

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2017

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2017

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 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 induite 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.

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 un facteur 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, 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 l'exercice clos le 31 décembre 2017.

Analyse du marché

Le marché des obligations à rendement élevé a fait belle figure en 2017, propulsé par la hausse des prix du pétrole et des métaux et par l'essor des marchés boursiers en général. Les écarts entre les titres à rendement élevé et les valeurs du Trésor se sont resserrés, alors que le cours moyen des titres à rendement élevé a augmenté. L'écart actuel des titres à rendement élevé est beaucoup plus serré que les moyennes à long terme, ce qui reflète les perspectives prometteuses des bénéficiaires des sociétés et des politiques budgétaires favorables à la croissance. Cela dit, cette situation signifie également que les investisseurs obligataires obtiennent un rendement moins élevé pour le risque qu'ils courent pendant la conjoncture actuelle. Les défauts de paiement ont été inférieurs aux moyennes antérieures, situation qui pourrait rapidement changer si les marchés boursiers font l'objet d'une correction. Maintenant que la Réserve fédérale américaine continue de resserrer sa politique monétaire, les obligations à rendement élevé de longue durée sont les plus vulnérables à la hausse des taux d'intérêt à long terme.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2017, les parts des séries A et F du Fonds se sont accrues de 1,6 % et de 1,4 %, respectivement, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a progressé de 0,1 % en dollars canadiens. En dollars américains, les parts des séries A et F se sont accrues de 5,1 % et de 5,3 %, respectivement, comparativement à une hausse de 7,5 % pour l'indice.

L'action de Produits forestiers Résolu inc. et l'obligation de Valeant Pharmaceuticals (6,125 %, échéant en avril 2015) ont fortement contribué au rendement du Fonds en 2017.

En revanche, les titres de créance de UkrLandFarming PLC (10,875 %, échéant en mars 2018) et de Avangardco Investments Public Limited (10,00 %, échéant en octobre 2018), de même que les prêts à terme 1.75 assortis d'un privilège de EXCO (échéant en octobre 2020) ont le plus fortement nuí aux résultats du Fonds au cours de l'exercice.

Au cours de la période à l'étude, le Fonds a établi une nouvelle position dans les actions privilégiées de Sears Roebuck Acceptance et investi davantage dans les prêts à terme 1.75 assortis d'un privilège de EXCO (échéant en octobre 2020).

CHOU BOND FUND

En revanche, le Fonds a réduit son placement dans les actions de Produits forestiers Résolu inc., de même que dans les obligations de Avangardco Investments Public Limited (10,00 %, échéant en octobre 2018) et de Atlanticus Holdings (5,875 %, échéant en novembre 2035). Il a également liquidé sa position dans les titres obligataires de EXCO Resources portant intérêt à 8,5 % et de Produits forestiers Résolu inc. (5,875 %, échéant en mai 2023).

De plus, le Fonds a échangé son placement dans des actions de Catalyst Paper Corporation contre la somme de 0,50 \$ l'action dans le cadre du plan de réorganisation de cette entreprise. Il a aussi échangé ses obligations de Catalyst Paper Corporation (11 %, échéant en octobre 2017) contre de nouveaux prêts à terme et actions de l'entité restructurée. Le Fonds a aussi échangé ses placements dans des effets subordonnés non garantis de Taiga Building Products (14 %, échéant en septembre 2020) contre une position d'une valeur équivalente dans le billet de premier rang récemment émis par cette société, portant intérêt à 7 % et échéant en novembre 2022, ainsi que dans des actions ordinaires, que le Fonds a vendues au cours de la période visée.

Pour l'exercice 2017, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 12 621 036 \$ pour les parts de série A et à environ 1 246 999 \$ dans le cas des parts de série F. Au cours de cette période, la position en trésorerie mensuelle du Fonds représentait en moyenne 12,3 % de son actif net.

En 2017, le Fonds a tiré un revenu de 14 342 \$ de son programme de prêt de titres.

Le portefeuille du Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte au 31 décembre 2017.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu récemment aucun événement digne de mention qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds comparativement 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. Toutes les transactions conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération. Au 31 décembre 2017, le gestionnaire détenait 46,4 % des parts de série A du Fonds.

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2017, 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 l'exercice clos le 31 décembre 2017 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre, le cas échéant.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Actif net à l'ouverture de l'exercice	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$	8,30 \$	7,98 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,45 \$	0,23 \$	0,98 \$	0,77 \$	0,71 \$	0,74 \$
Total des charges	(0,14) \$	(0,13) \$	(0,15) \$	(0,16) \$	(0,15) \$	(0,12) \$
Gain réalisé (perte) au cours de l'exercice	0,41 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,49 \$	0,39 \$	(0,37) \$
Gain latent (perte) au cours de l'exercice	(0,93) \$	0,57 \$	(1,14) \$	(0,22) \$	1,07 \$	0,76 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	(0,21) \$	0,75 \$	(0,33) \$	0,88 \$	2,02 \$	1,01 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$	0,72 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$	0,72 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$	8,30 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,53 \$	6,55 \$	6,34 \$	8,58 \$	9,07 \$	8,34 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$	45 810 \$	38 761 \$	36 850 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	3 104 049	4 432 708	4 515 187	4 599 226	4 020 643	4 434 113
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,56	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %	1,45 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %	1,45 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %	11,59 %
Valeur liquidative par part	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$	8,31 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Actif net à l'ouverture de l'exercice	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,72 \$	8,33 \$	7,99 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :						
Total des produits	0,46 \$	0,23 \$	0,99 \$	0,78 \$	0,69 \$	0,74 \$
Total des charges	(0,12) \$	(0,12) \$	(0,13) \$	(0,14) \$	(0,13) \$	(0,11) \$
Gain réalisé (perte) au cours de l'exercice	0,40 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,50 \$	0,23 \$	(0,40) \$
Gain latent (perte) au cours de l'exercice	(0,99) \$	0,77 \$	(1,16) \$	(0,14) \$	1,55 \$	0,75 \$
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	(0,25) \$	0,96 \$	(0,32) \$	1,00 \$	2,34 \$	0,98 \$
Distributions :						
Revenu de placement (à l'exclusion des dividendes)	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$	0,72 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$	0,72 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$	8,33 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,69 \$	6,66 \$	6,40 \$	8,66 \$	9,14 \$	8,37 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$	3 691 \$	3 527 \$	7 180 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	270 473	403 615	358 475	367 482	362 911	861 551
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %	1,29 %
Ratio des frais de gestion, compte non tenu des renoncations ou des prises en charge ⁶⁾	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %	1,29 %
Ratio des frais d'opérations ⁷⁾	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸⁾	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %	11,59 %
Valeur liquidative par part	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$	8,33 \$

¹⁾ Ces renseignements proviennent des états financiers annuels audités et des états financiers semestriels non audités du Fonds. Avant le 1^{er} janvier 2013, l'actif net par part présenté dans les états financiers aux fins de l'information financière établie aux termes des PCGR du Canada pouvait être différent de la valeur liquidative calculée aux fins de l'établissement du prix du Fonds.

²⁾ L'actif net et les distributions sont basés sur le nombre de parts rachetables en circulation à la date donnée. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts rachetables en circulation au cours de l'exercice.

³⁾ Les distributions ont été réinvesties dans des 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 (à l'exclusion des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille) pour l'exercice indiqué et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne hebdomadaire 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 compte non tenu des prises en charge fait état du RFG avant que le gestionnaire procède à ces prises en charge ou renoncations.

⁶⁾ Le ratio des frais d'opérations comprend le total des commissions et des autres coûts de transaction du portefeuille, 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 placements du Fonds gère activement le portefeuille. Un taux de 100 % indique que tous les titres en portefeuille du Fonds ont été achetés ou vendus une fois au cours de l'exercice. Plus ce taux est élevé, plus les frais d'opérations engagés par le Fonds au cours de l'exercice sont élevés et la probabilité, pour l'investisseur, de réaliser un gain en capital imposable au cours de l'exercice est également plus forte. Il n'y a pas nécessairement de relation entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

⁸⁾ Les renseignements portant sur l'exercice de 2013 et les suivants ont été préparés selon les IFRS. L'information relative aux exercices antérieurs à 2013 a été préparée conformément aux PCGR du Canada.

CHOU BOND FUND

Frais de gestion

Le gestionnaire gère le Fonds. En contrepartie de ses services, il reçoit des frais 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

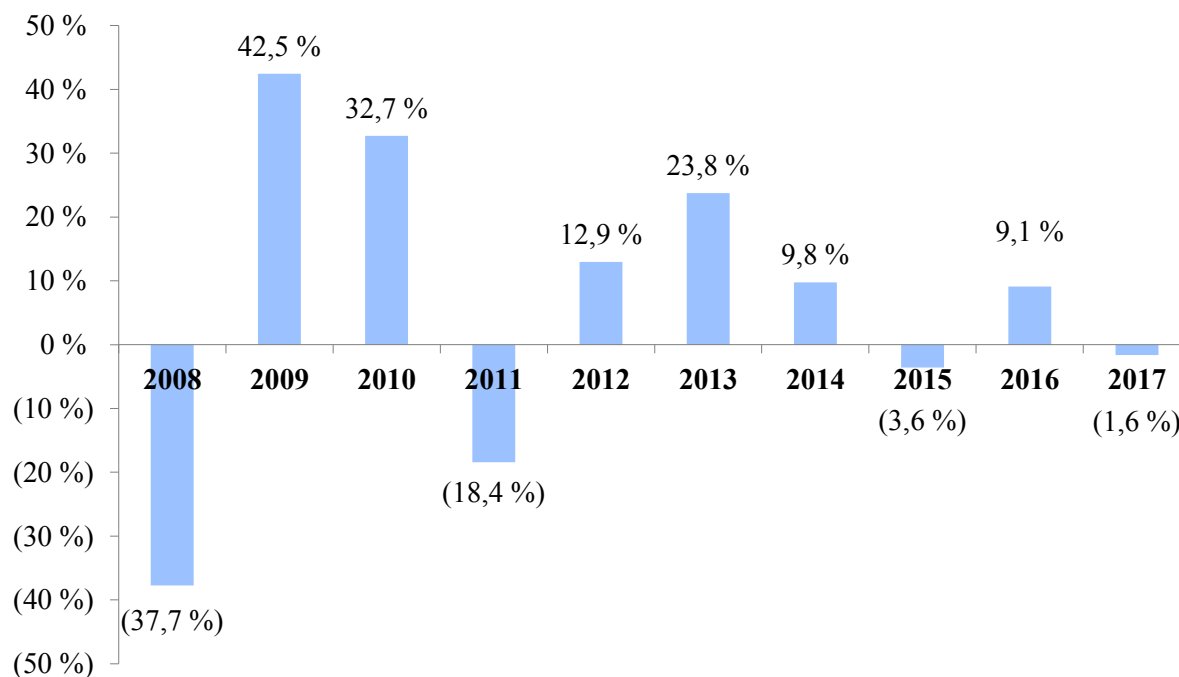
Généralités

Les diagrammes à barres et les tableaux ci-après font état du rendement antérieur du Fonds. Les taux de rendement représentent le rendement global des années antérieures, 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 optionnels ou des impôts sur le revenu payables par les investisseurs, qui auraient pour effet de réduire les rendements. Le rendement antérieur du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

Rendements annuels

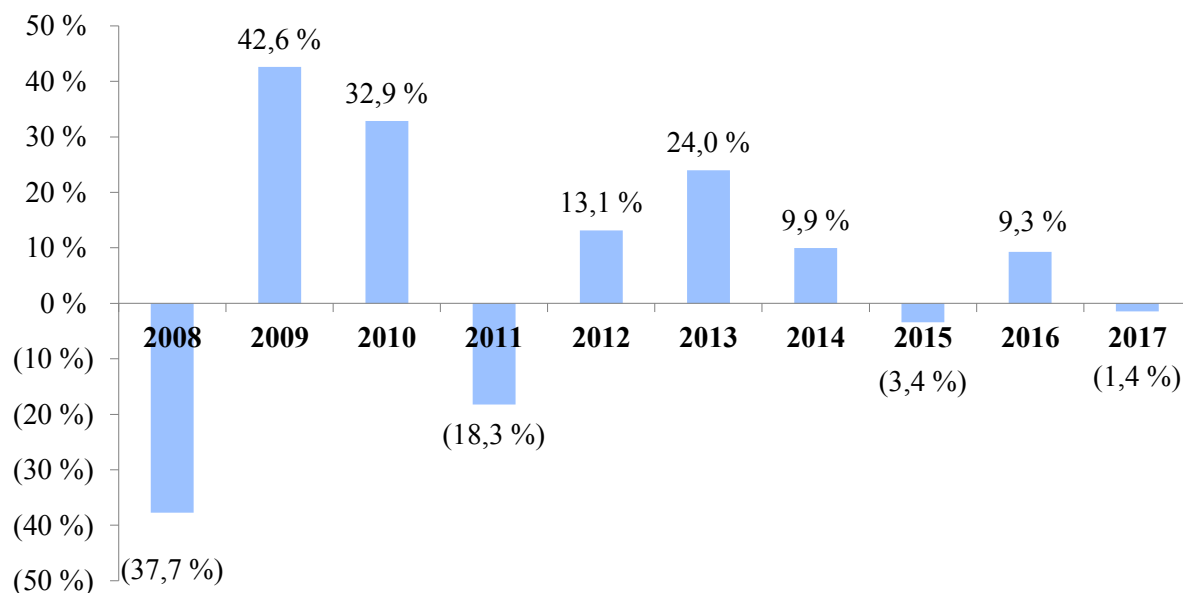
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Exprimés en pourcentage, ces résultats indiquent la mesure dans laquelle un placement effectué le premier jour de l'exercice aurait augmenté ou diminué à la date de clôture de l'exercice et illustrent la fluctuation de sa performance d'une année à l'autre.

Série A



CHOU BOND FUND

Série F



Rendements annuels composés

Les tableaux suivants¹⁾ présentent le rendement global, composé sur une base annuelle, des parts des séries A et F du Fonds. Ils font état du rendement antérieur du Fonds depuis sa création et pour les périodes de un an, de trois ans, de cinq ans et de dix ans closes le 31 décembre 2017. Pour chacune de ces périodes, les tableaux indiquent également le rendement global, composé sur une base annuelle, de l'indice Barclays U.S. Corporate High Yield (l'« indice »). L'indice est un indice de référence général qui évalue le marché des obligations à taux fixe de sociétés hors catégorie investissement, dont des titres libellés en dollars américains de sociétés américaines ou non américaines cotées en bourse qui exercent leurs activités dans les secteurs des industries, des services aux collectivités et de la finance. Ces titres répondent à des exigences précises en matière d'échéance, de liquidité et de qualité. Les calculs du rendement de l'indice de référence ne tiennent pas compte des frais de gestion ni des charges du Fonds, alors que ceux portant sur le Fonds en tiennent compte.

Série A

31 décembre 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	-1,61 %	1,15 %	7,05 %	4,32 %	5,28 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	0,13 %	9,07 %	10,77 %	10,59 %	8,13 %

Série F

31 décembre 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	-1,43 %	1,33 %	7,23 %	4,46 %	5,44 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	0,13 %	9,07 %	10,77 %	10,59 %	8,13 %

¹⁾ Les renseignements présentés 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 31 décembre 2017.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
États-Unis	57,8 %
Canada	31,4 %
Europe continentale	6,8 %
Équivalents de trésorerie, montant net	4,0 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u> (à l'exclusion des équivalents de trésorerie)	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Actions	
SandRidge Energy Inc.	13,0 %
Wow Unlimited Media Inc.	7,4 %
Catalyst Paper Corporation	4,3 %
Produits forestiers Résolu inc.	1,3 %
Sears Roebuck Acceptance Corporation	1,1 %
Total des actions	27,1 %

Obligations	
Fortress Paper Limited, 7,000 %, 31 décembre 2019	14,9 %
Atlanticus Holdings Corporation, 5,875 %, 30 novembre 2035	12,1 %
Exco Resources Inc., prêts à terme, 26 octobre 2020	11,5 %
Ascent Capital Group Inc., 4,000 %, 15 juillet 2020	9,6 %
Valeant Pharmaceuticals International Inc., 6,125 %, 15 avril 2025	8,3 %
UKRLANDFARMING Public Company Limited, 10,875 %, 26 mars 2018	4,5 %
Avangardco Investments Public Limited, 10,000 %, 29 octobre 2018	2,3 %
Dex Media West Inc., prêts à terme, 29 juillet 2021	2,2 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 17 novembre 2022	1,8 %
Catalyst Paper Corporation, prêts à terme, 31 octobre 2021	1,7 %
Total des obligations	68,9 %
Total des placements	96,0 %

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 2018, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 2018 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