

# ENQUÊTE D'ALPHA



**Septembre 2023**

## POINT MACRO

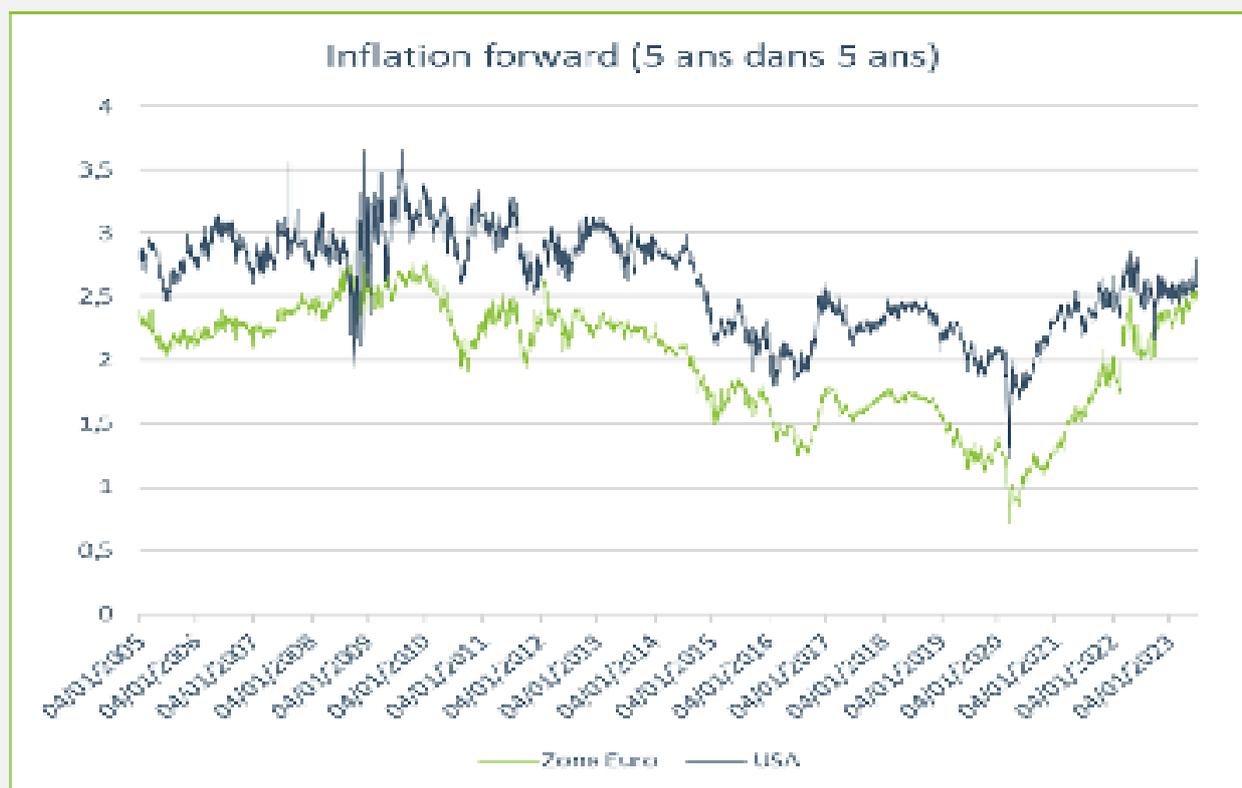
Le débat est vif autour de l'avenir des taux longs et de l'inflation chez les investisseurs. Il existe cependant un fort consensus sur le fait que les banques centrales vont devoir faire une pause « forcée » pour les principales raisons suivantes :

- Un risque de récession qui s'amplifie par un resserrement trop rapide et d'une ampleur historique
- Une inflation qui est de bon augure pour le désendettement public
- Des taux trop élevés qui pénalisent l'équilibre des finances publiques

Quand bien même nous en sommes à 11 ressernements successifs et des taux qui sont passés de 0% à 5,25% / 5,50% en seulement 12 mois et donc un plus haut de 16 ans aux États-Unis, nous ne sommes pas convaincus que la baisse des taux soit imminente, le «higher for longer» reste notre scénario principal.

Les marchés semblent également dubitatifs et bien que nous prêtions peu d'importance aux forward d'inflation, alors que le taux d'inflation «à cinq ans dans cinq ans» aux USA semble se stabiliser autour de 2,55% sur un an, il en est différemment en Europe, affichant un plus haut de 10 ans, et qui peut être interprété par une relative solidité de l'activité économique.

Alors que l'écart moyen est de 61 bps entre les anticipations États-Unis et zone euro, celui-ci est proche de zéro depuis mai, preuve que des hausses de taux sont encore nécessaires en Europe si l'on veut retrouver la moyenne historique...



Aussi, nous continuons de penser que les taux longs vont rester durablement sur des niveaux qui étaient considérés comme normaux il y a une décennie mais qui avaient durablement disparu depuis la grande crise financière. En effet, nous restons circonspects sur le fait que l'inflation retourne rapidement vers les 2% comme le martèlent les banquiers centraux qui doivent répondre à leur impératif.

Nous ne sommes d'ailleurs pas les seuls à considérer qu'il existe deux facteurs structurellement inflationnistes (ou à minima conjoncturellement longs) que sont :

- La transition écologique qui va incontestablement coûter plus chère aux entreprises
- La remise en cause de la mondialisation, qui va mener à des coûts de production plus élevés.

Autres facteurs largement discutables :

- Cette inflation d'une durée soutenue aura laissé des stigmates sur l'épargne des ménages. C'est probablement la fin d'un cycle ou l'excès d'épargne avait des conséquences directes sur la baisse des taux.
- La réduction du bilan de la Fed («Quantitative tightening») risque également de tendre les rendements. L'impact d'une baisse de 1.000 milliards du bilan est estimé à 35 pb sur le taux 10 ans. Pour appel, le bilan de la BCE a atteint 9.000 milliards d'euros contre 2.000 en 2009. L'impact du Bilan de la BCE pourrait donc avoir un impact de 250 bp sur la courbe des taux...
- Ces injections massives de liquidités sur les marchés depuis 2008, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, ne sont pas de bon augure pour l'attrait des devises et la transformation pour des actifs physiques, tangibles et le plus fongibles possible et donc des facteurs de soutien non négligeables à l'inflation. L'intérêt grandissant pour les actifs crypto est très révélateur.

Enfin, historiquement, l'inversion de la courbe n'a jamais duré et la pente est toujours revenue à sa physiologie naturelle, où les taux longs sont supérieurs aux taux courts, les investisseurs réclamant une prime pour la détention de titres à long terme.

**La saison des résultats semestriels a constitué un soulagement, puisque les entreprises ont publié des résultats en croissance bénéficiaire, en dépit d'un ralentissement de l'activité qui se confirme. Cet environnement adverse a été plus que compensé par les bénéfices de la baisse des coûts sur les marges. Que faut-il anticiper pour la deuxième partie de l'année ?**

Les résultats semestriels ont été tout à fait encourageants, ce qui a soutenu la hausse des marchés en juillet. Pourtant, on note un ralentissement de la croissance des ventes sur fond de ralentissement de la demande et d'un effet déstockage. L'effet des hausses de prix a dans l'ensemble été encore positif, mais nettement moins que les trimestres précédents. En revanche, étant donnée la baisse des coûts associée, les marges ont atteint un point haut historique.

Ainsi *Rockwool*, société de matériel d'isolation très intensive en énergie, affiche un niveau de marge proche de ses plus hauts historiques, en dépit de volumes en recul de plus de 10%. La baisse des prix semble inéluctable dès le troisième trimestre, mais à ce stade le cumul de prix élevés et de coûts en baisse leur profite toujours.

De plus, la diminution des stocks, faisant écho à l'amélioration des conditions d'approvisionnement, a permis de générer du cash, bienvenu en cette période de taux élevés. C'est ainsi que les émissions obligataires sont rares, les sociétés préférant souvent rembourser leurs dettes que de la renouveler aux taux actuels.

**Incertitudes sur les mois à venir, entre les PMI faibles en Europe, un effet prix qui devient négatif, et la poursuite de pressions salariales.**

Le déstockage devrait s'achever entre la fin de l'été et la fin de l'année, selon les sociétés. L'effet positif du déstockage en termes de génération de cash (les stocks baissent et libèrent des fonds immobilisés) se traduit malheureusement en arrêt de commandes pour beaucoup d'industries, pourtant en croissance structurelle. C'est ce déstockage, et sans doute aussi un effet attentiste sur les décisions finales d'investissement, qui sont reflétées dans les PMI (indicateur économie avancée : les intentions d'achats par les entreprises sont très bas en Europe).

A titre d'illustration, *Alfen*, société néerlandaise assemblant des chargeurs pour véhicules électriques, a fortement pâti de deux trimestres de déstockage chez les distributeurs en aval. Le déstockage devrait se terminer à la fin de l'été et la croissance séculaire du marché devrait reprendre progressivement, si l'on en croit les ventes de voitures électriques en Europe cet été.

Les pressions salariales étaient prévisibles, après une phase d'inflation forte qui a coûté du pouvoir d'achat aux ménages. Les entreprises citent des chiffres de hausse entre 5 et 10% selon les zones. Aux Etats-Unis, les menaces de grève se multiplient, dans un contexte favorable à l'emploi, notamment chez UPS, les grands constructeurs automobiles (*Ford*, *GM* et *Stellantis*), avec des exigences de hausse à deux chiffres calquées sur les accords obtenus par les syndicats des chauffeurs routiers américains, les fameux Teamsters.

Le reste des coûts, en revanche, affiche une stabilisation, notamment les matières premières, le transport et l'énergie, en large partie grâce à la mollesse de la reprise chinoise post-Covid.

**L'alliance de la fin des hausses de prix, du ralentissement des volumes et de la hausse des coûts salariaux laissent penser qu'un pic de marge a été atteint au deuxième trimestre.** La bonne tenue des volumes sera déterminante sur les marges, puisque le levier opérationnel ne doit pas devenir négatif.

**Le recul des prix, déjà engagé dans certains secteurs, pourrait néanmoins envoyer un signal positif aux clients et entraîner un redémarrage de la demande en volume, anticipant la fin du déstockage.**

L'exemple de *K+S*, producteur de potasse, matière première agricole mondialisée, est intéressant. Les cours de la potasse ont atteint leur point bas en juillet, provoquant trois profit warnings successifs de *K+S*, la société étant contrainte de revoir ses hypothèses de prix de vente intégrées à sa guidance annuelle. Lorsque la première hausse de prix a été conclue, les clients se sont précipités pour passer commande, le point bas ayant été trouvé. Ainsi, le dirigeant s'étonnait de la violence du retournement des volumes, le carnet de commandes passant en deux semaines d'un niveau misérable à un record.

*Trigano*, fabricant de camping-cars en Europe, a réalisé des efforts pour proposer des nouveaux produits plus compétitifs qui ont à priori été particulièrement appréciés par les distributeurs à l'occasion des réunions de présentation des nouvelles gammes de camping-cars et de caravanes en juin et juillet, laissant présager d'un restockage qui pourrait se poursuivre et d'un retour du client traditionnel.

Notons également des baisses de prix significatives dans la chimie, conséquences de nombreux profit-warnings sur la saison de résultats mais pouvant laisser espérer un soutien aux volumes dans les prochains mois. Les distributeurs de vêtements conservent un niveau de stocks trop important, mais préfèrent des opérations promotionnelles à des baisses de prix.



### Certains secteurs ont besoin d'une stabilisation de l'environnement de taux d'intérêt pour rebondir.

L'opportunité d'un investissement est toujours évaluée par le biais d'un Taux de Retour sur Investissement, qui est comparé au coût de financement de cet investissement. Quand le coût du financement monte, le seuil de rentabilité de l'investissement s'élève aussi. Tant que les taux ne sont pas stabilisés, les décisions engageantes traînent.

Les projets immobiliers sont évidemment les plus touchés, avec une difficulté à préfinancer les constructions, dans un contexte de recul des crédits immobiliers de 70%. Nous ne sommes donc pas investis dans les promoteurs immobiliers. Le secteur des foncières, sur lesquelles nous sommes encore largement sous-pondérés, sera en tête des gagnants d'une stabilisation des taux. En effet, il pâtit d'une double sensibilité au niveau de l'actualisation de ses loyers, d'une part, et d'un effet richesse négatif sur la valeur de revente de ses immeubles, d'autre part. Tous les acteurs souhaitant abaisser leur levier bilanciel en même temps, le marché se déséquilibre avec une offre excédentaire de biens.

Aussi, les sociétés de services informatiques et de conseil font état d'un ralentissement dans le nombre de projets engagés et de décalage de prises de décisions dans certains secteurs, même si les besoins de digitalisation restent importants. C'est ce que déplorent *Netcompany* au Danemark, *Crayon* en Suède, *Reply* en Italie et *Aubay* ou *Sopra Steria* en France. On observe un phénomène comparable dans le software avec *Esker*. Cela explique sans doute qu'après avoir largement surperformé les tendances des biens manufacturés, les PMI des services chutent à leur tour. Combinées à une pression salariale, les sociétés risquent de voir des marges entamées les prochains trimestres si l'utilisation ne se redresse pas.

Plus généralement, la revalorisation des marchés actions ne peut s'envisager qu'une fois les taux stabilisés. C'est particulièrement vrai pour les valeurs à durée longue (effet valorisation), mais aussi les cycliques, puisque hausse des taux signifie risque accru de récession, et donc c'est aussi le catalyseur attendu pour revaloriser les petites capitalisations, plus sensibles au cycle.

**La déception sur la reprise chinoise pèse sur certains secteurs et certains pays.** L'Allemagne est indubitablement la plus sensible à la Chine en Europe et les sociétés exportatrices sont freinées.

Le secteur du luxe en général et les valeurs consommation sont très exposés au consommateur chinois. *Estée Lauder* commence à sentir un ralentissement depuis cet été. *LVMH* ne souffre pas de ralentissement en Chine à ce stade, sinon dans le secteur du *travel retail*. De la même façon, on note un rebond moins marqué que prévu des ventes de vêtements chez *SMCP*.

*Carl Zeiss* subit toujours un effet de déstockage des consommables de chirurgie réfractive en Chine, faisant suite à l'atonie de la demande durant les confinements.

Sur les marchés les plus mondialisés, le ralentissement chinois a un effet déflationniste, par exemple, sur le marché des véhicules électriques, *Tesla* mène une vraie guerre des prix pour relancer une demande atone.

Les cours des matières premières ont souffert du ralentissement de l'économie chinoise, comme l'illustre le cours du lithium en baisse de 25% au cours du mois d'août, en dépit de son caractère stratégique dans la transition énergétique.

Après avoir atteint un point bas à 70 dollars par baril durant le 1er semestre, le cours du Brent s'est redressé dès le mois de juillet suite notamment aux coupes de production décidées par l'Arabie Saoudite (Ryad a besoin d'un prix élevé du baril pour financer la diversification de son économie). Le secteur a logiquement rebondi (**Maurel & Prom, Vallourec, Total Energies...**).

La demande chinoise en énergie étant moins forte, la concurrence pour le gaz naturel liquéfié entre les pays asiatiques et les pays européens sevrés du gaz russe s'apaise, ce qui permet au prix du gaz naturel européen de se stabiliser loin des niveaux de la crise énergétique de l'hiver dernier. Le prix de l'électricité en Europe étant dépendant de celui du gaz, il reste à des niveaux compétitifs.

### **Une consommation toujours déformée vers les loisirs et la dépense discrétionnaire, aux dépens d'une consommation contrainte sur l'alimentaire et la distribution spécialisée.**

Les publications semestrielles ont confirmé la santé insolente du secteur des loisirs (hôtellerie, secteur aérien, ...) avec une demande très forte pour les vols long courrier et des RevPAR (revenus par chambre) en Europe, en croissance de plus de 20% par rapport à la période pré-Covid.

L'activité soutenue de **MTU** au deuxième trimestre reflète la distance parcourue par la flotte aérienne sous contrat de maintenance ; les voyagistes tels que **Voyageurs du Monde**, les hôteliers comme **Accor**, ou **Mélie**, mais aussi **Pierre & Vacances**, **Compagnie des Alpes** font tous état d'une saison exceptionnelle.

Cette priorité vacances se fait clairement aux dépens d'autres postes de dépenses tels que le vestimentaire (les distributeurs en ligne continuent de gérer un ralentissement de la demande, mais ont pu sauver la saison des résultats en protégeant leurs marges, comme **Zalando**, par exemple), ou encore l'alimentaire où les produits les plus chers sont arbitrés en faveur de produits plus abordables.

Il est difficile d'imaginer un maintien des dépenses de loisirs à ce rythme, et le marché ne s'y est pas trompé puisqu'en dépit d'excellentes publications, le secteur a récemment souffert boursièrement, les investisseurs doutant de la pérennité de la vigueur du secteur. Les secteurs de consommation de base pourraient-ils bénéficier du retour de balancier favorisé par la perspective de baisses de prix ?

### **Un mouvement de relocalisation annoncé haut et fort par la sphère politique qui soutient l'activité aux Etats-Unis, mais tarde à se concrétiser en Europe.**

Pour rappel, en août 2022, un plan de 370 milliards \$ sur 10 ans a été engagé pour la transition énergétique, en plus de celui sur les infrastructures de 1200 milliards de \$ sur 5 à 10 ans et du Chips Act de 50 milliards de \$ tous déjà votés et budgétés). On assiste à une relocalisation importante de l'activité manufacturière aux Etats-Unis, avec plus de 200 milliards de dollars d'investissements déjà annoncés par des multinationales. Cela maintient un taux de chômage dans la production de biens manufacturés à 2.7% en juillet (vs 3.2% il y a un an), bien en dessous des 3.6% du taux national. Parmi les 3 axes, la priorité stratégique donnée aux semi-conducteurs semble être le projet le plus avancé, avec plusieurs usines en construction en Arizona, notamment de la part d'**Intel** et **TSMC** mais on peut citer également dans le cadre de la transition énergétique par exemple le développement des usines d'EV de **Ford** et **GM**. Tous ces projets butent néanmoins sur un point : le manque de main d'œuvre qualifiée, à l'image de **TSMC** qui a dû reporter d'un an, soit en 2025 l'ouverture de son usine, faute de main-d'œuvre adéquate. La pénurie de main d'œuvre est telle aux États-Unis que depuis 2 ans (accélération avec la mise en place de l'IRA depuis un an), déjà 14 Etats ont proposé et parfois adopté des lois facilitant le travail des mineurs dès 14 ans comme l'Iowa par exemple, y compris dans des secteurs réputés difficiles comme la construction.

Côté européen, la riposte prend le nom de Net Zero Industry Act, qui prévoit de rapatrier industriellement 40% de la valeur investie dans la transition énergétique d'ici 2030. Pourtant, vu des entreprises, les aides tardent à se mettre en place et, surtout, l'Europe a du mal à ne pas céder aux sirènes du dumping chinois. Ainsi, l'exemple de **Meyer Burger** est assez éloquent. Ce fabricant suisse de cellules et modules solaires dispose d'une avance technologique qui lui permet de rivaliser avec les Chinois, compensant ses coûts de production bien plus élevés par un meilleur rendement. Son plan d'investissement devait initialement être équilibré entre l'Europe et les Etats-Unis. Au deuxième trimestre, 85GW de modules solaires chinois ont inondé le marché européen au tiers du prix en vigueur trois mois auparavant. Une manne pour les développeurs de stations de génération solaire, mais un manque de stabilité des règles rédhitoire pour un industriel européen ! **Meyer Burger** va donc finalement déplacer l'investissement dans son usine de cellules solaires de 2GW aux Etats-Unis, alors qu'il était initialement prévu en Europe, ce qui illustre bien l'arbitrage entre les deux marchés pour une entreprise.

L'intelligence artificielle se diffuse à de nombreux usages et apparaît comme une rupture majeure dans beaucoup de secteurs. **Nvidia** a une nouvelle fois surpris le marché avec une publication surpassant largement le consensus et traduisant un fort engouement pour l'**IA generative**. Le PDG de **Nvidia** a souligné que la demande était tirée à la fois par les **hyperscalers** (**Amazon, Google**) mais aussi par des gouvernements, des plus petits acteurs du cloud, ainsi que des plateformes d'IA en **open source** comme **Hugging Face** (société non cotée, fondée par des Français). Cette dernière a fait la une des journaux récemment avec sa levée de 235 millions de dollars, la valorisant 4.5 milliards de dollars. Dans ce tour de table, on retrouvait évidemment **Google, Amazon, Intel, IBM, AMD** ou encore **Nvidia**.... On comprend que l'open source est la clé dans l'accélération du développement d'applications basées sur l'IA.

L'histoire nous montre que les écosystèmes capturent 80% de la valeur à chaque ère technologique : aujourd'hui, **Apple** et son écosystème dans l'ère du smartphone et peut-être demain **Nvidia** avec son approche hardware-software sur l'IA ? Une fois lancé, ce cycle vertueux est extrêmement compliqué à rompre.

Le discours des entreprises rejoint enfin les indicateurs économiques avancés pointant vers un ralentissement marqué aussi bien des services que des biens manufacturiers.

Les premières baisses de prix visibles dans les secteurs les plus cycliques (chimie, matières premières, etc...) sont-ils les signes avant-coureurs d'un ralentissement du rythme d'inflation et donc annonciateurs de la fin du cycle de resserrement monétaire ?

Alors que les bénéfices des entreprises ont remarquablement résisté jusque-là, les trimestres à venir semblent plus difficiles, entre baisses de prix, ralentissement des volumes, et inflation salariale. Les attentes de croissance du consensus pour 2024 (7% de croissance du bénéfice net d'après les consensus Bloomberg pour le Stoxx 600, l'indice européen) nous semblent encore trop élevées. La croissance macroéconomique attendue supposerait plutôt une stabilité des bénéfices.

**Il nous semble néanmoins que les marchés n'ayant pas attendu cette inflexion du discours des entreprises pour baisser, ce sont bien les politiques monétaires qui donneront le coup d'envoi du rebond, et non le sentiment des entreprises, toujours retardé.**

## LA MÉTÉO MICRO



**Construction**



**Distribution**



**Consommation de base**



**Automobile**



**Matières premières**



**Industries**



**Semi-conducteurs**



**Energie fossiles**



**Energie renouvelables**



**Services informatiques**



**Chauffage / Climatisation**



**Loisirs**

## FOCUS PRODUIT

**Pluvalca Small Caps** est un fonds de small et mid caps européennes affichant un TRI de 12,8%\* depuis sa création en mars 2009.

Le marché des petites et moyennes valeurs européennes\*\* présente de belles opportunités d'investissements à l'issue de plus de 18 mois de désengagement des investisseurs, qui ont creusé des décotes à des niveaux historiques records.

De nombreuses thématiques structurelles telles que la digitalisation, l'électrification, l'automatisation, la transition énergétique, l'économie circulaire, le vieillissement de la population, le bien-être ou encore les loisirs sous-tendent les opportunités de croissance de nombreuses sociétés européennes, qui, par leur agilité et leur capacité d'innovation, offrent de beaux supports d'investissement.

Pour saisir le potentiel de revalorisation de ce segment, notre fonds Pluvalca Small Caps constitue un véhicule d'investissement pertinent, étant concentré sur des PME-ETI européennes (capitalisation boursière médiane autour de 3 mds €), sans contrainte de style ou de secteur à travers une approche de stock-picking et une gestion active.

Dans le contexte actuel, la gestion est diversifiée entre des thématiques de croissance structurelle (60% du portefeuille), afin de réduire la sensibilité au cycle. Le fonds privilégie alors les sociétés à rentabilité élevée, génératrices de cash et ayant un bilan sain (**GTT, Amplifon, Séché Environnement, Spie, STMicroelectronics, Reply, Swissquote**).

Pour autant, suite à la forte baisse de certaines sociétés reflétant le ralentissement économique en cours, l'équipe de gestion considère qu'il existe des opportunités en termes de valorisation sur des valeurs plus cycliques ou en retournement, en anticipation d'un environnement monétaire stabilisé d'ici 2024 (**Vallourec, Trigano, Ipsos, Merlin Properties, Delivery Hero, Zalando**). Le portefeuille actuel, composé de 73 sociétés fait état d'une valorisation attractive (8xEBITDA 23e et 6.2xEBITDA 24e) à rapporter à une croissance des résultats attendue à deux chiffres et offre un potentiel de hausse moyen de près de 35%.

Financière Arbevel attire l'attention des investisseurs sur le fait que tout investissement comporte des risques et vous invite à vous référer au prospectus de l'OPCVM et au document d'informations clés avant de prendre toute décision finale d'investissement. Pluvalca Small Caps présente notamment un risque de perte en capital.

*\*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Performance brute au 31/08/2023.*

*\*\* Financière Arbevel attire l'attention des investisseurs sur le fait que les marchés des petites capitalisations sont destinés à accueillir des entreprises qui, en raison de leurs caractéristiques spécifiques, peuvent présenter des risques pour les investisseurs.*

## MULTIGESTION

Au cours de l'été, les indicateurs économiques publiés aux États-Unis auront positivement surpris de nombreux investisseurs et renforcent le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine. En revanche, la croissance chinoise continue de décevoir, enlisée par les difficultés du secteur immobilier et un niveau d'endettement élevé, qui limite la capacité des autorités locales à mettre en œuvre des mesures de relance fiscale. Les plans de soutien annoncés jusqu'à présent ont déçu les investisseurs, jugés trop modestes pour stimuler la croissance.

Si les banques centrales ont adopté un ton optimiste quant à l'évolution de l'inflation, laissant entrevoir la fin prochaine du cycle de resserrement monétaire, la résilience de l'économie américaine a toutefois entretenu la pression sur les taux longs. Ce regain d'incertitude sur l'évolution des taux aura amené une consolidation des marchés actions au mois d'août.

Dans ce contexte, nous maintenons nos choix d'allocation de la précédente lettre de mai 2023, à savoir initier progressivement, pour les portefeuilles en cours d'investissement, des positions sur les segments de marchés en retard en termes de performances boursières (les petites et moyennes capitalisations d'une part, et les actions émergentes d'autres part). Cependant, il faudra probablement faire preuve de davantage de patience que ce que nous pensions avant l'été, le temps de retrouver une meilleure visibilité monétaire et une stabilisation des taux.

Dans cette attente, il nous semble opportun de profiter de la consolidation récente sur les grandes valeurs internationales de qualité, pour se renforcer sur ces dernières, et de maintenir nos positions sur les marchés obligataires, en privilégiant toujours des stratégies « de portage » sur le crédit européen, considérant que les rendements offerts demeurent attractifs.

Rédigée par l'équipe de gestion le 31 août 2023.

Cette communication, à caractère promotionnel, vous est fournie à titre purement informatif. Elle ne constitue ni une recommandation personnalisée ou conseil en investissement ni une sollicitation en vue la souscription d'un OPCVM géré par Financière Arbevel et ne peut s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. Les appréciations et estimations formulées dans cette communication reflètent l'opinion de Financière Arbevel à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement, de même que les éventuelles assertions quant aux tendances des marchés financiers, qui sont fondées sur les conditions actuelles de ces marchés. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Aucun engagement n'est pris par Financière Arbevel quant à la réalisation des prévisions évoquées dans cette communication. Les données et graphiques ont été calculés ou effectués sur la base d'informations publiques qui n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de Financière Arbevel. Ce document est strictement limité à l'usage privé de ses destinataires.



**20, rue de la Baume – 75008 Paris**  
**Tél : +33(0)1 53 23 04 30**  
**E-mail : [investisseurs@arbevel.com](mailto:investisseurs@arbevel.com)**  
**Site Internet : [www.arbevel.com](http://www.arbevel.com)**