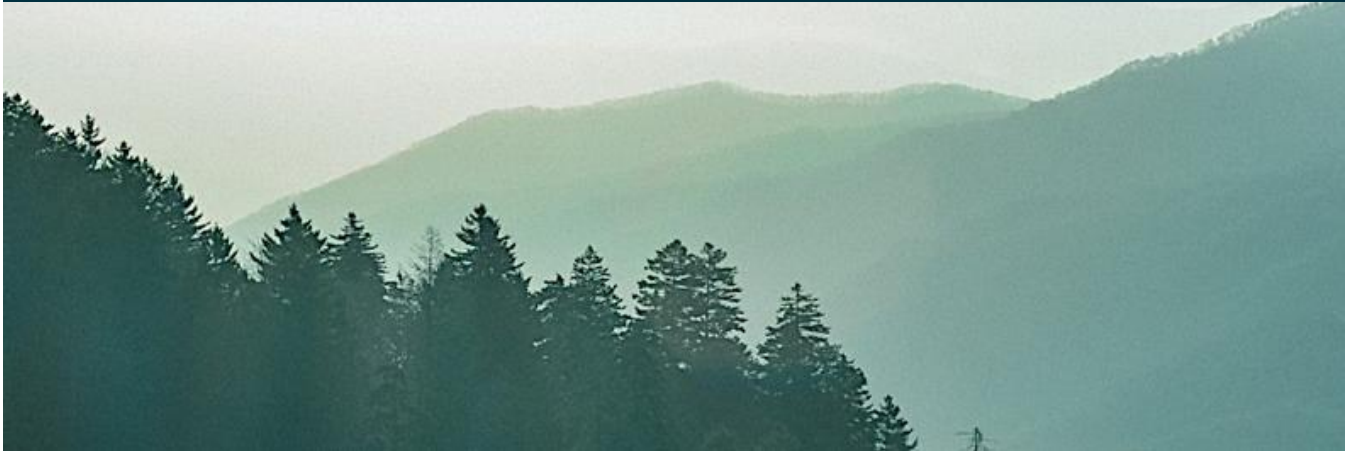




NORTH GROWTH
MANAGEMENT



RAPPORT INTERMÉDIAIRE DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

30 juin 2025

FONDS NORTH GROWTH CANADIAN EQUITY

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 SEDAR+ au www.sedarplus.ca. 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
Résultats d'exploitation	1
Événements récents	2
Opérations entre apparentés	2
Faits saillants financiers	3
Série F – Actif net par part	3
Série F – Ratios et données supplémentaires	4
Série A (anciennement série D) – Actif net par part	5
Série A (anciennement série D) – Ratios et données supplémentaires	6
Frais de gestion	7
Rendement passé	8
Rendements annuels et intermédiaires	8
Aperçu du portefeuille	9

Analyse du rendement du Fonds par la direction

RÉSULTATS D'EXPLOITATION

Au cours de la période de six mois close le 30 juin 2025, les parts des séries F et A du Fonds ont affiché une hausse de rendement de 5,92 % et 5,77 % respectivement. L'écart de rendement entre les parts de série F et les parts de série A est principalement attribuable à la commission de suivi annuelle de 0,30 % versée sur les parts de la série A du Fonds. Les deux séries du Fonds ont généré un rendement inférieur à l'indice composé S&P/TSX, qui a augmenté de 10,17 % durant la même période.

Du point de vue sectoriel, les meilleurs résultats ont été enregistrés par les matériaux, la consommation discrétionnaire et les services financiers, avec des hausses de rendement respectives de 30,16 %, 13,85 % et 10,75 %. Le secteur de la santé a été le moins performant et le seul à afficher un rendement négatif, en baisse de -6,13 %.

L'indice composé S&P/TSX a connu une première moitié d'année volatile. Les investisseurs ont dû composer avec les effets de la politique monétaire de la Banque du Canada, les tensions commerciales avec les États-Unis et les résultats d'une élection fédérale.

La Banque du Canada a réduit deux fois son taux directeur au cours du semestre. Ayant commencé l'année à 3,25 %, le taux a été abaissé de 25 points de base en janvier et en mars, pour atteindre son niveau actuel de 2,75 %. Depuis mars, la Banque du Canada a maintenu le taux inchangé, invoquant une incertitude économique, notamment liée aux politiques commerciales.

Une élection fédérale en avril a abouti à un gouvernement minoritaire pour le Parti libéral, dirigé par le nouveau Premier ministre Mark Carney. Bien que les résultats aient dissipé une partie de l'incertitude politique, le nouveau Premier ministre doit naviguer dans un environnement politique complexe pour faire avancer le programme de son gouvernement. Cette dynamique, combinée aux tensions commerciales liées aux tarifs américains, a été un facteur clé influençant le sentiment des investisseurs tout au long du semestre.

Durant le semestre, le gestionnaire a initié neuf nouvelles positions : 5N Plus, Blackline Safety, Extencicare, Groupe Dynamite, Hammond Power, MDA Space, NTG Clarity Networks, Zedcor et Zoomd Technologies. Une position a été éliminée : Calian Group. Parmi les ajustements de pondération les plus importants dans le portefeuille, on note des ventes de Aritzia et TFI International.

ÉVÉNEMENTS RÉCENTS

Le Fonds continue de se concentrer sur l'identification de titres qui répondent à sa philosophie d'investissement de « croissance à un prix raisonnable ». Le gestionnaire vise à bien comprendre les entreprises dans lesquelles le Fonds est investi, en recherchant continuellement des sociétés de qualité à ajouter au portefeuille. En évitant de payer trop cher pour la croissance, le gestionnaire croit que la détention d'entreprises générant une croissance régulière des bénéfiques permettra d'obtenir de solides rendements à long terme.

Alors que le leadership du marché alterne entre les actions à grande capitalisation et celles à petite capitalisation, nous croyons que le Fonds est bien positionné dans le cadre d'une reprise généralisée du marché.

Les tarifs douaniers américains, annoncés en août sur certains produits canadiens, ont provoqué une volatilité sur les marchés. Bien que la majorité des exportations restent exemptées en vertu de l'Accord États-Unis–Mexique–Canada (AEUMC), ces tarifs ont accru l'incertitude générale.

En juin, afin de mieux s'aligner sur la convention de dénomination couramment adoptée pour les séries de fonds communs de placement versant une commission de suivi, la désignation alphabétique des parts de série D du Fonds a été modifiée de « D » à « A ».

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 en contrepartie de ses services (se reporter à la rubrique Frais de gestion).

Durant la période close le 30 juin 2025, le gestionnaire n'a acheté ni racheté de parts du Fonds (2024 – n'a pas acheté ni racheté de parts du Fonds).

Au 30 juin 2025, le gestionnaire, les entités sous contrôle commun, les dirigeants et les administrateurs détenaient 2,09 % (1,72 % au 31 décembre 2024) des parts en circulation du Fonds.

Au 30 juin 2025, les créiteurs du Fonds comprenaient un montant en cours au titre des frais de gestion payable au gestionnaire de 34 728 \$ (36 785 \$ au 31 décembre 2024).

Faits saillants financiers

Pour la période close le 30 juin 2025 et pour les exercices comparatifs clos le 31 décembre de 2020 à 2024

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	30 juin		31 décembre			
	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Actif net en début de la période	27,27 \$	24,16 \$	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$	22,09 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation:						
Total des produits des activités ordinaires	0,22	0,41	0,42	1,88	0,39	0,26
Total des charges	(0,10)	(0,20)	(0,19)	(0,19)	(0,22)	(0,18)
Gains réalisés	0,86	3,27	1,55	0,81	1,79	2,56
Gains (pertes) non réalisé(e)s	0,50	0,38	(1,10)	(4,44)	2,81	1,57
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	1,39	3,86	0,56	(0,99)	4,34	3,85
Distributions:						
à partir des revenus	-	(0,15)	(0,20)	(1,59)	(0,05)	-
à partir des gains en capital	-	(0,62)	(0,50)	(0,34)	(1,52)	(0,51)
Distributions totales³	-	(0,77)	(0,70)	(1,93)	(1,57)	(0,51)
Actif net à la fin de la période	28,88 \$	27,27 \$	24,16 \$	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$

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			
	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	10 537 \$	10 886 \$	10 537 \$	10 664 \$	5 280 \$	2 076 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	365	399	438	439	188	84
Ratio des frais de gestion ⁵	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations et prises en charge ⁶	0,73 %	0,75 %	0,74 %	0,73 %	0,74 %	0,76 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,06 %	0,06 %	0,12 %	0,06 %	0,10 %	0,09 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	19,52 %	23,05 %	18,65 %	24,44 %	17,46 %	18,75 %
Valeur liquidative par part	28,88 \$	27,27 \$	24,16 \$	24,26 \$	28,13 \$	24,77 \$

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 renonciations 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 A (ANCIENNEMENT SÉRIE D) – ACTIF NET PAR PART

Actif net par part ¹	30 juin		31 décembre			
	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Actif net en début de la période	27,87 \$	24,68 \$	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$	22,32 \$
Augmentation (diminution) provenant de l'exploitation:						
Total des produits des activités ordinaires	0,22	0,41	0,42	1,88	0,39	0,26
Total des charges	(0,16)	(0,29)	(0,28)	(0,29)	(0,32)	(0,24)
Gains réalisés	0,86	3,27	1,55	0,81	1,79	2,56
Gains (pertes) non réalisé(e)s	0,50	0,38	(1,10)	(4,44)	2,81	1,57
Augmentation (diminution) totale provenant de l'exploitation²	1,54	3,88	0,60	(6,09)	4,37	5,23
Distributions:						
à partir des revenus	-	(0,07)	(0,12)	(1,34)	-	-
à partir des gains en capital	-	(0,62)	(0,50)	(0,34)	(1,50)	(0,47)
Distributions totales³	-	(0,69)	(0,62)	(1,68)	(1,50)	(0,47)
Actif net à la fin de la période	29,48 \$	27,87 \$	24,68 \$	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$

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 A (ANCIENNEMENT SÉRIE D) – RATIOS ET DONNÉES SUPPLÉMENTAIRES

Ratios et données supplémentaires	30 juin		31 décembre			
	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Valeur liquidative totale (en milliers) ⁴	1 044 \$	1 044 \$	836 \$	845 \$	6 803 \$	3 293 \$
Nombre de parts en circulation (en milliers) ⁴	38	37	34	36	239	131
Ratio des frais de gestion ⁵	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations et prises en charge ⁶	1,03 %	1,05 %	1,03 %	1,03 %	1,04 %	1,06 %
Ratio des frais d'opération ⁷	0,06 %	0,06 %	0,12 %	0,06 %	0,10 %	0,09 %
Taux de rotation du portefeuille ⁸	19,52 %	23,05 %	18,65 %	24,44 %	17,46 %	18,75 %
Valeur liquidative par part	29,48 \$	27,87 \$	24,68 \$	24,77 \$	28,50 \$	25,09 \$

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.

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 ayant été placé au moyen d'un prospectus : la série A (anciennement série D), et la série F. Les frais de gestion pour les deux séries sont calculés quotidiennement et payables mensuellement, à un taux annuel de 0,70 %.

Le gestionnaire prend à sa charge les coûts d'exploitation du Fonds à même ses frais de gestion, 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.

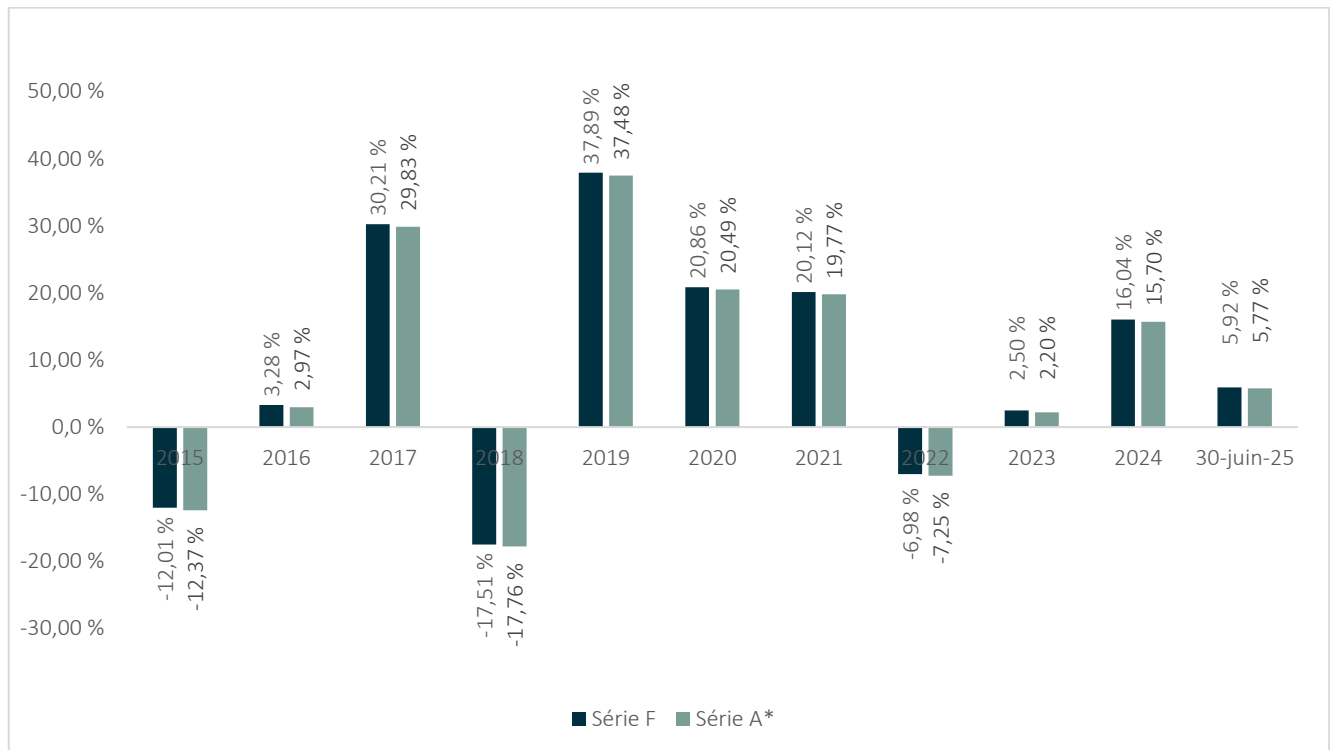
Les parts du Fonds sont vendues par l'entremise de courtiers inscrits. Les parts de la série A versent une commission de suivi de 0,30 %. Les parts de la série F ne versent pas de commissions de suivi et sont disponibles par l'entremise de courtiers qui sont rémunérés à l'acte par leurs clients.

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 A (anciennement série D). Voir la rubrique *Faits saillants financiers* pour le ratio des frais de gestion.

RENDEMENTS ANNUELS ET INTERMÉDIAIRES

Le graphique ci-après présente le rendement de chaque série du Fonds pour chacune des périodes indiquées. Le graphique 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. Le graphique est libellé en dollars canadiens.



* anciennement série D

Aperçu du portefeuille

Au 30 juin 2025

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

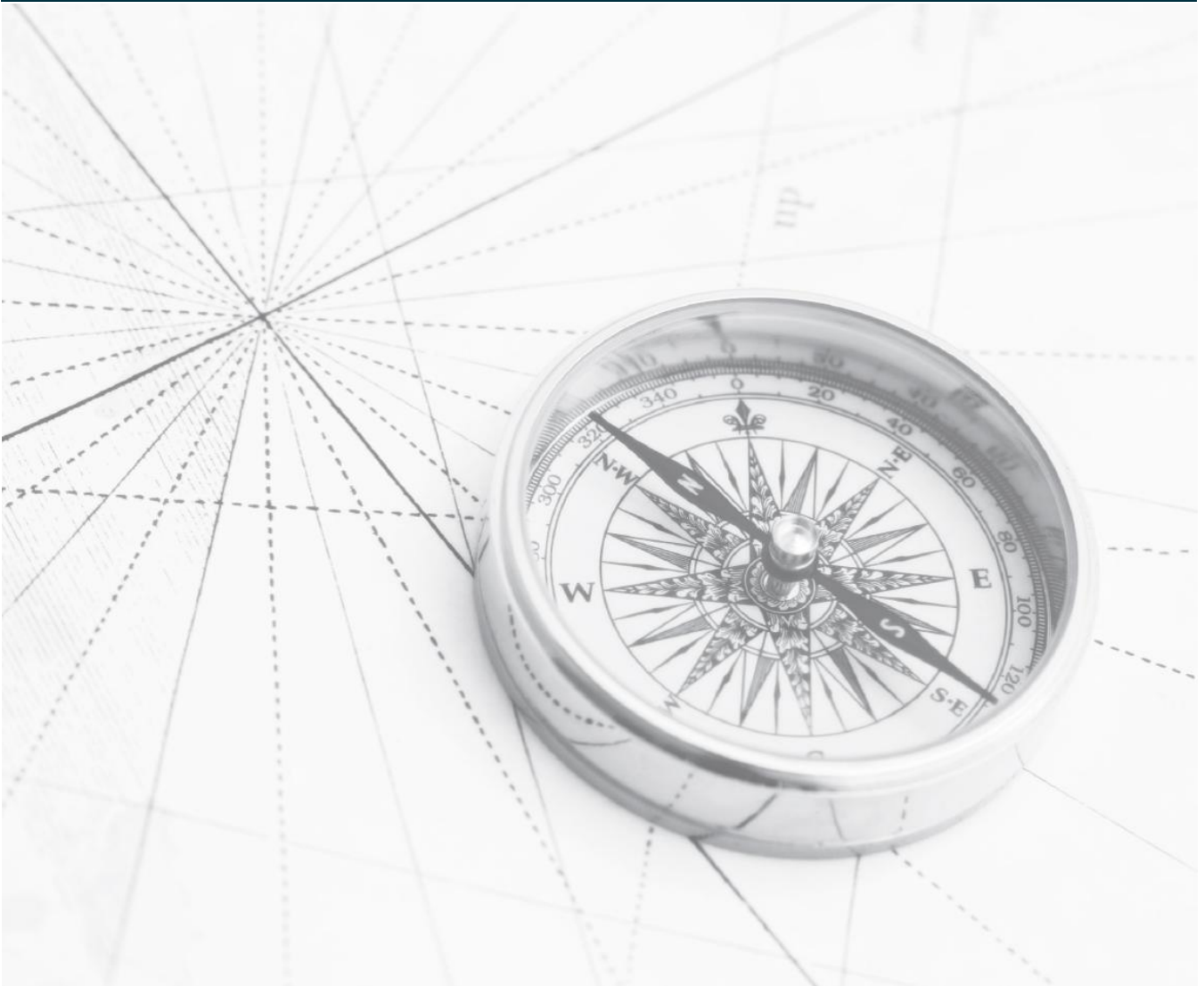
Rang	Titre	En % de l'actif net
1	Bombardier Inc., cat. B	9,71
2	Leon's Furniture Ltd.	7,82
3	Bird Construction Inc.	6,58
4	ATS Corporation	5,74
5	CAE Inc.	4,89
6	Constellation Software Inc.	4,63
7	Aritzia Inc.	3,85
8	Open Text Corporation	3,81
9	Zymeworks Inc.	3,51
10	Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada	3,33
11	Restaurant Brands International	3,09
12	Dollarama Inc.	3,08
13	TFI International Inc.	3,03
14	TELUS Corporation	2,95
15	MDA Space Ltd.	2,62
16	AutoCanada Inc.	2,29
17	dentalcorp Holdings Inc.	2,20
18	Bombardier Recreational Products Inc.	2,07
19	ADF Group Inc.	1,98
20	Shopify Inc.	1,94
21	Badger Infrastructure Solutions Ltd.	1,90
22	Polaris Renewable Energy Inc.	1,84
23	Evertz Technologies Limited	1,57
24	Profound Medical Corp.	1,38
25	Hammond Power Solutions Inc.	1,32

Répartition par secteur

Secteur	En % de l'actif net
Produits industriels	39,43
Consommateur discrétionnaire	23,58
Technologie	13,28
Soins de santé	8,08
Matériaux	3,21
Services de télécommunications	2,95
Services publics	1,84
Biens de consommation de base	1,10
Immobilier	0,87
Total des actions	94,34
Trésorerie	5,66
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