

זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ

מעקב | מרץ 2026

אנשי קשר:

רוברט אבדלימוב

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
robert.a@midroog.co.il

אלון כהן

אנליסט, מעריך דירוג משני
alon.c@midroog.co.il

איריס שדה אור, סמנכ"ל

ראש תחום פרויקטים ותשתיות
iris.s@midroog.co.il

זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ

| | | |
|------------------|-------|-------------|
| אופק דירוג: יציב | A3.il | דירוג מנפיק |
| אופק דירוג: יציב | A3.il | דירוג סדרה |

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il למנפיק ולאגרות החוב סדרה א' שהנפיקה חברת זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ (להלן "זפירוס" ו/או "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרת החוב במחזור המדורגת על ידי מידרוג:

| שם סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|--------------|---------------|-------|------------|------------------|
| זפירוס אגח א | 1222231 | A3.il | יציב | 01.12.2033 |

שיקולים עיקריים לדירוג

במסגרת הדירוג נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) החברה פועלת בענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בפולין, המוערך על ידי מידרוג כבעל סיכון בינוני; (2) הסביבה הרגולטורית בענף מוסדרת ומעוגנת בחוק וכוללת אסדרה תעריפית (באמצעות מנגנון CFD¹ ממשלתי ארוך טווח), הממתנת באופן משמעותי סיכונים ביקושים, ו/או תלות בתעריף משתנה ויוצרת ודאות בקשר עם תזרים המזומנים הצפוי לטווח ארוך; (3) חסמי הכניסה לענף ייצור החשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות הינם נמוכים ביחס לענף ייצור החשמל באמצעות תחנות כוח פוסיליות, המאופייין בחסמי כניסה גבוהים, הנובעים, בין היתר, מהשקעות הוניות משמעותיות, לצד מורכבות טכנולוגית והנדסית; (4) מגמת הצמיחה המאפיינת את ענף האנרגיות המתחדשות בפולין ובעולם, הנתמכת בהחלטות ממשלה לקביעת יעדים לקידום אנרגיות מתחדשות; (5) צפי לגידול בהספק המותקן של החברה, לצד קבלת רישיון מסחר וחלוקה (DSO²) בפולין; (6) מימון מחדש בפרויקט פוטגובו, במקביל לשחרור כספים מהותיים; (7) יחסי הכיסוי של החברה צפויים לשמור על יציבות ארוכת טווח, כתוצאה מן החובות הפרויקטליים, המאופיינים בשיעור מינוף גבוה, בהתאם לנהוג בענף, כנגד נכסים בעלי תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ חובות אלו; (8) תכנית השקעות משמעותית לשנים 2026-2027, הצפויה לתמוך בצמיחתה של החברה; (9) מבני מימון פרויקטליים (בחוב Non-Recourse) בחברות הבנות; (10) תזרימי המזומנים של החברה כיום מגודרים ברובם באמצעות מנגנון CFD ממשלתי ארוך טווח ומכשירים פיננסיים נוספים; (11) חשיפה לריביות, שערי חליפין ולסיכונים האשראי של פולין; (12) רמת המינוף של החברה; (13) יתרות מזומנים מהותיות, לצד אי-חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים בשנים הקרובות; (14) הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב; (15) נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לחובותיה הבכירים והנחותים ברמת הפרויקטים בהם היא מחזיקה, וריכוזיות של הפעילות, הממותנות בפיזור רחב של נכסים באזור גיאוגרפי רחב; (16) להערכתנו, לפרויקטים ליצור חשמל מאנרגיה מתחדשת חשיפה נמוכה לסיכונים סביבה וסיכונים חברתיים, זאת לאור אסדרה תומכת ומגמות ביקושים התומכות בהם. בנוסף, אנו רואים חשיפה נמוכה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח פרויקטים בשלבי הקמה ובמקביל לכך תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בפולין. בהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 310-250 מיליון ש"ח לכל אחת מהשנים 2026-2027). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בל"ז ובמסגרת התקציבית לפיתוח הפרויקטים המצויים בתקופת ההקמה, לצד שמירה על יתרות נזילות מספקות. בנוסף, הבאנו בחשבון כי הפרויקטים המניבים של החברה יוסיפו לעמוד ביעדי ביצוע גבוהים לאורך שנות פירעון החובות ברמת הפרויקטים, וללא תקלות מהותיות.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-EBITDA המתואם השנתי צפוי לנוע בטווח שבין 135-125 מיליון ש"ח בשנים 2026-2027. בד, יחס חוב ל-EBITDA מתואם צפוי לנוע בטווח שבין 8.0-10.0 בשנים 2026-2027 ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.3 בשנים אלו. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקפת ביחס חוב ל-CAP, צפויה לנוע בטווח שבין 65%-69% בשנים הקרובות.

¹ Contract For Difference
² Distribution System Operator

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נתמך במעמדה העסקי של החברה ובוודאות תזרים המזומנים הנובעים מנכסי ייצור חשמל.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הפרופיל העסקי של החברה, באמצעות הרחבת פעילותה ומקורותיה התזרימיים
- שיפור מהותי באיתנות הפיננסית וביחסי כיסוי החוב של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שינוי בפרופיל הסיכון הענפי, לרבות הרעה בסביבה הרגולטורית התומכת
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית ויחסי כיסוי החוב של החברה
- חריגות מהותיות בלוח הזמנים ובמסגרת התקציב שנקבעה לפיתוח הפרויקטים הנמצאים בהקמה
- גידול בסיכון הפעילות של נכסי הבסיס של החברה

זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ₪

| 31.12.2022 | 31.12.2023 | 31.12.2024 | 31.12.2025 | |
|------------|------------|------------|------------|------------------------------------|
| 251,701 | 251,813 | 199,658 | 216,471 | הכנסות |
| 198,887 | 190,561 | 138,116 | 139,652 | EBITDA מתואם ³ |
| 152,366 | 109,655 | 122,902 | 138,983 | מזומנים ושווי מזומנים ⁴ |
| 16,314 | 413,989 | 479,712 | 461,325 | הון עצמי |
| 922,561 | 902,174 | 827,881 | 1,008,937 | חוב פיננסי מתואם ⁵ |
| 1,499,969 | 1,563,687 | 1,492,863 | 1,678,731 | סך מאזן |
| 98.3% | 68.5% | 63.2% | 68.3% | חוב פיננסי ל-Cap |
| 121,663 | 20,913 | 14,057 | 112,040 | Capex ⁶ |

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מגמת צמיחה בענף האנרגיות המתחדשות בפולין ובעולם, הנתמכת ביעדים לקידום אנרגיות מתחדשות

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח. זאת במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. בהתאם לדוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה⁷, סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-4,600 ג'יגה-וואט עד לשנת 2030, המהווה ירידה של כ-5% לעומת התחזית שפורסמה בשנה שעברה. עדכון התחזית כלפי מטה משקף שינויים במדיניות, ברגולציה ובתנאי השוק מאז חודש אוקטובר 2024. עם זאת, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2026. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית, כאשר האיחוד האירופאי הציב יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות. באיחוד האירופי, בוצעו תיקונים משמעותיים לדירקטיבה בנושא אנרגיה מתחדשת, אשר נכנסו לתוקף בחודש

³ רווח תפעולי כולל הוצאות שאינן תזרימיות בגין אסדרה רגולטורית, בתוספת פחת והפחתות ובנטרול הוצאות אחרות.

⁴ כולל פיקדונות לזמן קצר אשר אינם מוגבלים.

⁵ כולל התחייבות בגין חכירה.

⁶ מתואם בגין פירעון קרן התחייבויות חכירה.

⁷ [דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2025](#).

נובמבר 2023, במסגרתם הועלו היעדים לשימוש באנרגיה מתחדשת במדינות האיחוד. מדינות החברות באיחוד נדרשו להחיל את רוב הוראות הדירקטיבה המתוקנת עד לחודש מאי 2025, כאשר הדירקטיבה כוללת יעד לשימוש באנרגיה מתחדשת של לפחות 42.5% עד שנת 2030, עם שאיפה להגיע ל-45%⁸. בנוסף, אנו מעריכים כי המשך המלחמה בין רוסיה לאוקראינה צפויה להמשיך ולהגדיל את הביקוש לאנרגיה מתחדשת באירופה, בין היתר, עקב שאיפת מדינות האיחוד לבטל את התלות בגז המיובא מרוסיה. פולין נחשבת לאחת השחקניות המרכזיות בשוק האנרגיה האירופי, כאשר בהתאם לדיווחי החברה בשנת 2025 היקף ייצור החשמל במדינה נאמד בכ-174 טרה-וואט שעה, אשר הופק באמצעות קיבולת מותקנת בהספק של כ-74 ג'יגה-וואט. ייצור החשמל בפולין מסתמך ברובו על דלקים ממאובנים כגון פחם, ליגניט וגז טבעי, התורמים ביחד למעלה מ-65% מייצור החשמל במדינה, בעוד שכ-30% מהייצור מתבסס על אנרגיות מתחדשות. נדגיש, כי כחברה באיחוד האירופי, נדרשת פולין לעמוד ביעד של לפחות 42.5% חשמל המופק מאנרגיה מתחדשת עד לשנת 2030. בשנת 2021 אושרה בפולין התוכנית למדיניות האנרגיה עד לשנת 2040 אשר כוללת, בין היתר, מעבר לאנרגיה דלת-פחמן, גידול בהספק האנרגיה המתחדשת ושיפור איכות האוויר במדינה. בנוסף, במסגרת המדיניות הוסכם יעד לייצור חשמל ממקורות אנרגיה מתחדשות אשר יעמוד לכל הפחות על כ-32% מסך ייצור החשמל במדינה.

צפי לגידול בהספק המותקן של החברה

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2025, מפעילה החברה את פרויקט פוטגובו, חוות הרוח הגדולה ביותר בפולין, בהספק כולל של כ-257 מגה-וואט. כמו כן, הפרויקט הסולארי פוטגובו PV בהספק של כ-82 מגה וואט צפוי להתחיל הפעלה מסחרית לקראת סוף החציון הראשון של שנת 2026, בעוד שהפרויקטים הסולאריים Reut ו-Goliat, בהיקף כולל של כ-340 מגה-וואט, נמצאים בפיתוח מתקדם, וצפויים להתחיל הפעלה מסחרית בשנת 2027. בנוסף לכך, לחברה 6 פרויקטים בשלבי ייזום, בהספק כולל של כ-670 מגה-וואט (כ-70 מגה-וואט סולארי וכ-400 מגה-וואט רוח וכ-200 מגה-וואט שעה באגירה). להערכתנו, גידול בהספק המניב יסייע בהרחבת מקורותיה התזרימיים של החברה, אשר נכון למועד כתיבת הדוח מאופיינים בריכוזיות גבוה.

שוק החשמל בפולין הינו שוק מפותח המאפשר מכירת חשמל למספר רב של לקוחות פוטנציאליים, זאת באמצעות מכירת חשמל בבורסת החשמל או בחוזים בילטרליים. השחקנים הפועלים בשוק החשמל בפולין כוללים משווקי חשמל או ברוקרים (בעלי רישיון מסחר), אשר מוכרים את החשמל בבורסת החשמל ולמנהל הרשת או לצרכני הקצה. בהתאם לדיווחי החברה, מכירת החשמל בפרויקט פוטגובו נעשית בבורסת החשמל ובשוק האיזון (מכירה למנהל הרשת). נציין, כי עד סוף חודש מרץ 2024 החברה מכרה חשמל באמצעות ברוקרים חיצוניים. לאחר קבלת רישיון מסחר ממשרד האנרגיה, היא החלה לסחור בעצמה החל מיום 01.04.2024.

מימון מחדש בפרויקט פוטגובו במקביל לשחרור כספים מהתיים

בהתאם לדיווחי החברה, ביום 04.12.2025 התקשרה החברה בעסקת מימון מחדש, בדרך של תיקון ונוסח מחדש להסכם המימון של פרויקט פוטגובו, במסגרתה הופחת מרווח הריבית על ה-Wibor ל-6 חודשים מ-2.5% ל-2.3%, הוארך לוח הסילוקין בשנתיים נוספות עד חודש אוקטובר 2040, תוך הפחתה של כ-20% מממוצע בתשלומי הקרן עד חודש אוקטובר 2038 (כ-12 מיליון זלוטי בשנה). כמו כן, עודכן מנגנון האצת הפירעון כך שיחול בשיעור של 30% מהכספים הפנויים לחלוקה, עד לתקרה של כ-215 מיליון זלוטי. בנוסף, הוקמה מסגרת DSRF בהיקף של כ-45 מיליון זלוטי, חלף כספים שהוחזקו בחשבון ה-DSRA, תוך אפשרות לשחרור של כ-53 מיליון זלוטי מהחשבון הקיים, בכפוף לביצוע פירעון מוקדם של כ-16 מיליון זלוטי. עוד נקבע כי פוטגובו תהיה רשאית להעמיד הלוואות לחברה בת בבעלות מלאה לצורך השקעות באנרגיות מתחדשות בפולין, בהיקף מצטבר של עד כ-107 מיליון זלוטי, מתוך כספים המוחזקים בקרן ייעודית, וזאת בכפוף לקבלת אישור משרד האנרגיה הפולני לגבי יתרות ההתחשבות הסופיות.

תכנית השקעות משמעותית, הצפויה לאפשר את המשך צמיחתה של החברה

לחברה תכנית השקעות משמעותית, הכוללת הקמה ופיתוח של מספר פרויקטים בפולין. תכנית ההשקעות צפויה להביא לגידול מהותי בהוצאות ה-Capex בשנים הקרובות. הוצאות ה-Capex בשנים 2026-2027 צפויות לנוע בטווח שבין 10-250 מיליון ש"ח לשנה, זאת בהשוואה לכ-130 מיליון ש"ח במצטבר בשנים 2024-2025, בשל היעדר השקעות מהותיות בפיתוח וייזום פרויקטים חדשים. יתרות

⁸ [Directive \(EU\) 2023/2413](#)

הנזילות של החברה, אשר עמדו על כ-138 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2025, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הן או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה.

תזרימי המזומנים של החברה כיום מגודרים ברובם באמצעות מנגנון CFD ממשלתי ארוך טווח ובאמצעות מכשירים

פיננסים נוספים

מתקנים לייצור חשמל מהווים תשתית חיונית ונדבך משמעותי במשק החשמל, כאשר מכירת החשמל המיוצר בהם מבוצעת מכוח הסכמי PPA⁹, אסדרות תעריפות, או CFD מול חברות החשמל ו/או מנהל המערכת המקומי ו/או שוק החשמל. אחת הדרכים המרכזיות להגדלת הספק האנרגיה המתחדשת בפולין הינה סבסוד באמצעות מכרזים לעידוד פיתוח מתקני ייצור חדשים באנרגיה מתחדשת. הסבסוד מוענק במכרזים תחרותיים, הזוכים זכאים לקבל פרמיה בגין ההפרש על בסיס CFD, אם מחיר השוק נמוך מהתעריף אותו הגישו במכרז. מנגד, אם מחיר השוק יעלה על התעריף אותו הגישו במכרז, הזוכה יידרש להחזיר את ההפרש לחברה ייעודית בבעלות המדינה, אשר אמונה על ביצוע ההתחשבנות הראשונה, אשר תשולם רק בתום תקופת המכרז. נציין, כי תכנית המכרזים אושרה על ידי הניציבות האירופית כמתאימה לכללי הסיוע של מדיניות האיחוד האירופי. בהתאם לדיווחי החברה, תחת אסדרה זו, זכו הפרויקטים פוטגובו ופוטגובו PV בתעריפים קבועים צמודי מדד לתקופה של 15 שנים עבור כ-60% וכ-50% מסך כושר הייצור הממוצע בפרויקטים, בהתאמה. כמו כן, סביר כי החברה תפעל לזכייה במכרזים ו/או להתקשרות בהסכמי גידור בהיקפים דומים עבור פרויקטים בשלבי פיתוח וייזום נוספים. נציין, כי החוק המהווה את המסגרת המשפטית לתכנית המכרזים מאפשר פרסום מכרזים עד ליום 31.12.2027. חלק נוסף מיתרת כושר הייצור מוכרת החברה במחירי שוק או בעסקאות לקיבוע מחיר (VPPA¹⁰). הסכמי VPPA, הינם הסכמי מסגרת שחתמה החברה, המאפשרים לה לבצע קיבוע מחיר עיתי לכמויות שהוסכמו מראש ברמה חודשית (גידור). במסגרת המנגנון, החברה זכאית לפרמיה (המחושבת ומשולמת על בסיס חודשי) אם מחיר השוק הממוצע החודשי נמוך מהמחיר שהוסכם. כמו כן, ככל ומחיר השוק הממוצע החודשי כאמור גבוה מהמחיר המוסכם, החברה נדרשת לשלם את ההפרש.

בשנת 2025 הסתכם היקף ה-EBITDA המתואם בכ-139 מיליון ₪ בהשוואה ל-EBITDA מתואם בסכום של כ-138 מיליון ₪ בשנת 2024 וכ-190 מיליון ₪ בשנת 2023. במהלך שנת 2025 הייתה התפוקה בפרויקט פוטגובו נמוכה בכ-22% מתחזית הייצור לתקופה זו. בד בבד, מחיר החשמל הממוצע נטו במהלך שנת 2025 היה גבוה מהמחיר שהונח בתחזית החברה בכ-16%. העלייה במחירי החשמל קיזזה את הפער בתפוקה, ותמכה בשמירה על יציבות ה-EBITDA. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי ה-EBITDA המתואם של החברה לרדת לטווח של 135-125 מיליון ₪. ירידה זו מיוחסת בעיקר לגידול משמעותי הצפוי בסעיף ההוצאות הרגולטוריות, אשר צפוי לעלות מכ-5.9 מיליון ₪ בשנת 2025 לטווח של 35-30 מיליון ₪ בשנה. הגידול בהוצאות הרגולטוריות נובע מכניסת החברה לתקופת ההתחשבנות השנייה במכרזים של פרויקט פוטגובו, בעוד שההתחשבנות הראשונה צפויה להתבצע רק בתום תקופת המכרז, ולכן ההוצאות בגינה הונו ונפרסו על פני תקופה ארוכה, הרי שההתחשבנות השנייה צפויה להתבצע בתוך 3 שנים. לאור פרק הזמן הקצר יותר עד להתחשבנות, שיעור ההיוון של ההתחייבות נמוך יותר, ובהתאם לכך מוכרת הוצאה רגולטורית גבוהה יותר כבר בשלבים מוקדמים, בהשוואה לשנים קודמות. במקביל, יחס החוב ל-EBITDA, אשר נאמד על כ-7.2 בשנת 2025, צפוי לעלות במידה מסוימת ולנוע בטווח שבין 8.0-10.0 בשנים 2026-2027. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT ל-EBIT אשר נאמד על כ-1.2 בשנת 2025, צפוי לנוע לטווח שבין 1.0-1.3 בשנים 2026-2027.

רמת מינוף יציבה יחסית בשנתיים האחרונות, לצד השפעות שווי הוון של נכסים פיננסיים על הון החברה

החברה פועלת באמצעות החזקה בחברות פרויקטים, אשר מבנה החוב המקובל בהן מאופיין במינוף בהיקף משמעותי. רמת המינוף המאזני של החברה, אשר באה לידי ביטוי ביחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP), עמדה בשנת 2025 על כ-68.3%

⁹ Power Purchase Agreement

¹⁰ Virtual Power Purchase Agreement

¹¹ ה-EBITDA המתואם לוקח בחשבון, בין היתר, את ההוצאות הרגולטוריות כמפורט לעיל, כאשר ההתחשבנות בפועל מבוצעת אחת ל-3 שנים.

בהשוואה לכ-63.2% בשנת 2024 ולכ-68.5% בשנת 2023. בשנת 2026 רמת המינוף צפויה לרדת לטווח שבין 66%-65% נוכח צפי למימוש אופציות החברה בהיקף של כ-75 מיליון ש"ח, אשר מצויות עמוק בכסף ומועד פקיעתן נקבע ליום 30.06.2026. בד בבד, נוכח תכנית ההשקעות המשמעותית של החברה, בשנת 2027 רמת המינוף צפויה לעלות במידה מסוימת, כך שבהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לנוע בטווח שבין 69%-68%. נדגיש, כי החברה התקשרה עם גופים פיננסיים בעסקאות גידור על מנת לנהל את החשיפות שלה לשינויים במחירי החשמל בפולין (VPPA). נגזרים אלו נמדדים בשווי הוגן, שינויים באומדנים והערכות הנגזרים עשויים להביא לשינויים בשוויים ההוגן, ולעיתים גם באופן מהותי, ובכך להשפיע על הון החברה ויחס החוב ל-CAP. לדברי החברה, התנודתיות בשווי ההוגן של נכסים פיננסיים צפויה לקטון בשל התקצרות תקופת ההסכמים והצפי להתייצבות סביבת מחירי החשמל בפולין.

חשיפה לשינויים בשער הריבית, בשערי החליפין וכן לסיכונים האשראי של פולין

החברה חשופה לשינויים בשערי הריבית, שכן ההלוואות שנלקחו לצורך הקמת פרויקט פוטגובו נושאות ריבית משתנה, כאשר בהקשר זה נציין, כי בהתאם לדוחותיה הכספיים, התקשרה החברה בהסכמים להחלפת ריבית, במסגרתם ריבית ה-Wibor¹² ל-6 חודשים הוחלפה בריביות קבועות בשיעור של כ-2% עבור כ-70% מתשלומי הריבית הצפויים בגין הסכמי ההלוואה עד לחודש אפריל 2030. כמו כן, בהסכם המימון של פרויקט פוטגובו PV בו התקשרה החברה בחודש אוקטובר 2025, נכללה התחייבות לביצוע גידור חלקי של ריבית Wibor בשיעור של כ-70% מסכום ההלוואה לתקופה שלא תפחת מ-5 שנים. נוסף על כך, פעילותה של החברה בפולין חושפת אותה לשערי החליפין של המטבע המקומי (זלוטי) ולהפרשי שער, ככל שייוצרו, בקשר עם המרת פעילויות החוץ וכן בקשר עם העסקאות וההכנסות שמבצעת החברה במט"ח ביחס לשקל. סיכון זה ממותן, במידה מסוימת, באמצעות גידור טבעי בפרויקטים (כאשר ההכנסות, ההוצאות והחוב מתבצעות במטבע זהה). כמו כן, פעילות החברה בפולין ומימוש ההסכמים הקיימים לאספקת חשמל חושפים את החברה גם לסיכונים האשראי של פולין¹³.

יתרות מזומנים מהותיות, לצד מדיניות אי-חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים בשנים הקרובות

נכון ליום 31.12.2025 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-138 מיליון ש"ח לעומת כ-112 מיליון ש"ח בסוף שנת 2024. להערכתנו, יתרות המזומן ימשיכו להיות גבוהות באופן יחסי גם בשנים הבאות. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד והיא לא חילקה דיבידנדים מאז הקמתה, כאשר בהתאם לדברי הנהלת החברה, היא אינה צפויה לחלק דיבידנדים בהיקפים מהותיים בשנים הקרובות. שמירה על יתרות נזילות אלו, לצד מדיניות הדיבידנד הנוכחית תומכים בדירוג החברה, בדגש לשנים הקרובות, המאופיינות בתוכנית השקעות משמעותית.

שיקולים נוספים לדירוג

הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב

המדיניות הפיננסית של החברה, כוללת, בין השאר, הצהרה לשמירה על יתרות נזילות מהותיות, אשר יבטיחו, לכל הפחות, את יכולת החברה לעמוד בהחזרי אגרות החוב (קרן וריבית) של החברה, ככל ויגויסו, בהיקף שיכסה את שירות אגרות החוב למשך 12 חודשים רצופים. להערכתנו, שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות חוב תומכת בדירוג החברה.

איכות בעלי השליטה בחברה

נכון למועד הדוח, בעלי השליטה בחברה הינן קרנות מקבוצת קרן תש"י (56.4%). ביום 05.03.2026 נחתם הסכם בין קרן תש"י לבין קבוצת דוראל משאבי אנרגיה מתחדשת בע"מ (להלן: "דוראל") לרכישת השליטה בחברה, אשר עם השלמתה בכפוף להתקיימות תנאים מתלים, תחזיק דוראל בשיעור של כ-56.34% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה. קבוצת דוראל התאגדה ביום 07.01.2016 וביום 10.06.2020 החלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. נכון ליום 30.09.2025, לדוראל מערכות בהפעלה

¹² Warsaw Interbank Offered Rate
¹³ מדורגת A2 באופק שלילי על ידי Moody's

מסחרית בהספק כולל של כ-1,066 מגה-וואט (DC) ו-759 מגה-וואט שעה אגירה, מערכות מוכנות לחיבור בהספק של כ-225 מגה-וואט (DC) וקיבולת אגירה של כ-746 מגה-וואט שעה, מערכות בשלבי הקמה, לקראת הקמה ו/או מערכות בפיתוח מתקדם בשל בהספק כולל של כ-3,738 מגה-וואט (DC) וקיבולת אגירה של כ-2,774 מגה-וואט שעה. להערכתנו, לרכישת החברה על ידי דוראל קיים פוטנציאל ליצירת סינרגיות מהותיות עם פעילותה הקיימת. סינרגיות אלו נובעות מהתאמה אסטרטגית בין תחומי הפעילות של שתי החברות, הפועלות בענף האנרגיה המתחדשת, לרבות בשווקים באירופה.

נחיתות מבנית ותזרימית של החברה ביחס לפרויקטים בהם היא מחזיקה וריכוזיות של הפעילות, הממותנת במידה מסוימת לאור הפיזור הגיאוגרפי הרחב של פרויקט פוטגובו

לחברה קיימת נחיתות מבנית ותזרימית בשל החזקתה בחברות פרויקטים עם חובות בכירים. נכסי הבסיס בחברות הפרויקטים, לרבות התזרימים הנובעים מהן, משועבדים בשעבוד ראשון לטובת המממנים של החובות הבכירים, כאשר כל הנכסים המניבים השונים כיום ממומנים תחת הסכם מימון פרויקטלי אחד. כמו כן, חלוקות העודפים מחברות הפרויקטים תתאפשרנה בכפוף לעמידה בהדקים לחלוקה. בהקשר זה, ראוי לציין כי יחסי הכיסוי ברמה הפרויקטלית בעלי מרווח מספק ביחס להדקים לחלוקת העודפים לחברה. להערכתנו, הנחיתות והריכוזיות ממותנות במידה מסוימת לאור הפיזור הגיאוגרפי הרחב של פרויקט פוטגובו, אשר כולל שלושה חלקים שונים (מזרח, מערב ודרום), המורכבים יחדיו מ-98 טורבינות, כאשר בנוסף, הפרויקטים במזרח ומערב הוקמו במספר צברים במיקומים שונים. פיזור זה מפחית את הסיכון הכללי של הפרויקט, שכן במקרה של תקלות או בעיות המתרחשות באחד מחלקי הפרויקטים, ניתן להסתמך על שאר החלקים לצורך המשך הפעילות והתזרימים מהפרויקט.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

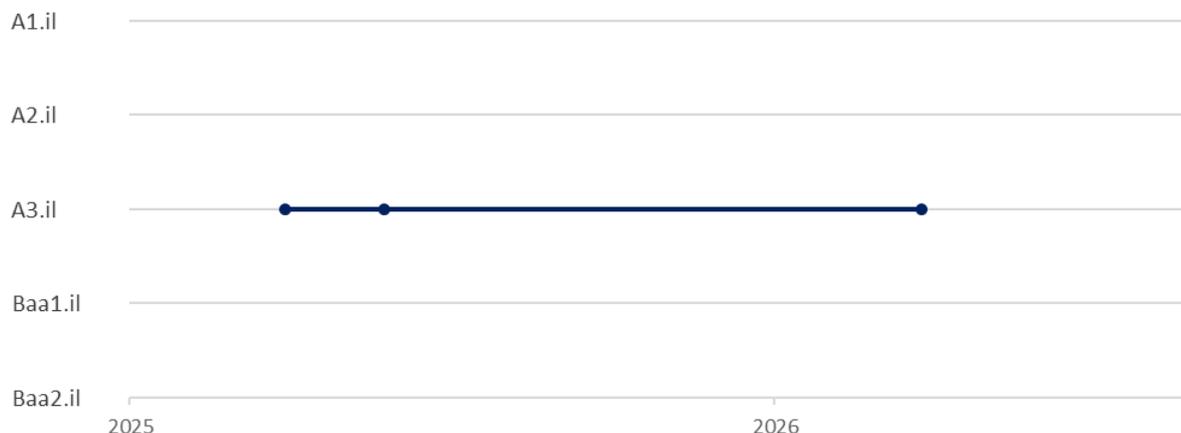
חשיפת החברה לסיכונים סביבתיים הינה נמוכה, לנוכח פעילותה בתחום הייזום והאחזקה של פרויקטים מבוססי אנרגיית רוח, אנרגיה פוטו-וולטאית ומערכות אגירה. הפרויקטים והתוצרים הנלווים לפעילותם אינם פולטים גזי חממה. עם זאת, לחברה חשיפה עקיפה לסיכונים אקלים, כאשר אירועים סביבתיים שאינם ניתנים לחיזוי, כגון ברקים, שיטפונות ורעידות אדמה, עלולים לגרום להשבתה והרס המערכות שהוקמו ובכך לפגוע בתקופת הפעלת הפרויקטים וברווחיותם. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעדפה החברתית לפרויקטי אנרגיה מתחדשת ברחבי העולם, במקביל להתחייבויותיהם של מדינות המערב לאפס את פליטות גזי החממה עד לשנת 2050. כמו כן, להערכתנו, סיכוני ממשל תאגידי אינם נושאים השפעה מהותית על החברה.

מטריצת הדירוג^[1]

| תחזית מידרוג | | ליום 31.12.25 | | | |
|--------------|-------------------|---------------|---------------|-----------------------------------|------------------------|
| ניקוד | מדדה | ניקוד | מדדה | פרמטרים | קטגוריה |
| A.il | --- | A.il | --- | ודאות תזרים המזומנים | קטגוריית סביבת הפעילות |
| A.il | --- | A.il | --- | חסמי כניסה | |
| A.il | --- | A.il | --- | מסגרת רגולטורית | |
| Ba.il | 1.8-1.9 מיליארד ₪ | Ba.il | 1.5 מיליארד ₪ | סך מאזן | פרופיל עסקי |
| A.il | --- | A.il | --- | איכות הפיזור הגיאוגרפי | |
| A.il | --- | A.il | --- | איכות ומגוון מוצרים ומגזרי פעילות | |
| A.il | 20%-21% | Aa.il | 10.0% | Capex/PPE | |
| A.il | 8.0-10.0 | A.il | 7.2 | חוב ברוטו / EBITDA | רווחיות |
| Baa.il | 1.0-1.3 | Baa.il | 1.2 | EBIT / Int | |
| Baa.il | 65%-69% | Baa.il | 68.3% | חוב/CAP | פרופיל פיננסי |
| A.il | --- | A.il | --- | מדיניות פיננסית | |
| A3.il | | | | | דירוג נגזר |
| A3.il | | | | | דירוג בפועל |

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ התאגדה בשנת 2022 כחברה פרטית ובשנת 2023 הפכה לחברה ציבורית. החברה עוסקת בייזום, פיתוח הקמה ותפעול של חוות רוח, פרויקטים סולאריים ואגירה בפולין, ובתוך כך מספקת שירותי הנדסה, רכש, הקמה וניהול טכני ומסחרי. החברה מוחזקת בשיעור של כ-55.92% על ידי בעלי עניין, מתוכם קרן תשתיות ישראל בשיעור החזקה של כ-55.87%, באמצעות מספר קרנות, כאשר היתרה מוחזקת על ידי מוסדיים, קרנות שונות והציבור.

דוחות קשורים

[דירוג יצרניות חשמל - דוח מתודולוגי, ינואר 2023](#)

[התפתחויות בתחום חברות האנרגיה - דו"ח מיוחד, פברואר 2026](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

| | |
|---------------------------|--------------------------------------|
| 31.03.2026 | תאריך דוח הדירוג: |
| 25.05.2025 | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 30.03.2025 | התאריך שבו הונפק הדירוג לראשונה: |
| זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ | שם יוזם הדירוג: |
| זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג: |

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

| | |
|--------|---|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים. |
| Aa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים. |
| A.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים. |
| Baa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| Ba.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים. |
| B.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים. |
| Caa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר. |
| Ca.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית. |
| C.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית. |

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות בנוגע לכושר החזר אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.