

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2019

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2019

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, Sheppard Avenue East, Suite 301, Box 18, Toronto (Ontario) M2N 6Y8 ou en consultant 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 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

Le Chou Bond Fund (le « Fonds ») vise la préservation du capital et l'obtention d'un revenu, ainsi 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 2019.

Analyse du marché

Au cours du premier semestre de 2019, le marché américain des obligations à rendement élevé a évolué à la hausse, stimulé à la fois par le repli des rendements des obligations du Trésor et le rétrécissement de l'écart entre les rendements des titres du Trésor et la prime qu'exigent les investisseurs pour détenir des obligations de sociétés. Les rendements obligataires ont reculé en raison du changement de cap plus conciliant de la Réserve fédérale américaine. Lors de la réunion de juin, la Réserve fédérale américaine n'a pas réduit les taux, mais a annoncé la fin de son cycle de hausse de même que d'éventuelles réductions à venir.

Le rendement des obligations de premier ordre mais de moindre qualité a surpassé celui des obligations plus spéculatives, alors que les obligations à long terme ont supplanté les titres à revenu fixe venant à échéance à court terme.

Résultats d'exploitation

Pour la période close le 30 juin 2019, le Fonds a subi un recul de 16,2 % sur ses parts des séries A et de 16,1 % sur ses parts de série F, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a progressé de 5,2 % en dollars canadiens. En dollars américains, le Fonds a subi un recul de 12,6 % sur ses parts de série A et de 12,5 % sur ses parts de série F tandis que l'indice a inscrit un rendement de 9,9 %.

En octobre 2018, Paper Excellence Canada Holdings Corporation a fait l'acquisition de Catalyst Paper Corporation pour une contrepartie de 1,2260 \$ par action ordinaire et de 100 cents du dollar en ce qui a trait aux créances. La clôture de l'opération a eu lieu en mars 2019.

Le prêt à terme de rang 1,75 d'EXCO Resources, les titres de créance d'Avangardco Investments et de Fortress Global Enterprises, ainsi que les actions de WOW Unlimited sont les placements qui ont le plus nui au rendement du Fonds.

Il n'y a eu aucun nouveau placement dans le Fonds pendant le premier semestre de l'exercice.

Le Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte en portefeuille au 30 juin 2019.

Le Fonds a tiré un revenu de 44 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre de 2019.

CHOU BOND FUND

Les rachats nets du Fonds pour le premier semestre de 2019 se sont élevés à environ 3 029 410 \$ pour les parts de série A et à environ 183 311 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'est élevée à 14,3 % de son actif net.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu aucun événement significatif récent qui soit susceptible d'avoir une incidence inattendue sur le portefeuille du Fonds lorsqu'on le compare 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. Au 30 juin 2019, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs détenaient 4,3 % des parts de série A 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 la période close le 30 juin 2019, 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 2019 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, selon le cas.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Actif net à l'ouverture de la période	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,20 \$	0,48 \$	0,45 \$	0,23 \$	0,98 \$	0,77 \$
Total des charges	(0,07)	(0,15)	(0,14)	(0,13)	(0,15)	(0,16)
Gain (perte) réalisé(e) au cours de la période	1,46	(0,33)	0,41	0,08	(0,02)	0,49
Gain (perte) latent(e) au cours de la période	(3,02)	0,42	(0,93)	0,57	(1,14)	(0,22)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	(1,43)\$	0,42 \$	(0,21)\$	0,75 \$	(0,33)\$	0,88 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	0,42 \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	- \$	0,42 \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$
Actif net à la clôture de la période	7,56 \$	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$
Actif net à la clôture de la période (\$US)	5,77 \$	6,60 \$	6,53 \$	6,55 \$	6,34 \$	8,58 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	9 708 \$	15 016 \$	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$	45 810 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 284 601	1 666 054	3 104 049	4 432 708	4 515 187	4 599 226
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,73 %	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %
Ratio des frais de gestion, avant renonciations ou prises en charge ⁵⁾	1,73 %	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %
Valeur liquidative par part	7,56 \$	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Actif net à l'ouverture de la période	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,72 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,20 \$	0,49 \$	0,46 \$	0,23 \$	0,99 \$	0,78 \$
Total des charges	(0,07)	(0,14)	(0,12)	(0,12)	(0,13)	(0,14)
Gain (perte) réalisé(e) au cours de la période	1,46	(0,11)	0,40	0,08	(0,02)	0,50
Gain (perte) latent(e) au cours de la période	(3,06)	1,16	(0,99)	0,77	(1,16)	(0,14)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	(1,47)\$	1,40 \$	(0,25)\$	0,96 \$	(0,32)\$	1,00 \$
Distributions						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	- \$	0,50 \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	- \$	0,50 \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$
Actif net à la clôture de la période	7,69 \$	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$
Actif net à la clôture de la période (\$US)	5,87 \$	6,72 \$	6,69 \$	6,66 \$	6,40 \$	8,66 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Jun 2019	2018	2017	2016	2015	2014
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 569 \$	2 863 \$	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$	3 691 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	333 908	312 347	270 473	403 615	358 475	367 482
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,55 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,55 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %
Valeur liquidative par part	7,69 \$	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$

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 l'exercice 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 courtages et des autres coûts d'opérations du portefeuille) et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne 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 en fait abstraction.

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 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 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 l'exercice. 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 BOND 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 1,15 % 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

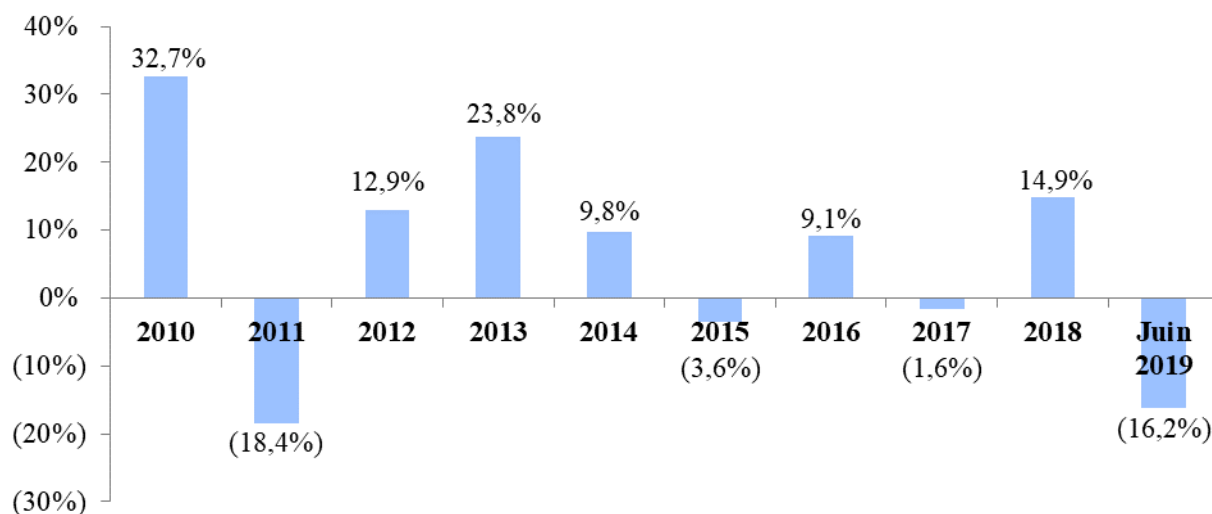
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Ils présentent les taux de rendement total historiques qui comprennent les variations de prix des parts et supposent que toutes les distributions ont été réinvesties. Ces rendements ne tiennent pas compte des frais d'acquisition ou de rachat, d'autres frais accessoires ou des impôts sur le revenu que les porteurs doivent payer et qui pourraient réduire les rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

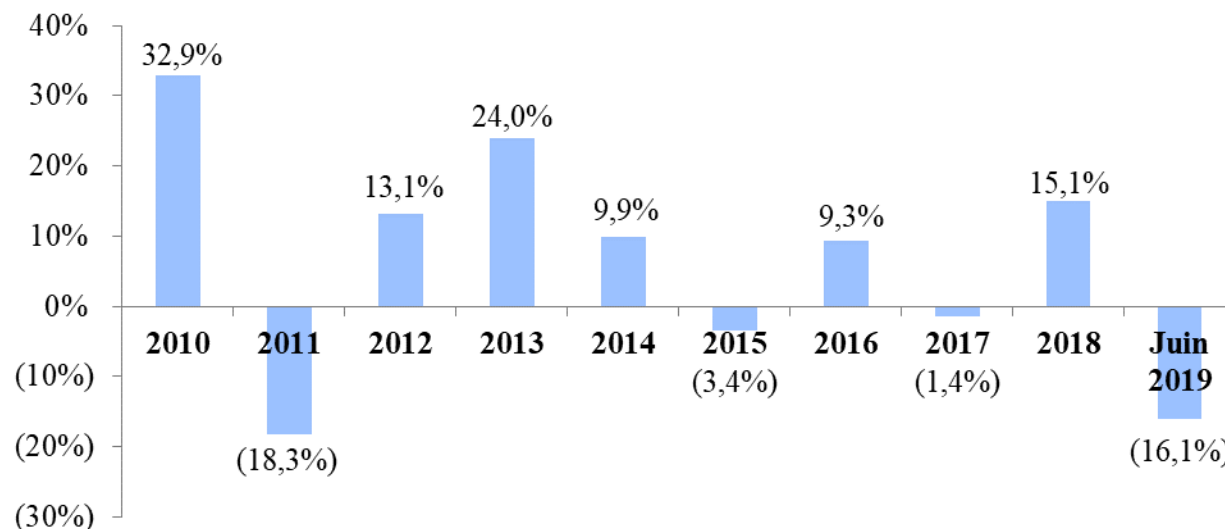
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement de 2019 correspond à celui de la période de six mois du 1^{er} janvier au 30 juin.

Série A



CHOU BOND 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 depuis sa création et pour les périodes de un, trois, cinq et dix ans closes le 30 juin 2019. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global de l'indice Barclays U.S. Corporate High Yield. Il s'agit d'un indice de référence général qui évalue le marché des obligations spéculatives, à taux fixe, de sociétés. L'indice comprend des titres libellés en dollars américains d'émetteurs des États-Unis et d'ailleurs cotés en bourse qui évoluent dans les secteurs des produits industriels, des services publics et des services financiers. Ces titres répondent à des exigences précises en matière d'échéance, de liquidité et de qualité. Les rendements de l'indice sont calculés sans déduction des frais de gestion et d'opérations d'un fonds, alors que ceux présentés par le Fonds en tiennent compte.

Série A

30 juin 2019	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	(1,43 %)	3,66 %	(0,43 %)	6,09 %	4,41 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	6,77 %	7,76 %	9,07 %	10,54%	8,20%

Série F

30 juin 2019	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	(1,24 %)	3,85 %	(0,26 %)	6,26 %	4,57 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	6,77 %	7,76 %	9,07 %	10,54 %	8,20 %

¹⁾ Les données présentées 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 2019.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	38,1 %
Canada	29,4 %
Europe continentale	13,9 %
Équivalents de trésorerie, montant net	18,6 %
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	
WOW Unlimited Media inc.	7,6 %
Obligations	
Atlanticus Holdings Corporation, 5,875 %, 30 novembre 2035	26,1 %
Fortress Global Enterprises inc., 7,000 %, 31 décembre 2019	17,9 %
Exco Resources inc., prêts à terme de rang 1,75, 26 octobre 2020	12,0 %
Ukrlandfarming PLC, 10,875 %, 30 juillet 2018	10,7 %
Avangardco Investments Public Limited, 10,000 %, 29 octobre 2018	3,9 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 17 novembre 2022	3,2 %
Total des obligations	73,8 %
Total du portefeuille	81,4 %

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 2019, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2019 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
15, Allstate Parkway, Suite 200
Markham (Ontario)
L3R 5B4

Conseillers juridiques

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