

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

31 décembre 2020

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2020

Le présent rapport annuel 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, 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

Le 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, à www.sedar.com.

Aucun changement important n'a affecté le niveau de risque global du Fonds au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2020.

Analyse du marché

En 2020, le marché américain des émissions à haut rendement a livré des rendements positifs. L'indice restreint des obligations américaines à rendement élevé ICE Bank of America, un indice de référence, a terminé l'année sur un rendement global de 6,1 % tandis que l'indice obligataire Bloomberg Barclays U.S. Aggregate a progressé de 7,5 %.

Au cours de l'exercice, la Réserve fédérale américaine a tronqué le taux directeur applicable aux fonds fédéraux jusqu'à près de zéro et lancé un programme d'assouplissement quantitatif massif de 700 milliards de dollars américains. Le gouvernement a aussi lancé divers programmes, dont le « CARES Act » (loi sur l'aide financière et la sécurité économique face au coronavirus) qui a affecté 2,3 billions de dollars au soutien des particuliers et des entreprises. Le rendement des bons du trésor américain à 10 ans a atteint un sommet de 1,92 % en janvier et un creux de 0,54 % en mars avant de clore l'année à 0,93 %.

L'offre d'obligations à haut rendement s'est accentuée de façon notable comparativement aux dernières années, les entreprises tirant parti des plus faibles taux d'intérêts. Ainsi, l'offre d'obligations de sociétés de qualité investissement libellées en dollars américains a bondi de 54 % pour atteindre 2,014 billions de dollars américains.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2020, le rendement des parts de série A du Fonds s'est établi à 24,9 % et celui des parts de série F, à 25,7 %, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield inscrivait un rendement de 5,2 % en dollars canadiens. En dollars américains, le rendement des parts de séries A du Fonds s'est établi à 27,4 % et celui des parts de série F, à 28,2 % tandis que l'indice affichait un rendement de 7,1 %.

Les placements dans les titres de créance de Athabasca Oil Corporation (9,875 %), Continental Resources Inc. (3,8 %), PDC Energy Inc. (6,25 % et 5,75 %) et Southwestern Energy Company (7,5 %) ont eu une incidence positive sur le rendement du Fonds pendant l'exercice.

CHOU BOND FUND

Les titres de créance de UrklandFarming PLC (10,875 %) de même que les actions ordinaires de WOW Unlimited et de EXCO Resources Inc. ont eu une incidence défavorable sur le rendement du Fonds en 2020.

Le Fonds a liquidé ses placements dans Atlantis Holdings (5,875 %), Avangardco Investments Public Limited (10,00 %) et Antero Resources (5,625%) au cours de l'exercice. De plus, les obligations de Occidental Petroleum (2,7%) ont été vendues dans le cadre d'offres publiques de rachat.

En 2020, le Fonds a ajouté plusieurs titres de créance de sociétés du secteur de l'énergie au portefeuille, notamment des titres de Athabasca Oil Corporation (9,875 %), Continental Resources Inc. (3,8 %), PDC Energy Inc. (6,25% et 5,75 %), Southwestern Energy Company (7,5 %), Antero Resources (5,625 %) et Occidental Petroleum (2,7 %).

Pour l'exercice 2020, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 2 135 987 \$ pour les parts de série A et à environ 1 160 375 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est établie à 23,0 % de l'actif net pendant la période.

En 2020, le Fonds a tiré un revenu de 7 537 \$ de son programme de prêt de titres.

Le Fonds n'a conclu aucun contrat de change en 2020 et il ne détenait aucune option d'achat couverte en portefeuille au 31 décembre 2020.

Événements récents

Le 11 mars 2020, l'Organisation mondiale de la santé a déclaré que la flambée mondiale de la COVID-19 constituait une pandémie. Les perturbations du marché associées à cette pandémie ont eu des retombées mondiales et l'incertitude persiste quant à ses conséquences à long terme. De telles perturbations peuvent avoir une incidence néfaste sur les risques qui affectent les instruments financiers et sur la juste valeur du portefeuille du Fonds.

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 employés 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 31 décembre 2020, le gestionnaire, ses employés et ses administrateurs ne détenaient aucune part du Fonds.

Au cours de l'exercice clos en décembre 2020, un membre du groupe du gestionnaire a acquis 60 136 des actions d'EXCO Resources Inc. détenues par le Fonds, ceci afin de réduire l'exposition du Fonds à des titres illiquides. Le produit de 780 567 \$ tiré de la vente de ces titres a été considéré comme leur juste valeur de marché au moment de l'opération telle qu'établie par une société de cotation indépendante. L'opération de vente par le Fonds s'est soldée par une perte nette réalisée de 1 301 330 \$. Cette opération entre parties liées a été approuvée par le Comité d'examen indépendant et a fait l'objet d'une dispense de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario d'enregistrer une transaction commerciale avec un membre d'un groupe. Au 31 décembre 2020, EXCO Resources inc. constituait 2,4 % de l'actif net du Fonds.

CHOU BOND FUND

Ajustement de l'évaluation du Fonds

Chou Bond Fund a découvert, dans la période allant du 18 février au 3 juillet 2020, un revenu d'intérêt couru de 178 377 \$ sur un prêt à terme de niveau 3 qui ne répondait pas aux critères des IFRS pour la constatation d'un revenu d'intérêt, ce qui a conduit à une surestimation de la valeur liquidative pendant la période visée. En juillet 2020, l'erreur a été corrigée rétroactivement et la valeur liquidative a été redressée pour la période touchée, soit 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 l'exercice clos le 31 décembre 2020 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de l'exercice	5,91	9,01	8,21	8,79	8,78	9,96
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,41	1,08	0,48	0,45	0,23	0,98
Total des charges	(0,10)	(0,12)	(0,15)	(0,14)	(0,13)	(0,15)
(Perte réalisée) gain réalisé au cours de l'exercice	(1,29)	1,26	(0,33)	0,41	0,08	(0,02)
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	2,47	(4,54)	0,42	(0,93)	0,57	(1,14)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,49	(2,32)	0,42	(0,21)	0,75	(0,33)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	0,85	0,84	0,42	0,44	0,77	0,83
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	0,85	0,84	0,42	0,44	0,77	0,83
Actif net à la clôture de l'exercice	6,53	5,91	9,01	8,21	8,79	8,78
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	5,13	4,55	6,60	6,53	6,55	6,34

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	7 224 \$	7 713 \$	15 016 \$	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 105 932	1 305 522	1 666 054	3 104 049	4 432 708	4 515 187
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,42 %	1,60 %	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,42 %	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⁾	54,84 %	11,84 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %
Valeur liquidative par part	6,53 \$	5,91 \$	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Actif net à l'ouverture de l'exercice	6,06	9,17	8,41	8,94	8,85	10,05
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,45	1,32	0,49	0,46	0,23	0,99
Total des charges	(0,09)	(0,11)	(0,14)	(0,12)	(0,12)	(0,13)
(Perte réalisée) gain réalisé au cours de l'exercice	(0,91)	0,98	(0,11)	0,40	0,08	(0,02)
Gain latent (perte latente) au cours de l'exercice	2,22	(4,34)	1,16	(0,99)	0,77	(1,16)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,67	(2,15)	1,40	(0,25)	0,96	(0,32)
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	0,91	0,82	0,50	0,40	0,74	0,85
Dividendes	-	-	-	-	-	-
Gains en capital	-	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	-	-	-	-	-	-
Distributions totales³⁾	0,91	0,82	0,50	0,40	0,74	0,85
Actif net à la clôture de l'exercice	6,71	6,06	9,17	8,41	8,94	8,85
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	5,27	4,67	6,72	6,69	6,66	6,40

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	1 408 \$	2 094 \$	2 863 \$	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	209 838	345 626	312 347	270 473	403 615	358 475
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,25 %	1,40 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,25 %	1,40 %	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,00 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	54,84 %	11,84 %	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %
Valeur liquidative par part	6,71 \$	6,06 \$	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$

¹⁾ Ces renseignements proviennent des états financiers annuels 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 l'exercice.

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 indiqué et arrondies au millier le plus près.

⁵⁾ Le ratio des frais de gestion (« RFG ») est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué (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 l'exercice. 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

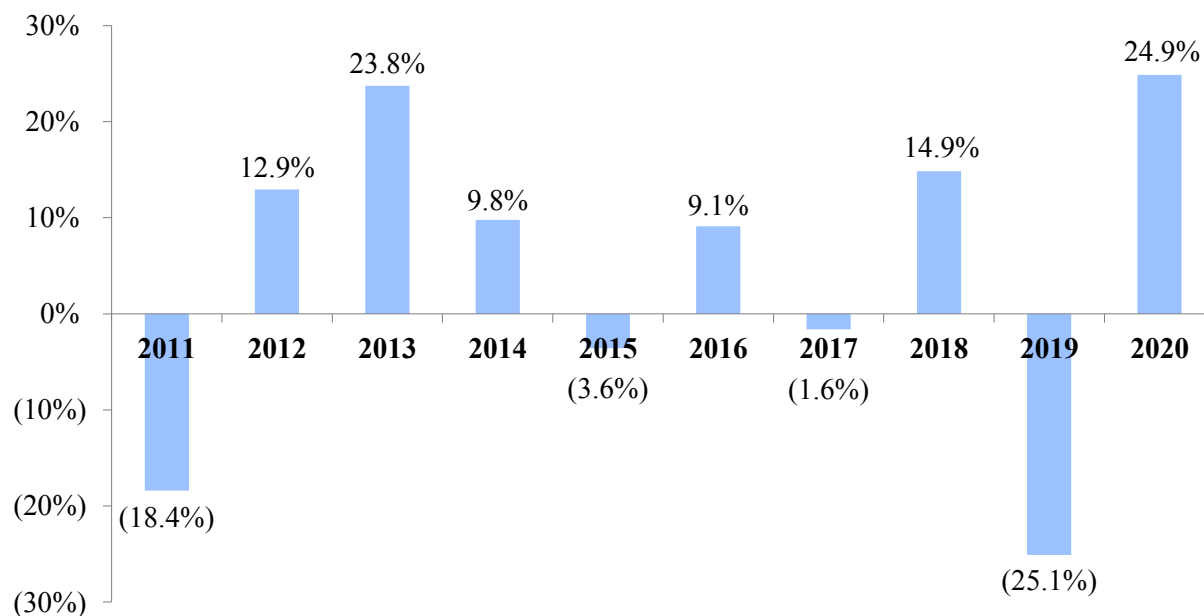
Généralités

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

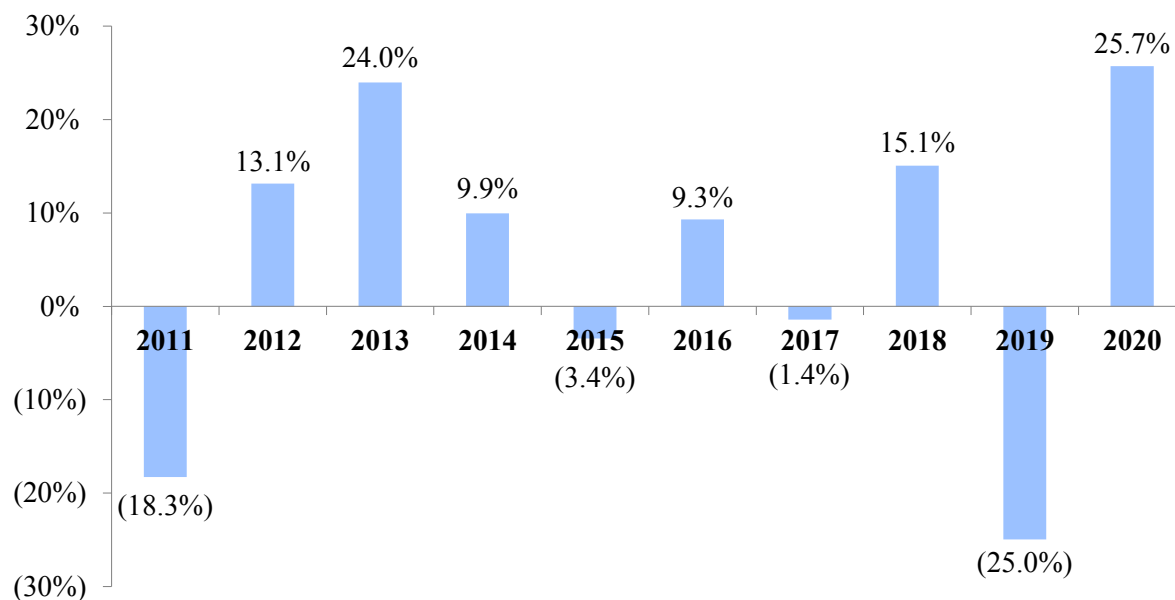
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er}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

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 31 décembre 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. 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

31 décembre 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	24,88 %	2,41 %	2,89 %	3,36 %	4,72 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	5,22 %	6,81 %	6,72 %	9,48 %	8,11 %

Série F

31 décembre 2020	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	25,71 %	2,76 %	3,17 %	3,59 %	4,91 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	5,22 %	6,81 %	6,72 %	9,48 %	8,11 %

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 31 décembre 2020.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	44,7 %
Canada	22,6 %
Royaume-Uni	7,1 %
Europe continentale	4,3 %
Équivalents de trésorerie, montant net	21,3 %
Total du portefeuille	100,0 %

Émetteurs

(à l'exclusion des équivalents de trésorerie)

% de l'actif net du Fonds

Actions

WOW Unlimited Inc.	6,1 %
EXCO Resources Inc.	2,4 %
Total des actions	8,5 %

Obligations à revenu fixe

Continental Resources Inc., 3,800 %, 2024-06-01, RPA*	15,3 %
Southwestern Energy Company, 7,500 %, 2026-04-01, RPA	12,4 %
Athabasca Oil Corporation, 9,875 %, 2022-02-24, RPA	11,0 %
PDC Energy Inc., 6,250 %, 2025-12-01, RPA	7,3 %
Signet UK Finance PLC, 4,700 %, 2024-06-15, RPA	7,1 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 2022-11-17, RPA	5,5 %
PDC Energy Inc., 5,750 %, 2026-05-15, RPA	4,6 %
UkrLandFarming PLC, 10,875 %, 2018-03-26	4,3 %
GameStop Corporation, série 144A, 6,750 %, 2021-03-15, RPA	2,7 %
Fortress Global Enterprises Inc., 9,750 %, 2021-12-31, obligations convertibles, RPA	0,0 %
Total des obligations à revenu fixe	70,2 %

Total des placements	78,7 %
-----------------------------	---------------

* RPA : remboursables par anticipation.

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 31 mars 2021, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 2021 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