

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2023

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2023

Le présent rapport semestriel 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 le 1-888-357-5070 (sans frais), 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+, au www.sedarplus.ca.

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, 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

Chou Bond Fund (le « Fonds ») vise la préservation du capital et l'obtention d'un revenu, la plus-value du capital étant une préoccupation secondaire. 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 obligations comprennent notamment des émissions du gouvernement du Canada, de provinces, de municipalités et de sociétés, y compris des titres convertibles et des titres à rendement élevé. Le Fonds peut aussi effectuer des placements dans des obligations de l'extérieur du Canada et des États-Unis. Il peut également utiliser des dérivés, entre autres des contrats à terme standardisés, des options, des swaps et des contrats à terme de gré à gré pour se procurer 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 à des pertes de change ainsi qu'aux variations du cours des titres.

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+, au www.sedarplus.ca.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours du semestre clos le 30 juin 2023.

Analyse du marché

L'indice Bloomberg Barclays U.S. High Yield a terminé le semestre clos le 30 juin 2023 en terrain positif, avec un rendement de 5,4 % en dollars américains. La Réserve fédérale est au cœur du plus intense cycle de relèvement des taux d'intérêt en quatre décennies. Malgré l'effet sur l'inflation de ces hausses, l'inflation de base se montre tenace et demeure supérieure à la cible de 2,0 % de la Réserve fédérale.

Nous continuons donc de faire preuve de prudence dans nos efforts pour trouver des occasions d'investir sur le marché des obligations.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre clos le 30 juin 2023, le rendement des parts de série A et F du Fonds s'est établi dans les deux cas à 0,3 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a progressé de 2,9 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement des parts de séries A du Fonds s'est établi à 2,5 % et celui des parts de série F, à 2,6 % tandis que l'indice affichait une hausse de 5,4 %.

Les placements dans les titres de créance d'Avation Capital SA portant intérêt à 8,250 % et échéant le 31 octobre 2026, des obligations zéro coupon de MBIA Global Funding LLC échéant le 15 décembre 2031 et des titres de créance de 1375209 BC Limited portant intérêt à 9,000 % et échéant le 30 janvier 2028 ont été les plus rentables au premier semestre 2023.

Les placements dans les titres de capitaux propres de EXCO Resources Inc. et dans les titres de créance de Bausch Health Companies Inc portant intérêt à 11,000 % et échéant le 30 septembre 2028 ont subi des reculs pendant la période.

Le dollar canadien s'est apprécié face au dollar américain, ce qui a également eu un effet défavorable sur le Fonds.

CHOU BOND FUND

Mise à jour du portefeuille

Au cours du semestre, le Fonds a investi dans une série de nouvelles obligations, notamment celles-ci :

- Federal Home Loan Mortgage Corporation, 5,125 %, échéant le 22 août 2025;
- Lumen Technologies Inc., 4,000 %, échéant le 15 février 2027;
- World Acceptance Corporation, 7,000 %, échéant le 1^{er} novembre 2026.

Le Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte dans son portefeuille au 30 juin 2023.

Le Fonds a tiré un revenu de 649 \$ de son programme de prêt de titres pendant la première moitié de 2023.

Il n'a conclu aucun contrat de change au cours du semestre.

Pour la période close le 30 juin 2023, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 557 528 \$ pour les parts de série A et les souscriptions nettes, à environ 341 417 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est établie à 20,9 % de l'actif net pendant le semestre.

Événements récents

L'invasion actuelle de l'Ukraine par la Russie perturbe toujours les affaires à travers le monde et ajoute à la volatilité, tant dans les marchés nationaux qu'internationaux. Bien que les gouvernements et les banques centrales maintiennent leur soutien à l'économie au moyen de politiques monétaires et fiscales, on ne saurait s'avancer sur l'état de santé de l'économie en ce moment. Compte tenu de cette incertitude accrue, nous nous attendons à ce que le rendement du portefeuille du Fonds soit affecté de quelque façon 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 2023, le gestionnaire, ses dirigeants et ses administrateurs ne détenaient aucune part du Fonds.

Au cours du semestre clos le 30 juin 2023, il n'y a eu aucune opération entre parties liées si ce n'est 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 le semestre clos le 30 juin 2023 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	9,33	8,79	6,53	5,91	9,01	8,21
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,30	0,37	0,47	0,41	1,08	0,48
Total des charges	(0,08)	(0,17)	(0,11)	(0,10)	(0,12)	(0,15)
(Perte réalisée) gain réalisé au cours de la période	(0,08)	0,03	(2,35)	(1,29)	1,26	(0,33)
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(0,12)	0,38	4,69	2,47	(4,54)	0,42
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	0,02	0,61	2,70	1,49	(2,32)	0,42
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,17	0,43	0,85	0,84	0,42
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,17	0,43	0,85	0,84	0,42
Actif net à la clôture de la période	9,35	9,33	8,79	6,53	5,91	9,01
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	7,06	6,89	6,95	5,13	4,55	6,60

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	5 102 \$	5 648 \$	9 235 \$	7 224 \$	7 713 \$	15 016 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	545 536	605 477	1 050 115	1 105 932	1 305 522	1 666 054
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,77 %	1,78 %	1,37 %	1,42 %	1,60 %	1,85 %
Ratio des frais de gestion, avant renonciations ou prises en charge ⁵⁾	1,77 %	1,78 %	1,37 %	1,42 %	1,60 %	1,85 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %	0,05 %	0,05 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	78,25 %	44,47 %	54,84 %	11,84 %	13,97 %
Valeur liquidative par part	9,35 \$	9,33 \$	8,79 \$	6,53 \$	5,91 \$	9,01 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de la période	9,52	9,06	6,71	6,06	9,17	8,41
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,31	0,41	0,49	0,45	1,32	0,49
Total des charges	(0,08)	(0,16)	(0,10)	(0,09)	(0,11)	(0,14)
(Perte réalisée) gain réalisé au cours de la période	(0,08)	(0,16)	(2,52)	(0,91)	0,98	(0,11)
(Perte latente) gain latent au cours de la période	(0,12)	0,77	5,00	2,22	(4,34)	1,16
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	0,03	0,86	2,87	1,67	(2,15)	1,40
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	-	0,26	0,44	0,91	0,82	0,50
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	-	0,26	0,44	0,91	0,82	0,50
Actif net à la clôture de la période	9,56	9,52	9,06	6,71	6,06	9,17
Actif net à la clôture de la période (\$ US)	7,22	7,03	7,16	5,27	4,67	6,72

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	Jun 2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	5 906 \$	5 544 \$	1 229 \$	1 408 \$	2 094 \$	2 863 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	618 304	582 040	135 676	209 838	345 626	312 347
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,60 %	1,66 %	1,18 %	1,25 %	1,40 %	1,71 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ³⁾	1,60 %	1,66 %	1,18 %	1,25 %	1,40 %	1,71 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %	0,05 %	0,05 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	0,00 %	78,25 %	44,47 %	54,84 %	11,84 %	13,97 %
Valeur liquidative par part	9,56 \$	9,52 \$	9,06 \$	6,71 \$	6,06 \$	9,17 \$

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 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 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

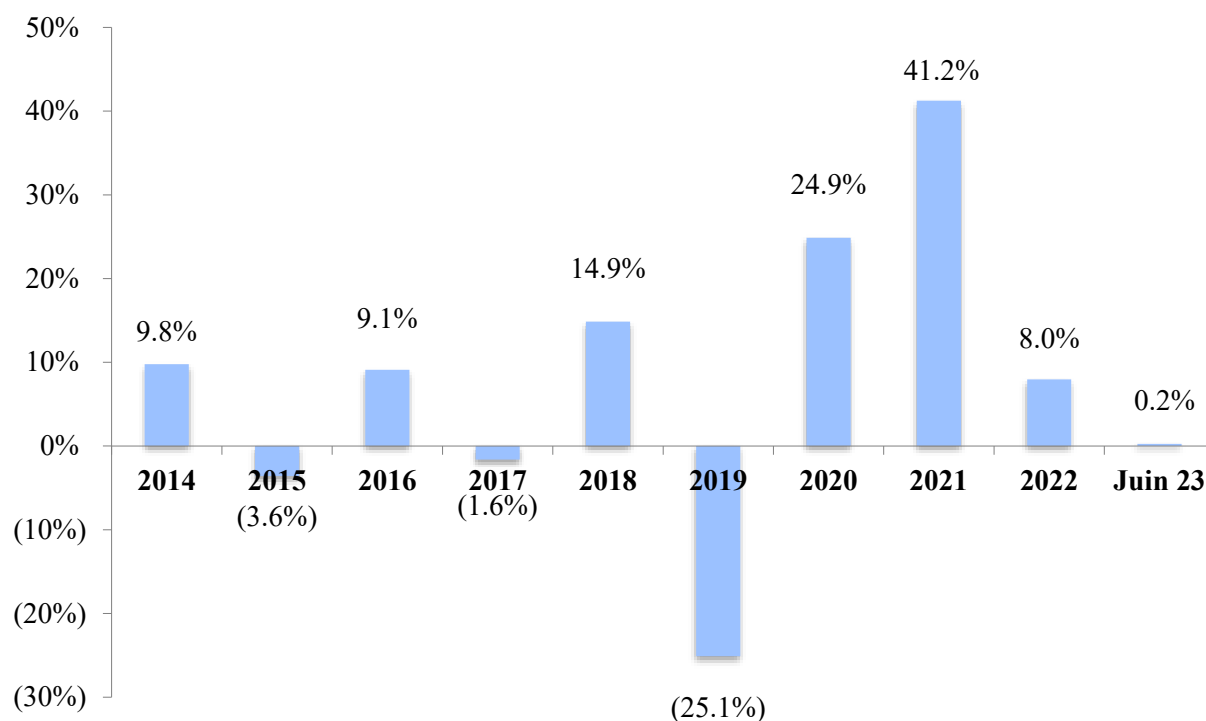
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement représentent le 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 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

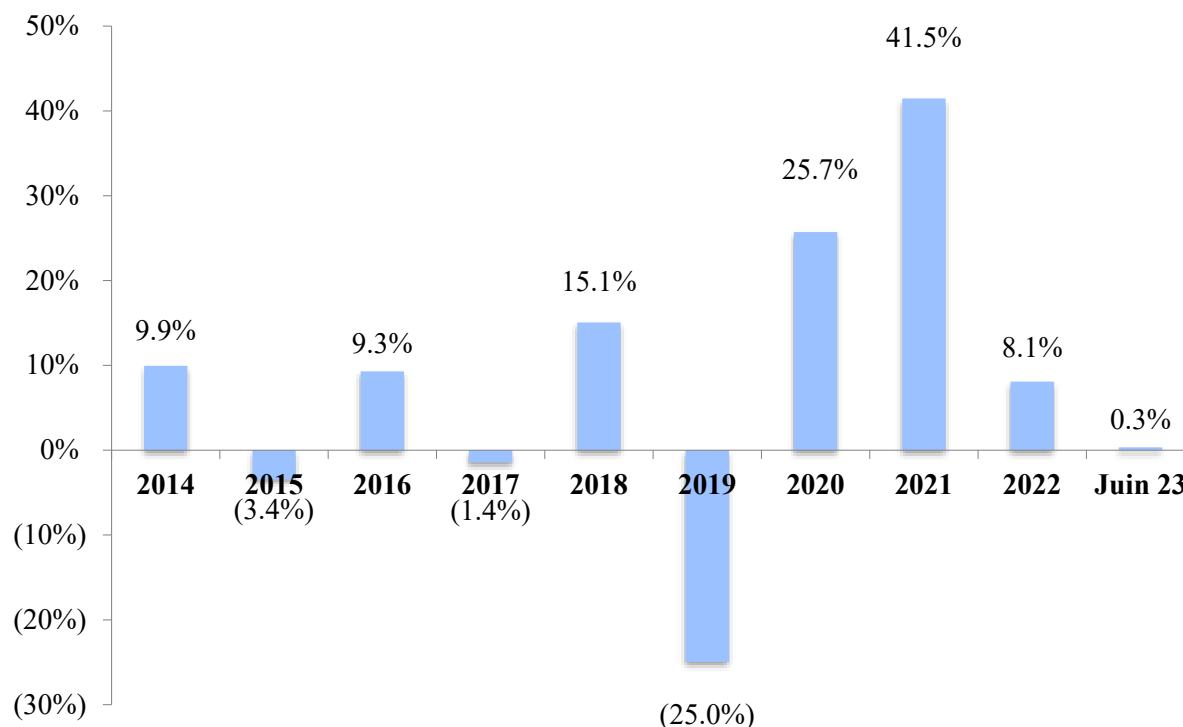
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier de l'exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2023 vaut 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 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, dix et quinze ans closes le 30 juin 2023. 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. 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 2023	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Bond Fund	3,77 %	17,14 %	10,95 %	6,99 %	6,20 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	11,88 %	2,15 %	3,47 %	6,82 %	8,45 %

Série F

30 juin 2023	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Bond Fund	3,89 %	17,33 %	11,24 %	7,22 %	6,39 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	11,88 %	2,15 %	3,47 %	6,82 %	8,45 %

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 2023.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	78,3 %
Luxembourg	8,1 %
Canada	5,5 %
Équivalents de trésorerie, montant net	8,1 %
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

B Riley Financial Inc, privilégiées	8,7 %
EXCO Resources Inc.	4,8 %
Total des actions, position acheteur	13,5 %

Obligations à taux fixe

Federal Home Loan Mortgage Corporation, 5,125 %, 22 août 2025, remboursables par anticipation	35,7 %
World Acceptance Corporation, 7,000 %, 1 ^{er} novembre 2026	10,5 %
MBIA Global Funding LLC, obligations zéro coupon, 15 décembre 2031	9,6 %
Lumen Technologies Inc., 4,000 %, 15 février 2027, remboursables par anticipation	9,0 %
Avation Capital SA, 8,250 %, 31 octobre 2026, remboursables par anticipation	8,1 %
Bausch Health Companies Inc., 11,000 %, 30 septembre 2028	2,8 %
1375209 BC Limited, 9,00 %, 30 janvier 2028, remboursables par anticipation	2,2 %
Bausch Health Companies Inc., 11,000 %, 15 octobre 2030, remboursables par anticipation	0,5 %
Fortress Global Enterprises Inc., 9,750 %, 31 décembre 2023, obligations convertibles remboursables par anticipation	0,0 %
Total des obligations à revenu fixe	78,4 %

Total des placements	91,9 %
-----------------------------	---------------

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 2023, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2023 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