

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2025

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2025

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 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 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 Bond Fund (le « Fonds ») vise la préservation du capital et l'obtention d'un revenu, puis la plus-value du capital comme objectif 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 titres comprennent notamment des émissions du gouvernement du Canada, de provinces, de municipalités et de sociétés, y compris des obligations convertibles et 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 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 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 on peut consulter un exemplaire sur son site Web à l'adresse www.choufunds.com et sur SEDAR+ au www.sedarplus.ca.

Aucun changement important n'a touché le niveau de risque global du Fonds au cours de la période terminée le 30 juin 2025.

Analyse du marché

L'indice Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield a terminé le premier semestre de 2025 en terrain positif, avec un rendement de 4,6 % en dollars américains, touché par une baisse des rendements, mais soutenu par la stabilité des indicateurs fondamentaux de crédit et la forte demande des investisseurs. Les écarts de crédit se sont nettement resserrés en mai, diminuant de 61 points pour ressortir à 363 points de base, tandis que les rendements ont reculé à environ 7,8 %. Les obligations CCC moins bien notées ont eu un meilleur rendement que celles notées BB et B. Les nouvelles émissions ont rebondi au deuxième trimestre, atteignant 123,9 milliards de dollars, la tendance étant davantage axée sur des obligations de notation supérieure, garanties par des titres de premier rang. Les taux de défaut sont restés faibles, à environ 1,4 %, bien en deçà des moyennes passées en raison de la stabilité des indicateurs fondamentaux des entreprises.

Résultats d'exploitation

Pour le semestre se terminant le 30 juin 2025, le rendement du Fonds s'est établi à 0,3 % pour ses parts de série A et à 0,4 % pour ses parts de série F, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a baissé de 0,8 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement du Fonds a atteint 5,9 % pour les parts de série A et 6,0 % pour les parts de série F, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a affiché une hausse de 4,6 %.

Les principales hausses au premier semestre de 2025 ont été inscrites par les titres d'emprunt de Bausch Health Companies Inc. à 11,000 % échéant le 30 septembre 2028, et par la participation dans EXCO Resources Inc.

Au cours de la période, les titres d'emprunt d'Avation Capital SA à 8,25 % échéant le 31 octobre 2026 et ceux de Bausch Health Companies Inc. à 14,000 % échéant le 15 octobre 2030 ont été les principaux titres sous-performants.

CHOU BOND FUND

Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain, ce qui a également eu une incidence négative sur le Fonds.

Mise à jour du portefeuille

Le Fonds a commencé à investir dans les titres de créance de Strathcona Resources Limited à 6,875 % échéant le 1^{er} août 2026 et d'Allegiant Travel Company à 7,250 % échéant le 15 août 2027. Le Fonds a également pris des positions dans les actions privilégiées de Enbridge Inc. série 3.

Le Fonds a vendu les actions privilégiées de B Riley Financial Inc. et les titres d'emprunt de 1375209 BC Limited à 9,000 % échéant le 30 janvier 2028.

Le Fonds a tiré un produit de 1 114 \$ de son programme de prêt de titres au premier semestre de 2025.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change pendant le premier semestre de 2025.

Pour la période qui s'est terminée le 30 juin 2025, les souscriptions nettes du Fonds se sont élevées à environ 39 244 \$ pour les parts de série A et à environ 1 689 667 \$ pour les parts de série F. Des achats nets de parts de série F, une tranche de 1 203 \$ se rattache à la substitution de parts de série A consécutive à l'interdiction de paiement de commissions de suivi aux courtiers exécutants. La position de trésorerie et d'équivalents de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds pendant la période s'élevait à 57,0 % de son actif net.

Événements récents

Les marchés américains ont connu une volatilité accrue en réaction aux nouveaux droits de douane imposés, ce qui a entraîné un dégagement massif en avril suivi rapidement d'un rebond pour atteindre des niveaux records. Les niveaux élevés de la dette sur marge indiquent une augmentation de la spéculation et un risque de surchauffe du marché. À l'échelle mondiale, la hausse des prix du pétrole et les tensions commerciales persistantes ont pesé sur les économies émergentes. Par conséquent, nous prévoyons certaines répercussions sur le rendement du portefeuille du Fonds à court terme.

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 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. 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 2025, ils ne détenaient aucune part 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 du semestre se terminant le 30 juin 2025, il n'y a eu aucune opération entre parties liées, sauf dans l'exercice des fonctions et dans les cas indiqués ci-dessus.

CHOU BOND FUND

Faits saillants des résultats financiers

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés se rapportant au Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre sa performance financière pour le semestre se terminant le 30 juin 2025 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part¹ – parts de série A

	<u>Jun 2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>
Actif net à l'ouverture de l'exercice	9,83 \$	8,66 \$	9,33 \$	8,79 \$	6,53 \$	5,91 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,28 \$	0,65 \$	0,65 \$	0,37 \$	0,47 \$	0,41 \$
Total des charges	(0,08) \$	(0,16) \$	(0,16) \$	(0,17) \$	(0,11) \$	(0,10) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(0,06) \$	0,20 \$	(0,09) \$	0,03 \$	(2,35) \$	(1,29) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	(0,11) \$	0,87 \$	(0,57) \$	0,38 \$	4,69 \$	2,47 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,03 \$	1,56 \$	(0,17) \$	0,61 \$	2,70 \$	1,49 \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	0,40 \$	0,50 \$	0,17 \$	0,43 \$	0,85 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	0,40 \$	0,50 \$	0,17 \$	0,43 \$	0,85 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	9,86 \$	9,83 \$	8,66 \$	9,33 \$	8,79 \$	6,53 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	7,24 \$	6,84 \$	6,53 \$	6,89 \$	6,95 \$	5,13 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série A

	<u>Jun 2025</u>	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>	<u>2020</u>
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	5 044 \$	4 989 \$	4 897 \$	5 648 \$	9 235 \$	7 224 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	511 571	507 644	565 643	605 477	1 050 115	1 105 932
Ratio des frais de gestion ⁵	1,62 %	1,78 %	1,76 %	1,78 %	1,37 %	1,42 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	1,62 %	1,78 %	1,76 %	1,78 %	1,37 %	1,42 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	52,36 %	0,00 %	0,00 %	78,25 %	44,47 %	54,84 %
Valeur liquidative par part	9,86 \$	9,83 \$	8,66 \$	9,33 \$	8,79 \$	6,53 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part¹ de série F

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Actif net à l'ouverture de l'exercice	10,01 \$	8,84 \$	9,52 \$	9,06 \$	6,71 \$	6,06 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation :						
Total des produits	0,29 \$	0,65 \$	0,67 \$	0,41 \$	0,49 \$	0,45 \$
Total des charges	(0,07) \$	(0,15) \$	(0,15) \$	(0,16) \$	(0,10) \$	(0,09) \$
Gain réalisé (perte réalisée) au cours de l'exercice	(0,06) \$	0,28 \$	(0,09) \$	(0,16) \$	(2,52) \$	(0,91) \$
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	(0,12) \$	0,92 \$	(0,58) \$	0,77 \$	5,00 \$	2,22 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,04 \$	1,70 \$	(0,15) \$	0,86 \$	2,87 \$	1,67 \$
Distributions :						
Revenu de placement (exclusion faite des dividendes)	- \$	0,46 \$	0,52 \$	0,26 \$	0,44 \$	0,91 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³	- \$	0,46 \$	0,52 \$	0,26 \$	0,44 \$	0,91 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	10,05 \$	10,01 \$	8,84 \$	9,52 \$	9,06 \$	6,71 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	7,38 \$	6,96 \$	6,67 \$	7,03 \$	7,16 \$	5,27 \$

Ratios et données supplémentaires – parts de série F

	Jun 2025	2024	2023	2022	2021	2020
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴	11 947 \$	10 210 \$	5 984 \$	5 544 \$	1 229 \$	1 408 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 188 725	1 020 102	640 839	582 040	135 676	209 838
Ratio des frais de gestion ⁵	1,45 %	1,60 %	1,59 %	1,66 %	1,18%	1,25 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵	1,45 %	1,60 %	1,59 %	1,66 %	1,18%	1,25 %
Ratio des frais d'opérations ⁶	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷	52,36 %	0,00 %	0,00 %	78,25 %	44,47 %	54,84 %
Valeur liquidative par part	10,05 \$	10,01 \$	8,84 \$	9,52 \$	9,06 \$	6,71 \$

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 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 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 (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 au cours d'un exercice est élevé, plus les coûts de transaction payables par le Fonds au cours de l'exercice sont élevés, et plus il est probable qu'un investisseur 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 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 marchande de l'actif net, soit 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 et les tableaux ci-après font état du rendement passé du Fonds. Les taux de rendement correspondent au 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 de vente ou de rachat, ni des autres frais accessoires ou des impôts sur le revenu payables par les porteurs du Fonds et qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement garant de son rendement futur.

Rendements annuels

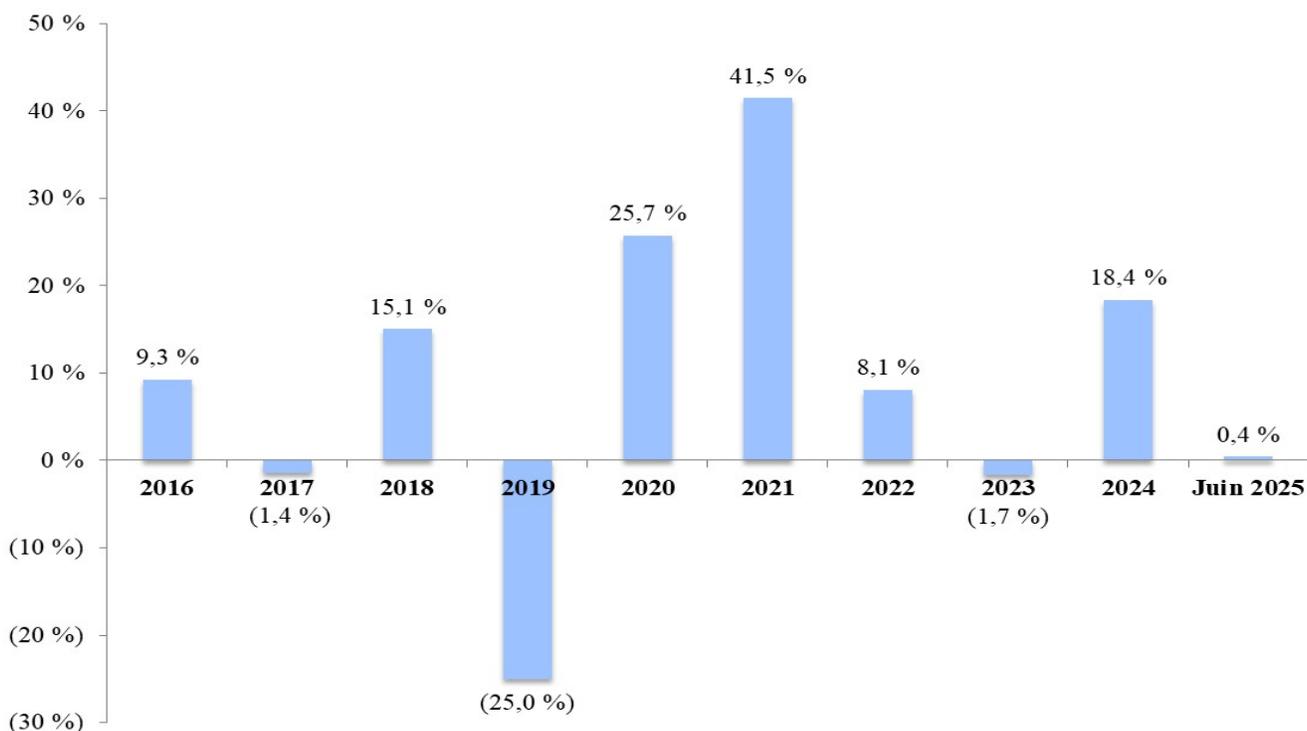
Les diagrammes ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er} janvier du même exercice et font ressortir la variation du rendement du Fonds d'un exercice à l'autre. Le rendement pour 2025 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 de leur rendement passé pour les périodes de un, trois, cinq, dix et quinze ans closes le 30 juin 2025. 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 de sociétés à taux fixe de catégorie spéculative. 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 et qui répondent à des critères précis en matière de durée, 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 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Bond Fund	10,72 %	6,40 %	13,29 %	7,04 %	6,83 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	9,97 %	11,99 %	6,00 %	6,31 %	8,23 %

Série F

30 juin 2025	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	15 dernières années
Chou Bond Fund	10,90 %	6,56 %	13,47 %	7,27 %	7,04 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	9,97 %	11,99 %	6,00 %	6,31 %	8,23 %

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

CHOU BOND FUND

Aperçu du portefeuille

Les tableaux suivants donnent un aperçu du portefeuille du Fonds au 30 juin 2025.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	25,6 %
Canada	12,9 %
Luxembourg	6,1 %
Trésorerie et équivalents de trésorerie, montant net	55,4 %
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	
EXCO Resources Inc.	3,6 %
Enbridge Inc., actions privilégiées	1,8 %
Total des actions – position acheteur	5,4 %
Titres à revenu fixe	
Strathcona Ressources Limited, 6,875 %, 1 ^{er} août 2026, remboursables par anticipation	8,0 %
World Acceptance Corporation, 7,000 %, 1 ^{er} novembre 2026	8,0 %
Allegiant Travel Company, 7,250 %, 15 août 2027, remboursables par anticipation	8,0 %
Avation Capital SA, 8,250 %, 31 octobre 2026, remboursables par anticipation	6,1 %
MBIA Global Funding LLC, coupon zéro, 15 décembre 2031	6,0 %
Bausch Health Companies Inc., 11,000 %, 30 septembre 2028	2,6 %
Bausch Health Companies Inc., 14,000 %, 15 octobre 2030, remboursables par anticipation	0,5 %
Fortress Global Enterprises Inc., 9,750 %, 31 décembre 2025, obligations convertibles, remboursables par anticipation	0,0 %
Total des titres à revenu fixe	39,2 %
Total des placements	44,6 %

L'aperçu du portefeuille peut changer par suite des transactions en cours au sein du portefeuille du Fonds. La prochaine mise à jour trimestrielle, au 30 septembre 2025, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 octobre 2025 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