

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

31 décembre 2018

CHOU BOND FUND

CHOU ASSOCIATES MANAGEMENT INC.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 décembre 2018

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 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, www.choufunds.com, et sur SEDAR, 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 2018.

Analyse du marché

En 2018, le marché des obligations à rendement élevé a connu une période de volatilité principalement due à des facteurs macroéconomiques. Le durcissement des relations entre les États-Unis et la Chine a nourri l'appréhension d'une guerre commerciale mondiale tandis que des sommes records étaient retirées des obligations à haut risque devant l'effondrement des cours du pétrole et des produits de base.

L'inflation est demeurée stable aux États-Unis, la croissance des salaires étant contenue en dépit de taux de chômage extrêmement bas. Les inquiétudes à l'égard des taux d'intérêt croissants ont aussi lourdement pesé sur le marché américain des obligations à rendement élevé, la Réserve fédérale ayant poursuivi la hausse trimestrielle de son taux directeur; les quatre relèvements effectués en 2018 portent le total à neuf depuis 2015.

Résultats d'exploitation

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2018, le Fonds a réalisé un rendement de 14,9 % sur ses parts des séries A et de 15,1 % sur ses parts de série F, déduction faite des frais et des charges, alors que l'indice Barclays Capital U.S. Corporate High Yield a progressé de 6,7 % en dollars canadiens. En dollars américains, le Fonds a réalisé un rendement de 5,8 % sur ses parts de série A et de 5,9 % sur ses parts de série F tandis que l'indice a perdu 2,1 %.

Le prêt à terme et les actions de Catalyst Paper Corporation, de même que les obligations d'Atlanticus Holdings (5,875 %, échéant en 2035) ont eu une incidence positive sur les résultats du Fonds en 2018.

En octobre 2018, Paper Excellence Canada Holdings Corporation a fait l'acquisition de Catalyst Paper Corporation pour une contrepartie de 1,2260 \$ par action ordinaire et de 100 cents du dollar en ce qui a trait aux créances. La clôture de l'opération a eu lieu en mars 2019.

Les titres de créance d'Avangardco Investments Public Limited (10,0 %) et de Fortress Paper (7,00 %), le prêt à terme de rang 1,75 d'EXCO Resources et les actions ordinaires de WOW Unlimited ont eu une incidence négative sur les résultats du Fonds au cours de l'exercice.

Il n'y a eu aucun ajout au portefeuille du Fonds en 2018.

CHOU BOND FUND

Le Fonds a réduit son placement dans les obligations d'Atlanticus Holdings (5,875 %, échéant en novembre 2035) au cours de l'exercice. Il a également liquidé ses positions dans les titres obligataires d'Ascent Capital Group et de Valeant Pharmaceuticals, dans le prêt à terme de Dex Media, dans les actions privilégiées de Sears Roebuck Acceptance et dans les actions de Produits forestiers Résolu et de SandRidge Energy.

Pour l'exercice 2018, les rachats nets du Fonds se sont élevés à environ 11 378 280 \$ pour les parts de série A et les souscriptions nettes à environ 195 173 \$ pour les parts de série F. La position de trésorerie mensuelle moyenne du Fonds s'est établie à 1,1 % de l'actif net pendant la période.

En 2018, le Fonds a tiré un revenu de 1 587 \$ de son programme de prêt de titres.

Le Fonds ne détenait aucune option d'achat couverte en portefeuille au 31 décembre 2018.

Événements récents

Mises à part les fluctuations normales des marchés, il n'est survenu aucun événement significatif récent qui soit susceptible d'avoir une incidence indue sur le portefeuille du Fonds lorsqu'on le compare 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 opérations conclues avec le gestionnaire sont traitées à la valeur liquidative du Fonds à la date de l'opération. Au 31 décembre 2018, le gestionnaire détenaient 23,2 % des parts de série A du Fonds.

Au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2018, 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 2018 et pour chacun des cinq exercices précédents clos le 31 décembre.

Actif net du Fonds par part de série A¹⁾

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de l'exercice	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$	8,30 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,48 \$	0,45 \$	0,23 \$	0,98 \$	0,77 \$	0,71 \$
Total des charges	(0,15) \$	(0,14) \$	(0,13) \$	(0,15) \$	(0,16) \$	(0,15) \$
(Perte) gain réalisé(e) au cours de l'exercice	(0,33) \$	0,41 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,49 \$	0,39 \$
Gain (perte) latent(e) au cours de l'exercice	0,42 \$	(0,93) \$	0,57 \$	(1,14) \$	(0,22) \$	1,07 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	0,42 \$	(0,21) \$	0,75 \$	(0,33) \$	0,88 \$	2,02 \$
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	0,42 \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	0,42 \$	0,44 \$	0,77 \$	0,83 \$	0,62 \$	0,64 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,60 \$	6,53 \$	6,55 \$	6,34 \$	8,58 \$	9,07 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série A

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	15 016 \$	25 485 \$	38 982 \$	39 631 \$	45 810 \$	38 761 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	1 666 054	3 104 049	4 432 708	4 515 187	4 599 226	4 020 643
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,85 %	1,56 %	1,54 %	1,45 %	1,41 %	1,52 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %
Valeur liquidative par part	9,01 \$	8,21 \$	8,79 \$	8,78 \$	9,96 \$	9,64 \$

CHOU BOND FUND

Actif net du Fonds par part de série F¹⁾

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Actif net à l'ouverture de l'exercice	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,72 \$	8,33 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation						
Total des produits	0,49 \$	0,46 \$	0,23 \$	0,99 \$	0,78 \$	0,69 \$
Total des charges	(0,14) \$	(0,12) \$	(0,12) \$	(0,13) \$	(0,14) \$	(0,13) \$
(Perte) gain réalisé(e) au cours de l'exercice	(0,11) \$	0,40 \$	0,08 \$	(0,02) \$	0,50 \$	0,23 \$
Gain (perte) latent(e) au cours de l'exercice	1,16 \$	(0,99) \$	0,77 \$	(1,16) \$	(0,14) \$	1,55 \$
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²⁾	1,40 \$	(0,25) \$	0,96 \$	(0,32) \$	1,00 \$	2,34 \$
Distributions :						
Revenu de placement (sauf les dividendes)	0,50 \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$
Dividendes	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Gains en capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Remboursement de capital	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$	- \$
Distributions totales³⁾	0,50 \$	0,40 \$	0,74 \$	0,85 \$	0,64 \$	0,61 \$
Actif net à la clôture de l'exercice	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$
Actif net à la clôture de l'exercice (\$ US)	6,72 \$	6,69 \$	6,66 \$	6,40 \$	8,66 \$	9,14 \$

Ratios et données supplémentaires – Parts de série F

	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Valeur liquidative totale (en milliers)⁴⁾	2 863 \$	2 273 \$	3 611 \$	3 174 \$	3 691 \$	3 527 \$
Nombre de parts rachetables en circulation	312 347	270 473	403 615	358 475	367 482	362 911
Ratio des frais de gestion ⁵⁾	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %
Ratio des frais de gestion, avant renoncations ou prises en charge ⁵⁾	1,71 %	1,37 %	1,37 %	1,28 %	1,25 %	1,35 %
Ratio des frais d'opérations ⁶⁾	0,05 %	0,05 %	0,05 %	0,00 %	0,05 %	0,01 %
Taux de rotation du portefeuille ⁷⁾	13,97 %	36,79 %	50,15 %	4,44 %	23,91 %	13,42 %
Valeur liquidative par part	9,17 \$	8,41 \$	8,94 \$	8,85 \$	10,05 \$	9,71 \$

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 courtages et des autres coûts d'opérations 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

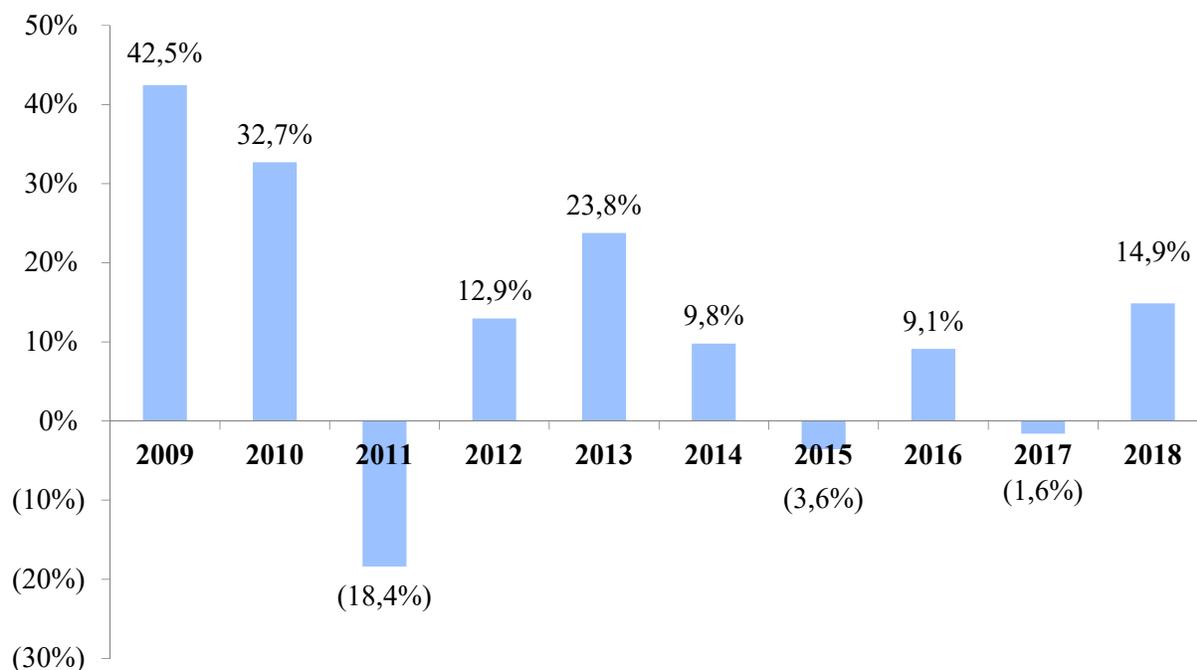
Généralités

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

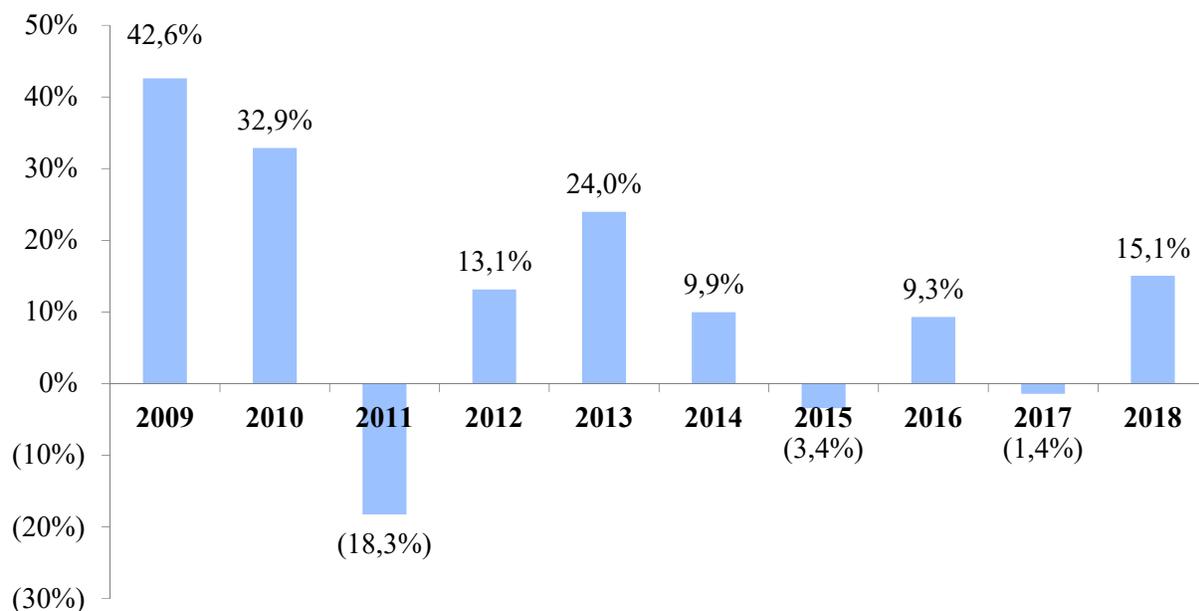
Les diagrammes à barres ci-après font état du rendement annuel des parts de série A et de série F du Fonds pour chacun des exercices indiqués. Ils présentent chacun, sous forme de pourcentage, quelle aurait été, au 31 décembre, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le 1^{er}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

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 2018. 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 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	14,85 %	7,23 %	5,47 %	10,90 %	5,98 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	6,74 %	6,62 %	9,17 %	12,25 %	8,30 %

Série F

31 décembre 2017	Dernière année	3 dernières années	5 dernières années	10 dernières années	Depuis la création
Chou Bond Fund	15,05 %	7,42 %	5,65 %	11,07 %	6,14 %
Indice Barclays U.S. Corp. High Yield (\$ CA)	6,74 %	6,62 %	9,17 %	12,25 %	8,30 %

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 2018.

<u>Répartition géographique</u>	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Canada	55,4 %
États-Unis	34,4 %
Europe continentale	11,2 %
Équivalents de trésorerie, montant net	-1,0 %
Total du portefeuille	100,0 %

<u>Émetteurs</u> (à l'exclusion des équivalents de trésorerie)	<u>% de l'actif net du Fonds</u>
Actions	
Catalyst Paper Corporation	16,4 %
Wow Unlimited Media Inc.	7,8 %
Total des actions	24,2 %
Obligations à revenu fixe	
Fortress Global Enterprises inc., 7,000 %, 2019-12-31, convertible	20,5 %
Atlanticus Holdings Corporation, 5,875 %, 2035-11-30, convertible	20,3 %
Exco Resources inc., prêt à terme de rang 1,75, 2020-10-26	14,1 %
Catalyst Paper Corporation, prêt à terme, 2022-01-27	8,1 %
Ukrlandfarming PLC, 10,875 %, 2018-11-29	7,9 %
Avangardco Investments Public Limited, 10,000 %, 2018-10-29	3,2 %
Taiga Building Products Limited, 7,000 %, 2022-11-17, remboursable	2,7 %
Total des obligations à revenu fixe	76,8 %
Total des placements	101,0%

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 2019, figurera dans l'Information trimestrielle sur le portefeuille, qui sera publiée au plus tard le 31 mai 2019 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