



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

GCC недвижимость в условиях военного риска: нефть поддерживает фискал, но не страховой коэффициент



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



GCC недвижимость в условиях военного риска: нефть поддерживает фискал, но не страховой коэффициент

Текущая эскалация вокруг Ирана изменила структуру шока для стран GCC. Если ранее основной канал передачи проходил через нефть, фискальный баланс и инвестиционный цикл, то теперь к нему добавился физический риск для городов хабов. Сообщения о ракетных и дронных атаках по инфраструктуре в регионе, включая эпизоды вблизи Дубая, Дохи и портовых узлов Омана, переводят дискуссию из плоскости "risk premium в котировках" в плоскость "риск нахождения на территории".

Для рынка недвижимости это принципиально. В отличие от суверенного долга, который опирается на резервы и суверенные фонды, рынок жилья и коммерческой недвижимости является производной от пяти переменных: нефтяных доходов, фискального импульса, банковской ликвидности, притока иностранного капитала и миграционных потоков. При появлении реального риска для физической безопасности последняя переменная начинает доминировать, а реакция на стороне сделок и арендного рынка происходит быстрее, чем меняется макро картина. Количественная рамка сценариев по нефти, фискальному эффекту и миграции приведена далее (Таблица 1), но по сути даже при нефти \$110–\$130 фискальная поддержка не компенсирует потенциальное сокращение экспортной базы на 5%–15% в стресс вариантах.

Нефть и фискал: поддержка есть, но лаг сохраняется

Фундаментальные буферы GCC остаются значительными. Совокупные валютные резервы региона оцениваются примерно в \$800 млрд, активы суверенных фондов превышают \$3 трлн. По оценкам МВФ, изменение цены нефти на \$10 за баррель сдвигает фискальный баланс стран GCC на 2,3%–2,7% ВВП. Это означает, что при нефти \$110 против \$90 фискальный выигрыш может достигать 4%–5% ВВП, а при \$130 совокупный эффект относительно низконефтяного режима становится двузначным.

Однако фискальный выигрыш не равен немедленному импульсу для стройки. Лаг между ростом нефтяных доходов и реальным строительным циклом составляет 12–18 месяцев. Поэтому фискальная строка в макро сценарии (Таблица 1) работает в среднесрочном горизонте, тогда как динамика сделок и цен в отдельных странах реагирует в пределах одного-двух кварталов.

Канал миграции и отъезда нерезидентов

Ключевая развилка текущего цикла, поведение нерезидентов. Дубай, Абу Даби, Доха и Маскат являются хабами с высокой долей экспатов и иностранного капитала. В Дубае доля off plan в 2025 году приблизилась к 70% транзакций, что делает рынок особенно чувствительным к изменению ожиданий.

Даже при умеренной эскалации, если нерезиденты откладывают покупки и релокации, объем сделок может сократиться на 25%–35% в течение шести месяцев, а цены в prime и luxury сегментах скорректируются на 10%–15%. В более жестком варианте падение сделок достигает 40%–55%, а ценовая коррекция 15%–25%. В хвостовом сценарии при устойчивом оттоке 10%–15% экспатов сделки могут сократиться более чем на 50%, а цены в инвестиционных сегментах снизиться на 25%–35% (оценочные диапазоны см. Таблица 2). Расширение cap rate на 100–200 б.п. означает, что даже без резкого роста вакантности капитальная стоимость активов корректируется через повышение требуемой доходности.



Абу Даби, Катар, Оман

Для Абу Даби амплитуда потенциальной коррекции ниже из-за большей роли квазигосударственных структур и менее спекулятивной модели спроса. В базовом варианте речь идет о замедлении и снижении сделок на 15%–25%, в стресс — о коррекции цен на 5%–15% в премиальных сегментах (диапазоны представлены в Таблица 3).

Катар входит в цикл с сильным внешним профицитом, однако зависимость от международных потоков капитала и LNG делает рынок чувствительным к восприятию безопасности. В стресс варианте допустима коррекция premium сегмента на 10%–15% и снижение сделок на 25%–35%, при одновременном давлении на гостиничный RevPAR до –15% (см. Таблица 5).

Оман более уязвим через канал логистики и туризма. Даже базовый сценарий предполагает снижение активности на 20% и умеренную коррекцию цен, а стресс допускает –10%–15% в инвестиционных сегментах (Таблица 6).

Саудовская Аравия, прежде всего Эр Рияд, демонстрирует большую устойчивость цен, но не активности. В стресс варианте сделки могут сократиться на 20%–30%, а цены в апартаментах на 5%–10% (оценки приведены в Таблица 4). Здесь работает более сильный внутренний спрос и государственные программы, однако кредитный цикл и корпоративные решения остаются фактором риска.

Коммерческая недвижимость: риск через релокации и туризм

Коммерческий сегмент в Эр Рияде и Дубае входил в 2026 год с крайне низкой вакантностью и двузначным ростом ставок. Однако даже при сохранении текущей вакантности расширение cap rate на 50–200 б.п. в стресс вариантах приводит к снижению капитальной стоимости активов (см. агрегированные параметры в Таблицы 2–4 и 7).

В Дубае снижение офисных ставок на 5%–10% и замедление релокаций международных компаний способно быстро изменить оценку доходности проектов. В Катаре сокращение турпотока на 10%–20% достаточно для пересмотра прогнозов по RevPAR и инвестиционной стоимости гостиничных активов.

Банковский и девелоперский канал

Ужесточение условий финансирования усиливает цикличность. В стресс варианте расширение девелоперских спредов на 200 б.п., а в хвостовом на 300–400 б.п., сочетается с замедлением ипотечного роста до отрицательных значений и переносом до 30% проектов (см. Таблица 7). Это ограничивает способность рынка быстро восстановиться даже при высоких нефтяных ценах.

Эмитентная сегментация: перераспределение риска внутри Дубая

Макро сценарии, представленные выше, неравномерно распределяются внутри самого рынка. Снижение сделок на 25%–65% и расширение cap rate на 50–200 б.п. в стресс и хвостовом вариантах означают, что ключевым становится не просто география, а структура баланса конкретного девелопера — доля off plan, зависимость от нерезидентов, стоимость фондирования и наличие квазигосударственной поддержки.

В 2025 году около 70% сделок в Дубае приходилось на off plan, что усиливает чувствительность к динамике pre sales. В конфликтном сценарии первым снижается инвестиционный спрос нерезидентов, а это напрямую отражается на денежном потоке эмитентов, активно использующих sukuk и долларовые облигации для финансирования pipeline 2025–2027 годов.

Рынок условно делится на три группы.

1. Публичные платформы с низкой стоимостью капитала

Emaar (DFM: EMAAR) остается крупнейшим игроком по объему off plan продаж. Компания имеет несколько долларовых выпусков с купонами в диапазоне 3,6%–3,9% и относительно низкую долговую нагрузку. Низкая стоимость фондирования, диверсифицированная структура выручки (жилая недвижимость, торговые центры, hospitality) и крупный backlog снижают refinancing risk даже при расширении спредов на 100–150 б.п.

В базовом сценарии (см. Таблица 2) снижение сделок на 25%–35% и коррекция цен на 10%–15% для такого профиля трансформируются скорее в замедление темпов запуска и осторожное управление pipeline, чем в проблему ликвидности.

2. Частные эмитенты с высокой долей sukuk и более дорогим долгом

Binghatti и Sobha активно использовали международный рынок sukuk в 2024–2026 годах, размещая выпуски с купонами 7%–9%+. Высокая доходность отражает более рискованный профиль, высокая доля off plan и существенная зависимость от инвестиционного спроса.

В стресс сценарии (см. Таблицы 2 и 7), где сделки в Дубае сокращаются на 40%–55%, а спреды расширяются на 150–300 б.п., возникает двойной эффект:

- падение pre sales и рост отмен,
- удорожание roll over в 2027–2030 окне.

При совпадении пика вводов 2025–2026 годов и расширения спредов до +200 б.п. refinancing risk становится уже не абстрактным, а операционным, особенно при необходимости поддерживать темпы строительства для выполнения обязательств по escrow.

3. Квазигосударственные платформы

Nakheel и структуры Dubai Holding Real Estate не имеют значимого публичного долга и фактически опираются на суверенный бэкстоп. Их уязвимость к коррекции цен существует, однако риск рефинансирования ограничен, а гибкость по переносу сроков и фазированию проектов выше.

В хвостовом сценарии (см. Таблица 2) с падением сделок на 50%–65% именно различие в доступе к капиталу становится ключевым фактором выживаемости, а не номинальный масштаб портфеля.

DAMAC занимает промежуточную позицию: высокая доля off plan и зависимость от инвестиционного спроса сочетаются с наличием публичного долгового рынка и ближайшими погашениями 2026 года. В стресс варианте возможен рост стоимости bridge financing и необходимость аккуратного управления ликвидностью.



Сравнительная матрица уязвимости девелоперов Дубая

Эмитент	Роль в off plan рынке	Стоимость капитала	Уязвимость к падению pre sales	Рефинансирование в стресс сценарии
Emaar	Крупнейший игрок	Низкая (3,6%–3,9% купоны)	Средняя	Управляемая, доступ к рынку сохраняется
DAMAC	Существенная доля	Средняя/высокая	Выше средней	Погашения 2026 повышают чувствительность
Sobha	Активный off plan	Высокая (7%–8%+)	Высокая	Спред +150–300 б.п. ощутим для IRR проектов
Binghatti	Высокая доля off plan	Высокая (8%–9%+)	Высокая	2027–2031 стены усиливают rollover risk
Nakheel / Dubai Holding	Master developer	Квазисуверенная	Ниже средней	Суверенный бэкстоп снижает риск

Связь с макро сценариями

В базовом конфликтном сценарии (Таблица 1) расширение спредов на 20–40 б.п. не создает системного давления. Однако в стресс варианте, где по Дубаю закладывается –40%–55% по сделкам (Таблица 2) и расширение спредов на 150–300 б.п. (Таблица 7), нагрузка на эмитентов с купонами 8%–9% становится существенной.

В хвостовом сценарии совпадение трех факторов:

- отток нерезидентов 10%–15%,
- падение сделок более чем на 50%,
- рост спредов 300 б.п.+,

создает асимметричный риск именно для частных высокодоходных девелоперов, тогда как публичные и квазигосударственные платформы сохраняют относительную устойчивость.

Конфликтный шок перераспределяет риск внутри сектора. В краткосрочном горизонте фискальные буферы поддерживают суверенный риск, но не устраняют refinancing risk для девелоперов с высокой долей off plan и дорогим долгом. Именно поэтому в условиях расширения risk premium downside в секторе будет распределен неравномерно, и у эмитентов с высокой доходностью sukuk и концентрацией на инвестиционном спросе он шире, чем у платформ с низкой стоимостью капитала и квазигосударственной поддержкой.

Сравнение с историей

В 2014–2016 падение цен в Дубае составляло 10%–15%, в 2020 коррекция была двузначной, но относительно краткосрочной. Текущий шок отличается тем, что в сценарной калибровке закладывается миграционный фактор, отсутствовавший в прежних циклах в такой степени (см. макро параметры в Таблица 1). Именно этот канал объясняет, почему диапазоны потенциального снижения шире, чем в предыдущих нефтяных спадах.

Итоговая оценка уязвимости

Наиболее уязвимым сегментом остаются luxury и инвестиционные off plan проекты Дубая, где совпадают высокая доля нерезидентов, пик ввода и чувствительность к спредам (см. оценочные диапазоны в Таблица 2). Эр Рияд демонстрирует большую устойчивость цен, но не защищен от снижения активности (Таблица 4).

В базовом конфликтном сценарии для Дубая диапазон –10%–15% по ценам и –25%–35% по сделкам остается центральным. В стресс варианте –15%–25% по ценам и до –55% по сделкам выглядят экономически обоснованными. В хвостовом варианте –25%–35% по ценам становится допустимым диапазоном с горизонтом давления 6–18 месяцев.

Фискальные буферы региона значительны, однако они смягчают долговой риск, а не риск проживания. В краткосрочном горизонте именно миграционный канал и расширение risk premium, калиброванные в сценарных расчетах (Таблицы 1–7), формируют более широкий downside по недвижимости, чем потенциальный upside от высоких цен на нефть.

Таблица 1. Макро параметры сценариев, нефть и фискальный эффект

Сценарий	Нефть \$/bbl	Изменение фискального баланса vs \$90	Геополитическая премия	Миграция экспатов
Нейтральный	90	0% ВВП	Низкая	Стабильная
Базовый конфликтный	110	+2% до +3% ВВП	Умеренная	–2% до –5%
Стресс	120–130	+4% до +6% ВВП	Высокая	–5% до –10%
Хвостовой	120+	+4% до +6% ВВП	Устойчивая, длительная	–10% до –15%

Таблица 2. Дубай, жилая недвижимость

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Сделки	0% до +5%	–25% до –35%	–40% до –55%	–50% до –65%
Цены prime/luxury	+5% до +8%	–10% до –15%	–15% до –25%	–25% до –35%
Off plan	+5%	–15% до –20%	–20% до –30%	–30%+
Аренда high end	+3%	–5% до –10%	–10%	–15%
Cap rate	Без изм.	+50–100 б.п.	+100–150 б.п.	+200 б.п.

Таблица 3. Абу Даби, жилая недвижимость

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Сделки	0% до +5%	-15% до -25%	-25% до -35%	-35% до -45%
Цены prime	+3% до +5%	-5% до -10%	-10% до -15%	-15% до -20%
Аренда	+3%	-5%	-5% до -10%	-10%
Cap rate	Без изм.	+50 б.п.	+100 б.п.	+150 б.п.

Таблица 4. Эр Рияд, жилая недвижимость

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Сделки	+5% до +10%	-10% до -20%	-20% до -30%	-30% до -40%
Цены апартаменты	+5% до +8%	0% до -5%	-5% до -10%	-10% до -15%
Цены виллы	0% до +5%	0%	-5%	-10%
Office rents	+5%	0%	0% до -5%	-5%
Cap rate	Без изм.	+25-50 б.п.	+75 б.п.	+100 б.п.

Таблица 5. Катар, жилая недвижимость

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Сделки	0% до +5%	-15% до -25%	-25% до -35%	-35% до -45%
Цены premium	0% до +3%	-5% до -10%	-10% до -15%	-15% до -20%
Аренда high end	+2%	-5%	-10%	-15%
RevPAR	+5%	-10%	-15%	-20%
Cap rate	Без изм.	+50 б.п.	+100 б.п.	+150 б.п.

Таблица 6. Оман, жилая недвижимость

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Сделки	0% до +5%	-20%	-30%	-40%
Цены	+3% до +5%	-5% до -10%	-10% до -15%	-15%
Аренда	+3%	-5%	-10%	-15%
Cap rate	Без изм.	+50 б.п.	+100 б.п.	+150 б.п.

Таблица 7. Девелоперы и банковский сектор, агрегировано GCC

Показатель	Нейтральный	Базовый	Стресс	Хвостовой
Девелоперские спрэды	Стабильные	+100 б.п.	+200 б.п.	+300–400 б.п.
CDS суверенные	Низкие	+20–40 б.п.	+50–100 б.п.	+100–150 б.п.
Рост ипотеки	+5% до +8%	0%	-5%	-10%
Стандарты кредитования	Нейтральные	Умеренно жестче	Жесткие	Существенно жестче
Отложенные проекты	0%	10%	20%	30%+



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment