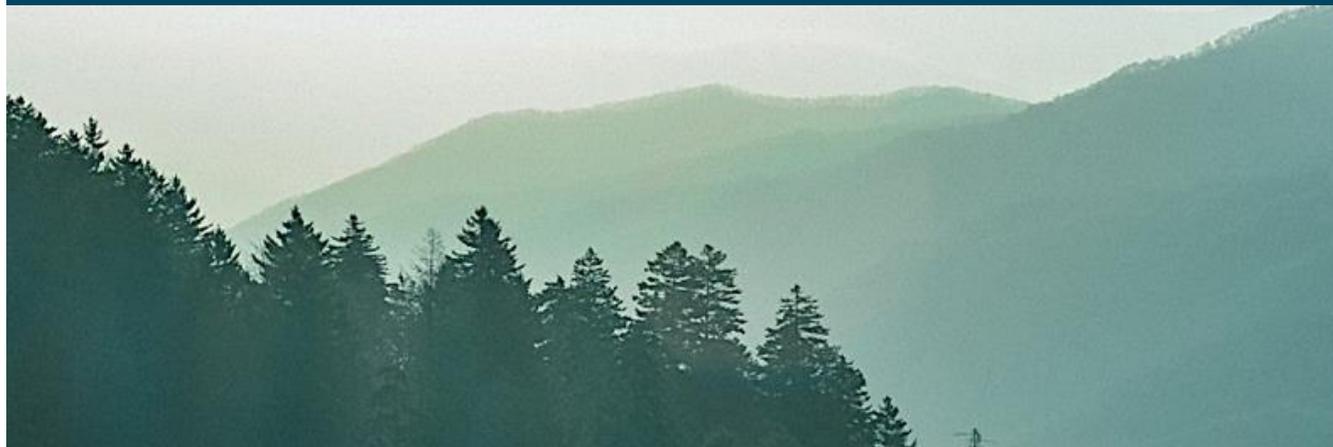




NORTH GROWTH
MANAGEMENT



RAPPORT ANNUEL DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

31 DÉCEMBRE 2023

FONDS NORTH GROWTH CANADIAN EQUITY

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2023

Le présent Rapport annuel de la direction sur le rendement du Fonds contient des faits saillants financiers, mais non les états financiers complets du Fonds d'investissement. Vous pouvez obtenir les États financiers 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 CANADIAN EQUITY

Analyse du rendement du Fonds par la direction	1
Objectif et stratégies de placement	1
Risque	1
Résultats d'exploitation	2
Événements récents.....	3
Opérations entre apparentés	3
Faits saillants financiers	4
Série F – Actif net par part	4
Série F – Ratios et données supplémentaires.....	5
Série D – Actif net par part.....	6
Série D – Ratios et données supplémentaires	7
Frais de gestion	8
Rendement passé.....	9
Rendements annuels.....	9
Rendements annuels composés.....	10
Aperçu du portefeuille	11

Analyse du rendement du Fonds par la direction

OBJECTIF ET STRATÉGIES DE PLACEMENT

Le Fonds North Growth Canadian Equity (le « Fonds ») a comme objectif de réaliser une croissance du capital à long terme en investissant principalement dans des actions ordinaires d'émetteurs canadiens s'inscrivant dans notre mandat, soit des activités sans émission de carbone et sans tabac. Afin d'accomplir cet objectif, nous investissons dans des sociétés qui sont sous-évaluées par rapport à leur potentiel de croissance attendu. Lors de notre processus d'analyse pour établir quelles sociétés s'inscrivent dans notre stratégie d'investissement, soit une « croissance à un prix raisonnable », nous recherchons des sociétés qui démontrent des tendances de croissance supérieure, des sociétés actives dans des industries qui procurent un environnement propice à une croissance, des sociétés qui dominent leurs industries ou qui se sont trouvés une niche de marché, ainsi que des sociétés dont l'équipe de direction est susceptible de guider leurs entreprises vers une croissance supérieure.

RISQUE

Aucun changement important ayant une incidence sur le niveau de risque global associé à un placement dans le Fonds n'est intervenu au cours de l'exercice.

Ce Fonds s'adresse aux investisseurs qui recherchent une appréciation de capital à long terme par l'entremise d'investissements dans des titres de participation de sociétés canadiennes. Le Fonds convient aux investisseurs ayant une tolérance moyenne à élever au risque et un horizon de placement d'une durée minimale de cinq ans.

Les risques associés à des placements dans le Fonds ainsi que la convenance du Fonds pour les investisseurs demeurent tels qu'ils sont exposés dans le prospectus simplifié. Le Fonds classe les risques selon une méthodologie prescrite par le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement.

RÉSULTATS D'EXPLOITATION

Au cours de la période de douze mois close le 31 décembre 2023, les parts des séries F et D du Fonds ont affiché une hausse de rendement de 2,50 % et de 2,20 %, respectivement. L'écart de rendement entre les parts de série F et les parts de série D est entièrement attribuable aux commissions de suivi de 0,30 % versées sur les parts de série D du Fonds. Les deux séries du Fonds ont généré un rendement inférieur à l'indice composé S&P/TSX, qui a augmenté de 11,75 %.

Suivant la même tendance qu'en 2022, 2023 a été marqué par un rendement aux antipodes d'un semestre à l'autre pour le Fonds North Growth Canadian Equity. Le Fonds a généré un rendement supérieur à l'indice composé S&P/TSX jusqu'en juin, la totalité de la sous-performance de l'exercice s'étant produite au second semestre. Au cours du deuxième semestre de 2023, les secteurs des soins de la santé, de la technologie et des services financiers ont dominé à l'égard du rendement de l'indice composé S&P/TSX. Le Fonds détenait des positions significatives dans deux des 10 titres les moins performants de l'indice de juillet à décembre : Aritzia et Innergex énergie renouvelable.

Après le rythme fulgurant auquel la Banque du Canada a augmenté les taux d'intérêt en 2022, la situation s'est modérée, avec seulement 0,75 % de hausses de taux en 2023. Contrairement à l'économie américaine qui s'est accélérée au cours de la dernière année, l'économie canadienne a connu un ralentissement significatif. Le PIB canadien (produit intérieur brut) a diminué de -0,3 % au troisième trimestre de 2023, marquant la première baisse de l'économie canadienne depuis le deuxième trimestre de 2021. Malgré un environnement économique plus faible en 2023, les titres du Fonds ont généré une croissance des bénéfices qui a considérablement dépassé celle de l'indice composé S&P/TSX.

Au cours de l'exercice, le gestionnaire a ajouté deux nouveaux titres : Boralex et Lumine Group (scindé de Constellation Software). Deux titres ont été supprimés : Converge Technology Solutions et Qusitive Technology Solutions.

Comme toujours, le gestionnaire continue de rechercher des entreprises à la valorisation attrayante qui présentent un potentiel de croissance à long terme, des avantages concurrentiels inhérents, des équipes de direction efficaces et des bilans solides.

Les distributions ont été versées le 15 décembre et étaient de 0,70 \$ par part (soit 0,70 \$ de gains en capital et 0,20 \$ de revenu) pour les parts de série F et de 0,62 \$ par part (soit 0,50 \$ de gains en capital et 0,12 \$ de revenu) pour les parts de série D du Fonds.

ÉVÉNEMENTS RÉCENTS

À son cœur, la philosophie de placement du gestionnaire demeure fondée sur l'identification des occasions d'investissement qui répondent à ses critères de « croissance à un prix raisonnable ». Le gestionnaire est à la recherche d'entreprises bien gérées aux valorisations attrayantes qui présentent un potentiel de croissance à long terme.

Le gestionnaire demeure concentré sur la sélection de titres fondamentale et ascendante. Malgré les positions du Fonds dans de nombreuses actions sensibles à l'économie, le gestionnaire reste optimiste quant au rendement à long terme du portefeuille.

En 2023, aucun changement n'a été apporté à la composition du Comité d'examen indépendant du Fonds.

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 la gestion du portefeuille pour le Fonds et il est chargé de la gestion globale du Fonds. Le Fonds verse des honoraires de gestion au gestionnaire en contrepartie de ses services (se reporter à la rubrique Frais de gestion).

Durant l'exercice clos le 31 décembre 2023, le gestionnaire n'a pas acheté ni racheté de parts du Fonds (a racheté 6 029 parts de la Série F du Fonds et n'a pas acheté de parts du Fonds en 2022).

Au 31 décembre 2023, les entités sous contrôle commun, les dirigeants et les administrateurs du gestionnaire et leurs conjoint(e)s détenaient en propriété véritable 1,62 % (3,02 % au 31 décembre 2022) des parts des séries D et F en circulation du Fonds.

Au 31 décembre 2023, les créiteurs du Fonds comprenaient un montant en cours au titre des frais de gestion payable au gestionnaire de 38 829 \$ (53 783 \$ au 31 décembre 2022).

Faits saillants financiers

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2023 et pour les exercices comparatifs clos le 31 décembre de 2019 à 2022.

Les tableaux qui suivent 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

Actif net par part ¹	31 décembre				
	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net en début d'exercice	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$	22,09 \$	16,40 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation					
Total des produits	0,42	1,88	0,39	0,26	0,23
Total des charges	(0,19)	(0,19)	(0,22)	(0,18)	(0,15)
Gains réalisés pour l'exercice	1,55	0,81	1,79	2,56	1,47
(Pertes) / gains non réalisé(e)s pour l'exercice	(1,10)	(4,44)	2,81	1,57	4,64
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,56	(0,99)	4,34	3,85	6,19
Distributions					
à partir des revenus	(0,20)	(1,59)	(0,05)	-	-
à partir des gains en capital	(0,50)	(0,34)	(1,52)	(0,51)	(0,51)
Distributions annuelles totales³	(0,70)	(1,93)	(1,57)	(0,51)	(0,51)
Actif net au 31 décembre de l'exercice indiqué	24,16 \$	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$	22,09 \$

1. Ces renseignements proviennent 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 de l'établissement du prix du Fonds en raison du moment où les opérations des porteurs de parts ont eu lieu au cours de la période. On trouvera une explication de ces différences 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 au 31 décembre de l'exercice indiqué.
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.

Faits saillants financiers (suite)

SÉRIE F – RATIOS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Ratios et données supplémentaires	31 décembre				
	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	10 537 \$	10 664 \$	5 280 \$	2 076 \$	2 034 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	438	439	188	84	92
Ratio des frais de gestion 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 %	0,74 %	0,76 %	0,76 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,12 %	0,06 %	0,10 %	0,09 %	0,03 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	18,65 %	24,44 %	17,46 %	18,75 %	2,01 %
Valeur liquidative par part	24,16 \$	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$	22,09 \$

4. Données au 31 décembre de l'exercice indiqué.

5. Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué (à l'exclusion des commissions et des autres coûts d'opération 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'opération représente le total des commissions et des autres coûts d'opération 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'opération 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.

Faits saillants financiers (suite)

SÉRIE D – ACTIF NET PAR PART

Actif net par part ¹	31 décembre				
	2023	2022	2021	2020	2019
Actif net en début d'exercice	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$	22,32 \$	16,59 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation					
Total des produits	0,42	1,88	0,39	0,26	0,23
Total des charges	(0,28)	(0,29)	(0,32)	(0,24)	(0,20)
Gains réalisés pour l'exercice	1,55	0,81	1,79	2,56	1,47
(Pertes) / gains non réalisé(e)s pour l'exercice	(1,10)	(4,44)	2,81	1,57	4,64
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	0,60	(6,09)	4,37	5,23	6,14
Distributions:					
à partir des revenus	(0,12)	(1,34)	-	-	-
à partir des gains en capital	(0,50)	(0,34)	(1,50)	(0,47)	(0,47)
Distributions annuelles totales³	(0,62)	(1,68)	(1,50)	(0,47)	(0,47)
Actif net au 31 décembre de l'exercice indiqué	24,68 \$	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$	22,32 \$

1. Ces renseignements proviennent 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 de l'établissement du prix du Fonds en raison du moment où les opérations des porteurs de parts ont eu lieu au cours de la période. On trouvera une explication de ces différences 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 au 31 décembre de l'exercice indiqué.
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.

Faits saillants financiers (suite)

SÉRIE D – RATIOS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Ratios et données supplémentaires	31 décembre				
	2023	2022	2021	2020	2019
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	836 \$	845 \$	6 803 \$	3 293 \$	1 941 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	34	36	239	131	87
Ratio des frais de gestion ⁵	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge ⁶	1,03 %	1,03 %	1,04 %	1,06 %	1,06 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,12 %	0,06 %	0,10 %	0,09 %	0,03 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	18,65 %	24,44 %	17,46 %	18,75 %	2,01 %
Valeur liquidative par part	24,68 \$	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$	22,32 \$

4. Données au 31 décembre de l'exercice indiqué.

5. Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué (à l'exclusion des commissions et des autres coûts d'opération 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'opération représente le total des commissions et des autres coûts d'opération 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'opération 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.

Faits saillants financiers (suite)

FRAIS DE GESTION

En tant que gestionnaire du Fonds, North Growth Management Ltd. est responsable de fournir des services de fiduciaire, de comptabilité des fonds, d'agent des transferts, de conseil en placement et de gestion au Fonds et perçoit des honoraires pour ces services. Le Fonds maintient deux séries au moyen de prospectus : 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 du Fonds à l'exception des frais de courtage, de tout impôt à payer, 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. La série D verse une commission de suivi de 0,30 %. Les parts de la série F ne versent aucune commission de suivi et sont disponibles par l'entremise de courtiers exécutants qui sont rémunérés à l'acte par leurs clients.

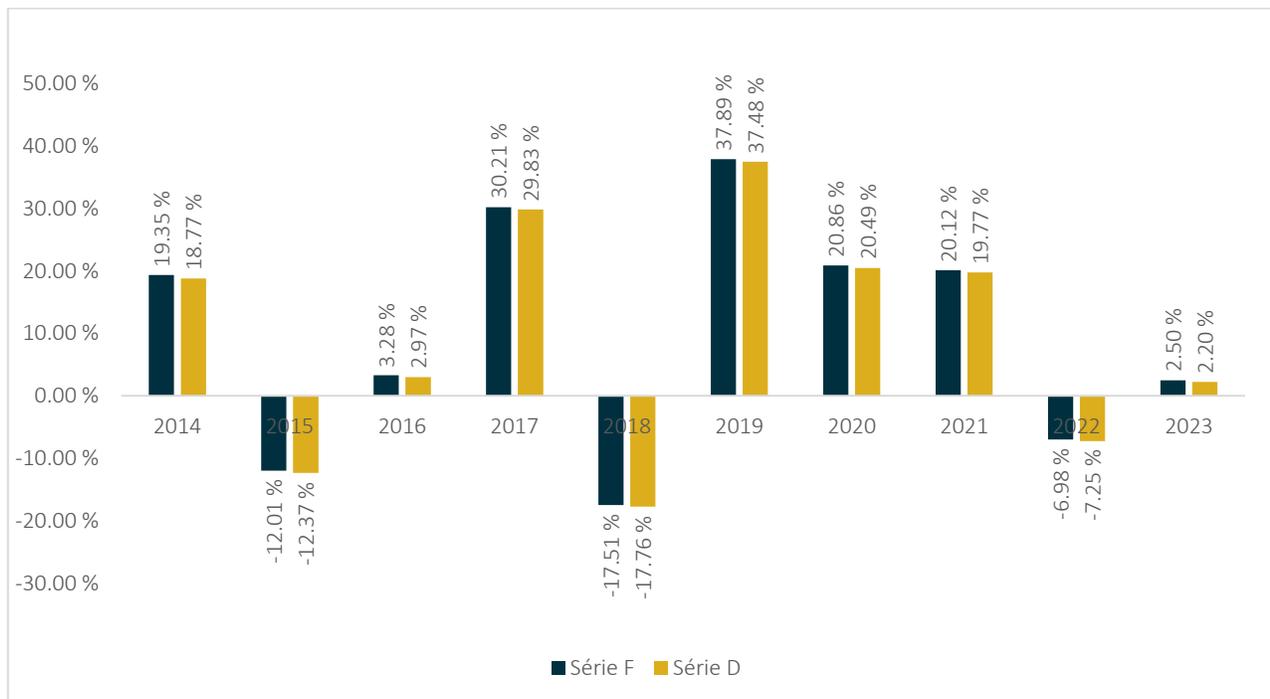
Rendement passé

Les données sur le rendement du Fonds supposent que toutes les distributions effectuées au cours des exercices indiqués 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 tiennent compte de la déduction d'honoraires et de dépenses. La différence de performance entre les séries de parts est essentiellement attribuable aux commissions de suivi de 0,30 % par année payées sur les parts de série D du Fonds. Se reporter à la rubrique *Faits saillants financiers* pour plus d'information sur le ratio des frais de gestion.

RENDEMENTS ANNUELS

Le graphique qui suit présente le rendement du Fonds pour chacun des exercices inscrits tout en illustrant l'ampleur des variations de ce rendement d'année en année. Le graphique indique, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de chaque exercice, d'un placement effectué le premier jour de l'exercice. Le graphique est libellé en dollars canadiens.

Rendements annuels – exprimé en dollars canadiens



Rendement passé (suite)

RENDEMENTS ANNUELS COMPOSÉS

L'Indice composé S&P/TSX – Rendement total est généralement considéré comme la meilleure mesure des sociétés des marchés boursiers canadiens. Il est composé des plus importantes sociétés opérant dans les plus importantes industries de l'économie canadienne.

Le tableau ci-après présente le rendement annuel le plus récent et le rendement annuel composé pour chaque série du Fonds pour les périodes indiquées closes le dernier jour de l'exercice du Fonds par rapport à l'Indice composé S&P/TSX – Rendement total; libellé en dollars canadiens.

Rendement annuels composés – exprimé en dollars canadiens

	Exercice clos le 31 décembre 2023	Trois derniers exercices	Cinq derniers exercices	Dix derniers exercices
Série F	2,50 %	4,63 %	13,80 %	8,32 %
Série D	2,20 %	4,32 %	13,46 %	7,96 %
Indice composé S&P/TSX	11,75 %	9,59 %	11,30 %	7,62 %

Aperçu du portefeuille

Au 31 décembre 2023

L'aperçu du portefeuille de placement 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

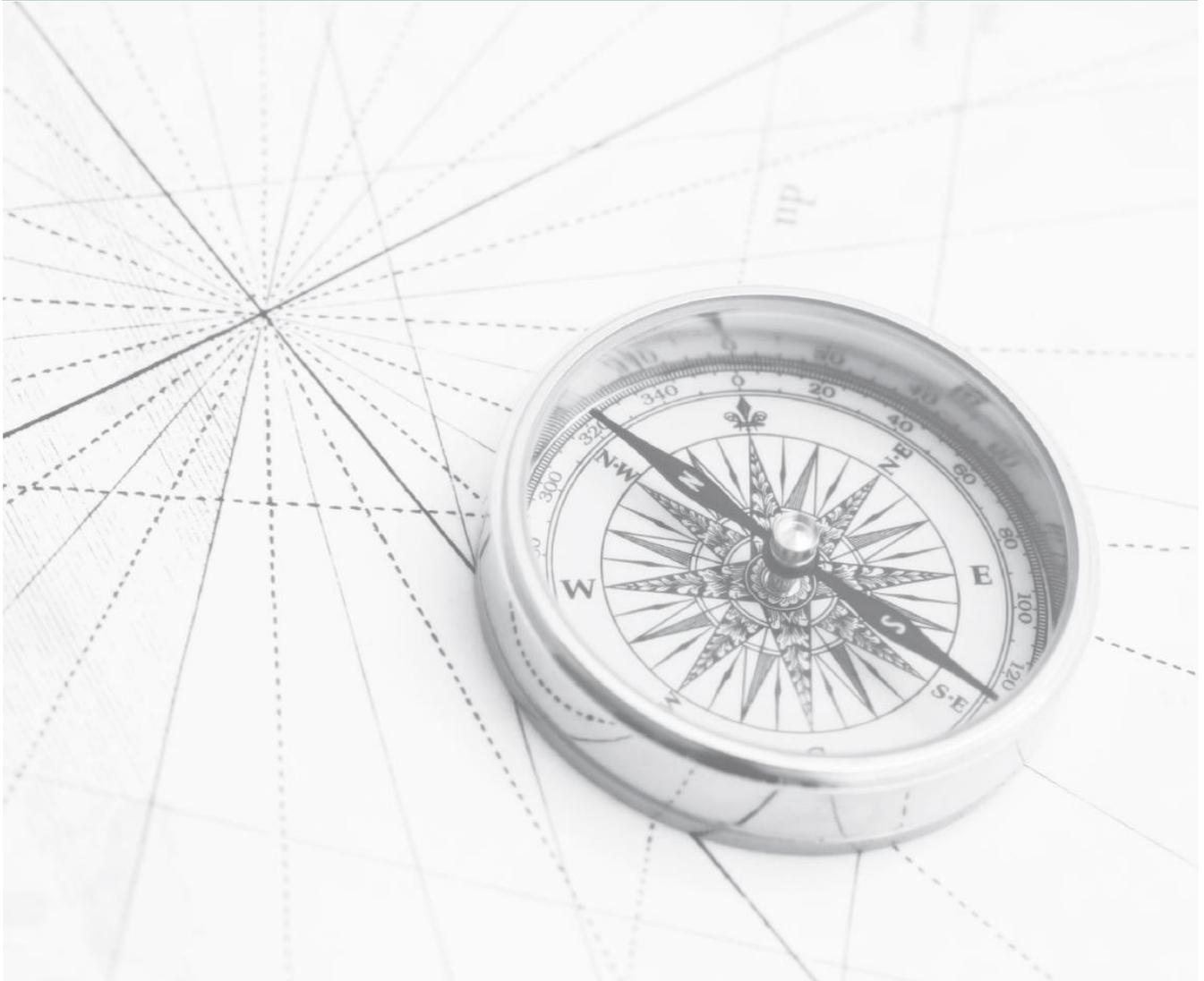
Rang	Titre	En % de l'actif net
1	ATS Corporation	6,62
2	Calian Group Ltd.	6,05
3	Leon's Furniture Ltd.	5,75
4	Bombardier Inc., Class B	5,57
5	CAE Inc.	5,11
6	Open Text Corporation	4,70
7	Heroux-Devtek Inc.	4,57
8	Aritzia Inc.	3,62
9	Canadian Solar Inc.	3,56
10	Knight Therapeutics Inc.	3,42
11	Restaurant Brands International	3,38
12	Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada	3,11
13	TELUS Corporation	3,02
14	Bombardier Recreational Products Inc.	2,83
15	Constellation Software Inc.	2,77
16	Zymeworks Inc.	2,68
17	Profound Medical Corp.	2,29
18	AutoCanada Inc.	1,99
19	Polaris Renewable Energy Inc.	1,93
20	Dollarama Inc.	1,89
21	dentalcorp Holdings Inc.	1,73
22	Evertz Technologies Limited	1,67
23	Boralex Inc.	1,63
24	Jamieson Wellness Inc.	0,93
25	Shopify Inc.	0,91

Répartition par secteur

Secteur	En % de l'actif net
Produits industriels	21,30
Consommation discrétionnaire	19,91
Transport	10,86
Technologie	10,34
Soins de la santé	10,32
Biens d'équipement	6,62
Énergie renouvelable	6,05
Communications et médias	3,02
Services publics	1,93
Consommation de base	0,93
Total des actions	91,29
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,71
Total du portefeuille	100,00



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