

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

30 juin 2020

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2020

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 obtenir de la même façon les politiques et procédures de vote par procuration, le dossier de vote par procuration et 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.

CHOU BOND FUND

Analyse du rendement par la direction

Objectif et stratégies de placement

L'objectif de placement de Chou Bond Fund (le « Fonds ») consiste à assurer la protection du capital et la réalisation de revenus de même qu'une plus-value. Le Fonds investit principalement dans des valeurs à revenu fixe canadiennes et américaines que Chou Associates Management inc. (le « gestionnaire ») considère comme étant sous-évaluées. Ces valeurs à revenu fixe comprennent notamment des émissions du gouvernement du Canada, de provinces, de municipalités et de sociétés, y compris des valeurs à taux fixe convertibles et à rendement élevé, de même que des valeurs à revenu fixe émises à l'extérieur du Canada ou des États-Unis. Les placements dans des valeurs à revenu fixe qui ne sont ni canadiennes ni américaines sont limités à 35 % de la valeur liquidative du fonds au moment de l'achat.

Risque

Les risques associés à un placement dans le Fonds sont décrits dans le plus récent prospectus simplifié déposé par le Fonds, dont un exemplaire peut être consulté sur le site Web du Fonds, www.choufunds.com, et sur SEDAR, www.sedar.com.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours du semestre clos le 30 juin 2020.

Analyse du marché

Les titres à rendement élevé des États-Unis ont été ballotés sur des montagnes russes au premier semestre 2020 alors que les sociétés frappées de plein fouet par les retombées de la COVID-19 peinaient à rembourser leurs dettes et que plusieurs étaient poussées dans une restructuration sinon vers la faillite. Au premier trimestre, le marché des obligations à rendement élevé a chuté de plus de 10 % avant d'amorcer une remontée qui a rabattu les pertes à environ 3 % à 4 % depuis le début de l'année.

Les rendements des obligations mondiales ont régressé pour atteindre des seuils historiques pendant que les banques centrales ramenaient les taux d'intérêt à près de 0 % et que les investisseurs se tournaient vers des actifs refuges. En conséquence, les obligations à plus long terme ont surperformé par rapport à celles de plus court terme. En même temps, les obligations à haut rendement sous-performaient par rapport aux obligations de qualité investissement et affichaient un rendement absolu négatif.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2020, le rendement des parts de série A du Fonds s'est établi à 18,8 % et celui des parts de série F, à 19,4 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield inscrivait un rendement de 1,0 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement des parts de séries A du Fonds s'est établi à 13,6 % et celui des parts de série F, à 14,2 % tandis que l'indice perdait 3,8 %.

Les placements à revenu fixe dans Continental Resources, Athabasca Oil Corporation, PDC Energy et Antero Resources Corporation ont eu une incidence positive marquée sur le rendement du Fonds au premier semestre 2020.

Les placements à revenu fixe dans Signet UK Finance et GameStop Corporation, de même que la participation dans les titres de capitaux propres d'EXCO Resources ont eu une incidence défavorable sur le rendement.

Le dollar canadien s'est déprécié par rapport au dollar américain, ce qui a également eu un effet positif sur le Fonds.

CHOU BOND FUND

Mise à jour du portefeuille

Au cours du semestre, le Fonds a réduit sa participation dans les actions d'EXCO Resources et s'est départi des titres de créances qu'il détenait dans Atlanticus Holdings.

Le Fonds a procédé à une série de nouveaux investissements dans des obligations du secteur du pétrole et du gaz, notamment les suivantes :

- Continental Resources inc., 3,800 %, échéant le 1^{er} juin 2024;
- Athabasca Oil Corporation, 9,875 %, échéant le 24 février 2022;
- Southwestern Energy Company, 7,500 %, échéant le 1^{er} avril 2026;
- Antero Resources Corporation, 5,625 %, échéant le 1^{er} juin 2023;
- Occidental Petroleum Corporation, 2,700 %, échéant le 15 août 2022;
- PDC Energy inc., 6,250 %, échéant le 1^{er} décembre 2025;
- PDC Energy inc., 5,750 %, échéant le 15 mai 2026.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change pendant le semestre et il ne détenait aucune option d'achat couverte en portefeuille au 30 juin 2020.

Le Fonds a tiré un revenu de 5 368 \$ de son programme de prêt de titres au cours du premier semestre 2020.

Pour le premier semestre 2020, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 1 090 126 \$ pour les parts de série A et à environ 341 898 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est établie à 29,2 % de l'actif net pendant la période.

Événements récents

Depuis le 11 mars 2020, la flambée de la COVID-19 et la réponse qui y a été opposée à travers le monde ont entraîné chez les entreprises d'importants bouleversements qui ont eu des conséquences néfastes tant sur les marchés boursiers nationaux et internationaux que sur le rendement des valeurs à revenu fixe.

Bien que les gouvernements et les banques centrales aient mis en place des mesures monétaires et fiscales destinées à stabiliser la conjoncture économique, la durée et l'impact de la pandémie de la COVID-19, tout comme l'efficacité des interventions des gouvernements et banques centrales, demeurent incertains en ce moment.

Devant ces incertitudes croissantes, nous nous attendons à ce que le rendement du portefeuille du Fonds soit affecté dans une certaine mesure à court terme.

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 opérations conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération. Au 30 juin 2020, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs ne détenaient aucune part du Fonds.

CHOU BOND FUND

En juin 2020, un membre du groupe du gestionnaire a acquis 60 136 des actions d'EXCO Resources détenues par le Fonds afin de réduire son exposition à des titres illiquides. Ces titres ont été vendus à leur juste valeur de marché au moment de l'opération. Afin de dissiper tout doute éventuel en matière de conflit d'intérêts, la vente a été soumise à l'approbation du Comité d'examen indépendant et a fait l'objet d'une dispense de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Ajustement de l'évaluation du Fonds

Chou Bond Fund a découvert, après le 30 juin 2020, qu'un revenu d'intérêt couru de 178 377 \$ sur un prêt à terme de niveau 3 ne répondait pas aux critères des IFRS pour la constatation d'un revenu d'intérêt au 30 juin 2020, ce qui a conduit à une surestimation de la valeur liquidative au 30 juin 2020. Au début de juillet 2020, cette erreur a été corrigée rétroactivement et la valeur liquidative a été retraitée pour la période affectée du 18 février au 3 juillet 2020.

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 2020 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	5,91	9,01	8,21	8,79	8,78	9,96
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,14	1,08	0,48	0,45	0,23	0,98
Total des charges	(0,04)	(0,12)	(0,15)	(0,14)	(0,13)	(0,15)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	0,02	1,26	(0,33)	0,41	0,08	(0,02)
Gain latent (perte latente) au cours de la période	0,95	(4,54)	0,42	(0,93)	0,57	(1,14)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,07	(2,32)	0,42	(0,21)	0,75	(0,33)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,84	0,42	0,44	0,77	0,83
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,84	0,42	0,44	0,77	0,83
Actif net à la clôture de la période	7,02	5,91	9,01	8,21	8,79	8,78
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	5,17	4,55	6,60	6,53	6,55	6,34

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	7 912 \$	7 713 \$	15 016 \$	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 127 648	1 305 522	1 666 054	3 104 049	4 432 708	4 515 187
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,40 %	1,60 %	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,40 %	1,60 %	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	- %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	46,07 %	11,84 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %
Valeur liquidative par part	7,02 \$	5,91 \$	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	6,06	9,17	8,41	8,94	8,85	10,05
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,17	1,32	0,49	0,46	0,23	0,99
Total des charges	(0,04)	(0,11)	(0,14)	(0,12)	(0,12)	(0,13)
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de la période	0,05	0,98	(0,11)	0,40	0,08	(0,02)
(Perte latente) gain latent au cours de la période	0,96	(4,34)	1,16	(0,99)	0,77	(1,16)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,14	(2,15)	1,40	(0,25)	0,96	(0,32)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,82	0,50	0,40	0,74	0,85
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,82	0,50	0,40	0,74	0,85
Actif net à la clôture de la période	7,23	6,06	9,17	8,41	8,94	8,85
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	5,33	4,67	6,72	6,69	6,66	6,40

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 122 \$	2 094 \$	2 863 \$	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	293 321	345 626	312 347	270 473	403 615	358 475
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,24 %	1,40 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,24 %	1,40 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	- %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	46,07 %	11,84 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %
Valeur liquidative par part	7,23 \$	6,06 \$	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$

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 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 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 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

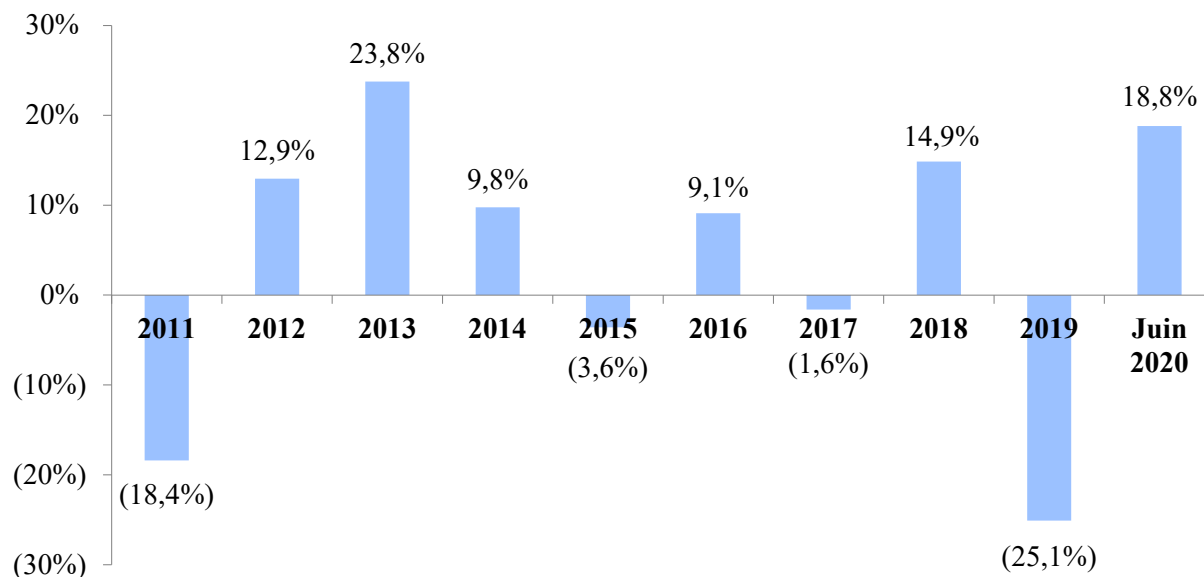
Généralités

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 du Fonds doivent payer et qui pourraient réduire les rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

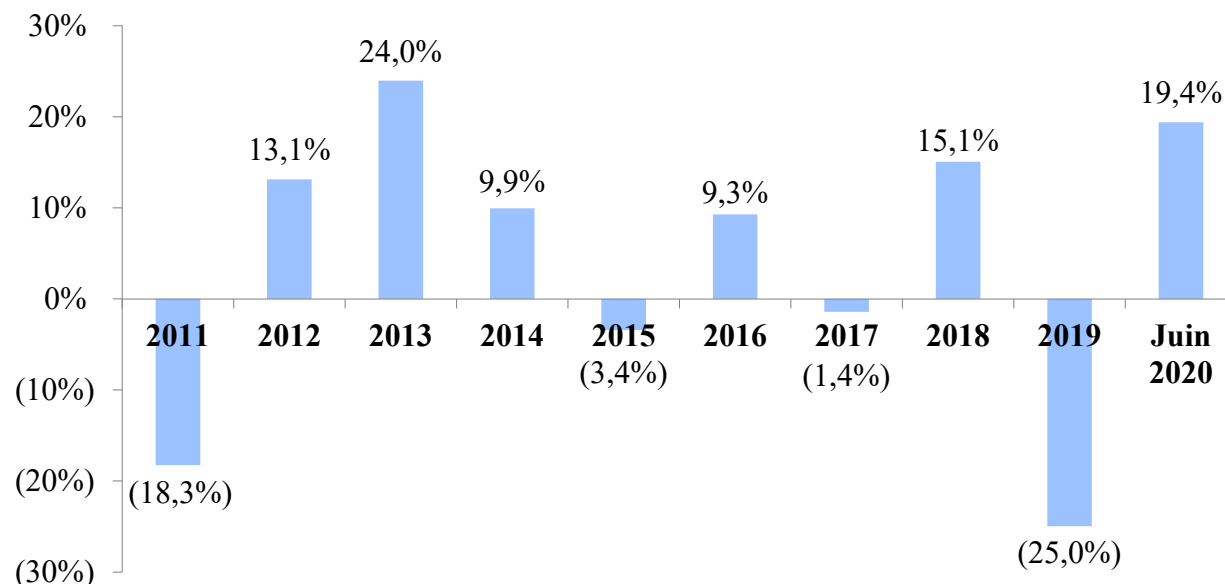
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2020 porte sur 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 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 2020. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement annuel composé global de l'indice Barclays U.S. Corporate High Yield (« l'indice »). 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. Le rendement de l'indice de référence est calculé sans tenir compte des frais de gestion et d'opérations d'un fonds, alors que le rendement du Fonds est présenté déduction faite de ces frais et charges.

Série A

30 juin 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	6,11 %	1,85 %	1,15 %	3,74 %	4,52 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	4,26 %	4,98 %	6,62 %	9,36 %	8,10 %

Série F

30 juin 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	6,77 %	2,19 %	1,42 %	3,96 %	4,72 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	4,26 %	4,98 %	6,62 %	9,36 %	8,10 %

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

CHOU BOND FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants dressent l'aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2020.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	52,9 %
Canada	19,1 %
Europe continentale	8,0 %
Royaume-Uni	4,7 %
Équivalents de trésorerie, montant net	15,3 %
Total du portefeuille	100,0 %

Émetteurs

(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)

% de l'actif net du Fonds

Actions

WOW Unlimited Media inc.	3,4 %
EXCO Resources inc.	1,7 %
Total des actions	5,1 %

Obligations à revenu fixe

Continental Resources inc., 3,800 %, 1 ^{er} juin 2024	12,5 %
Athabasca Oil Corporation, 9,875 %, 24 février 2022	10,9 %
Southwestern Energy Company, 7,500 %, 1 ^{er} avril 2026	9,4 %
Antero Resources Corporation, 5,625 %, 1 ^{er} juin 2023	8,6 %
Occidental Petroleum Corporation, 2,700 %, 15 août 2022	6,2 %
Ukrlandfarming PLC, 10,875 %, 26 mars 2018	5,6 %
PDC Energy inc., 6,250 %, 1 ^{er} décembre 2025	5,6 %
GameStop Corporation, série 144A, 6,750 %, 15 mars 2021	5,3 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 17 novembre 2022	4,7 %
Signet UK Finance PLC, 4,700 %, 15 juin 2024	4,7 %
PDC Energy inc., 5,750 %, 15 mai 2026	3,7 %
Avangardco Investments Public Limited, 10,000 %, 29 octobre 2018	2,4 %
Fortress Global Enterprises inc., 9,750 %, 31 décembre 2021	0,0 %
Total des obligations à revenu fixe	79,6 %

Total des placements	84,7 %
-----------------------------	---------------

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions effectuées au sein du portefeuille du fonds de placement. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2020, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2020 sur notre site Web, 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