

العامري جلوبال كابيتال

2025

التقرير السنوي للمساهمين

المحتويات

١. المقدمة ٣
٢. خلفية السوق والأداء ٣
٣. الصين، التركيز، وأين كانت الفرصة الحقيقية ٤
٤. الصين مقابل «السبعة الكبار»: من تفوق فعلياً؟ ٥
٥. النظر إلى الصندوق من منظور شركة قابضة ٦
٦. التقييم: عوائد قوية دون دفع تقييمات مرتفعة ٧
٧. جودة المحفظة: العائد على رأس المال والربحية ٨
٨. التوزيع الجغرافي: لا تزال الصين هي الأكبر، ولكن بنطاق أوسع ١٠
٩. المُحصّل النهائي ١١

1. المقدمة

السادة المساهمين والقراء

عندما نتأمل جيدًا في مجريات سنة 2025، يصعب تجاهل تواتر العناوين السلبية في وسائل الإعلام: ثماني حروب قائمة، وتصاعد التوترات الجيوسياسية، وصراعات تجارية، وتحول حاسم نحو تراجع سياسات العولمة (De-globalization) بعد إعلان الرئيس الأمريكي دونالد ترامب عن تعريفات جمركية شاملة في شهر أبريل، ومع ذلك، ورغم حالة القلق والخوف السائدة، والتي أثارت مخاوف المستثمرين ولا تزال، حققت أسواق الأسهم العالمية مرة أخرى عوائد قوية—في تذكير إضافي بأن الأسواق غالبًا ما تتقدم ليس في غياب المخاطر، بل عند وجودها.

2. خلفية السوق والأداء

الجدول 1.

عوائد السوق والصناديق لعام 2025

عائد 2025	المؤشر/الصندوق
26.3%	صندوق العامري جلوبال AGV Capital
17.9%	مؤشر S&P 500
22.9%	مؤشر MSCI ACWI
31.4%	مؤشر MSCI China
27.8%	مؤشر Hang Seng Index
22.4%	مؤشر Vanguard Total World Stock (VT)

وكما يقول المثل القديم في وول ستريت: «غالبًا ما يتسلق السوق جدارًا من القلق». في سنة 2025، ساد لدى المستثمرين شعور عام بالقلق من الحروب، والتعريفات الجمركية، ومخاوف أسعار الفائدة، والغموض في المشهد الاقتصادي العالمي، وغيرها. ومع ذلك، ارتفعت الأسواق مع استمرار الشركات في تنمية الإيرادات والأرباح والتدفقات النقدية.

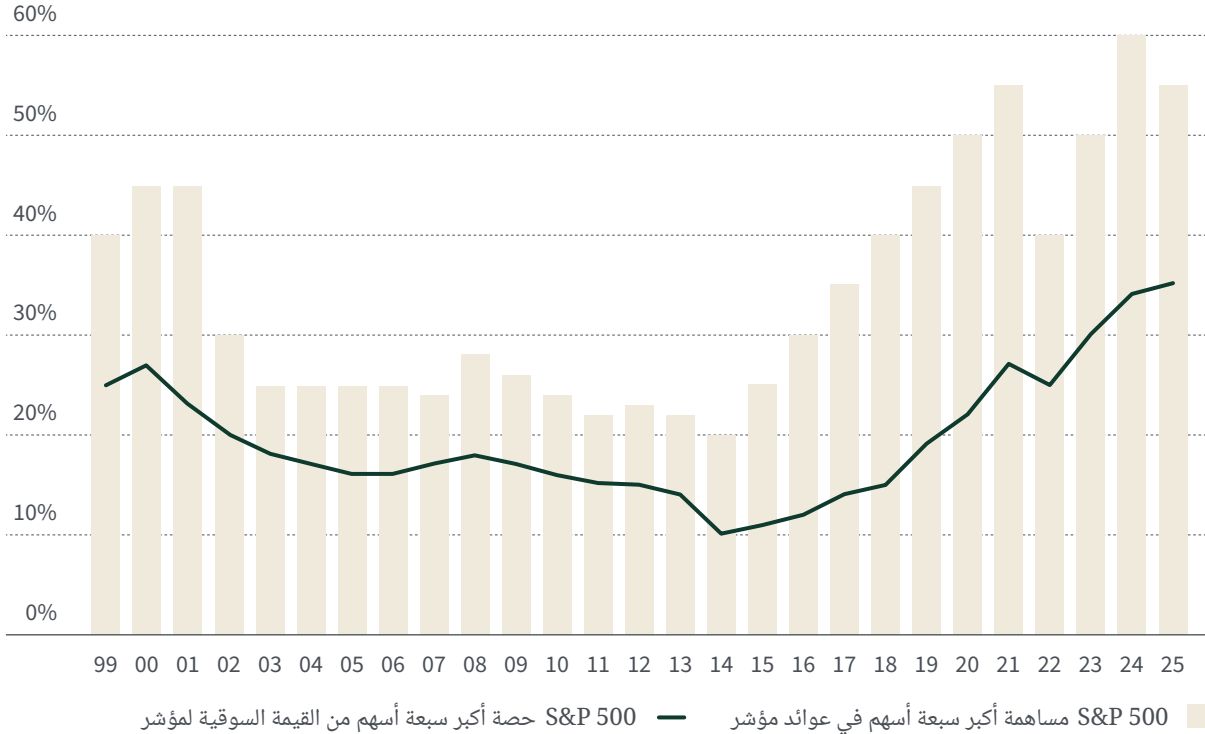
٣. الصين، التركيز، وأين كانت الفرصة الحقيقية

في تقرير العام الماضي السنوي، عرضنا أطروحة واضحة مخالفة للإجماع والرأي السائد في السوق، حيث رجّحنا تخصيصنا بشكل حاسم نحو الصين في وقت كانت فيه النظرة السائدة تعتبرها غير قابلة للاستثمار. وفي عام 2024 وضعنا ما يقارب 86% من المحفظة في الأسهم الصينية، وقد اتّضح أن هذا التموضع كان مبرّراً جيداً مع حلول سنة 2025، إذ حقّق مؤشر MSCI China عائداً كلياً بلغ 31.17%، وهو أفضل عام له منذ قرابة عقد من الزمن، ليتفوّق بذلك وبصورة ملحوظة على العائد الكلي لمؤشر S&P 500 البالغ 17.88%.

وفي المقابل، ازداد مؤشر S&P 500 تركّزاً، حتى بلغت مستويات التركيز اعلى مستوياتها منذ فقاعة الانترنيت سنة 2000 ومنذ عشرينات القرن الماضي، حيث شكّلت ما يسمّى «السبعة الكبار» (The Magnificent Seven) نحو 34% من المؤشر وساهمت بحوالي 42% من إجمالي العوائد، مدفوعة إلى حد كبير بزخم الذكاء الاصطناعي واندفاع المستثمرين. ولو استبعدنا مجموعة السبعة، لكان عائد مؤشر S&P 500 أقرب إلى 10%، وهو ما يتماشى تقريباً مع مؤشر S&P 500 المتوازن عند 11% ومع مؤشر Vanguard Total US Stock Market عند نحو 11%.

الشكل ١.

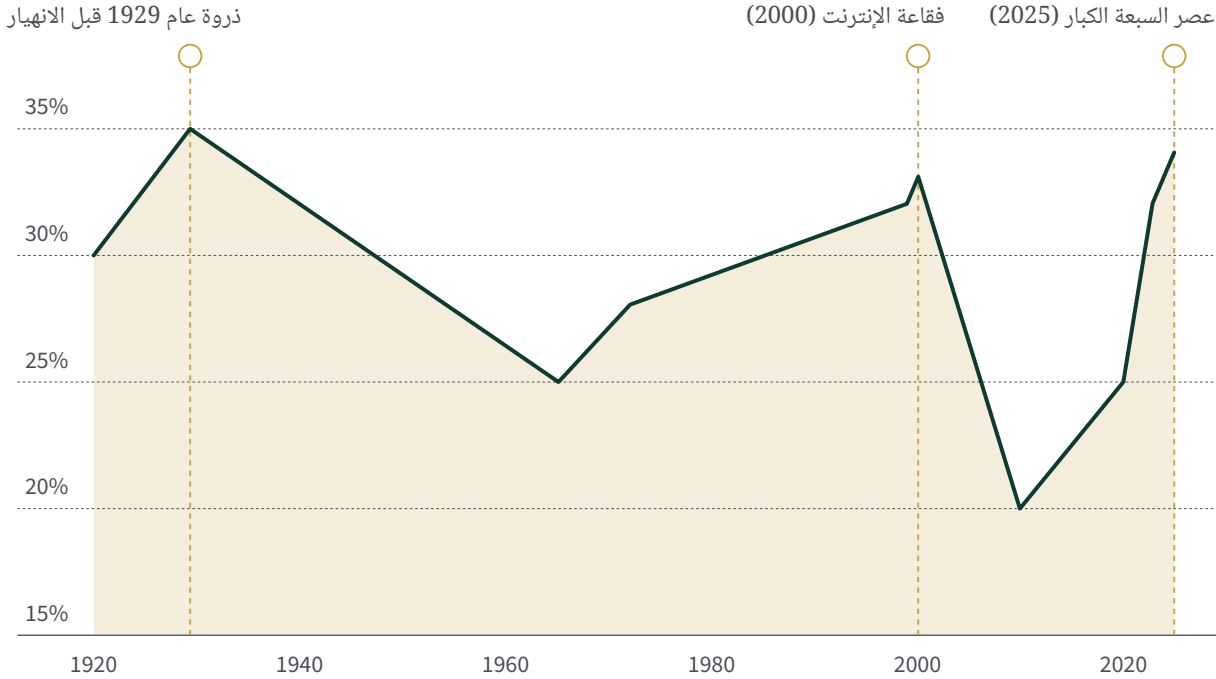
تصاعد تأثير أكبر سبع شركات أمريكية على عوائد المؤشرات (1999-2025)



الشكل ٢.

تركز أكبر سبع شركات في السوق الأمريكية (1920-2025)

مستويات تقترب من ذروة عام 1999 خلال فترة فقاعة الإنترنت



وفي سنة هيمنت فيها أسهم «السبعة الكبار» على أداء المؤشر الأمريكي ككل، واجه الكثير من مديري الصناديق النشطين صعوبة في التفوق عليه، بينما حققنا عائداً إجمالياً بنحو 26.27% مع تجنبنا المتعمد لفقاعة الذكاء الاصطناعي الأمريكية والتقييمات المرتفعة. بقينا متمسكين بمبادئنا: شراء شركات عالية الجودة عند تقييمات ممتازة. ونتيجة لذلك، تفوقنا على عائد S&P 500 البالغ 17.88% وعلى مؤشر MSCI ACWI البالغ 22.9%. وهذا يعزز درساً مهماً: تحقيق العوائد الممتازة لا يكون عبر مطاردة ما هو رائج؛ بل بواسطة امتلاك شركات مُمتازة ذات أسعار معقولة.

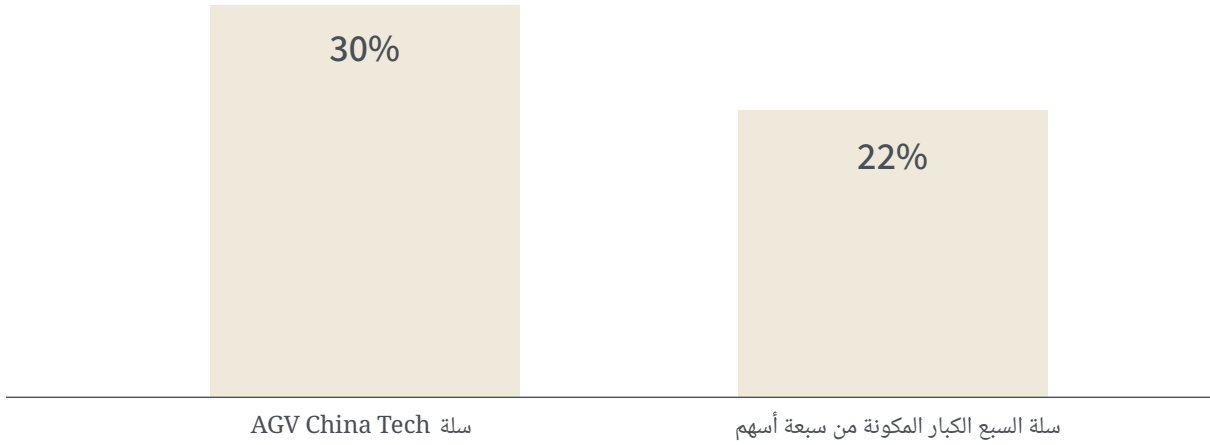
٤. الصين مقابل «السبعة الكبار»: من تفوق فعلياً؟

في تقرير السنة الماضية، قارننا سلّة من أكبر الشركات الصينية القيادية بمجموعة السبعة العظماء الأمريكية، وقلنا إن السعر والمشاعر كانا يسيران في اتجاهين متعاكسين. وفي عام 2025 تحقق ذلك عملياً. حققت سلتنا الصينية — Alibaba وBYD وTencent وBaidu وPDD وJD.com— عائداً يقارب 30%، بينما حققت مجموعة «السبعة الكبار» الأمريكية ككلّ عائداً يقارب 22%. لم يكن متوقعاً لدى الكثير من المستثمرين أن تتفوق الأسماء الصينية المُصنّفة على نطاق واسع بأنّها «غير قابلة للاستثمار» على نظيراتها الأمريكية المُحتفى بها، لا سيّما في عام استفادت فيه أسهم «السبعة الكبار» من زخم قويّ مدفوع بالذكاء الاصطناعي، وسط قناعة واسعة بأنّ تلك الشركات مدعومة بالذكاء الاصطناعي وستُغيّر خريطة العالم.

الشكل ٣.

عوائد سنة 2025: سلة AGV China Tech مقابل مجموعة السبع الكبار المكوّنة من سبعة أسهم

مجموعة السبع الكبار المكوّنة من سبعة أسهم



وكما قال الراحل «تشارلي مونغر»، فإنّ المهمة هي أن تصطاد حيث توجد الأسماك. ونحن نجسّد ذلك عبر استراتيجيتنا العالمية التي تُتيح لنا التحرك نحو الفرص الحقيقية، في الصين أو الولايات المتحدة الأمريكية أو غيرها، بدلا من حصر أنفسنا في مؤشر أو سوق واحد فقط لكونه مألوفاً أو محبباً لدى عامّة المستثمرين.

٥. النظر إلى الصندوق من منظور شركة قابضة

ننظر إلى الصندوق كونه شركة قابضة. وعندما نشترى سهما، نفكر فيه على أنه امتلاك حصّة في شركة حقيقية، بإيراداتها وأرباحها وتدفقاتها النقدية وعوائدها على رأس المال. كما نجمع ملكياتنا النسبية في الشركات المختلفة وبياناتها المالية لتكوين «كيان واحد» يمكن تحليله بسهولة.

خلال سنة 2025، نمت شركات محفظتنا من حيث الإيرادات بنحو 30.1% ومن حيث الأرباح بنحو 31% بالدولار الأمريكي. أما بالعملة المحلية التي تُعدّ بها هذه الشركات تقاريرها، فقد نمت الإيرادات 25.6% والأرباح 26.6%، ويعود معظم هذا الفرق إلى تدهور قيمة الدولار وأثر عملية تحويله إلى العملات الأخرى.

الجدول ٢.

مقارنة نمو الإيرادات والأرباح (على أساس سنوي)

المقياس	صندوق AGV	مؤشر S&P	مؤشر MSCI ACWI	مؤشر فانكارد توتار وورلد (FTSE) (Global All Cap)
نمو الإيرادات على أساس سنوي	30.1%	8.0%	8.5%	5.1%
نمو الأرباح على أساس سنوي	31.0%	16.9%	15.5%	19.7%

المصدر: Morningstar, MSCI & Vanguard

سترون لاحقاً في جداول النمو صُلب هذا التقرير، أن شركات محفظتنا شهدت نموًا استثنائياً، أعلى بكثير من مؤشرات أسواق الأسهم الرئيسية التي نعدّها بمعايير مرجعية مناسبة. وقد بلغ أداء الصندوق الإجمالي الفعلي خلال هذه السنة 26.27%، وتحقق تقريباً بالكامل من نمو الأرباح. ولم نستفد من أي ارتفاع في مضاعفات التقييم؛ بل كانت العوائد مدفوعة بنمو وتحسن في النتائج التشغيلية لشركات الصندوق، لا بارتفاع في التقييمات.

٦. التقييم: عوائد قوية دون دفع تقييمات مرتفعة

يتضح غياب توسع المضاعفات عندما نقارن تقييم محفظتنا اليوم بتقييمها خلال السنة الماضي. فرغم أن العوائد كانت قوية، لم ترتفع مضاعفاتنا كثيراً. هذا يعني أن أداء هذا العام كان نتاجاً لنمو في الأرباح وتحسن في نتائج الشركات التشغيلية، وليس نتيجة لارتفاع التقييمات.

الجدول ٣.

مضاعفات التقييم

بيانات 12 شهراً للسنة المالية 2024	بيانات 12 شهراً للسنة المالية 2025	مضاعف التقييم
0.9x	0.8x	نسبة السعر إلى المبيعات
9.9x	10.1x	نسبة السعر إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب
11.9x	10.7x	نسبة السعر إلى الأرباح
5.7x	7.9x	نسبة السعر إلى النقد التشغيلي
7.4x	11.8x	نسبة السعر إلى التدفق النقدي الحر

وعندما نضع هذه التقييمات في مقابل تقييمات مؤشرات أسواق الأسهم الرئيسية، يصبح التباين أكثر وضوحاً: تتداول شركات محفظتنا عند خصم كبير مقارنة بالمؤشرات العالمية عبر مقاييس الأرباح والمبيعات والتدفقات النقدية الحرة. وفي الآن ذاته، تقدّم عائد توزيعات أعلى ونموً أقوى في النتائج. مزيج الشركات الأفضل بأسعار أقل، هذا، هو تماماً ما نبحث عنه.

الجدول ٤.

مقارنة التقييمات

التقييم	صندوق AGV	مؤشر S&P 500	مؤشر MSCI ACWI	مؤشر فانجارد لمجموع الأسهم العالمية
السعر/المبيعات	0.8x	3.2x	غير متاح	2.2x
السعر/الأرباح	10.7x	28.0x	23.0x	22.4x
السعر/التدفق النقدي	7.9x	15.7x	غير متاح	12.5x
السعر/التدفق النقدي الحرة	11.8x	37.8x	غير متاح	32.0x
نسبة توزيع الأرباح %	2.9%	1.3%	1.7%	1.9%

المصدر: Morningstar, MSCI & Vanguard

٧. جودة المحفظة: العائد على رأس المال والربحية

إن التقييم ليس سوى نصف المعادلة؛ فالجودة لا تقل أهمية عنه. في سنة 2025، تحسّنا جودة المحفظة بشكل ملحوظ، إذ ارتفع العائد على حقوق الملكية (ROE) من حوالي 18% إلى أكثر من 22%، وارتفع العائد على رأس المال المستخدم (ROCE) من قرابة 17% إلى ما يزيد قليلاً على 20%. كما تحسن العائد الداخلي لإعادة الاستثمار (Internal Reinvestment ROIC)، مما يدل على أن رأس المال الإضافي بات يُوظف بمعدلات عائد ممتازة. هذا من شأنه أن يزيد من فرص النمو المستقبلي لشركتنا.

الجدول ٥.

مقاييس جودة المحفظة

المقياس	بيانات 12 شهرا للسنة المالية 2024	بيانات 12 شهرا للسنة المالية 2025
نسبة العائد على حقوق المساهمين	17.8%	22.3%
العائد على رأس المال العامل	16.9%	20.2%
العائد على رأس المال المستثمر	13.9%	13.3%
العائد على رأس المال المُستثمر كولومبيا	24.6%	30.4%
نسبة توزيع الأرباح	41.0%	31.3%
عائد الأرباح	8.4%	9.3%
عائد التدفق النقدي	13.5%	8.5%
عائد توزيعات الأرباح	3.4%	2.9%
نسبة إعادة شراء الأسهم	2.1%	1.9%
عائد المساهمين	5.5%	4.8%

إذا قارنا هذه المقاييس بالمؤشرات الكبرى، اتضح الفارق. فبوسط العائد على حقوق الملكية والعائد على رأس المال المُستخدَم والعائد على رأس المال المُستثمر، تُحقّق شركات محفظتنا عوائد أعلى بصورة ملحوظة من المؤشرات الواسعة، ما يبرز متانة نماذج أعمالها وقوة ميزتها التنافسية وجودة إدارتها وحُسن تخصيص رأس المال.

الجدول ٦.

مقارنة الربحية

الربحية	صندوق AGV	مؤشر S&P 500	مؤشر فانجارد لمجموع الأسهم العالمية
العائد على الملكية	22.3%	18.4%	18.0%
العائد على رأس المال العامل	20.2%	غير مُتاح	غير مُتاح
العائد على رأس المال المُستثمر	30.4%	29.4%	22.2%

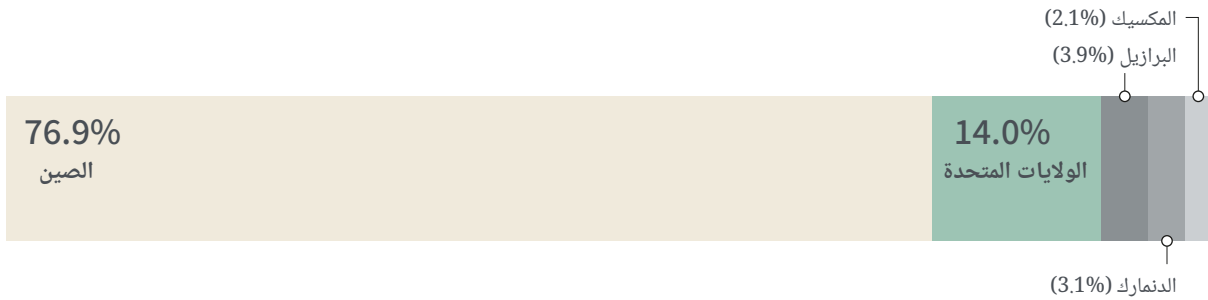
المصدر: Morningstar, MSCI & Vanguard

٨. التوزيع الجغرافي: لا تزال الصين هي الأكبر، ولكن بنطاق أوسع

يعكس توزيعنا الجغرافي الحالي مقارنة بالعام الماضي مزيجاً من القناعة والتنويع الانتقائي. إذ خفّضنا اعتمادنا على الصين من حوالي 86% إلى نحو 78%، وأضفنا منطقتين جديدتين هما الدنمارك والبرازيل بعد أن وجدنا فيهما شركات استثنائية تستوفي معاييرنا. كما ارتفع تخصيص الولايات المتحدة الأمريكية بشكل محدود مع ظهور فرص مختارة عند تقييمات معقولة. وظللنا مُستعدين للتوجه إلى أي سوق تكون فيه معادلة المخاطر والعائد أكثر جاذبية، بدلاً من التقيّد بتحصيّل للسوق المحلي. ويُخصّص الجدول والرسم البياني أدناه توزيعنا الجغرافي في نهاية العام.

الشكل ٤.

التوزيع الجغرافي حسب المنطقة - السنة المالية 2025



الجدول ٧.

التوزيع الجغرافي

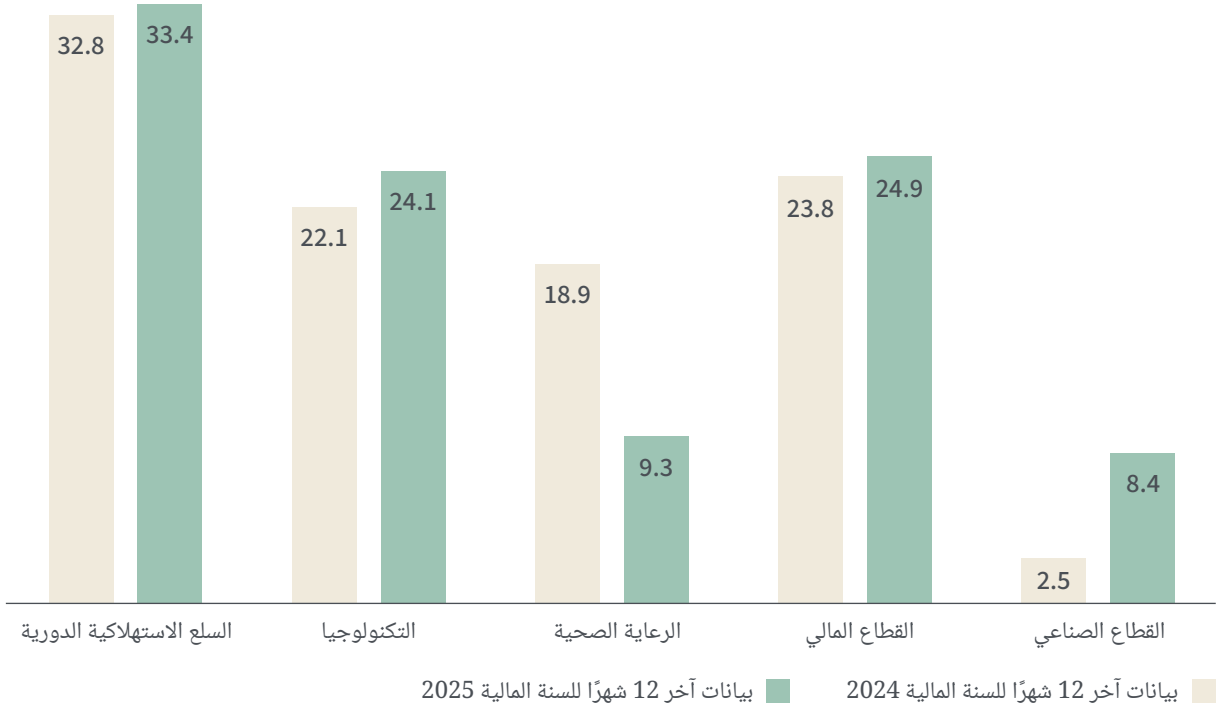
بيانات 12 شهراً للسنة المالية 2025	بيانات 12 شهراً للسنة المالية 2024	التوزيع الجغرافي
76.9%	86.6%	الصين
14.0%	11.0%	الولايات المتحدة الأمريكية
2.1%	2.4%	المكسيك
3.9%	0.0%	البرازيل
3.1%	0.0%	الدنمارك
100.0%	100.0%	الجملة

إضافة إلى التوزيع الجغرافي، ندير أيضاً التنويع حسب نموذج العمل والقطاع. إذ يُوضّح الرسم البياني أدناه توزيعنا القطاعي حتى نهاية السنة ومقارنةً بالعام الماضي، مُسلّطاً الضوء على المجالات التي نجد فيها الفرص الأكثر جاذبية اليوم.

الشكل ٥.

تخصيص حسب القطاع: مقارنة سنة بسنة (% من المحفظة)

آخر اثني عشر شهراً TTM =



٩. المُحصّل النهائي

نتعامل مع الأسواق العامّة بعقليّة تملك الشركات. إذ يُشبه الإستثمار بالنسبة لنا امتلاك مشروع عائلي: نُركّز على المدى الطويل، وجودة نموذج العمل، وقوّة الميزة التنافسيّة، ونزاهة الإدارة ومواءمتها للمساهمين، والسعر الذي تدفعه مقارنة بالقيمة الجوهرية مقابل الإستثمار.

إنّ استراتيجيتنا بسيطة لكنّها ناجحة عملياً حيث أننا نهدف إلى:

- امتلاك شركات عالية-الجودة تتمتع بميزة تنافسيّة مُستدامة.
- الشراكة مع فرق إدارة مُنضبطة تتوافق حوافزها مع مصلحة المساهمين.
- الشراء عند بلوغ أسعار توفّر هامش أمان حقيقي.
- البحث عالمياً عن أفضل مزيج بين الجودة والسعر، دون تحييز للسوق المحلي أو سوق واحد.

خلال سنة 2025، نمت أرباح شركات محفظتنا بأكثر من 30%، وما زالت تُتداول عند تقييمات أدنى بكثير من متوسطات الأسواق العالمية، كما تُحقق عوائد على رأس المال أعلى نسبة من المؤشرات. وقد أسهم هذا المزيج في تحقيق نمو يقارب 26% في الصندوق، ما مكّننا من التفوق على مؤشرات الأسواق العالمية التي اعتدنا أن نُقارن أداءنا بها. ومع ذلك، فإننا نقيم شركات المحفظة ونقيم الصندوق ككلّ على أنه يُتداول عند خصم بحوالي 30% عن قيمته العادلة، وذلك دون احتساب أي نمو إضافي في النتائج التشغيلية والمالية للشركات. وإذا أُغلق هذا الفارق، فقط، وتحركت استثماراتنا نحو قيمتها العادلة، فإن العائد المُحتمل سيُناهز الـ50%، قبل احتساب أي نمو إضافي.

بالإضافة إلى ما سبق، تُقدّم محفظتنا عائدًا تقديريًا للمساهمين بلغ حوالي 4.8%، ويجمع بين عائد توزيعات قدره 2.9% وعائد إعادة شراء أسهم قدره 1.9%. كما أن مجرد انتظار إغلاق فجوة التقييم، من غير احتساب فرضية أي نمو إضافي، قد يُترجم بصورة معقولة إلى عائد مُتوقّع مُستقبلا في نطاق يُناهز الـ55%، خلال الفترة القادمة.

نحن مُتفائلون جدًا بشأن استثماراتنا. ونرى أنّ الشركات التي نمتلكها ذات جودة عالية، وتقييماتها إيجابية جدًا، وموزعة بشكل جيد صلب قطاعات ومواقع مختلفة، بميزات تنافسية عالية ومُستدامة. كما نُؤمن بمبدئ تطابق المصالح، فنحن نستثمر وإياكم في الصندوق، وقد زدنا شخصيًا من نسبة استثماري في الصندوق مع مطلع سنة 2026، بما يعكس قناعتني بفرص مُرتقبة، لا محالة بإذن الله.

نأمل أن يمنحكم هذا التقرير صورة واضحة لاستثماراتكم كما تمنينا أن كنّا مكانكم كمساهمين. وكالعادة، نشكركم على ثقتكم بنا.

مع خالص التحية،

خالد بن سعود العامري

info@alaamira.com