Maalot
S&P Global Ratings

נאוי גרופ בע"מ

15 בספטמבר 2026

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilA+/ilA-1'; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

אייל שלוש 972-37539737 eyal.chelouche@spglobal.com

איש קשר נוסף:

מתן בנימין 972-37539716 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
פעולת הדירוג 2
שיקולים עיקריים 2
תחזית הדירוג 4
התרחיש החיובי 5
התרחיש השלילי 5
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 5
רשימת דירוגים 5

תמצית

- הביצועים התפעוליים של נאוי גרופ בע"מ ("נאוי" או "החברה") נותרו איתנים והיא ממשיכה להרחיב ולגוון את קווי הפעילות שלה בשנת 2026 באמצעות השקעות בתחום המשכנתאות ואשראי צרכני.
- אנו צופים שיחס ההון המותאם לסיכון (RAC) של החברה יהיה גבוה מ-15% בסוף 2027, למרות קיזוז של ההשקעות ההוניות בהיקף של כ-277 מיליון ₪ מבסיס ההון של החברה בהתאם למתודולוגיה שלנו. התאמות אלה כוללות שטר הון בסך כ-120 מיליון ₪ שהעמידה החברה לפעילות המשכנתאות לתקופה של ארבע שנים, וכן את השקעתה במניות מימון ישיר, שהיא השקעה סחירה ונזילה הניתנת למימוש מהיר.
- אנו מאשררים את דירוגי המנפיק והחוב של נאוי גרופ בע"מ, 'ilA+/ilA-1'.
- התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה כשחקנית הגדולה בענף האשראי החוץ-בנקאי ועל ביצועים תפעוליים איתנים ב-12-18 החודשים הקרובים. בנוסף אנו מעריכים שהחברה תפתח באופן זהיר את הפעילויות החדשות ואת הסיכונים הנובעים מחשיפתה למגזר ליווי פרויקטים לנדל"ן למגורים, כך שההון והרווחיות שלה יתמכו בדירוג הנוכחי.

פעולת הדירוג

ב-15 בספטמבר 2026 אשררה S&P מעלות את דירוגי המנפיק של נאוי גרופ בע"מ, 'ilA+/ilA-1'. תחזית הדירוג יציבה. כמו כן אשררה S&P מעלות את דירוג סדרת האג"ח של נאוי גרופ בע"מ, 'ilA'.

שיקולים עיקריים

נאוי גרופ ממשיכה להציג ביצועים תפעוליים איתנים, למרות הסביבה הכלכלית המאתגרת. נכון ל-30 ביוני 2026, עמד תיק האשראי על כ-5.2 מיליארד ₪, לעומת כ-4.8 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. אנו צופים כי התיק ימשיך לצמוח בהיקף של כ-10%-12% לשנה בשנים 2027-2028, בדומה לאסטרטגיית הצמיחה של החברה, ובתמיכת ביקוש יציב לאשראי בענפי הנדל"ן, הבינוי והתשתיות, וכי חשיפת החברה לענפים אלו, שעמדה על כ-77% ב-30 ביוני 2026, תישאר מעל הממוצע הענפי. הכנסות הריבית נטו של החברה בששת החודשים הראשונים של 2026 צמחו לכ-144 מיליון ₪ מכ-126 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, בעוד שהרווח הנקי צמח לכ-91 מיליון ₪ מכ-83 מיליון ₪, בהתאמה.

אנו סבורים כי המעמד התחרותי של החברה ממשיך להתחזק. נאוי הרחיבה את סל המוצרים באמצעות כניסה לליווי פרויקטים למגורים והרחבת פעילות המשכנתאות באמצעות חברת הבת נאוי את לוזון בע"מ, המוחזקת ב-45% על ידי נאוי. ביוני 2026, הסתכם תיק המשכנתאות של נאוי את לוזון בכ-900 מיליון ₪, והוא מנוהל בנפרד מתיק האשראי של נאוי. בכוונת החברה להגדיל את תיק משכנתאות עד להיקף של כ-1 מיליארד ₪ עד סוף 2026, ולמכור לצדדים שלישיים תיקי הלוואות חדשות מעבר לרמה זו. עם זאת, לפעילויות החדשות היסטוריית פעילות קצרה, שכן שתיהן התחילו בסוף 2025, ותרומתן להכנסות ולרווחיות של נאוי אינה מהותית

בשלב זה. לכן, אנו סבורים כי על אף שהן משפרות את מגוון המוצרים, הן אינן צפויות לשנות באופן מהותי את הפיזור הענפי של החברה בטווח התחזית.

צמיחתה של החברה נתמכת בבסיס הון מדווח חזק וברווחיות איתנה. נכון ל-30 ביוני 2026 הסתכם ההון העצמי של החברה בכ-1.1 מיליארד ₪, לעומת כ-961 מיליון ₪ ביוני 2025. עם זאת, לצורך חישוב ההון המתואם (**Total Adjusted Capital – TAC**) אנו מבצעים התאמות להון המדווח, בין היתר בגין החזקות הוניות בחברת הבת נאוי את לוזון בע"מ וכן במניות של חברת מימון ישיר בע"מ. בנוסף, אנו מייחסים משקלות סיכון גבוהות יחסית לחשיפות למגזר ליווי הבנייה למגורים. כתוצאה מכך, ביוני 2026 עמד יחס ה-**RAC** על מעט פחות מ-15%. אנו צופים כי היחס יעלה ויישאר מעל 15% ב-2027-2028, בתמיכת רווחיות טובה ויצירת הון פנימית. הערכתנו גם נתמכת במדיניות החברה לשמור על יחס הון למאזן של לפחות 18.5% (19.1% ביוני 2026) ובחלוקת דיבידנד של כ-30% מהרווח הנקי השנתי. עם זאת, צמיחה מהירה בתיק האשראי מעבר לציפיותינו, לרבות בפעילות ליווי פרויקטים, עשויה להביא לשחיקה מסוימת ביחס ה-RAC, בשל משקולות סיכון גבוהות יחסית המאפיינות תחום זה.

בספטמבר 2026, הודיעה נאוי על מספר שינויים בהנהלה הבכירה, כחלק מהיערכות לצמיחה בשנים הקרובות. במסגרת השינויים, מר דורי נאוי, מייסד ובעל השליטה בחברה המשמש גם כמנכ"ל ודירקטור, יסיים את תפקידו ויכהן כסגן יו"ר פעיל. המנכ"ל החדש שיחליף אותו הוא בכיר מבנק לאומי, שבתפקידו הנוכחי מכהן כראש סקטור נדל"ן ובנייה בבנק, וקודם לכן שימש כראש סקטור צריכה ופיננסים, מה שיוצר סינרגיה מלאה לתפקידו בנאוי. הוא צפוי להיכנס לתפקידו ביולי 2027, בכפוף לאי-התנגדות רשות שוק ההון. בנוסף, תמונה סמנכ"לית כספים חדשה מכלל ביטוח אשראי, וכן תוארך כהונתו בהתאם לדין של מר שחר אושרי כיו"ר פעיל של החברה לפרק זמן של 10 שנים. אנו רואים בצעדים אלה גורם התומך בהמשך מיסוד המבנה הניהולי והפחתת התלות בבעל השליטה בניהול השוטף. עם זאת, נמשיך לעקוב אחר תהליך חילופי ההנהלה ויישום האסטרטגיה תחת המבנה הניהולי החדש.

שיעור ההוצאות להפסדי אשראי מסך התיק עלה אך נשאר נמוך מהממוצע הענפי. ב-30 ביוני 2026 עמד שיעור זה על כ-0.63% לעומת כ-0.4% שנה קודם לכן. עלייה זו נובעת מהפרשה ספציפית נטו בתיק האשראי בסך של כ-15.5 מיליון ₪, כאשר יתרת ההפרשה הינה הוצאה כללית בסך של כ-1.1 מיליון ₪, הנובעת בעיקרה מגידול בתיק האשראי ובתיק האג"ח הסחיר. אנו צופים כי שיעור ההוצאות להפסדי אשראי יגדל במתינות בשנתיים הקרובות על רקע המשך סביבת הריבית הגבוהה ואי הוודאות הכלכלית, אך יישאר נמוך מהממוצע הענפי. עם זאת, ריכוזיות האשראי הגבוהה בענפי הנדל"ן והבנייה ממשיכה להוות גורם סיכון מרכזי. בפרט, הרחבת פעילות ליווי הפרויקטים והמשכנתאות מגדילה את החשיפה לנדל"ן למגורים. נכון ליוני 2026, עמד היקף שיעור החובות הבעיתיים על כ-3.69%, לעומת כ-3.4% ביוני 2025. נציין, כי למרות שחלה ירידה משמעותית בחובות שחלה בהם עלייה משמעותית בסיכון האשראי (שלב ב'), חלה עלייה משמעותית בהיקף

החובות הפגומים (שלב ג'). עלייה זו נבעה בעיקר מהחמרה בסיווג של מספר מצומצם של לקוחות, ואינה משקפת הידרדרות רוחבית באיכות תיק האשראי. אנו רואים לחיוב את המשך הגידול בשיעור הביטחונות הבלתי משועבדים התומכים באשראי. נכון ל-30 ביוני 2026, כ-75% מתיק האשראי הכולל – בהיקף של כ-4.1 מיליארד ₪ – מגובה בביטחונות, בנוסף לגיבוי מלא באמצעות ממסרים דחויים וערבויות בעלים.

פרופיל המימון של נאוי השתפר בעקבות גיוון מקורות המימון והרחבת השימוש בשוק ההון, כחלק ממאמצי החברה לגוון את פרופיל המימון שלה. במהלך השנים האחרונות הנפיקה נאוי אג"ח חדשות, ובכך הגדילה את חלקן מסך מקורות המימון ל-13% בספטמבר 2026 לעומת כ-3% בסוף 2023. בנוסף, הנפיקה החברה סדרות חדשות של ניירות ערך מסחריים (סחירים ופרטיים), אשר חלקם גדל משמעותית לכ-28% ביוני 2026, לעומת 12% ב-2023, בעוד שחלקו של המימון הבנקאי ירד ל-64% ביוני 2026, לעומת 79% ב-2023. כמו כן, ביוני 2026 הודיעה נאוי כי הגיעה להסכם עם שני בנקים לקבלת מסגרות אשראי לזמן ארוך בהיקף מצטבר של כ-500 מיליון ₪, חלף מסגרות אשראי דומות לזמן קצר שניתנו קודם לכן על ידי אותם בנקים, מה שלהערכתנו משפר את היחס בין ניהול מח"ם הנכסים ומח"ם ההתחייבויות של החברה.

אנו רואים לחיוב את מאמציה של נאוי לגוון את מקורות המימון שלה תוך גיוס חוב עם מח"ם ארוך יותר. עם זאת, נציין כי מרבית המימון של החברה משוק ההון מורכב מניירות ערך מסחריים, שאותם אנו רואים כמקור מימון פחות יציב בהשוואה לאג"ח לטווח ארוך. אף על פי כן, אנו מביאים בחשבון שכ-70% מהנע"מים הפרטיים של החברה מגובים במסגרות אשראי בנקאיות ייעודיות ומחייבות, דבר שלהערכתנו ממתן במידה מסוימת את סיכוני המחזור והנזילות.

נזילות החברה נתמכת בשמירה על יתרות לא מנוצלות בבנקים, המעוגנת במדיניות פנימית, ובמח"ם נכסים שעדיין קטן משנה. נכון ל-30 ביוני 2026, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות מבנקים בהיקף של כ-992 מיליון ₪, בנוסף למסגרות אשראי לא מנוצלות מחייבות לגיבוי נע"מים פרטיים בהיקף של כ-830 מיליון ₪, מה שמחזק את נזילות החברה ואת יכולתה לעמוד בתרחישי קיצון. כמו כן, החברה שומרת על נכסים נזילים בהיקף של 10% מסך התיק שלה, ויש לה גמישות להנזיל חלק מהתיק במידת הצורך על מנת לתמוך בצורכי החוב ולנהל את חשיפותיה.

בהתאם למתודולוגיה שלנו, דירוג איגרות החוב של החברה משקף את העובדה שהחוב המועדף (priority debt) יישאר גבוה מ-30% מסך הנכסים המותאמים, וכי היקף הנכסים הלא משועבדים יעלה על היקף החוב הלא מובטח ב-12-18 החודשים הבאים.

תחזית הדירוג

התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה כשחקנית הגדולה בענף האשראי החוץ-בנקאי ועל ביצועים תפעוליים איתנים ב-12-18 החודשים הקרובים, למרות סביבה מקרו-כלכלית

מאתגרת. בנוסף אנו צופים כי החברה תמשיך לפתח באופן זהיר את הפעילויות החדשות ואת הסיכונים הנובעים מחשיפתה לענף ליווי בנייה למגורים, כך שההון והרווחיות שלה ימשיכו לתמוך בדירוג הנוכחי, תוך שמירה על יחס הון מותאם לסיכון (RAC) של מעל 15%.

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם החברה תמשיך לחזק את מעמדה העסקי ולהרחיב את מגוון פעילויותיה, תוך שמירה על רווחיות ואיכות נכסים טובות. העלאת דירוג תהיה תלויה גם בשמירה על בסיס הון חזק, לרבות יחס RAC גבוה מ-15% באופן עקבי, וכן בשיפור נוסף בפרופיל המימון, באמצעות המשך גיוון המקורות והגדלת חלקם של מקורות מימון ארוכי טווח.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג המנפיק של נאוי ב-12-18 החודשים הקרובים אם בסיס ההון של החברה ייחלש במידה שתוביל לירידה משמעותית של יחס ההון המותאם לסיכון (RAC) מתחת ל-15%. תרחיש זה עשוי לנבוע מצמיחה מהירה מהצפוי בפעילות ליווי הבנייה, בשילוב עם הרעה משמעותית באיכות הנכסים שתפגע ביכולת צבירת ההון. בנוסף, נשקול פעולת דירוג שלילית אם להערכתנו תחול היחלשות בפרופיל המימון של החברה בשל ריכוזיות גבוהה יותר במקורות המימון, או במקרה של עלייה משמעותית בסיכונים הגיאופוליטיים.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג מוסדות פיננסיים, 9 בדצמבר, 2021
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון ענף הבנקאות, 9 בדצמבר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת הלימות הון מותאם סיכון של מוסדות פיננסיים, 5 במאי, 2026
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- מתודולוגיה: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 2025

רשימת דירוגים

נאוי גרופ בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA+\Stable	10/03/2015	21/09/2025

נאוי גרופ בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
טווח קצר	ilA-1	23/12/2015	21/09/2025
דירוג(י) הנפקה			
חוב לטווח קצר			
סדרה 11	ilA-1	03/09/2026	03/09/2026
סדרה 12	ilA-1	13/04/2026	13/04/2026
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ז	ilA	29/06/2025	21/09/2025
סדרה ח	ilA	17/06/2026	17/06/2026
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מאי 28, 2025	ilA+\Stable		
נובמבר 15, 2023	ilA+\Negative		
נובמבר 29, 2021	ilA+\Stable		
יולי 28, 2021	ilA\Positive		
מאי 21, 2020	ilA\Stable		
דצמבר 24, 2019	ilA+\Stable		
דצמבר 18, 2016	ilA\Stable		
מרץ 10, 2015	ilA-\Stable		
טווח קצר			
דצמבר 18, 2016	ilA-1		
פברואר 02, 2016	ilA-2		
ינואר 11, 2016	ilA-2\Stable		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	15/09/2026 14:46
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15/09/2026 14:46
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.