



SECTEUR DU PAPIER MINCE EN ONTARIO

Analyse de la désuétude économique

Au 1er janvier 2015

Préparé pour la

Société d'évaluation foncière des municipalités

Direction / Réflexion / Exécution

19 mai 2015

M. Paul Campbell
Directeur de l'évaluation et des relations avec la clientèle, propriétés commerciales
Société d'évaluation foncière des municipalités
1340 Pickering Parkway, bureau 101
Pickering (Ontario) L1V 0C4

Monsieur,

À votre demande, American Appraisal Canada, Inc. a préparé le rapport ci-joint relatif à l'estimation de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario au 1er janvier 2015. Bien que nous comprenions que notre rapport pourrait être utilisé par la SÉFM pour l'établissement de la valeur actuelle des terrains au 1er janvier 2016, les renseignements requis pour calculer la désuétude économique à cette date future n'ont pas encore été révélés. Notre rapport et nos conclusions pourront être mis à jour lorsque ces renseignements deviendront disponibles. Les événements économiques et les changements dans la compétitivité globale du secteur en question entre le 1er janvier 2015 et le 1er janvier 2016 pourraient générer un taux de désuétude économique différent de celui cité dans le présent rapport.

Si vous avez des questions ou si nous pouvons faire autre chose pour vous, veuillez prendre contact avec les soussignés au 416 593-3409 ou au 416 593-3408.

Veuillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



James A. Skinner MBA, CPA, CA, CBV
Vice-président et directeur administratif principal



Michael A. Smith, MBA, CFA, CBV
Directeur



SECTEUR DU PAPIER MINCE EN ONTARIO

Analyse de la désuétude économique

Au 1er janvier 2015

Préparé pour la
Société d'évaluation foncière des municipalités

Table des matières

EXECUTIVE SUMMARY	1
INTRODUCTION	2
Purpose and Scope of Work.....	2
Economic Obsolescence	3
ECONOMIC CONDITIONS.....	4
Canada	4
United States	9
THE ONTARIO TISSUE PAPER INDUSTRY	13
Forest Products in Ontario.....	13
Tissue Paper Industry Overview.....	13
Existence of Economic Obsolescence	21
QUANTIFICATION OF ECONOMIC OBSOLESCENCE.....	23
Utilization Analysis.....	23
Gross Margin Analysis.....	24
Return-on-Capital Analysis	26
Price-to-Book Ratio Analysis	26
Wood Fibre Cost Analysis	28
Correlation and Conclusion for the Ontario Tissue Paper Industry.....	30
CONCLUSION	31

Pièces

- A. Résumé de la désuétude économique
- B. Analyse de l'utilisation
- C. Analyse de la marge brute
- D. Analyse du rendement du capital
- E. Analyse du ratio cours/valeur comptable
- F. Hypothèses et conditions limites

19 mai 2015

Société d'évaluation foncière des municipalités
1340 Pickering Parkway, bureau 101
Pickering (Ontario) L1V 0C4

RÉSUMÉ

American Appraisal Canada, Inc. (« American Appraisal ») a été embauchée par la Société d'évaluation foncière des municipalités (« SÉFM ») pour effectuer une analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario (le « secteur ») au 1er janvier 2015 (la « date effective »). Nous présentons nos constatations dans ce rapport descriptif.

Cette étude avait pour but de déterminer, au niveau du secteur, si la désuétude économique s'appliquait aux biens immobiliers des sociétés qui œuvrent dans le secteur et d'exprimer notre estimation du montant d'une telle désuétude.

L'utilisation du présent rapport à des fins autres que celles énoncées est entièrement inappropriée. Seul le client attitré signé, la SÉFM, est l'utilisateur auquel est destiné le rapport de American Appraisal et peut s'y fier. Aucun tiers n'aura le droit de se fier au présent rapport, et ni la réception ni la possession du rapport par un tiers ne créeront de droits de bénéficiaire explicites ou implicites.

Selon les renseignements et l'analyse résumés dans le présent rapport, nous considérons que la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario au 1er janvier 2015 a été estimée raisonnablement comme suit :

Secteur	Désuétude économique au 1er janv. 2015
Secteur du papier mince en Ontario	13,0 %

PRÉAMBULE

Objet et portée des travaux

La SÉFM est responsable de l'évaluation et de la classification de tous les biens immobiliers dans la province de l'Ontario, en conformité avec la Loi sur l'évaluation foncière et la réglementation établie par le gouvernement de l'Ontario. Comme l'exigent les lois provinciales, la valeur évaluée est fondée sur la valeur actuelle. La Loi sur l'évaluation foncière décrit ainsi la valeur actuelle :

À l'égard d'un bien-fonds, s'entend de la somme que produirait, le cas échéant, la vente du fief simple non grevé entre un vendeur et un acheteur consentants et sans lien de dépendance. (« current value »)

Cela signifie que le prix auquel on peut raisonnablement s'attendre à vendre sa propriété, dans son état présent, sur le marché immobilier libre.

Pour réaliser l'objectif d'équité de la SÉFM, le processus de l'évaluation de la valeur actuelle reflète l'intention de la valeur marchande : son objectif consiste à quantifier l'influence de l'emplacement, des caractéristiques physiques et de la demande sur la valeur d'un bien immobilier donné. Cela est facilement réalisable lorsque des données transactionnelles sont disponibles pour comparer une propriété en question à des propriétés similaires dans la même zone de marché. Toutefois, plus la propriété est unique, plus il devient difficile de réaliser et d'être considéré comme réalisant l'objectif d'équité parmi les contribuables de la province. L'évaluation de la valeur actuelle des usines de fabrication à usage particulier, y compris celles qui œuvrent dans le secteur, est particulièrement difficile en raison du caractère unique inévitable.

Nous comprenons que la SÉFM utilise la méthode du coût pour évaluer les usines de fabrication à usage particulier, laquelle est appliquée de la façon suivante :

- I. la valeur du terrain est fondée sur l'utilisation optimale comme s'il était vacant;
- II. le coût à neuf des améliorations est dérivé en utilisant le Système de coût automatisé de la SÉFM;
- III. la dépréciation physique est fondée sur les lignes directrices spécifiques de la SÉFM; et
- IV. la désuétude fonctionnelle est estimée en se fondant sur les lignes directrices de la SÉFM.

La SÉFM a informé American Appraisal qu'elle envisage de préciser cette détermination de la valeur par l'inclusion d'une déduction pour désuétude économique (« DE »). Par conséquent, notre analyse a généré une estimation de la désuétude économique qui peut être généralement présente dans le secteur du papier mince en Ontario. Notre estimation de la désuétude économique ne s'applique pas nécessairement à des établissements spécifiques; elle a plutôt été fournie au niveau du secteur et ne s'applique pas nécessairement aux contribuables individuels.

Les principales sources de renseignements suivantes ont été utilisées dans notre enquête :

- Statistique Canada;
- Industrie Canada;
- North American Wood Fiber Review;
- RISI, Inc.;
- La base de données Capital IQ de Standard & Poor's;
- Les enquêtes sur l'industrie – Produits de papier et de foresterie de Standard & Poor's;
- le ministère des Richesses naturelles et des Forêts de l'Ontario;
- le Conseil des gouverneurs du Federal Reserve System;
- le United States Census Bureau;
- les dépôts réglementaires des participants du secteur cotés en bourse; et
- tout autre renseignement décrit dans les sections pertinentes du présent rapport.

Nous comprenons que la SÉFM s'attendait à ce que cette analyse soit réalisée en utilisant des données et des renseignements publiquement disponibles : nous confirmons que c'était le cas et que notre analyse a été effectuée sans inspection de biens immobiliers dans le secteur en question.

Désuétude économique

La désuétude économique, également appelée désuétude externe, est définie de la façon suivante :

« une forme de dépréciation ou de perte de la valeur de l'utilité d'une propriété, causée par des facteurs extérieurs à celle-ci. Ces facteurs peuvent inclure notamment les aspects économiques du secteur; la disponibilité du financement; la perte de sources de matériaux ou de main-d'œuvre; l'adoption de nouvelles lois; des changements dans les ordonnances; la hausse du coût des matières brutes, de la main-d'œuvre ou des services publics (sans augmentation compensatoire du prix des produits); une baisse de la demande pour le produit; l'augmentation de la concurrence; l'inflation ou les taux d'intérêt élevés; ou d'autres facteurs semblables. »¹

Les principes économiques de l'offre, la demande et la concurrence génèrent la perte de valeur associée à la désuétude économique. Typiquement, la désuétude économique ne peut pas être réduite par des investissements de capitaux, mais elle peut changer et même tomber à zéro lorsque les conditions économiques évoluent.

¹ Valuing Machinery and Equipment: The Fundamentals of Appraising Machinery and Technical Assets, Second Edition, American Society of Appraisers, 2005.

CONDITIONS ÉCONOMIQUES

Une analyse solide de la désuétude économique doit tenir compte des conditions économiques actuelles et futures, tant dans les économies des pays où œuvre le secteur en question que dans le secteur lui-même. Parmi les principales variables examinées pour évaluer l'état global d'une économie nationale, on peut citer le produit intérieur brut (« PIB ») réel et les changements dans celui-ci, les taux d'intérêt, les taux de chômage et l'inflation. Étant donné les répercussions de l'économie canadienne et de l'économie américaine sur le secteur analysé, une vue d'ensemble de ces économies au cours des dernières années, ainsi qu'un examen des données prévisionnelles, suit.

Canada

Produit intérieur brut

Le PIB mesure la valeur de tous les produits et services finaux produits par une économie donnée. Deux mesures du PIB existent actuellement, à savoir le PIB nominal et le PIB réel. En raison de pressions inflationnistes, le PIB nominal aura tendance à augmenter avec le temps, ce qui empêche les analystes d'obtenir une image exacte de l'ensemble de l'économie. Par conséquent, une mesure plus exacte de la croissance économique est obtenue en utilisant le PIB réel. Le PIB réel élimine du PIB nominal les effets de l'inflation, augmentant ainsi la comparabilité et l'uniformité.

Les extraits suivants sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier 2015 de la Banque du Canada :

Le prix du pétrole s'est effondré au cours des six derniers mois. On s'attend à ce que le prix plus bas stimulent la croissance économique mondiale tout en creusant les écarts entre les économies. Cette évolution survient dans le contexte d'un léger raffermissement de la croissance à l'échelle du globe.

Dans ce paysage mondial contrasté, les États-Unis, le plus grand partenaire commercial du Canada, constituent la principale zone de robustesse. La croissance de l'économie américaine devrait devenir de plus en plus autosuffisante, étant stimulée encore davantage par l'incidence positive marquée du repli des prix du pétrole, en dépit de l'effet modérateur exercé par l'appréciation du dollar américain. Dans d'autres économies avancées, particulièrement la zone euro et le Japon, l'expansion devrait demeurer faible malgré les mesures de relance supplémentaires mises en œuvre, les vents contraires que font souffler la réduction des leviers d'endettement et l'incertitude se dissipant graduellement. Ces vents contraires devraient aussi avoir pour effet d'atténuer les effets favorables du recul des cours pétroliers sur les économies avancées. Dans le reste du monde, la progression du PIB devrait être bridée par l'incidence négative du prix du pétrole plus bas sur les pays qui en exportent. Toutefois, la croissance devrait se raffermir peu à peu tout au long de 2016, à mesure que la demande étrangère augmentera dans les économies avancées et que les réformes structurelles axées sur le renforcement de l'expansion seront mises en place.

À la lumière de ces divers facteurs se compensant mutuellement, la Banque prévoit un redressement de la croissance économique mondiale, qui devrait avoisiner 3 1/2 % au cours des deux prochaines années.

Le choc du prix du pétrole se produit sur un fond de croissance solide et plus large au Canada, au cours des derniers trimestres. Hors du secteur de l'énergie, nous commençons à voir la séquence attendue caractérisée par la hausse de la demande étrangère, le renforcement des exportations, l'augmentation du niveau de confiance et des investissements des entreprises, et la croissance de l'emploi. Toutefois, il reste une grande incertitude concernant la vitesse d'évolution de cette séquence et l'influence de la chute du prix du pétrole sur celle-ci.

Bien que les perspectives soient très incertaines, la Banque prévoit un ralentissement de la croissance du PIB réel, à environ 1,5 %, et un élargissement de l'écart de production pendant la première moitié de 2015. Les répercussions négatives de la baisse des prix du pétrole seront progressivement atténuées par une économie américaine plus solide, un dollar canadien plus faible et la réaction de la politique monétaire de la Banque. Celle-ci prévoit un renforcement progressif de l'économie canadienne pendant la deuxième moitié de l'année, avec une croissance moyenne du PIB réel de 2,1 % en 2015 et de 2,4 % en 2016. L'économie devrait reprendre sa pleine capacité vers la fin de 2016, soit un peu plus tard de ce qui était prévu en octobre.

La croissance historique et prévue de la croissance du PIB réel de 2006 à 2016 (prévu) est illustrée ci-dessous.

Année	Changement annuel (%)
2006	2,8
2007	2,2
2008	0,7
2009	-2,8
2010	3,2
2011	2,5
2012	1,7
2013	2,0
2014*	2,4
2015*	2,1
2016*	2,4

* Estimé

Sources : Banque du Canada et Statistique Canada

Prix de consommation et taux d'inflation

Compilé mensuellement par Statistique Canada, l'indice des prix à la consommation (« IPC ») assure le suivi de l'inflation (ou de la déflation) des prix de détail des produits vendus aux consommateurs. Le taux d'inflation des prix dans l'économie générale influence directement les tendances en matière de prix sur le marché des produits de consommation.

L'IPC total et l'inflation de base se sont maintenus autour de 2 % au cours des derniers trimestres, soit environ 1 % de plus que l'année précédente. Cette augmentation de l'inflation de base au cours de la dernière année est principalement attribuable à certains facteurs spécifiques au secteur et aux effets temporaires d'un dollar canadien moins élevé. Même sans ces facteurs, l'inflation sous-jacente a présenté une légère tendance ascendante, conformément à la tendance récente illustrée par d'autres mesures de l'inflation de base.

L'inflation de base devrait s'assouplir vers le milieu de 2015, alors que le coup de pouce temporaire qui lui a été conféré par des facteurs spécifiques au secteur quitte les données relatives à l'inflation. Par la suite, l'inflation de base devrait rester relativement stable, autour de 2 %, avec la dissipation progressive de la pression à la baisse découlant par l'excédent de l'offre et la concurrence de la vente au détail et l'atténuation de la pression à la hausse découlant du transfert de la dépréciation du dollar.

Si l'on prend pour hypothèse des prix du pétrole inférieurs à 60 USD, l'inflation totale de l'IPC devrait chuter considérablement et se situer sous la plage de contrôle de l'inflation en 2015. Étant donné l'ampleur du choc sur le prix du pétrole, une incertitude considérable entoure le profil de l'IPC total. Par exemple, si le scénario de base prend pour hypothèse une hausse (ou une baisse) de 10 % du prix du pétrole, l'inflation totale de l'IPC serait supérieure (ou inférieure) de 0,3 % au cours de la prochaine année.

Lorsque l'économie atteindra sa pleine capacité vers la fin de 2016 et y restera, l'IPC de base et l'IPC total devraient s'établir à environ 2 % de façon soutenue.

Les taux de croissance historique et prévue de l'IPC de 2006 à 2016 (prévu) sont illustrés ci-dessous.

Année	IPC (%)
2006	2,0
2007	2,2
2008	2,3
2009	0,3
2010	1,8
2011	2,9
2012	1,5

2013	1,2
2014*	2,0
2015*	1,1
2016*	2,1

*Estimé

Sources : Statistique Canada et
prévisions de Consensus
Economic

Conditions de crédit et taux d'inflation

Selon la *Revue du système financier - Décembre 2014* de la Banque :

La reprise étonnamment lente de l'économie mondiale fait que les conditions monétaires des pays avancés, y compris le Canada, sont demeurées très expansionnistes beaucoup plus longtemps qu'on ne l'envisageait au lendemain de la crise financière. Dans les économies avancées, les attentes relatives aux taux d'intérêt et les rendements des obligations d'État à long terme n'ont cessé de diminuer depuis juin et elles ont avoisiné des planchers historiques au Japon comme dans la zone euro, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne (BCE) ayant maintenu leur apport exceptionnel en liquidités. Les taux du marché tendent à indiquer que la première hausse des taux directeurs aux États-Unis a été reportée au deuxième semestre de 2015, ce qui témoigne notamment de préoccupations quant aux conséquences sur ce pays d'un ralentissement économique ailleurs dans le monde.

Les rendements des obligations à long terme du gouvernement canadien ont suivi ceux des obligations étrangères, les rendements des titres à dix ans ayant diminué d'environ 35 points de base depuis juin pour s'établir actuellement à seulement quelque 35 points de base des creux historiques. Par ailleurs, les rendements des obligations des gouvernements provinciaux ont aussi reculé pour approcher leurs creux historiques.

Les rendements des obligations de sociétés demeurent bas par rapport à leurs niveaux passés, les émissions obligataires d'assez grande ampleur ayant été accompagnées d'une demande très forte des investisseurs. Les conditions générales d'octroi des prêts aux entreprises ont aussi continué de s'assouplir du fait de la vive concurrence entre les institutions financières et les marchés de capitaux.

Les coûts d'emprunt des ménages canadiens se sont maintenus à de très bas niveaux. Les taux des prêts hypothécaires à cinq ans ont encore baissé pendant l'année écoulée, sous l'effet conjugué de la diminution des coûts de financement – dont le taux des swaps à cinq ans en dollars canadiens constitue un indicateur – et de la réduction de 30 points de base des écarts implicites.

La Banque du Canada a annoncé le 3 décembre 2014 qu'elle maintenait à 1 % son taux cible du financement à un jour. Ce taux correspond au taux d'intérêt moyen que la Banque souhaite voir sur le marché pour les prêts à un jour taux entre les institutions financières. Les changements de ce taux influencent d'autres taux d'intérêt, tels que ceux pour les prêts personnels et les hypothèques. Par conséquent, le taux d'escompte s'établissait à 1,25 % et le taux créditeur à 0,75 %.

Chômage

Selon Statistique Canada le taux de chômage au pays est resté à 6,6 % en décembre, les gains réalisés par les emplois à temps plein étant compensés par les pertes d'emplois à temps partiel. Les gains d'emplois se sont élevés à 186 000 emplois, les augmentations réalisées pendant la deuxième moitié de l'année représentant la majeure partie de la croissance.

À l'échelle provinciale, le taux de chômage a baissé dans l'Île-du-Prince-Édouard et n'a changé que légèrement dans les autres provinces.

En décembre, moins de personnes travaillaient dans les secteurs de l'hébergement et des services alimentaires, ainsi que dans le secteur des « autres services ». En même temps, le taux d'emploi a augmenté en agriculture, en administration publique et en ressources naturelles. Le nombre de travailleurs autonomes, d'employés du secteur privé et d'employés du secteur public est resté pratiquement inchangé en décembre.

Voici les taux de chômage historiques et prévus au Canada :

Année	Taux de chômage (%)
2006	6,3
2007	6,1
2008	6,2
2009	8,3
2010	8,0
2011	7,4
2012	7,3
2013	7,1
2014	6,9
2015*	6,4
2016*	6,3

* Estimé

Source : Statistique Canada et prévisions de Recherche économique RBC

États-Unis

Dans cette analyse, nous examinons le climat économique général existant aux États-Unis à la fin du quatrième trimestre de 2014. Ce sommaire fournit une vue d'ensemble de quelques facteurs économiques en vigueur à l'époque, ainsi qu'une discussion des facteurs qui sont essentiels au cours d'une période prolongée.

Produit intérieur brut

Le Bureau of Economic Analysis a déclaré que l'économie du pays, indiquée par le PIB, avait connu une croissance annuelle de 2,6 % au cours du quatrième trimestre de 2014. Ce chiffre s'établissait sous les prévisions, un sondage effectué par Bloomberg ayant constaté que les prévisions médianes des économistes s'établissaient à 3,0 %. Cela constituait également un ralentissement par rapport au troisième trimestre, pendant lequel le PIB a augmenté à un taux de 5,0 %, soit le taux trimestriel le plus élevé depuis 11 ans. Le PIB représente la valeur marchande totale des produits et des services produits par l'économie américaine; il est généralement considéré comme la mesure la plus complète de la croissance économique. Pendant toute l'année 2014, l'économie a connu une croissance de 2,4 % par rapport à l'année précédente, soit la plus importante progression depuis 2010, à la suite d'une expansion de 2,2 % en 2013.

Les dépenses de consommation, les investissements privés dans les stocks, les exportations, les investissements des entreprises, les dépenses des États et des gouvernements locaux et les investissements résidentiels fixes ont tous fait une contribution positive au taux du PIB pendant le quatrième trimestre. Les dépenses du gouvernement fédéral ont apporté une contribution négative au PIB, tandis que les importations, qui sont soustraites lors du calcul du PIB, ont augmenté.

Prix de consommation et taux d'inflation

Selon le Bureau of Economic Analysis, l'indice des prix pour les achats intérieurs bruts a baissé de 0,3 % pendant le quatrième trimestre de 2014, par rapport à une augmentation de 1,4 % pendant le trimestre précédent. L'indice des prix pour les achats intérieurs bruts mesure les prix payés par les résidents des États-Unis. Si l'on exclut les prix des aliments et de l'énergie, l'indice des prix pour les achats intérieurs bruts a augmenté de 0,7 % pendant le quatrième trimestre de 2014, par rapport à une augmentation de 1,6 % pendant le trimestre précédent.

Le département du Travail des États-Unis a également signalé une baisse de 0,4 % de l'indice des prix à la consommation en décembre, sur une base désaisonnalisée, soit sa baisse la plus importante depuis décembre 2008. Au cours des 12 derniers mois, l'IPC a augmenté de 0,8 %. L'IPC mesure un panier de produits et de services, y compris le logement, l'électricité, la nourriture et le transport, et est utilisé comme mesure de l'inflation. Il comprend trois principaux indices : l'indice des aliments, l'indice de l'énergie et l'indice de tous les éléments, sauf la nourriture et l'énergie (également appelé « indice de référence »).

L'indice de référence, une mesure de l'inflation qui exclut les coûts instables des aliments et de l'énergie, n'a présenté aucun changement en décembre, mais avait augmenté de 1,6 % au cours des 12 derniers mois. Les indices correspondant au logement, aux soins médicaux, au tabac et aux soins personnels ont tous augmenté. Ces augmentations ont été compensées par des baisses des indices pour les vêtements, les billets d'avion, les voitures et camions d'occasion, les boissons alcoolisées ainsi que le mobilier et les activités liées à la maison.

Le département du Travail des États-Unis a également signalé une baisse de 0,3 % de l'indice des prix à la production (« IPP ») en décembre, sur une base désaisonnalisée. Il s'agissait de la baisse la plus abrupte de l'IPP depuis octobre 2011. Au cours des 12 derniers mois, l'IPP a augmenté de 1,1 %. L'IPP est un indicateur de l'inflation dans le processus de fabrication qui peut préfigurer l'inflation des prix à la consommation. L'IPP pour la demande finale est composé de deux indices principaux : la demande finale des services et la demande finale des produits.

En décembre, la baisse de 0,3 % de l'IPP était le résultat de la baisse de l'indice pour la demande finale des produits, qui a chuté de 1,2 %. À l'opposé, les prix pour la demande finale de services ont augmenté de 0,2 %.

Taux d'intérêt

Le Federal Open Market Committee (« FOMC ») s'est réuni à deux reprises pendant le quatrième trimestre de 2014 et a publié un communiqué après chaque réunion. Lors des deux réunions, le FOMC a insisté sur sa volonté de conserver le taux cible des fonds fédéraux à près de zéro. En prenant ces décisions, le FOMC souhaite soutenir ses progrès continus vers l'emploi maximum et la stabilité des prix. Le FOMC a noté qu'il ferait preuve de patience avant de décider d'augmenter les taux d'intérêt et qu'il évaluerait tous les renseignements disponibles avant de prendre cette décision. Le taux des fonds fédéraux est le taux d'intérêt auquel une banque commerciale prête des fonds immédiatement disponibles dans les soldes de la Réserve fédérale à une autre banque commerciale. Le FOMC établit un taux cible et accroît ou réduit la masse monétaire afin que le taux des fonds fédéraux, qui est un taux du marché, corresponde approximativement au taux cible.

Le FOMC a constaté que l'activité économique se développait à un rythme modéré. Il a constaté que les conditions sur le marché du travail s'étaient améliorées, que les gains en matière d'emploi étaient restés solides et que le taux de chômage avait baissé. De plus, une gamme d'indicateurs du marché du travail a suggéré que la sous-utilisation de la main-d'œuvre continuait à diminuer. Le FOMC a affirmé que la reprise du marché du logement restait lente, mais que les dépenses des foyers et celles des entreprises avaient augmenté. L'inflation restait inférieure à l'objectif à plus long terme du FOMC, ce qui est partiellement attribuable à la baisse des prix de l'énergie. Le FOMC a également déterminé que le moment était arrivé de mettre fin à son programme d'achat d'actifs, car une amélioration considérable avait été observée dans les perspectives du marché de l'emploi depuis la création du programme. De plus, le FOMC a continué à voir une force sous-jacente suffisante dans l'économie plus large.

Pendant le quatrième trimestre de 2014, le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale a

laissé tel quel le taux d'escompte, à 0,75 %. Le taux d'escompte est le taux d'intérêt facturé à une banque commerciale pour emprunter des fonds, généralement pour une brève période, à une banque de la Réserve fédérale. Le conseil d'administration de chaque banque de la Réserve établit le taux d'escompte tous les 14 jours, sous réserve de l'approbation du Conseil des gouverneurs.

Chômage

Le département du Travail des États-Unis a signalé que la création d'emplois s'est poursuivie en décembre, avec 252 000 nouveaux emplois. Cela a suivi les 261 000 et 353 000 nouveaux emplois créés respectivement en octobre et en novembre. Les gains en matière d'emploi ont maintenant dépassé 200 000 emplois par mois pendant 11 mois consécutifs, soit la plus longue période depuis les 19 mois terminés en mars 1995. La croissance des emplois s'est établie à 246 000 emplois par moyenne en 2014, par rapport à un gain mensuel moyen de 194 000 en 2013. L'emploi total a augmenté de 2,95 millions en 2014, soit le plus grand nombre d'emplois dans une année civile depuis 1999.

Le taux de chômage (également appelé taux de chômage U3) a baissé de 0,2 % pour atteindre 5,6 % en décembre, soit son point le plus bas depuis six ans et demi. Le taux de chômage moyen annuel a baissé de 1,2 % entre 2013 et 2014, soit la baisse la plus importante depuis 1984. Le nombre de personnes sans emploi a diminué de 383 000 en décembre, passant à 8,7 millions. En 2014, le nombre de personnes sans emploi a diminué d'environ 1,7 million. Le taux de chômage U3 est le taux de chômage officiel conformément à la définition de l'Organisation internationale du Travail; il compte le nombre de personnes qui ont activement recherché un emploi au cours des quatre dernières semaines et qui sont toujours sans emploi.

La participation au marché du travail a connu une légère baisse de 0,2 % en décembre, passant à 62,7 %. La participation au marché du travail s'est maintenue à l'intérieur d'une plage étroite de 62,7 % à 62,9 % depuis avril. Le ratio emploi-population, à savoir la proportion de la population active ayant un emploi, n'a pas changé en décembre et est resté à 59,2 % pour le troisième mois consécutif. Toutefois, ce taux a augmenté de 0,6 % en 2014.

Le nombre de personnes sans emploi au chômage depuis 27 semaines ou plus était essentiellement inchangé en décembre, s'établissant à 2,8 millions de personnes, soit 31,7 % du nombre total de personnes sans emploi. Au cours des 12 derniers mois, le nombre de personnes sans emploi à long terme a diminué d'environ 1,1 million. La durée moyenne du chômage a légèrement baissé en décembre, passant à 32,8 semaines, comparativement à 33,0 semaines en novembre.

Perspectives économiques

Consensus Economics Inc., qui publie Consensus Forecasts—USA, signale que les prévisionnistes américains s'entendent pour dire que le PIB réel augmentera à un taux annuel désaisonnalisé de 2,8 % pendant le premier et le deuxième trimestre de 2015. Tous les mois, Consensus Economics interroge un groupe de 30 éminents prévisionnistes économiques et financiers des États-Unis pour obtenir leurs prévisions concernant une gamme de variables, y compris la croissance future, l'inflation, les soldes actuels des comptes et des budgets, et les taux d'intérêt. Les prévisionnistes s'attendent à une croissance du PIB de 3,0 % en 2015, de 3,0 % en 2016 et

de 2,8 % en 2017.

Ils prévoient que la consommation personnelle augmentera à un taux de 3,0 % pendant le premier et le deuxième trimestre de 2015, et à un taux de 2,8 % en 2015 et en 2016.

Ils estiment que le taux de chômage atteindra en moyenne 5,7 % pendant le premier trimestre de 2015 et de 5,6 % pendant le deuxième trimestre, pour une moyenne de 5,5 % en 2015.

Ils estiment également que les prix à la consommation augmenteront à un taux de 0,9 % pendant le premier trimestre de 2015 et de 1,6 % pendant le deuxième trimestre, pour un taux de 1,3 % en 2015 et de 2,1 % en 2016. Ils pensent que les prix à la production augmenteront à un taux de 0,7 % pendant le premier trimestre de 2015 et de 1,1 % pendant le deuxième trimestre, pour une moyenne de 0,9 % en 2015.

La parution la plus récente de The Livingston Survey (le Survey) prédit une croissance assez régulière de la production jusqu'à la fin de 2015. Le Survey, effectué par la Federal Reserve Bank of Philadelphia, est le plus ancien sondage ininterrompu des attentes des économistes. Il résume les prévisions d'économistes du secteur industriel, du gouvernement, du secteur bancaire et du secteur universitaire. Les participants prévoient que le PIB réel présentera une croissance annuelle de 2,9 % pendant la première moitié de 2015 et de 2,7 % pendant la deuxième moitié. Selon eux, la croissance du PIB s'établira à 2,5 % par an au cours des 10 prochaines années.

Le Survey a prédit un taux de chômage de 5,6 % en juin 2015, suivi d'une baisse pour atteindre 5,4 % en décembre 2015.

Les prévisionnistes du Survey s'attendent à une inflation de l'IPC de 1,4 % en 2015 et de 2,1 % en 2016. Ils prévoient un IPC moyen de 2,3 % au cours des 10 prochaines années. Le Survey s'attend à une inflation de l'IPP de 1,1 % en 2015 et de 1,5 % en 2016.

LE SECTEUR DU PAPIER MINCE EN ONTARIO

Les produits de foresterie en Ontario

Selon les données fournies par l'Association de l'industrie forestière de l'Ontario, les forêts de la province couvrent environ 800 000 km² et représentent 17 % des forêts canadiennes.

La province compte quatre régions forestières distinctes : la forêt boréale au nord, la toundra boréale dans ses étendues les plus lointaines; et plus loin au sud, les régions forestières des feuillus des Grands Lacs et du Saint-Laurent. Parmi celles-ci, la forêt boréale est de loin la plus grande, couvrant 550 000 km² (presque 50 % de la province) et représentant 76 % des terres boisées de l'Ontario. Caractérisée par des conifères à aiguilles tels que l'épinette et le pin gris, et des arbres à feuilles caduques tels que le peuplier et le bouleau, la forêt boréale constitue la principale source de matières brutes pour le secteur de la foresterie.



89 % des forêts de l'Ontario appartiennent à l'État (88 % à la province, 1 % par le gouvernement fédéral), et les 11 % restants sont entre les mains de propriétaires privés.

L'industrie forestière de l'Ontario est depuis longtemps un élément clé de l'économie provinciale, et selon les données les plus récentes de Ressources naturelles Canada, elle génère des revenus annuels d'environ 10,58 milliards de dollars, répartis entre la foresterie et l'exploitation forestière (8,9 % du revenu total), la fabrication de pâtes et papiers (62,1 %), et la fabrication de produits du bois (28,9 %). Les participants de l'industrie vont de scieries locales et de petits exploitants forestiers comptant quelques employés à des entreprises multinationales intégrées comptant des milliers d'employés.

Vue d'ensemble du secteur du papier mince

Le papier mince est un terme général qui désigne une catégorie de papiers qui ont une texture caractéristique de gaze et qui, dans certains cas, sont plutôt transparents.

Le processus de production

La fabrication de produits en papier mince compte généralement deux stades : la production de bobines de papier mince et la transformation. Dans la production de bobines de papier mince, les machines à papier sont utilisées pour fabriquer une feuille de base qui est transformée à son tour en bobine mère. La bobine mère est alors convertie en produit fini au moyen de bobineuses spécialisées.

La matière brute primaire utilisée dans la production de papier mince est la pâte, qui peut être fabriquée à partir soit de fibre de bois vierge, soit de déchets de papier recyclés. Dans ce dernier cas, la pâte qui arrive dans une usine de fabrication de papier mince entre d'abord dans une usine de blanchiment où elle subit un procédé chimique, ce qui la transforme en produit blanc pur convenant à la production de papier mince.

À la fin de l'étape de blanchiment, la pâte est mélangée avec de l'eau, produisant une solution appelée pâte à papier, pouvant comprendre jusqu'à 99,5 % d'eau et 0,5 % de fibre. La pâte à papier est pulvérisée sur une série de grillages qui passent ensuite à l'étape de séchage, où la pâte à papier est transformée en série de minces feuilles de papier. Le premier stade de séchage est effectué dans une presse mécanique, qui réduit à teneur en eau à environ 50 %. À ce point-ci, toute pression supplémentaire requise pour enlever davantage d'eau écraserait la fibre du papier et réduirait la qualité du produit final. Par conséquent, la pâte à papier subit un processus de séchage secondaire, dans le cadre duquel l'eau est éliminée par évaporation. Les importants besoins en énergie du stade de séchage secondaire en font la partie la plus coûteuse du processus de production de papier mince. Au fur et à mesure que la pâte à papier sèche, elle commence également à rétrécir, augmentant ainsi la résistance du papier et, selon la technologie de séchage utilisée, améliorant la douceur et le volume.

Une fois la teneur en eau réduite à environ 5 %, les feuilles de papier sont lissées et « crêpées », un processus lors duquel le papier est adouci et un motif est imprimé en relief pour améliorer les qualités esthétiques du papier mince. Dans le cas de la fabrication à double crêpage, le papier mince est crêpé deux fois pour maximiser la douceur et le volume.

Les principaux processus de fabrication utilisés dans le secteur du papier mince sont le crêpage humide (« WC »), le crêpage sec léger (« LDC »), le double crêpage (« SRC ») et le séchage à l'air (« TAD »), résumés ci-dessous.

La production par crêpage humide est la principale technologie utilisée dans le segment de marché hors foyer; elle est typiquement utilisée pour les produits de qualité inférieure et de prix moins élevé, y compris les serviettes de table et les essuie-tout de qualité inférieure. Les matières recyclées constituent le principal intrant en fibres.

Le crêpage sec léger est la principale technologie du segment de marché des consommateurs; elle produit un papier de meilleure qualité que le crêpage humide. La qualité du produit final varie considérablement, selon la quantité de pâte vierge utilisée en combinaison avec la fibre recyclée. La plupart des produits de marque privée utilisent le procédé LDC.

Le double crêpage est semblable au LDV, mais peut générer une douceur et un volume supérieur, car le papier est crêpé une deuxième fois. Dans le cadre de ce processus, la fibre recyclée ou la pâte de bois à coût moins élevé peut être utilisée, au besoin.

La technologie de séchage à l'air, contrairement aux processus susmentionnés de fabrication de papier, n'utilise pas l'eau comme milieu transporteur de la fibre. À la place, les fibres sont transportées et formées en papier par l'air.

Une pression inférieure est appliquée à la feuille pendant le séchage, ce qui évite la perte de volume. Le TAD est utilisé pour les produits de grande qualité et de grande douceur.

La dernière étape de la production est appelée transformation. À cette étape, les grosses bobines mères sont fendues et rembobinées, ou pliées, pour en faire les tailles et les formats finaux vendus au consommateur; l'emballage final est également effectué.

Segmentation du marché

Le secteur nord-américain du papier mince est typiquement segmenté de la façon suivante : (i) le marché de consommation, qui comprend l'approvisionnement en produits tels que le papier hygiénique, les papiers-mouchoirs, les essuie-tout et les serviettes de table au consommateur final par l'entreprise de circuits conventionnels de vente au détail tels que les épiceries, les magasins de grande surface, les magasins clubs, les pharmacies et les dépanneurs; et (ii) le marché hors foyer, qui comprend principalement la fourniture de papier hygiénique, les papiers-mouchoirs, les essuie-tout et les serviettes de table aux utilisateurs commerciaux dans différents secteurs tels que le service alimentaire, la gestion immobilière, les soins de santé, la fabrication, l'éducation et l'hébergement.

Le marché canadien du papier mince de consommation est établi et a présenté une demande sous-jacente stable, principalement en raison de la nature non discrétionnaire de ses produits. La demande a tendance à être principalement soutenue par la croissance globale de la population et les taux élevés de pénétration dans les foyers. La stabilité relative des ventes et de la rentabilité du marché canadien du papier mince dépend principalement de la concentration du secteur, de la stabilité relative des niveaux globaux de dépenses de marketing et de commerce, de la tendance des niveaux de prix à suivre les coûts sous-jacents des matières de base, et des additions limitées à la capacité. De plus, les barrières à l'entrée sont relativement hautes, ce qui réduit la menace présentée par les nouveaux arrivants, et il existe un nombre limité de produits pouvant remplacer les produits de papier mince.

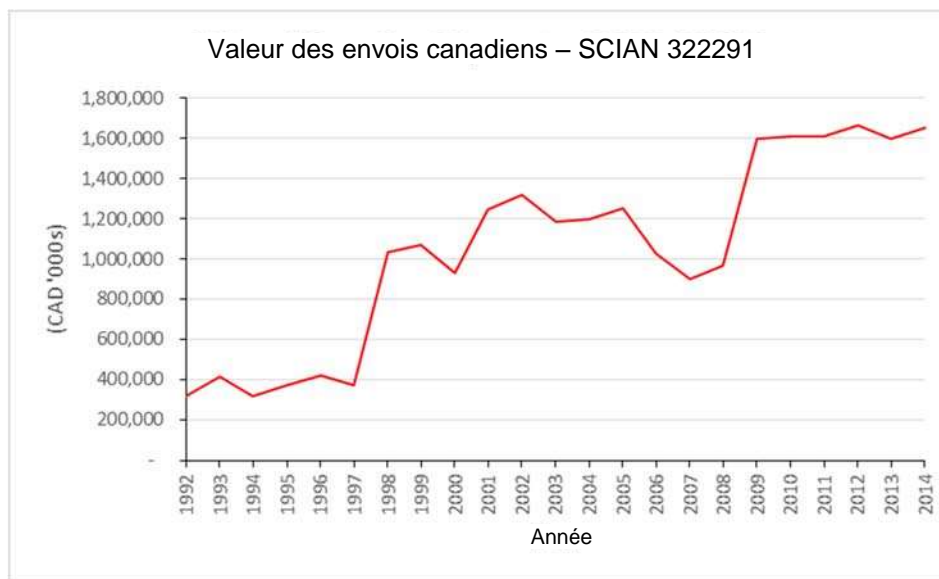
Selon les données de ACNielsen, le total des ventes au détail de papier mince de consommation (sauf les serviettes de table) s'établissait à environ 1,55 milliard de dollars en 2014. Le marché canadien du papier mince de consommation est relativement concentré et dominé par cinq fournisseurs, à savoir Kruger Products L.P. (« KPLP »), J.D. Irving Ltd., Procter & Gamble (« P&G »), Kimberly-Clark et Cascades, Inc. La direction de KPLP estime que l'utilisation de la capacité du secteur canadien eu papier mince est supérieure à 90 %.

Le marché américain du papier mince de consommation est tout aussi établi et stable, étant essentiellement appuyé par les mêmes facteurs que le marché de consommation canadien. Selon les données de ACNielsen et les estimations de KPLP, le total des ventes au détail de papier mince de consommation (sauf les serviettes de table) s'établissait à environ 15,9 milliards USD en 2014. Ce marché est concentré en haut et dominé par Georgia Pacific, P&G et Kimberly-Clark. La partie du marché américain du papier mince composée de marques privées continue à augmenter. Les principaux fabricants de marques privées aux États-Unis sont KPLP, Clearwater Paper, Cascades, First Quality Tissue, Georgia-Pacific et Kimberly-Clark.

Le marché nord-américain du papier mince hors foyer comprend tous les produits de papier mince utilisés à l'extérieur de la maison, y compris les produits de papier mince vendus directement aux clients commerciaux, aux distributeurs et grossistes généraux et spécialisés, et aux entrepreneurs en installations techniques. Les distributeurs revendent les produits de papier mince en les groupant avec d'autres produits aux utilisateurs finaux, tels que les immeubles de bureaux, les hôtels, les restaurants, les hôpitaux, les écoles et les autres exploitants d'installations publiques. Selon les estimations de RISI et de KPLP, le marché hors foyer représente environ 30 % de la consommation totale de produits de papier mince en Amérique du Nord. Au Canada, les activités hors foyer sont relativement concentrées parmi KPLP, Kimberly-Clark et Cascades.

Sur le marché canadien, nous observons que les ventes de produits hygiéniques en papier (SCIAN 322291) par les fabricants dépassent considérablement les niveaux d'avant la récession et augmentent lentement depuis 2009. Selon les statistiques de RISI, la demande en papier mince aux États-Unis augmente à un taux annuel composé de 1 % à 2 % depuis 1998.

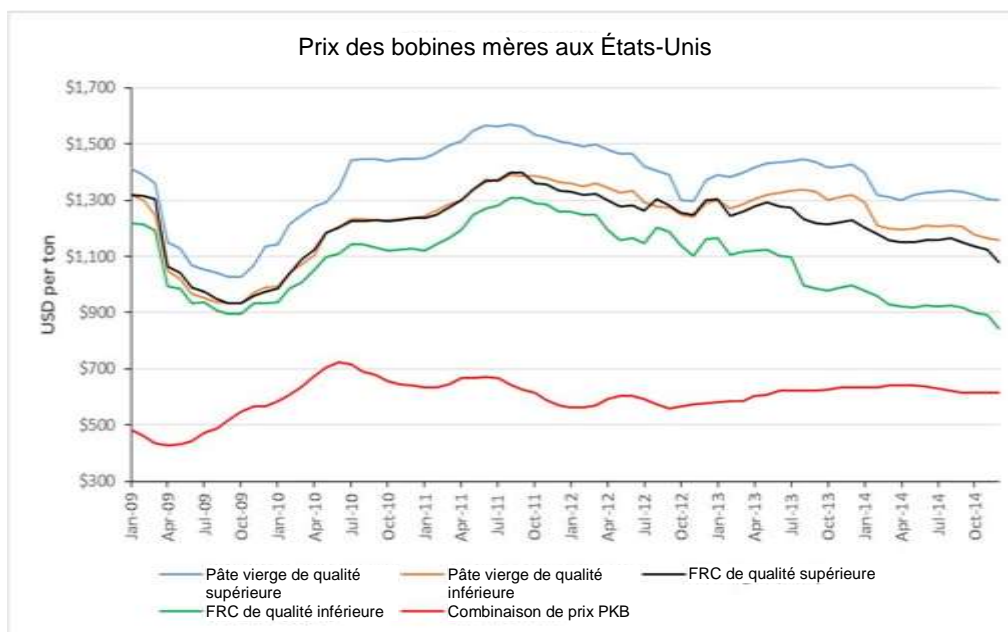
Tableau 1



Source : Statistique Canada

En général, les fabricants canadiens de papier mince ne sont pas entièrement intégrés en ce qui concerne leurs besoins en pâte, et ils achètent donc une certaine quantité de pâte au prix du marché. Historiquement, les producteurs ont pu transférer les augmentations du coût des intrants aux utilisateurs finaux, généralement avec un délai de six à neuf mois. Par conséquent, il existe généralement une corrélation entre le prix de la pâte et le prix du produit final.

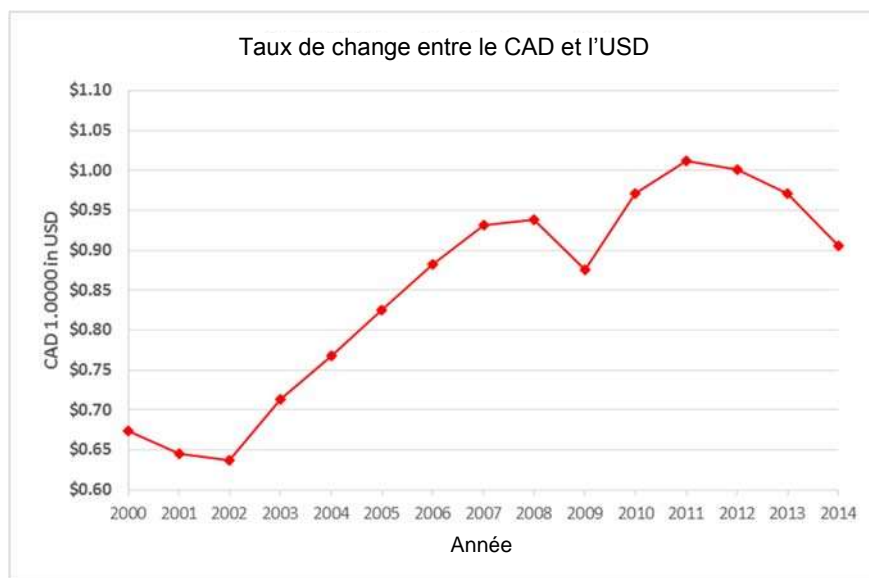
Tableau 2



Les prix de toutes les catégories de bobines mères ont remonté de leurs creux de 2009 indiqués dans le tableau 2, mais nous observons toutefois une tendance récente à la baisse du prix des bobines mères fabriquées avec des fibres recyclées (« FRC »), les bobines recyclées de qualité inférieure tombant à 49 \$ la tonne en décembre 2014, soit un niveau inférieur au creux de 2009. Veuillez noter que les prix de la pâte kraft blanchie (« PKB ») représentent un prix net moyen par tonne de PKB à contrat, en prenant pour hypothèse un mélange à parts égales de pâte kraft blanchie de résineux de l'hémisphère nord (« NBSK ») et de pâte kraft blanchie de feuillus de l'hémisphère nord (« NBHK »).

En plus de ces tendances plus larges dans l'industrie, la production de bobines mères et de produits de papier mince en Ontario dépend également de la demande du marché intérieur et des exportations vers les États-Unis, du taux de change du dollar canadien (« CAD ») par rapport au dollar américain (« USD »), et des prix de du papier mince et des produits transformés. Selon Statistique Canada, 94,0 % des exportations ontariennes en 2014 dans le code 322291 du SCIAN – Fabrication de produits hygiéniques en papier, étaient destinées aux États-Unis. Avec les revenus des exportations libellés en dollars américains et la main-d'œuvre et les coûts de certains autres intrants payés en dollars canadiens, la rentabilité de l'exportation par les usines de l'Ontario a été érodée au fil des ans par la hausse de la devise domestique. Le tableau suivant nous indique que la valeur du dollar canadien a augmenté, passant d'environ 0,64 USD en 2002 à une moyenne de 0,9103 USD jusqu'à aujourd'hui pour l'année 2014. Le taux de change s'est quelque peu assoupli au cours des dernières années à partir de son sommet de 1,0114 USD (taux annuel moyen) en 2011. À la date effective, le taux de change du dollar canadien s'établissait à 0,8620 USD.

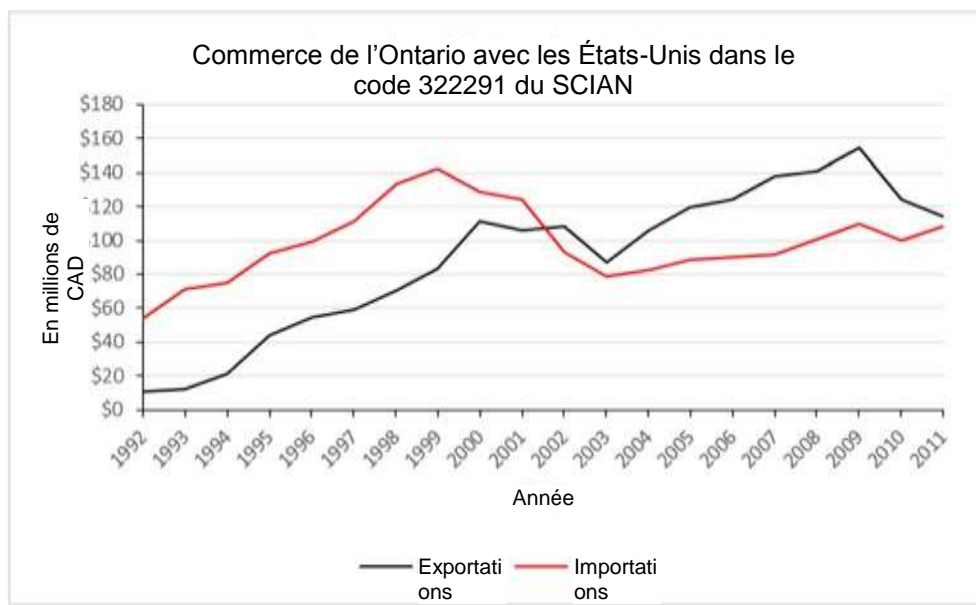
Tableau 3



Source : Conseil des gouverneurs du Federal Reserve System

Les exportations ontariennes vers les États-Unis de produits fabriqués classés dans le code 322291 du SCIAN ont augmenté considérablement depuis 1992, mais elles ont baissé en 2010 et en 2011. Veuillez noter que bien que les données sur les exportations ontariennes sont disponibles jusqu'en 2014, Industrie Canada a informé American Appraisal qu'un changement de classification en 2012 a ajouté d'autres produits au code 322291 du SCIAN. Par conséquent, les données à partir de 2012 ne peuvent pas être comparées aux données d'avant 2012 et ne peuvent pas être retraitées pour permettre des comparaisons directes. Nous observons toutefois que la nouvelle catégorie de produits hygiéniques en papier a généré une croissance des exportations dans les deux chiffres en Ontario, en 2013 et en 2014.

Tableau 4



Bien qu'ils soient de nature établie et stable, les secteurs du papier mince en Amérique du Nord et en Ontario sont tout de même très concurrentiels. Parmi les facteurs de succès du secteur, on peut citer le prix et la qualité des produits, la douceur et la résistance dans les catégories du papier hygiénique et des papiers-mouchoirs, et l'absorbance et la résistance des essuie-tout. L'importance conférée par les consommateurs à la qualité des produits augmente à l'extrémité haut de gamme du marché du papier mince.

Existence de la désuétude économique

L'existence de la désuétude économique dans un secteur peut être indiquée par un ou plusieurs des facteurs suivants :

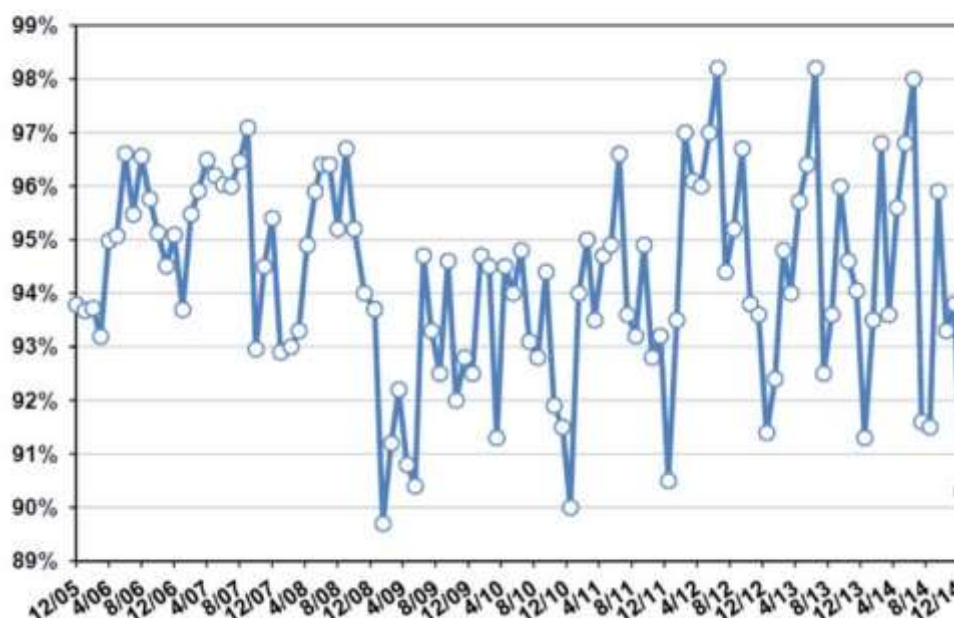
- une baisse de la demande pour les produits du secteur;
- la surcapacité dans le secteur;
- le déplacement des matières brutes;
- le coût croissant des matières brutes, de la main-d'œuvre, des services publics ou du transport, tandis que le prix de vente du produit reste fixe ou augmente beaucoup plus lentement;
- les règlements gouvernementaux qui exigent que des dépenses en capital soient réalisées, malgré un rendement du nouvel investissement peu élevé ou nul; et
- les facteurs environnementaux qui exigent que des dépenses en capital soient réalisées, malgré un rendement du nouvel investissement peu élevé ou nul.

La baisse de la demande des États-Unis pour le papier mince fabriqué en Ontario a déjà été notée (voir le tableau 4). Bien que les prix des bobines mères se soient initialement rétablis de leurs creux de 2009, les prix se sont affaiblis globalement depuis mai 2013, particulièrement ceux des bobines en fibres recyclées de qualité inférieure, qui sont plus bas que leurs creux de 2009 (voir le tableau 2).

Bien que l'utilisation de la capacité puisse être assez instable d'un mois à l'autre, les taux d'exploitation du secteur du papier mince (fondés sur les données américaines disponibles) se sont rétablis de leurs creux récessionnaires. Nous observons que la chute du taux d'utilisation en décembre 2014 est attribuable à la mise en service de la deuxième machine à papier mince de Cascades à son usine de St. Helens en Oregon, plutôt qu'à une baisse de la demande.

Tableau 5

**Secteur américain du papier mince,
bobines mères**
Taux d'utilisation par mois (Production/Capacité)



Source : RISI, Inc.

Selon RISI, les changements supplémentaires prévus de la capacité en Amérique du Nord à la date effective comprenaient :

Société	Emplacement	Fourniture	Date	Tonnes
Double Tree/Royal Paper	Gila Bend, AZ	Virgin	T1 2015	32 000
Orchids Paper Products	Pryor, OK	Recyclé	T1 2015	30 000
First Quality Tissue	Anderson, SC	Virgin	T4 2015	70 000
Von Drehle Corporation	Natchez, MS	R&V	T4 2015	35 000
St. Croix Tissue	Baileyville, ME	Virgin	T4 2015	66 000

First Quality Tissue	Anderson, NC	Virgin	T1 2016	75 000
St. Croix Tissue	Baileyville, ME	Virgin	T2 2016	66 000
Non divulgué	Non divulgué	Virgin	2016	70 000
Non divulgué	Non divulgué	Virgin	2016	80 000
Proctor & Gamble	Box Elder, UT	Virgin	2016	80,000
First Quality Tissue	Lock Haven, PA	Virgin	T4 2016	70 000

En bref, un déclin régulier des prix des bobines mères en fibres recyclées au cours des 19 derniers mois et la rentabilité inférieure de certaines entreprises de référence cotées en bourse (voir les pièces C et D) semble indiquer l'existence d'une certaine désuétude économique dans le secteur. Le soutien pour un niveau modéré de désuétude économique dans le secteur est fourni par la hausse historique de la demande pour les exportations américaines et le rendement supérieur des prix des bobines mères vierges. Bien que les ajouts prévus à la capacité auront comme effet à court terme de déprimer le taux d'utilisation dans le secteur en Amérique du Nord, ces ajouts reflètent l'optimisme des fabricants de papier mince quant aux perspectives à plus long terme du secteur. Dans l'ensemble, les données probantes appuient l'existence d'un niveau modéré de désuétude économique dans le secteur.

QUANTIFICATION DE LA DÉSUÉTUDE ÉCONOMIQUE

Analyse de l'utilisation

Une méthode utilisée pour quantifier la désuétude économique est l'examen de l'utilisation de l'actif en question. Si l'actif est utilisé à une capacité inférieure à 100 % ou à la norme du secteur, une désuétude économique pourrait exister parce que la demande dans le secteur est considérablement inférieure à l'offre disponible. Mathématiquement, cela est fondé sur la relation selon laquelle la désuétude économique correspond à la capacité réellement utilisée (demande) divisée par la capacité maximale (offre), le résultat étant pris en exposant (facteur d'échelle) et soustrait de 1. Le facteur d'échelle est une relation entre le coût et la capacité, qui reflète le concept qu'au fur et à mesure que la capacité augmente, le coût de construction augmente à un taux différent, généralement plus lent. Typiquement, lorsqu'un facteur d'échelle spécifique est inconnu, une valeur de 0,68 est utilisée pour les usines de fabrication, en fonction des données publiées dans des textes traitant de l'ingénierie et de la construction.

$$DE = 1 - (\text{demande/capacité})^{0,68}$$

Nous avons étudié des sources du secteur et nous avons pu obtenir les taux d'utilisation pour la fabrication canadienne de pâte, de papier et de produits de papier (agrégées dans le code 322 du SCIAN) et la fabrication américaine de papier mince à la date effective. Nous avons également interrogé d'autres sources de données, y compris les données sur l'utilisation de la capacité pour les usines de papier mince et les usines de transformation canadiennes et américaines, contenues dans les rapports annuels actuels d'entreprises de produits de papier cotées en bourse.

Nous avons sélectionné un ratio demande/capacité de 90 % pour notre évaluation, fondé

principalement sur le ratio en fin d'année du secteur américain du papier mince. Bien que l'utilisation de la capacité moyenne aux États-Unis pour 2014 soit restée stable, à 94 %, l'année s'est terminée à 90 %, avec l'entrée en production de nouvelle capacité installée. De plus, le ratio de 90 % a été soutenu par les taux d'exploitation observés dans les usines canadiennes, particulièrement celles de Clearwater Paper à St. Catherines, en Ontario, et celles de Cascades Inc., qui sont principalement canadiennes. Nous observons que le taux d'utilisation de 90 % sélectionné correspondait également approximativement à celui du secteur global de fabrication de pâte, de papier et de produits de papier.

La désuétude économique a alors été calculée comme suit :

$$DE = 1 - (\text{demande/capacité})^{0,68}$$

$$DE = 1 - (0,90)^{0,68}$$

$$DE = 6,9 \%$$

Les résultats de notre analyse de l'utilisation sont présentés dans la pièce B.

Toutefois, les taux d'utilisation élevés, à eux seuls, n'indiquent pas nécessairement une désuétude économique peu élevée en ce qui concerne une analyse du secteur du papier mince. L'industrie des pâtes et papiers est généralement hautement capitalistique et caractérisée par des coûts fixes importants. Une grosse machine de papier, par exemple, peut coûter entre 300 millions et 500 millions USD à construire, et la construction d'une grande usine intégrée de pâtes et papiers peut nécessiter un investissement de plus d'un milliard USD. Cette base importante de coûts fixes encourage les producteurs à exploiter leurs usines à des taux d'exploitation élevés afin de réduire leur coût par tonne et générer des liquidités. Comme la construction d'une usine de papier ou d'une usine de transformation est une activité hautement capitalistique, les exploitants font de leur mieux pour faire fonctionner leurs usines sans interruption, avec un temps d'indisponibilité suffisant pour effectuer l'entretien planifié et les réparations, et pour résoudre tout problème lié aux prix et aux stocks. Par conséquent, une analyse de l'utilisation devrait être utilisée conjointement avec des méthodologies fondées sur la rentabilité et d'autres méthodologies pour estimer la désuétude économique dans le secteur de façon fiable.

Analyse de la marge brute

L'étude des rendements par entreprise ou par secteur, en comparant les marges de profit brutes avec le temps, peut également représenter une mesure utile de la désuétude économique. En termes simples, la marge brute correspond aux revenus d'une entreprise moins le coût des produits vendus, ce dernier étant défini comme incluant les coûts directs attribuables à la production des marchandises vendues par une entreprise. Ce montant inclut le coût des matériaux utilisés pour la création d'un produit, avec les coûts directs de main-d'œuvre utilisés pour la production, mais il exclut les dépenses indirectes telles que le coût de distribution et de la force de vente. Si les marges brutes baissent ou sont actuellement inférieures à ce qu'elles étaient, la désuétude économique peut être présente, même si l'utilisation de la capacité est élevée. La désuétude économique peut

être mesurée par la formule suivante :

$$DE = \frac{\% \text{ de MB de référence} - \% \text{ de MB actuelle}}{\% \text{ de MB de référence}}$$

Notre analyse de la marge brute est présentée dans la pièce C.

Dans l'analyse de la marge brute, un examen a été effectué de la relation entre les pourcentages de marge brute réalisés par un univers d'entreprises de référence sélectionnées au cours des 12 mois qui précédaient le 31 décembre 2014, par rapport à leurs rendements pendant une période où la rentabilité dans le secteur du papier mince était considérée comme étant normale. La période de 2009 à 2014 représente la période la plus récente pendant laquelle les marges de profit brutes dans le secteur étaient considérées comme étant normales.

En sélectionnant les entreprises de référence, nous avons recouru aux sources suivantes :

- base de données OneSource
- base de données Capital IQ de Standard & Poor's

Nous avons effectué une recherche d'entreprises dans la base de données OneSource en utilisant le mot-clé « tissue » (papier mince). Nous avons alors examiné les entreprises identifiées pour déterminer celles qui mettaient principalement l'accent sur le secteur du papier mince ou qui avaient une grande exposition à celui-ci (car certaines étaient des entreprises intégrées de produits forestiers), et idéalement une exposition importante au risque lié aux devises étrangères. Parmi les entreprises examinées, 5 ont été sélectionnées comme étant les plus appropriées pour notre analyse :

- Clearwater Paper Corporation (CLW - NYSE)
- Kimberly-Clark de Mexico SAB de CV (KIMBER A - BMV)
- Kruger Paper Products L.P. (s.o.)
- Orchids Paper Products Company (TIS - AMEX)
- Wausau Paper Corporation (WPP - NYSE)

Veuillez noter que bien que Kruger Paper Products L.P. ne soit pas cotée en bourse, ses états financiers historiques sont disponibles par l'entremise des dépôts de KP Tissue Inc. (KPT - TSX), elle-même cotée en bourse, qui détient une participation dans les capitaux propres de KPLP.

La désuétude économique pour chacune des entreprises de référence a été calculée selon la formule suivante :

$$DE = \frac{\text{Moyenne de 2009 à 2014 \% de MB} - \% \text{ de MB actuelle}}{\% \text{ de MB moyenne de 2009 à 2014}}$$

La désuétude économique dans le secteur, calculée selon la désuétude économique moyenne des entreprises de référence sélectionnées, a été estimée à 5,2 %.

Analyse du rendement du capital

Une approche supplémentaire de la quantification de la désuétude économique est une analyse du rendement du capital (« ARC »). Dans une telle analyse, la relation des bénéfices est comparée à l'ampleur de l'investissement requis pour générer ces bénéfices.

Dans l'ARC, un examen a été effectué de la relation entre le pourcentage accumulé sur le capital total par chacune de nos cinq entreprises de référence sélectionnées au cours des 12 mois qui précédaient le 31 décembre 2014, par rapport à leur rendement pendant une période où la rentabilité du secteur du papier mince était considérée comme étant normale. Ici encore, nous avons sélectionné la période de 2009 à 2014 pour notre analyse.

Le pourcentage accumulé sur le capital total est défini comme « le rendement d'une entreprise sur l'avoir des actionnaires et ses dettes à long terme. » La somme de la dette à long terme et de l'avoir des actionnaires représente le total du capital investi d'une entreprise commerciale. Lorsque les aspects économiques de l'industrie sont bons, le rendement du capital sera élevé, et lorsque l'économie est mauvaise, le rendement sera faible. Par conséquent, une analyse du rendement du capital peut représenter un indicateur significatif de la désuétude économique.

Rappelons-nous que la désuétude économique peut être calculée pour chacune des entreprises de référence en utilisant la formule suivante :

$$DE = \frac{\text{Moyenne de 2009 à 2014 \% de RC} - \% \text{ de RC actuel}}{\% \text{ de RC moyen de 2009 à 2014}}$$

En utilisant la médiane des entreprises de référence, on estime que la désuétude économique fondée sur une ARC s'établit à 16,9 %. Les calculs sont présentés dans la pièce D.

Analyse du ratio cours/valeur comptable

Une autre méthode d'estimation de la désuétude économique présente dans un actif ou un secteur donné consiste à analyser la perception qu'ont les investisseurs de l'investissement dans ce secteur, en utilisant le prix des actions ordinaires. Le rapport entre le prix payé pour les actions ordinaires et leur valeur comptable peut indiquer la manière dont les investisseurs perçoivent la désuétude présente dans l'investissement. La valeur comptable des actions est en relation avec le capital initialement contribué à l'entreprise en échange des actions, plus les bénéfices non répartis qui se sont accumulés depuis l'investissement initial.

Du point de vue juridique, les actionnaires sont propriétaires de l'entreprise dans laquelle ils ont investi. Du point de vue de l'investisseur, la propriété d'actions est considérée comme représentant une position de propriété nette dans les actifs de l'entreprise. À n'importe quel moment, si la valeur totale de tous les actifs est prise en considération et une déduction est faite pour tous les passifs, le montant net représente la valeur totale des actions ordinaires (conformément au bilan : actif - passif = avoir des actionnaires). Par conséquent, un investisseur qui achète des actions ordinaires prend une décision concernant la valeur de l'actif total.

La valeur comptable des actions ordinaires des entreprises cotées en bourse est calculée de façon raisonnablement uniforme pour la plupart de ces entreprises, en raison de la réglementation comptable. Non seulement ces règlements comprennent la méthodologie générale utilisée dans les calculs, mais ils déterminent le type de données qui sont mises à la disposition des investisseurs. En raison de l'uniformité des rapports, les valeurs comptables peuvent être utiles comme référence pour certains types de mesures.

La sélection de nos entreprises de référence a été décrite ci-dessus. Pour chacune des entreprises de référence, nous avons obtenu à la date effective : i) les données sur le prix des actions, ii) le nombre d'actions émises et en circulation, et iii) la valeur comptable de l'avoir de la base de données Capital IQ. À partir de ces données, nous avons pu calculer le ratio cours/valeur comptable (CVC) à la date effective pour chacune des entreprises de référence. À des fins de comparaison, un ratio CVC était disponible auprès de Bloomberg pour l'indice S&P 500 Equal Weight Industrials. Une comparaison des ratios CVC de l'avoir pour les actions industrielles générales par rapport au secteur a pu être réalisée au moyen de ces données.

Les résultats de notre analyse du CVC sont présentés dans la pièce E, la désuétude économique étant estimée en utilisant la formule suivante :

$$DE = \frac{\text{S\&P 500 Equal Weight Industrials} - \text{Secteur du papier mince}}{\text{S\&P 500 Equal Weight Industrials}}$$

$$DE = (3,62 - 3,58) / 3,62 = 1,2 \%$$

La désuétude économique a été calculée en utilisant le ratio CVC médian des entreprises de référence, à la lumière des écarts importants dans les rapports des entreprises de référence individuelles.

Cette relation indique l'évaluation relative par les investisseurs des actifs du secteur du papier mince en comparaison avec les actions industrielles générales. Les propriétaires d'actions industrielles générales semblent accepter de payer environ 1,2 % de plus pour ces actions par rapport à ce qu'ils paieraient pour des actions dans le secteur du papier mince, selon le ratio CVC.

L'analyse du ratio CVC est utile principalement comme indicateur large de l'existence de la désuétude économique dans une industrie donnée, plutôt que comme estimation spécifique de sa valeur. Nous observons que les ratios CVC peuvent être affectés par beaucoup plus que les perceptions des investisseurs concernant la désuétude économique, y compris la structure en capital d'une entreprise, l'étendue de la couverture par les analystes, la liquidité des opérations sur actions, la politique relative aux dividendes, l'existence de programmes de rachat d'actions, etc. De plus, il existe des différences inévitables dans la taille, la croissance, la rentabilité et les risques des entreprises de référence par rapport aux usines de papier mince de l'Ontario.

Analyse du coût de la fibre de bois

Le coût du bois est un déterminant important de la compétitivité des usines de pâtes et papiers. Selon Wood Resources International, ce coût se situe généralement entre 40 % et 65 % du total des coûts décaissés, selon la catégorie de produit. Par conséquent, une analyse du coût moyen des fibres pour les usines ontariennes par rapport au coût moyen des fibres pour les régions concurrentes en Amérique du Nord peut être utilisée pour estimer la désuétude économique dans le secteur. La même approche de l'estimation de la désuétude économique a été utilisée par la Commission de révision de l'évaluation foncière de l'Ontario (« CRÉF »), un tribunal indépendant dont la principale fonction consiste à entendre les appels intentés par des contribuables qui estiment que leur propriété a été mal évaluée ou mal classée.

American Appraisal a obtenu les prix trimestriels de la fibre de bois du 2e trimestre de 2007 au 4e trimestre de 2014 auprès du North American Wood Fibre Review (« NAWFR »). Les données relatives au prix ont été obtenues pour les copeaux de bois et le bois rond de feuillus et de résineux, pour chacune des régions suivantes d'Amérique du Nord :

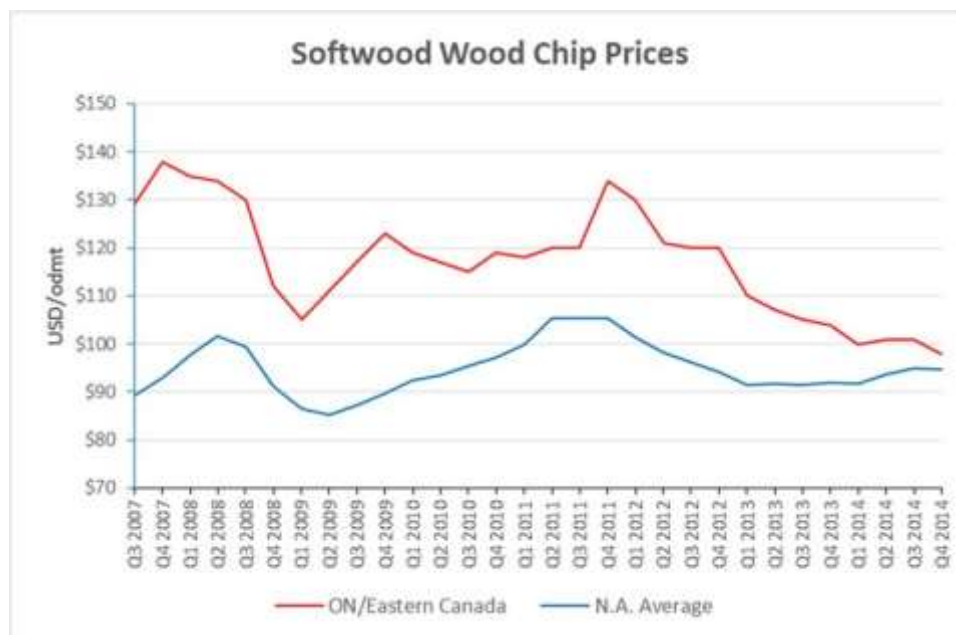
États-Unis	Canada
Nord-Ouest	Colombie-Britannique
États des Grands Lacs	Alberta
Nord-Est	Ontario
Sud-Est	Québec
Centre Sud	Maritimes

Veuillez noter qu'à partir du 4e trimestre de 2011, le fournisseur de données groupe l'Ontario et le Québec sous le nom « Est du Canada », alors que les deux provinces étaient identifiées séparément lors des périodes précédentes. Par conséquent, les données pour l'« Est du Canada » (utilisé comme le meilleur représentant du coût des fibres en Ontario après le 4e trimestre de 2011), auront tendance à surestimer légèrement les coûts réels en Ontario, en raison du regroupement avec le Québec, qui est historiquement une région où les coûts sont plus élevés qu'en Ontario.

Selon le NAWFR, la publication du coût des copeaux de bois de feuillus pour l'Ontario a été suspendue au cours du 1er trimestre de 2012 en raison des volumes minimaux générés. Le NAWFR note également que bien que les prix du bois rond de feuillus sont fournis pour l'Est du Canada, cette source représente une partie relativement faible de la consommation totale de fibre de bois dans la région. Tenant compte des facteurs ci-dessus et du fait qu'en général, les usines de pâtes et papiers ne recourent au bois rond plus coûteux que lorsque les copeaux moins coûteux ne sont pas disponibles, nous estimons que la comparaison la plus pertinente aux fins de l'estimation de la désuétude économique du secteur est celle des copeaux de résineux par rapport à la moyenne nord-américaine (sauf l'Ontario) pour ces copeaux.

Nous notons que le coût des copeaux de bois de résineux dans l'Est du Canada est devenu beaucoup plus concurrentiel au cours des dernières années, en raison notamment de la baisse du CAD par rapport à l'USD, les coûts des copeaux de résineux de l'Est du Canada et d'Amérique du Nord se rapprochant de la parité à la date effective. Les prix dans le tableau suivant sont mentionnés en USD par tonne de matières sèches (« TMS ») et les prix des copeaux sont pour les copeaux résiduels et ne comprennent pas les copeaux fabriqués à partir de bois rond.

Tableau 6



Source : North American Wood Fibre Review

La désuétude économique du secteur a été estimée en se fondant sur le coût excédentaire moyen des copeaux de résineux de l'Ontario par rapport à ceux d'Amérique du Nord du 3e trimestre de 2007 au 4e trimestre de 2014. Un coût excédentaire moyen sur plusieurs années a été utilisé pour fournir un échantillon représentatif suffisamment fiable.

$$DE = (\text{coût moyen des copeaux en Ontario} / \text{coût moyen des copeaux en Amérique du Nord}) - 1$$

DE = 23,4%

Autrement dit, le coût de la fibre en Ontario, mesuré par le coût des copeaux de bois de résineux, a été en moyenne de 23,4 % supérieur à la moyenne nord-américaine pendant la période d'observation. Ce chiffre est légèrement surestimé en raison du problème susmentionné de la combinaison de l'Ontario avec le Québec, où les coûts sont plus élevés, dans un regroupement de l'Est du Canada à compter du 4e trimestre de 2011.

Corrélation et conclusion pour le secteur du papier mince en Ontario

L'application des multiples analyses de la désuétude économique comme décrit ci-dessus a généré les indicateurs suivants pour le secteur du papier mince en Ontario :

Méthode	Désuétude économique
Analyse de l'utilisation	6,9%
Analyse de la marge brute	5,2%
Analyse du rendement du capital	16,9%
Analyse du ratio cours/valeur comptable	1,2%
Analyse du coût de la fibre de bois	23,4%

Le taux de désuétude économique conclu pour le secteur s'établissait à 13,0 %, selon la moyenne des taux obtenus par les analyses de l'utilisation, de la marge brute, du rendement du capital et du coût de la fibre. La désuétude économique estimée en utilisant une analyse du ratio cours/valeur comptable a été utilisée davantage comme indicateur large de l'existence de la désuétude économique dans le secteur et pour étendre notre analyse au-delà des méthodologies fondées sur l'utilisation, le profit et le coût.

CONCLUSION :

Selon les renseignements et l'analyse résumés dans le présent rapport, nous considérons que la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario au 1er janvier 2015 a été estimée raisonnablement comme suit :

Secteur	Désuétude économique au 1er janv. 2015
Secteur du papier mince en Ontario	13,0 %

Nous nous réservons le droit, mais nous n'avons pas l'obligation, de réviser tous les calculs mentionnés dans le présent rapport et, si nous le jugeons nécessaire, de réviser nos estimations à la lumière de nouveaux faits, de tendances ou de changements des conditions à n'importe quelle date avant ou à la date effective, qui deviennent apparents pour nous après la date du présent rapport.

L'embauche et la rémunération d'American Appraisal et de ses employés n'étaient pas conditionnelles à l'élaboration ou à la déclaration de valeurs prédéterminées ou d'une direction de la valeur qui est favorable pour le client, le montant des estimations de la valeur, la réalisation de résultats stipulés, ou l'occurrence d'un événement ultérieur ayant un lien direct avec l'usage prévu de la présente évaluation.

Le présent rapport représente l'analyse, les estimations et les conclusions impartiales et objectives d'American Appraisal, lesquelles ne sont limitées que par les modalités faisant partie de notre lettre d'engagement, et des hypothèses et conditions limites faisant partie du présent rapport.

Ni American Appraisal ni les employés qui ont été affectés à ce mandat (y compris les membres de leur famille immédiate) n'ont d'intérêt important, direct ou indirect, dans la SÉFM ou dans toute partie qui contrôle la SÉFM ou qui est contrôlée par celle-ci, directement ou indirectement, ou qui est contrôlée en commun, direct ou indirect, avec la SÉFM.

Nous confirmons également que nous n'avons aucun lien avec la SÉFM ou toute autre partie qui contrôle la SÉFM ou qui est contrôlée par celle-ci, directement ou indirectement, ou qui est contrôlée en commun, direct ou indirect, avec la SÉFM, que ce soit en tant que dirigeant, employé, promoteur, souscripteur, fiduciaire, associé, dirigeant ou personne exerçant des fonctions semblables.

Soumis respectueusement,



Aucun tiers n'aura le droit de se fier au présent rapport, et ni la réception ni la possession du rapport

Conclusion :



par un tiers ne créeront de droits de bénéficiaire explicites ou implicites.

718-104

Pièce A

Résumé de la désuétude économique

Société d'évaluation foncière des municipalités
Analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario
Résumé de la désuétude économique
Au 1er janvier 2015

Pièce A

Méthode	Désuétude économique
(1) Analyse de l'utilisation	6,9%
(2) Analyse de la marge brute	5,2%
(3) Analyse du rendement du capital	16,9%
(4) Analyse du ratio cours/valeur comptable	1,2%
(5) Analyse du coût de la fibre de bois	23,4%
Plage sélectionnée	5,2 à 23,4 %
(6) Taux de désuétude sélectionné	13,0 %

Notes :

- (1) Voir la pièce B.
- (2) Voir la pièce C.
- (3) Voir la pièce D.
- (4) Voir la pièce E.
- (5) Selon la moyenne des taux obtenus par les analyses de l'utilisation, de la marge brute, du rendement du capital et du coût de la fibre.
- (6) Fondé sur une comparaison du coût des copeaux de bois de résineux en Ontario par rapport à la moyenne nord-américaine (sauf l'Ontario) pour la période allant du 3e trimestre 2007 au 4e trimestre 2014. La source est le North American Wood Fiber Review.

Pièce B

Analyse de l'utilisation

Société d'évaluation foncière des municipalités
Analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario
Analyse de l'utilisation
Au 1er janvier 2015

Pièce B

<u>Propriétaire</u>	<u>Emplacement de l'usine</u>	<u>Produits</u>	<u>Capacité totale (tonnes)</u>	<u>Production totale (tonnes)</u>	<u>Production totale Capacité totale</u>
(1) Cascades, Inc.	Divers	Papiers minces			93,0%
(2) Clearwater Paper Corporation	Divers	Fabrication de papier mince	652 000	615 000	94,3%
		Transformation de papier mince	462 000	333 000	72,1%
			1 114 000	948 000	85,1%
<i>Les totaux pour Clearwater comprennent :</i>	St. Catharines, ON	Papier mince TAD	20 000	18 000	90,0%
		Papier mince frictionné sur machine	24 000	22 000	91,7%
(3) Orchids Paper Products Company	Pryor, OK	Usine de papier	57 000	54 349	95,3%
		Transformation	70 000	51 250	73,2%
			127 000	105 599	83,1%
(2) Wausau Paper	Middletown, OH	Papier mince	120 000	114 500	95,4%
	Harrodsburg, KY	Papier mince	70 000	60 800	86,9%
	Harrodsburg, KY	Papier mince transformé	214 000	182 700	85,4%
			404 000	358 000	88,6%
(4) Taux d'exploitation du secteur du papier mince américain en 2014					90,0%
(5) Taux moyen d'utilisation de la capacité au Canada pour 2014 (SCIAN 322)					90,9%
(6) Demande/Capacité sélectionnée					90,0%
DE = 1 – (demande/capacité)^{0,68}					6,9%

Notes :

- (1) Le taux d'utilisation de la capacité est défini par Cascades comme la fabrication d'envois internes et externes divisés par la capacité pratique. Exclut les activités abandonnées et les activités de fabrication du groupe de produits spécialisés.
- (2) La source est la formule 10-K pour l'exercice financier terminé le 31 décembre 2014.
- (3) La production des usines de papier en 2014 a été affectée par la mise hors service de 2 machines à papier plus anciennes en septembre 2014.
- (4) Source : RISI. Bien que l'utilisation de la capacité moyenne pour l'année soit restée stable, à 94 %, l'année s'est terminée à 90 %, avec l'entrée en production de nouvelle capacité installée.
- (5) La source est Statistique Canada. Le code 322 du SCIAN comprend les établissements dont l'activité principale est la fabrication de pâte, de papier et de produits de papier.
- (6) Le ratio demande/capacité sélectionné est fondé principalement sur le taux d'exploitation en fin d'année 2014 du secteur du papier mince aux États-Unis, en tenant également compte des taux d'exploitation observés dans les usines canadiennes, particulièrement celles de Clearwater à St. Catharines, en Ontario, et celles de Cascades Inc., qui sont principalement canadiennes.

Pièce C

Analyse de la marge brute

Société d'évaluation foncière des municipalités
Analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario
Analyse de la marge brute (1)
Au 1er janvier 2015

Pièce C

Entreprise de référence	% de MB actuelle	% de MB élevée	Moyenne de référence % de MB pour 2009 à 2014 (2)	% élevé - % actuel % élevé	% de référence - % actuel % de référence
Clearwater Paper Corporation	14,2%	15,8%	13,7%	10,6%	0,0%
Kimberly-Clark de Mexico S.A.B. de C.V.	36,9%	45,7%	38,9%	19,4%	5,2%
Kruger Products L.P.	28,1%	30,9%	28,9%	8,8%	2,6%
Orchids Paper Products Company	18,7%	29,2%	21,3%	35,9%	11,9%
Wausau Paper Corporation	14,6%	27,2%	17,3%	46,5%	15,7%
Moyenne	22,5%	29,8%	24,0%	24,2%	7,1%
Médiane	18,7%	29,2%	21,3%	19,4%	5,2%

(3) Désuétude économique

5,2%

Notes :

- (1) Source : base de données Capital IQ de Standard & Poor's.
- (2) La période de 2009 à 2014 représente la période la plus récente pendant laquelle les rendements du secteur étaient considérés comme étant normaux.
- (3) La désuétude économique était fondée sur la médiane observée des calculs de $[(\% \text{ de référence} - \% \text{ actuel}) \div \% \text{ de référence}]$ pour les entreprises de référence. Le calcul $\{(\% \text{ élevé} - \% \text{ actuel}) \div \% \text{ élevé}\}$ n'est indiqué qu'à des fins d'illustration, en tant que niveau maximal de la désuétude économique utilisant cette méthodologie. La période actuelle représente les résultats des 12 derniers mois jusqu'au 31 décembre 2014.

Pièce D

Analyse du rendement du capital

Société d'évaluation foncière des municipalités
Analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario
Analyse du rendement du capital (1)
Au 1er janvier 2015

Pièce D

Entreprise de référence	% de RC actuel	% de RC élevé	Moyenne de référence % de RC de 2009 à 2014 (2)	% élevé - % actuel % élevé	% de référence - % actuel % de référence
Clearwater Paper Corporation	7,8%	18,4%	9,5%	57,7%	18,3%
Kimberly-Clark de Mexico S.A.B. de C.V.	17,2%	23,0%	20,6%	25,2%	16,3%
Kruger Products L.P.	7,2%	10,4%	7,9%	30,8%	8,8%
Orchids Paper Products Company	8,3%	18,0%	10,0%	53,6%	16,9%
Wausau Paper Corporation	0,3%	23,4%	4,7%	98,8%	93,8%
Moyenne	8,2%	18,6%	10,6%	53,2%	30,8%
Médiane	7,8%	18,4%	9,5%	53,6%	16,9%

(3) **Désuétude économique**

16,9%

Notes :

- (1) Source : base de données Capital IQ de Standard & Poor's.
- (2) La période de 2009 à 2014 représente la période la plus récente pendant laquelle les rendements du secteur étaient considérés comme étant normaux.
- (3) La désuétude économique était fondée sur la médiane observée des calculs de $[(\% \text{ de référence} - \% \text{ actuel}) \div \% \text{ de référence}]$ pour les entreprises de référence. Le calcul $\{(\% \text{ élevé} - \% \text{ actuel}) \div \% \text{ élevé}\}$ n'est indiqué qu'à des fins d'illustration, en tant que niveau maximal de la désuétude économique utilisant cette méthodologie. La période actuelle représente les résultats des 12 derniers mois jusqu'au 31 décembre 2014.

Pièce E

Analyse du ratio cours/valeur comptable

Société d'évaluation foncière des municipalités
Analyse de la désuétude économique du secteur du papier mince en Ontario
Analyse du ratio cours/valeur comptable
Au 1er janvier 2015

Pièce E

Entreprise de référence	Ratio CVC
(1) Clearwater Paper Corporation	2,69
(1) Kimberly-Clark de Mexico S.A.B. de C.V.	16,25
(2) Kruger Products L.P.	s.o.
(1) Orchids Paper Products Company	2,54
(1) Wausau Paper Corporation	4,46
Moyenne (sauf Kimberly-Clark de Mexico)	3,23
Médiane	3,58
(3) Indice S&P 500 Equal Weight Industrials	3,62
(4) DE = (Industrials - Secteur du papier mince) / Industrials	1,2%

Notes :

- (1) Les ratios du cours/valeur comptable sont calculés en utilisant les prix de clôture à la date effective et les dépôts réglementaires disponibles les plus récents pour les entreprises de référence.
- (2) Kruger Products L.P. n'est pas une entité cotée en bourse.
- (3) Source : Bloomberg.
- (4) La désuétude économique est calculée en utilisant le ratio cours/valeur comptable médian des entreprises de référence, à la lumière des écarts importants dans les rapports des entreprises de référence individuelles.

Pièce F

Hypothèses et conditions limites

HYPOTHÈSES ET CONDITIONS LIMITES

Ce service a été effectué avec les hypothèses et les conditions limites suivantes.

À notre connaissance, toutes les données, y compris les données financières historiques, selon le cas, utilisées pour générer des opinions ou tirer des conclusions ou énoncées dans le présent rapport sont vraies et exactes. Bien qu'elles soient recueillies à partir de sources que nous estimons fiables, aucune garantie n'est faite quant à la véracité ou l'exactitude de données, d'opinions ou d'estimations fournies par d'autres, lesquelles ont été utilisées dans la présente analyse.

Aucune responsabilité n'est assumée pour des questions de nature juridique. Aucune enquête n'a été faite quant au titre sur la propriété évaluée ou aux dettes contre celle-ci. Nous avons supposé que la réclamation du propriétaire est valide, que les droits de propriété sont valides et commercialisables, et qu'il n'y a aucun grèvement qui ne peut être levé avec des procédures normales, sauf mention contraire dans le présent rapport.

La ou les valeurs énoncées dans le présent rapport sont fondées sur les hypothèses décrites dans les présentes.

La date d'évaluation à laquelle s'appliquent les conclusions et les opinions exprimées est énoncée dans le rapport. L'opinion sur la valeur indiquée dans les présentes est fondée sur la situation économique et le pouvoir d'achat de la devise indiquée dans le rapport, à la date d'évaluation.

Le présent rapport a été préparé uniquement pour les utilisations énoncées, et il n'est ni conçu ni valide pour aucune autre utilisation.

La possession du présent rapport ou de toute copie de celui-ci ne confère aucun droit de publication. Aucune partie du présent rapport (particulièrement les conclusions, l'identité des personnes qui signent le présent rapport ou qui y sont associés ou les sociétés auxquelles elles sont liées, ou toute référence aux associations ou organisations professionnelles auxquelles elles sont affiliées ou aux titres décernés par ces organisations) ne peut être diffusée à des tiers dans un prospectus, une publicité, des relations publiques, des nouvelles ou tout autre moyen de communication sans le consentement et l'approbation écrits d'American Appraisal.

Les superficies, les dimensions et les descriptions des propriétés, le cas échéant, utilisées dans la présente analyse n'ont pas été vérifiées, sauf mention contraire dans le présent rapport. Les superficies, les dimensions et les descriptions des propriétés incluses dans le rapport ne sont fournies qu'à des fins d'identification et personne ne devrait utiliser ces renseignements dans un acte de transport ou un autre document juridique. Les plans, le cas échéant, présentés dans le rapport ne sont conçus que pour aider à visualiser la propriété et son environnement. Bien que les plans aient été préparés en utilisant les meilleures données disponibles, ils ne devraient pas être considérés comme un levé ou comme étant tracé à l'échelle.

Sauf mention contraire dans le rapport, aucune étude d'impact environnemental n'a été demandée ni effectuée. L'entière conformité avec la totalité des lois et des règlements du gouvernement est présumée, sauf mention, définition et considération autre dans le rapport. Nous avons également présumé que les propriétaires sont responsables et que la totalité des permis, consentements ou autres autorisations législatives ou administratives requis de la part de tout gouvernement ou de toute organisation privée ont été ou peuvent être obtenus ou renouvelés pour toute utilisation pertinente à la présente analyse.

L'estimation de la valeur contenue dans le rapport exclut spécifiquement les répercussions de substances telles que l'amiante, la mousse isolante d'urée-formaldéhyde, les autres produits chimiques, les déchets toxiques, ou toute autre matière potentiellement dangereuse, tout dommage structural ou toute contamination environnementale découlant de tremblements de terre ou d'autres causes, sauf mention contraire dans le rapport. On recommande au lecteur du rapport de consulter un ingénieur en structures ou un hygiéniste industriel qualifié pour l'évaluation de défauts possibles de nature structurale ou environnementale, dont l'existence aurait des répercussions importantes sur la valeur.