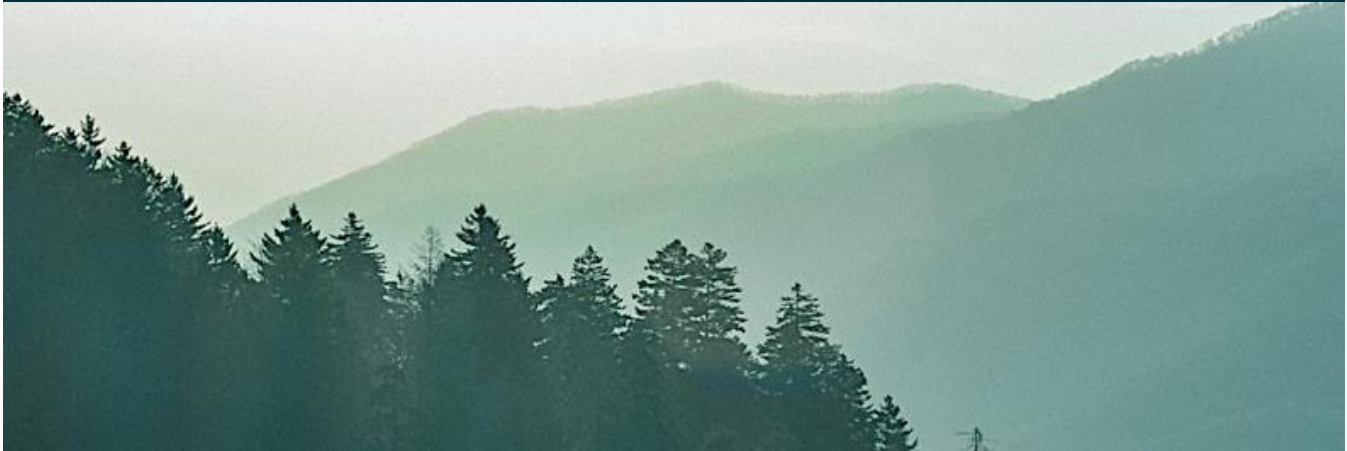




NORTH GROWTH
MANAGEMENT



RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 JUIN 2023

FONDS NORTH GROWTH U.S. EQUITY ADVISOR

Le présent Rapport intermédiaire de la direction sur le rendement du Fonds contient des faits saillants financiers, mais non les États financiers annuels ou le rapport financier semestriels du Fonds d'investissement. Vous pouvez obtenir les États financiers intermédiaires non-audités ou annuels audités gratuitement, sur demande, en vous adressant au gestionnaire, en composant à frais virés le 1-604-688-5440, par la poste en vous adressant à North Growth Management Ltd., Bureau 830 One Bentall Centre, 505 rue Burrard, case postale 56, Vancouver (Colombie Britannique) V7X 1M4 ou en consultant les sites Internet www.northgrowth.com et www.sedar.com. Les porteurs de parts peuvent également obtenir de cette façon les politiques et procédures de vote par procuration, le dossier de vote par procuration, et l'information trimestrielle sur le portefeuille. Le prospectus simplifié et l'Aperçu du Fonds sont également disponibles.

Un mot sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut renfermer des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés prospectifs sont, par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les événements, les résultats, le rendement ou les perspectives réels qui ont été énoncés de manière expresse ou tacite dans les énoncés prospectifs. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers mondiaux, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les décisions judiciaires ou réglementaires inattendues, les catastrophes ainsi que les risques détaillés dans le prospectus simplifié du Fonds. La liste de risques, d'incertitudes et d'hypothèses précités n'est pas exhaustive. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent rapport n'est valable qu'à sa date de publication. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autres, sauf si la loi l'exige.

FONDS NORTH GROWTH U.S. EQUITY ADVISOR

Analyse du rendement du Fonds par la direction	1
Résultats d'exploitation	1
Événements récents	2
Opérations entre apparentés	2
Faits saillants financiers	3
Série F – Actif net par part du Fonds	3
Série F – Ratios et données supplémentaires	4
Série D – Actif net par part du Fonds	5
Série D – Ratios et données supplémentaires	6
Frais de gestion	7
Rendement passé	8
Rendements annuels et intermédiaires	8
Aperçu du portefeuille au 30 juin 2023	10

Analyse du rendement du Fonds par la direction

RÉSULTATS D'EXPLOITATION

Durant la période de six-mois close le 30 juin 2023, les parts des séries F et D du Fonds ont augmenté de 16,86 % et de 16 %, respectivement. La différence de rendement entre les parts de série F et les parts de série D est essentiellement attribuable aux commissions de suivi de 0,30 % payées sur les parts de série D du Fonds. Les deux séries du Fonds ont généré un rendement inférieur à l'indice S&P 500 qui a augmenté de 16,89 % durant la même période. Exprimé en dollar canadien, les parts de série F du Fonds ont augmenté de 14,24 % et les parts de série D de 14,17 %, comparé au rendement total de l'indice S&P 500 de 14,27 %.

Le sentiment concernant les actions de sociétés américaines au premier semestre 2023 a été largement déterminé par les hausses des taux d'intérêt, la résilience de la demande des consommateurs, les données sur l'emploi, la faillite de plusieurs banques régionales et la menace d'un défaut de paiement fédéral aux États-Unis. Les craintes qui en ont résulté ont provoqué une fuite vers les actions considérées comme refuges et les actions de sept des plus sociétés par capitalisation boursière ont gagné entre 36 % et 190 % depuis le début de l'année. La performance de ces actions a été un moteur important de la performance globale du S&P 500. De plus, une explosion des actions d'intelligence artificielle a encore ponctué l'extrême concentration du marché. Pendant ce temps, les 493 entreprises restantes sont, dans l'ensemble, n'ont pas connue de variation.

D'un point de vue sectoriel, les secteurs de la technologie, des communications et de la consommation discrétionnaire ont nettement surperformé, affichant des gains de 42,77 %, 36,24 % et 32,97 %, respectivement. Les secteurs industriels, des matériaux, de l'immobilier et de la consommation de base ont affiché des gains plus modestes de 10,19 %, 7,74 %, 3,72 % et 1,28 %, respectivement. Les secteurs les moins performants ont été les services aux collectivités, l'énergie, soins de la santé et la finance avec respectivement -5,69 %, -5,55 %, -1,48 % et -0,53 %. La performance du Fonds a été soutenue par la surpondération des secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire.

Profitant de l'extrême concentration du marché, le gestionnaire a saisi des occasions d'ajuster les pondérations des composantes du portefeuille et d'améliorer la qualité des sociétés du portefeuille. Le gestionnaire a pris des positions dans Global Payments, Charles River Laboratories International, West Pharmaceutical Services, Ulta Beauty, United Rentals, NVR et Arhaus. Des positions ont été éliminées dans Fiserv, Syneos Health, Herc Holdings et D.R. Horton. Parmi les avoirs titres du portefeuille, le gestionnaire a augmenté le plus significativement InMode et Coherent, tandis que Nvidia et RH ont été les plus réduits.

ÉVÉNEMENTS RÉCENTS

Le Fonds continue de se concentrer sur l'identification de sociétés qui répondent à sa philosophie d'investissement d'une « Croissance à un prix raisonnable ». Comme la sous-performance de la majorité du marché américain n'a pas été le produit de mauvais résultats d'exploitation sous-jacents, les multiples d'actions ne sont pas aussi chers que le S&P 500 l'impliquerait. Et l'amincissement de l'ampleur du marché boursier américain a donné lieu à de nombreuses opportunités d'investissement intéressantes.

Bien que la lourdeur maximale ne soit pas un phénomène nouveau sur le marché américain, les grandes actions technologiques du S&P 500 étant désormais similaires à ce que les compagnies pétrolières ou le Nifty 50 étaient dans le passé, à bien des égards, le problème de concentration a atteint des niveaux extrêmes. Le rallye du S&P 500 au cours du premier semestre masque une performance médiocre de la grande majorité des participants.

Le gestionnaire reste concentré sur la sélection de titres conformément à sa philosophie d'une « croissance à un prix raisonnable ». Il s'agit d'un environnement encourageant pour les sélectionneurs de titres, car des actions de haute qualité à des prix raisonnables sont facilement disponibles au milieu de l'extrême concentration du marché. Nous continuons d'ajuster les pondérations des composantes du portefeuille et d'améliorer la qualité des avoirs en portefeuille lorsque les conditions du marché le permettent. Alors que le leadership du marché alterne entre les actions à grande et à petite capitalisation, nous pensons que le Fonds est bien positionné pour une reprise générale du marché.

OPÉRATIONS ENTRE APPARENTÉS

North Growth Management Ltd. est le gestionnaire et le conseiller en valeurs du Fonds. Il fournit des services de conseil en placement et gestion du portefeuille pour le Fonds et il est chargé de la gestion globale du Fonds. Le Fonds verse des honoraires en contrepartie de ses services (se reporter à la rubrique *Frais de gestion*).

Durant la période close le 30 juin 2023, le gestionnaire a racheté 11 962 parts de la Série F du Fonds et n'a pas acheté de parts du Fonds (2022 – n'a acheté ni racheté de parts du Fonds).

Au 30 juin 2023, le gestionnaire et les entités sous contrôle commun, les dirigeants et les administrateurs du détenaient 2,83 % (3,16 % au 31 décembre 2022) des parts en circulation du Fonds.

Au 30 juin 2023, les créiteurs du Fonds comprenaient un montant en cours au titre des frais de gestion payable au gestionnaire de 37 617 \$ (42 376 \$ au 31 décembre 2022).

Faits saillants financiers

Pour la période close le 30 juin 2023 et pour les exercices comparatifs clos le 31 décembre de 2018 à 2022

Les tableaux suivants font état de données financières clés concernant le Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre ses résultats financiers pour les cinq derniers exercices.

SÉRIE F – ACTIF NET PAR PART DU FONDS

Actif net par part ¹	30 juin		31 décembre			
	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Actif net en début de la période	36,32 \$	44,67 \$	40,39 \$	36,58 \$	30,25 \$	31,72 \$
Augmentation provenant de l'exploitation:						
Total des produits des activités ordinaires	0,20	0,34	0,34	0,42	0,45	0,40
Total des charges	(0,14)	(0,28)	(0,33)	(0,29)	(0,24)	(0,25)
Gains (pertes) réalisé(e)s	3,16	(0,89)	4,65	10,41	1,11	3,35
Gains (pertes) non réalisé(e)s	2,20	(7,77)	2,37	(1,05)	5,29	(2,60)
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	5,43	(8,02)	7,06	9,44	6,62	0,90
Distributions:						
à partir des revenus	-	(0,08)	(0,03)	(0,16)	(0,22)	(0,15)
à partir des gains en capital	-	-	(2,86)	(5,94)	-	(2,18)
Distributions totales³	-	(0,08)	(2,89)	(6,10)	(0,22)	(2,34)
Actif net à la fin de la période	41,49 \$	36,32 \$	44,67 \$	40,39 \$	36,58 \$	30,25 \$

1. Ces renseignements proviennent des états financiers intermédiaires non-audités et des états financiers annuels audités du Fonds. L'actif net par part présenté dans les états financiers diffère de la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des titres, cet écart s'explique par le timing des transactions durant la période. Une explication de ces écarts figure dans les notes afférentes aux états financiers. En raison des différences découlant de l'arrondissement, la somme des composantes présentées dans les états financiers n'équivaut pas forcément à l'actif net à la fin de la période indiquée.
2. L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution provenant de l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période comptable.
3. Les distributions ont été payées en espèces ou réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds.

SÉRIE F – RATIOS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Ratios et données supplémentaires	30 juin		31 décembre			
	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	61 114 \$	63 644 \$	74 594 \$	57 220 \$	65 090 \$	56 983 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	1 473	1 752	1 670	1 417	1 779	1 884
Ratio des frais de gestion (Janvier à juin) ⁵	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
Ratio des frais de gestion (Juillet à décembre) ⁵	-	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge ⁶	0,74 %	0,73 %	0,73 %	0,74 %	0,74 %	0,72 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,03 %	0,06 %	0,06 %	0,09 %	0,04 %	0,09 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	19,48 %	50,88 %	24,52 %	25,66 %	12,81 %	25,80 %
Valeur liquidative par part	41,49 \$	36,32 \$	44,67 \$	40,39 \$	36,58 \$	30,25 \$

4. Données au 30 juin pour la période intermédiaire et au 31 décembre pour tout autre période indiquée.
5. Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée (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 la période.
6. Le gestionnaire a pris en charge les frais du CEI; le Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge représente ce qu'aurait été le Ratio des frais de gestion si le Fonds avait défrayé ces sommes.
7. Le ratio des frais d'opérations représente le total des courtages et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne au cours de la période.
8. Le taux de rotation du portefeuille du fonds indique dans quelle mesure le conseiller en valeurs du fonds gère activement les placements de celui-ci. 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 frais d'opérations payables par le fonds sont élevés au cours d'un 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.

SÉRIE D – ACTIF NET PAR PART DU FOND

Actif net par part ¹	30 juin		31 décembre			
	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Actif net en début de la période	36,47 \$	44,93 \$	40,53 \$	36,70 \$	30,35 \$	31,83 \$
Augmentation provenant de l'exploitation:						
Total des produits des activités ordinaires	0,20	0,31	0,34	0,42	0,45	0,40
Total des charges	(0,20)	(0,40)	(0,46)	(0,40)	(0,35)	(0,35)
Gains (pertes) réalisé(e)s	3,16	(0,89)	4,65	10,41	1,11	3,35
Gains (pertes) non réalisé(e)s	2,20	(7,77)	2,37	(1,05)	5,29	(2,60)
Augmentation totale (diminution) provenant de l'exploitation²	5,18	(13,35)	6,80	9,67	6,38	0,80
Distributions:						
à partir des revenus	-	-	-	(0,04)	(0,12)	(0,05)
à partir des gains en capital	-	-	(2,65)	(5,94)	-	(2,18)
Distributions totales³	-	-	(2,65)	(5,98)	(0,12)	(2,23)
Actif net à la fin de la période	41,64 \$	36,47 \$	44,93 \$	40,53 \$	36,70 \$	30,35 \$

1. Ces renseignements proviennent des états financiers intermédiaires non-audités et des états financiers annuels audités du Fonds. L'actif net par part présenté dans les états financiers diffère de la valeur liquidative calculée aux fins d'établissement du prix des titres, cet écart s'explique par le timing des transactions durant la période. Une explication de ces écarts figure dans les notes afférentes aux états financiers. En raison des différences découlant de l'arrondissement, la somme des composantes présentées dans les états financiers n'équivaut pas forcément à l'actif net à la fin de la période indiquée.
2. L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution provenant de l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période comptable.
3. Les distributions ont été payées en espèces ou réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds.

SÉRIE D – RATIOS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Ratios et données supplémentaires	30 juin		31 décembre			
	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	6 240 \$	5 655 \$	16 248 \$	11 778 \$	9 786 \$	8 106 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	150	155	362	291	267	267
Ratio des frais de gestion (Janvier à juin) ⁵	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Ratio des frais de gestion (Juillet à décembre) ⁵	-	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge ⁶	0,99 %	1,03 %	1,03 %	1,04 %	1,04 %	1,02 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,03 %	0,06 %	0,06 %	0,09 %	0,04 %	0,09 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	19,48 %	50,88 %	24,52 %	25,66 %	12,81 %	25,80 %
Valeur liquidative par part	41,64 \$	36,47 \$	44,93 \$	40,53 \$	36,70 \$	30,35 \$

4. Données au 30 juin pour la période intermédiaire et au 31 décembre pour tout autre période indiquée.
5. Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période 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 la période
6. Le gestionnaire a pris en charge les frais du CEI; le Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge représente ce qu'aurait été le Ratio des frais de gestion si le Fonds avait défrayé ces sommes.
7. Le ratio des frais d'opérations représente le total des courtages et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne quotidienne au cours de la période.
8. Le taux de rotation du portefeuille du fonds indique dans quelle mesure le conseiller en valeurs du fonds gère activement les placements de celui-ci. 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 frais d'opérations payables par le fonds sont élevés au cours d'un exercice, et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital impossibles 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.

FRAIS DE GESTION

En tant que gestionnaire du Fonds, North Growth Management Ltd. est responsable de fournir des services de conseil en placement, de fiduciaire, de comptabilité, d'agent de transferts et de gestion au Fonds; il perçoit des honoraires pour ces services. Le Fonds maintient deux séries : la série D et la série F. Les frais de gestion pour les deux séries sont de 0,70 % de l'actif sous gestion, calculés quotidiennement et versés mensuellement, d'après la valeur liquidative quotidienne de chaque série.

Le gestionnaire prend à sa charge les coûts d'exploitation et les dépenses du Fonds, à l'exception des frais de courtage, des impôts, des intérêts, s'il y a lieu, ainsi que les commissions de suivi. Aucune charge ne lui est remboursée.

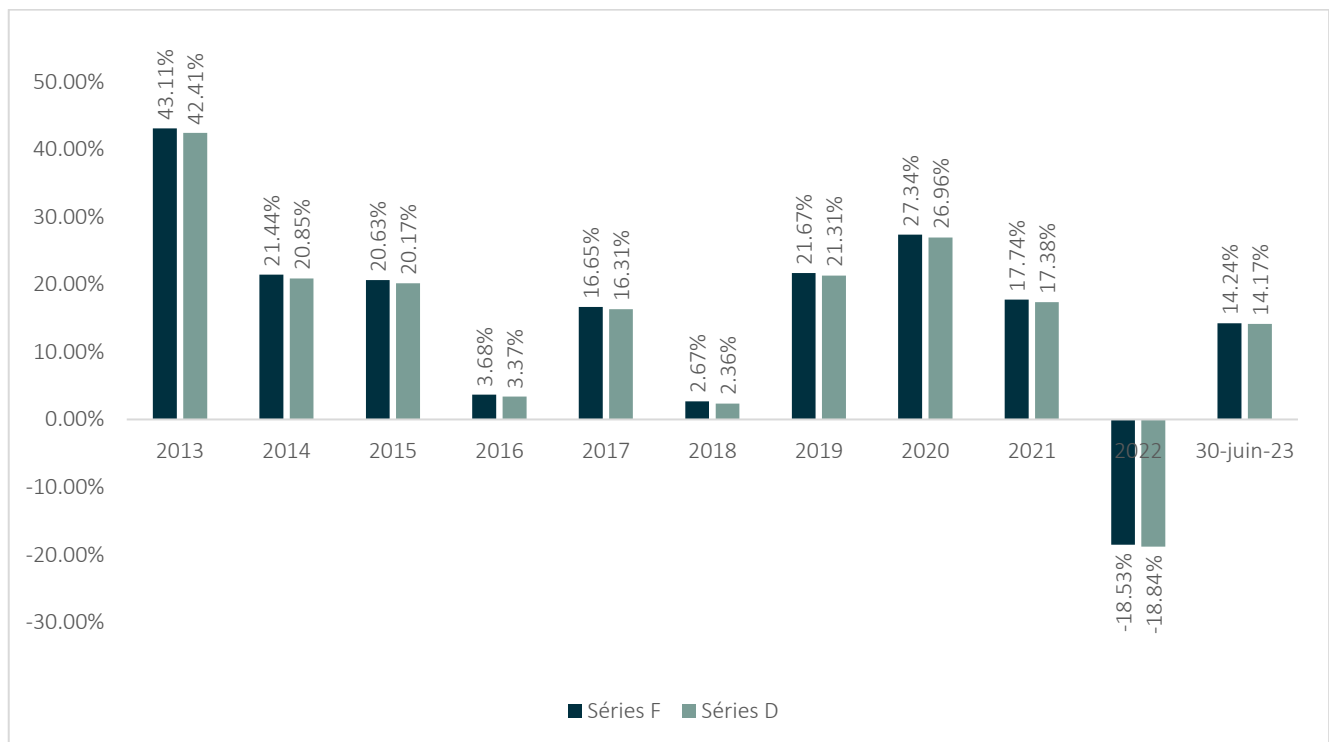
Les parts du Fonds sont vendues par l'entremise de courtiers inscrits. Les parts de la série D versent une commission de suivi de 0,30 %. Les parts de la série F ne versent pas de commission de suivi et sont disponibles par l'entremise de courtiers qui sont rémunérés à l'acte par leurs clients.

Rendement passé

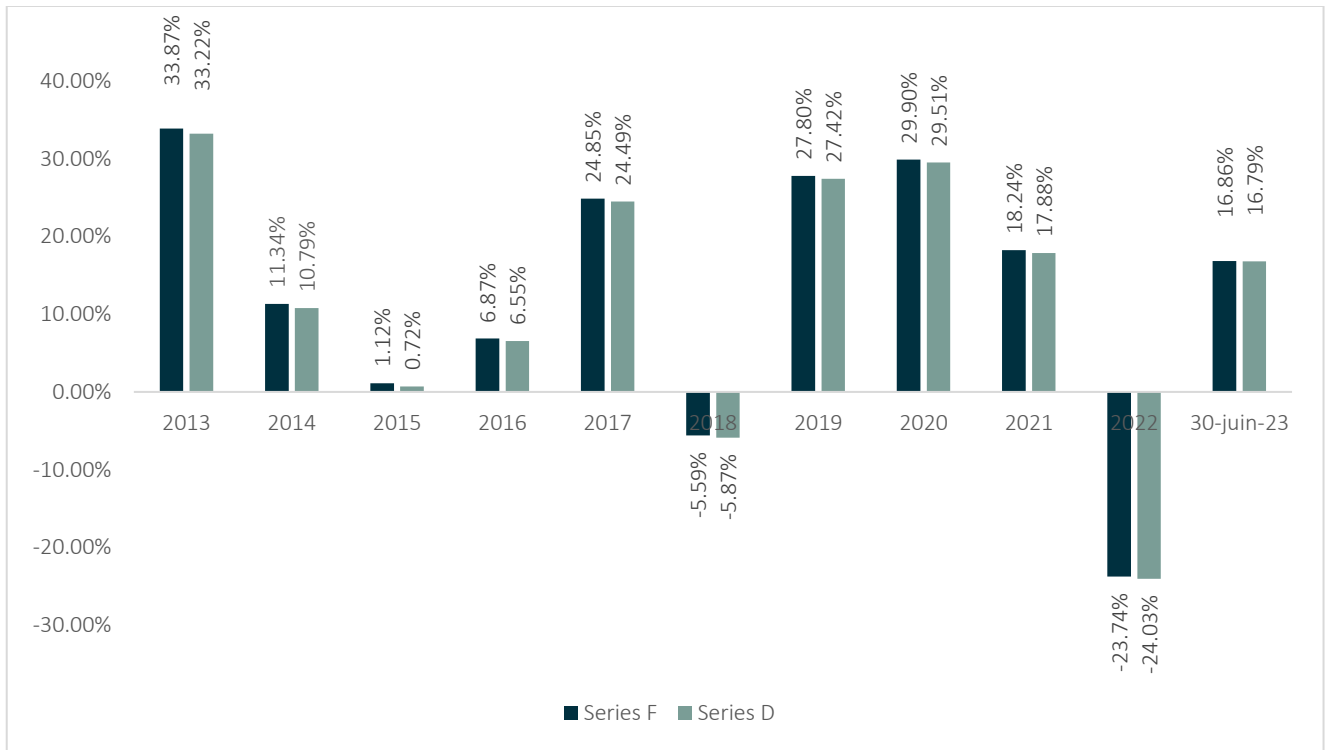
Les données sur le rendement du Fonds supposent que toutes les distributions effectuées au cours des périodes indiquées ont servi à acheter des parts additionnelles du Fonds. Il convient de noter que le rendement passé n'est pas une garantie du rendement futur du Fonds. Les rendements du Fonds est présenté après déduction des frais et dépenses, et la différence de rendement entre les séries est principalement attribuable à la commission de suivi de 0,30% par année sur les parts de série D. Voir la rubrique *Faits saillants financiers* pour le ratio des frais de gestion.

RENDEMENTS ANNUELS ET INTERMÉDIAIRES

Les graphiques ci-après présentent le rendement de chaque série du Fonds pour chacune des périodes indiquées. Il indique, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de chaque période, d'un placement effectué le premier jour de l'exercice en dollars canadiens et en dollars américains.



Sommaire du rendement – exprimé en dollars canadiens



Sommaire du rendement – exprimé en dollars américains

Aperçu du portefeuille au 30 juin 2023

L'aperçu du portefeuille de placements peut varier en raison des opérations en cours portant sur le portefeuille du Fonds. L'aperçu est mis à jour tous les trimestres et peut être obtenu 60 jours après la fin du trimestre en utilisant une des options indiquées sur la couverture de ce rapport.

Les 25 principaux titres en portefeuille

Rang	Titre	En % de l'actif net
1	Jabil Inc.	7,96
2	Applied Materials Inc.	4,70
3	Ciena Corp.	4,46
4	Motorola Solutions Inc.	3,32
5	Horizon Therapeutics, plc.	3,30
6	Coherent Corp.	3,21
7	HP Inc.	2,93
8	Nvidia Corp.	2,86
9	InMode Ltd.	2,84
10	Qualcomm Inc.	2,81
11	Bristol-Myers Squibb Company	2,73
12	SolarEdge Technologies Inc.	2,70
13	Elevance Health, Inc.	2,49
14	FedEx Corp.	2,32
15	Lumentum Holdings Inc.	2,22
16	Jacobs Solutions Inc.	2,20
17	Johnson Controls International plc.	2,17
18	Best Buy Co., Inc.	2,11
19	Global Payments Inc.	2,07
20	RH	2,03
21	Tempur Sealy International, Inc.	2,03
22	Align Technology, Inc.	2,01
23	Tapestry Inc.	1,97
24	Booking Holdings Inc.	1,86
25	Texas Instruments Inc.	1,76

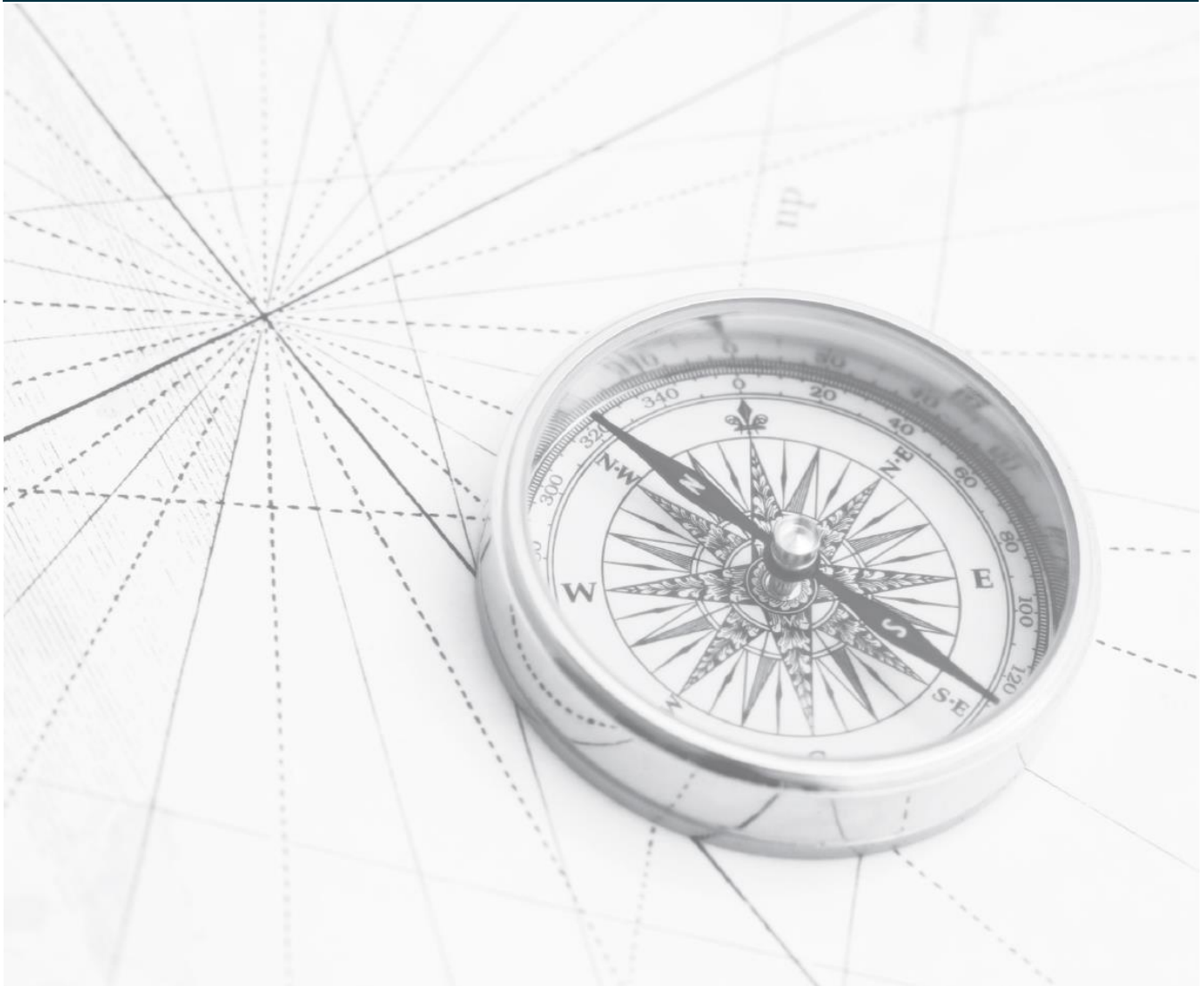
Répartition par secteur

Secteur	En % de l'actif net
Technologie	43,20
Soins de santé	17,40
Biens d'équipement	6,70
Consommation cyclique	6,50
Biens de consommation durables	6,40
Commerce de détail	5,20
Transport	3,20
Énergie renouvelable	2,70
Médias/divertissement	1,40
Consommateur discrétionnaire	1,10
Total des actions	93,80
Trésorerie et équivalents	6,20
Total du portefeuille	100,00

Cette page est volontairement vierge.



NORTH GROWTH
MANAGEMENT



Suite 830, One Bentall Centre
505 Burrard Street, Box 56
Vancouver, BC V7X 1M4

T: 604-688-5440

F: 604-688-5402

info@northgrowth.com

northgrowth.com