel, nous demeurons en quête de titres à rendement élevé qui présentent des fondamentaux économiques solides et des actifs qui pourront amortir les coups, et ce, même dans le cas d'une faillite.

Résultats d'exploitation

Pour la période close le 30 juin 2018, les parts des séries A et F du Fonds ont fléchi de 2,3 % et de 2,2 %, respectivement, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a progressé de 5,1 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts des séries A et F ont baissé de 6,6 % et de 6,5 %, respectivement, comparativement à une hausse de 0,2 % pour l'indice.

Les titres de créance (10,875 %, échéant en mars 2018) de UkrLandFarming PLC ont fortement contribué au rendement du Fonds au cours de la première moitié de 2018.

En revanche, l'action de Wow Unlimited Inc. et les prêts à terme 1.75 assortis d'un privilège de EXCO (échéant en octobre 2020) ont le plus fortement nui aux résultats du Fonds au cours de cette période.

Le Fonds n'a ajouté aucun nouveau placement à son portefeuille au cours du premier semestre de 2018.

En revanche, le Fonds a éliminé sa position en actions dans Produits forestiers Résolu inc. et dans SandRidge Energy. Il a aussi vendu ses placements dans les titres de créance de Ascent Capital Group, de Sears Roebuck Acceptance Corp. et de Valeant Pharmaceuticals de même que dans le prêt à terme conclu avec Dex Media.

CHOU BOND FUND

Pour la première moitié de 2018, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 9 811 155 \$ pour les parts de série A et à environ 168 728 \$ dans le cas des parts de série F. Au cours de cette période, la position en trésorerie mensuelle du Fonds représentait en moyenne 2,0 % de son actif net.

Au cours du premier semestre de 2018, le Fonds a tiré un revenu de 1 531 \$ de son programme de prêt de titres.

Le portefeuille du Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte au 30 juin 2018.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu récemment aucun événement digne de mention qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds comparativement à son indice de référence.

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.

Dans le cours normal des affaires, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs investissent, à l'occasion, dans des parts du Fonds. Toutes les transactions conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération. Au 30 juin 2018, le gestionnaire détenait 17,0 % des parts de série A du Fonds.

Au cours de la période close le 30 juin 2018, 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 BOND 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 la période close le 30 juin 2018 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, le cas échéant.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de la période	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$	8,30 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,24 \$	0,45 \$	0,23 \$	0,98 \$	0,77 \$	0,71 \$
Total des charges	(0,07) \$	(0,14) \$	(0,13) \$	(0,15) \$	(0,16) \$	(0,15) \$
Gain réalisé (perte) au cours de la période	(0,34) \$	0,41 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,49 \$	0,39 \$
Gain latent (perte) au cours de la période	(0,34) \$	(0,93) \$	0,57 \$	(1,14) \$	(0,22) \$	1,07 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	(0,51) \$	(0,21) \$	0,75 \$	(0,33) \$	0,88 \$	2,02 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$
Actif net à la clôture de la période	8,02 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	6,10 \$	6,53 \$	6,55 \$	6,34 \$	8,58 \$	9,07 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	14 315 \$	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$	45 810 \$	38 761 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 784 898	3 104 049	4 432 708	4 515 187	4 599 226	4 020 643
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,78 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,78 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,09 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille	12,12 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %
Valeur liquidative par part	8,02 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Juin 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de la période	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,72 \$	8,33 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,26 \$	0,46 \$	0,23 \$	0,99 \$	0,78 \$	0,69 \$
Total des charges	(0,07) \$	(0,12) \$	(0,12) \$	(0,13) \$	(0,14) \$	(0,13) \$
Gain réalisé (perte) au cours de la période	(0,26) \$	0,40 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,50 \$	0,23 \$
Gain latent (perte) au cours de la période	(0,09) \$	(0,99) \$	0,77 \$	(1,16) \$	(0,14) \$	1,55 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	(0,16) \$	(0,25) \$	0,96 \$	(0,32) \$	1,00 \$	2,34 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	- \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	- \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$
Actif net à la clôture de la période	8,22 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	6,25 \$	6,69 \$	6,66 \$	6,40 \$	8,66 \$	9,14 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Juin 2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 398 \$	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$	3 691 \$	3 527 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	291 861	270 473	403 615	358 475	367 482	362 911
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,64 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,64 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,09 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	12,12 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %
Valeur liquidative par part	8,22 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$

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 basés sur le nombre de parts rachetables en circulation à la date donnée. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts rachetables en circulation au cours de la période.

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

⁴⁾ Ces données sont présentées 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 (à l'exclusion des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille) pour la période indiquée 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 compte non tenu des prises en charge fait état du RFG avant que le gestionnaire procède à ces prises en charge ou renoncations.

⁶⁾ Le ratio des frais d'opérations comprend le total des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille, 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 placements du Fonds gère activement le portefeuille. Un taux de 100 % indique que tous les titres en portefeuille du Fonds ont été achetés ou vendus une fois au cours de l'exercice. Plus ce taux est élevé, plus les frais d'opérations engagés par le Fonds au cours de l'exercice sont élevés et la probabilité, pour l'investisseur, de réaliser un gain en capital imposable au cours de l'exercice est également plus forte. Il n'y a pas nécessairement de relation entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

CHOU BOND FUND

Frais de gestion

Le gestionnaire gère le Fonds. En contrepartie de ses services, il reçoit des frais 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 1,15 % 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 15 points de base par année. Aucune commission de suivi n'est payée à l'égard des parts de série F.

Rendement passé

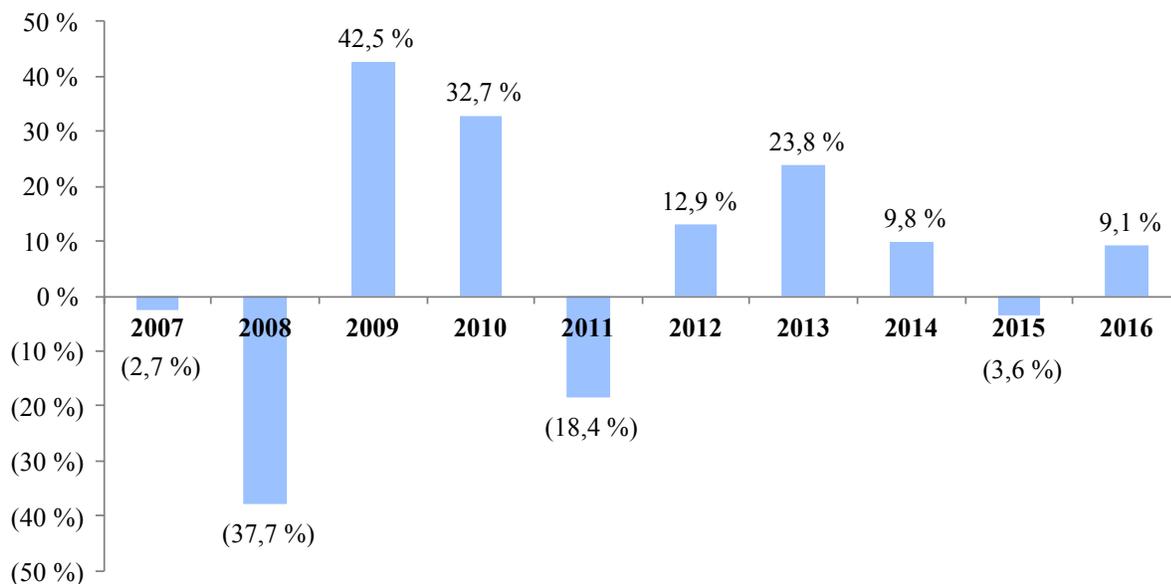
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement antérieur du Fonds. Les taux de rendement représentent le rendement global des années antérieures, 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 optionnels ou des impôts sur le revenu payables par les investisseurs, qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement antérieur du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

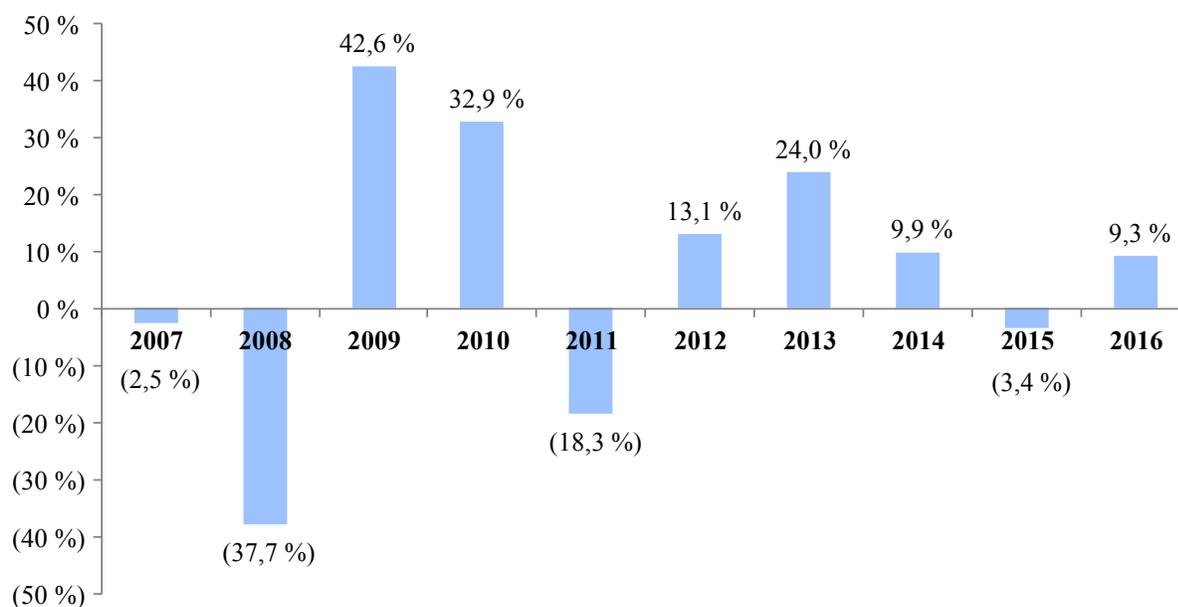
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacune des périodes indiquées. Exprimés en pourcentage, ces résultats indiquent la mesure dans laquelle un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice aurait augmenté ou diminué au 31 décembre de chaque exercice et illustrent la fluctuation de sa performance d'une année à l'autre. Les rendements pour 2018 sont présentés pour la période de six mois allant du 1^{er} janvier au 30 juin.

Série A



CHOU BOND FUND

Série F



Rendements annuels composés

Les tableaux suivants¹⁾ présentent le rendement global, composé sur une base annuelle, des parts des séries A et F du Fonds. Ils font état du rendement antérieur du Fonds depuis sa création et pour les périodes de un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans closes le 30 juin 2018. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement global, composé sur une base annuelle, de l'indice Barclays U.S. Corporate High Yield (l'« indice »). L'indice est un indice de référence général qui évalue le marché des obligations à taux fixe de sociétés hors catégorie investissement, dont des titres libellés en dollars américains de sociétés américaines ou non américaines cotées en bourse qui exercent leurs activités dans les secteurs des industries, des services aux collectivités et de la finance. Ces titres répondent à des exigences précises en matière d'échéance, de liquidité et de qualité. Les calculs du rendement de l'indice de référence ne tiennent pas compte des frais de gestion ni des charges du Fonds, alors que ceux portant sur le Fonds en tiennent compte.

Série A

30 juin 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	1,02 %	0,40 %	3,18 %	3,91 %	4,88 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	3,83 %	7,36 %	10,29 %	10,99 %	8,22 %

Série F

30 juin 2018	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	1,21 %	0,58 %	3,36 %	4,05 %	5,04 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	3,83 %	7,36 %	10,29 %	10,99 %	8,22 %

¹⁾ Les renseignements présentés dans les tableaux supposent le réinvestissement de tous les revenus.

CHOU BOND FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants dressent l'aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2018.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Canada	45,3 %
États-Unis	35,5 %
Europe continentale	15,3 %
Équivalents de trésorerie, montant net	3,9 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u> <i>(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)</i>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Actions	
Wow Unlimited Media Inc.	10,5 %
Catalyst Paper Corporation	1,4 %
Total des actions	11,9 %

Obligations	
Fortress Global Enterprises Inc., 7,000 %, 31 décembre 2019	24,7 %
Atlanticus Holdings Corporation, 5,875 %, 30 novembre 2035	20,9 %
Exco Resources Inc., prêts à terme 1.75 assortis d'un privilège, 26 octobre 2020	14,6 %
Ukrlandfarming PLC, 10,875 %, 30 juillet 2018	11,1 %
Catalyst Paper Corporation, prêts à terme, 27 janvier 2022	5,8 %
Avangardco Investments Public Limited, 10,000 %, 29 octobre 2018	4,2 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 17 novembre 2022	2,9 %
Total des obligations	84,2 %
Total des placements	96,1 %

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 2018, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2018 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: 1-866-877-9477

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