

# זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ

דירוג ראשוני | מרץ 2025

**אנשי קשר:**

**רוברט אבדלימוב**

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[robert.a@midroog.co.il](mailto:robert.a@midroog.co.il)

**שיר קהירי**

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית

[shir.k@midroog.co.il](mailto:shir.k@midroog.co.il)

**אלעד סרוסי, סמנכ"ל**

ראש תחום פרויקטים ותשתיות

[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

## זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לחברת זפירוס ווינג אנרג'יס בע"מ (להלן "זפירוס" ו"או"א החברה"), וכן דירוג A3.il באופק יציב לסדרת אג"ח א', אשר צפויה לגייס החברה, בסך של עד 150 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת הגיוס צפויה לשמש את החברה לצרכיה השוטפים, לרבות מימון השקעות בפיתוח והקמה של פרויקטים.

### 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-67.34% על ידי בעלי עניין, שאינם גופים מוסדיים, מתוכם קרן תשתיות ישראל (להלן: "הקרן") ו"או"א" ("תשי") בשיעור החזקה של כ-56.44%, באמצעות מספר קרנות וקבוצת אשטרום בשיעור של כ-10.84%. כמו כן, מוחזקת החברה בשיעור של כ-30.88% על ידי גופים מוסדיים שונים, והיתרה הינה החזקות ציבור.

**פרויקטים מניבים** - בהתאם לדוחות הכספיים לשנת 2024, החברה מחזיקה, באמצעות חברות בנות, בפרויקט הרוח היבשתי פוטגובו (Potegowo), בהספק מצרפי של כ-257 מגה-וואט, אשר ממוקם בחלק הצפון-מערבי של פולין. הפרויקט מורכב מ-98 טורבינות רוח, בגובה ממוצע שבין 10-100 מטרים, בחלוקה שלהלן: (1) חלקו המערבי של הפרויקט כולל 43 טורבינות בהספק של כ-118 מגה-וואט, ב-3 מקבצים שהחלו הפעלה בחודש יוני 2020; (2) חלקו המזרחי של הפרויקט כולל 38 טורבינות בהספק של כ-101 מגה-וואט, ב-4 מקבצים, הפועלות מחודש ספטמבר 2020; (3) חלקו הדרומי של הפרויקט כולל 17 טורבינות בהספק של כ-37 מגה-וואט, שהופעלו בחודש מרץ 2024.

**פרויקטים בהקמה ולקראת הקמה** - בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנת 2024, לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-212 מגה-וואט, הנמצאים לקראת הקמה ועתידים להתחיל בהפעלה מסחרית בשנת 2026, כמפורט להלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן MW או MWh (לפי העניין) במונחי החזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית
פוטגובו PV	פולין	100%	82.0	סולארי	2026
Goliath	פולין	100%	130.0	סולארי	2026

**פרויקטים בייזום** - בהתאם לדוחותיה הכספיים לשנת 2024, לחברה פרויקטים בהספק כולל של כ-340 מגה-וואט וכ-400 מגה-וואט שעה באגירה, הנמצאים בשלבי ייזום שונים ועתידים להתחיל בהפעלה מסחרית בין השנים 2027-2028, כמפורט להלן:

שם הפרויקט	מדינת פעילות	שיעור החזקה משוקלל	הספק מותקן MW או MWh (לפי העניין) במונחי החזקה של 100%	סוג הפרויקט	צפי להפעלה מסחרית
Reut	פולין	100%	100.0	סולארי	2027-2028
Biecino 2	פולין	100%	60.0	רוח	2027-2028
Ambar	פולין	100%	400.0	אגירה	2027-2028
Ayal	פולין	100%	180.0	רוח	2029-2030

<sup>1</sup> מדורגת A2 באופק יציב על ידי Moody's.

בנוסף, לחברה קיימת זיקה לשטחים בהיקף של אלפי דונמים (בגינים טרם החל תהליך קבלת אישורים והיתרים), והיא עשויה לפתח על השטחים האמורים פרויקטי רוח ופרויקטי PV נוספים בעתיד.

### 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 CFD<sup>2</sup> 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 (DSO<sup>3</sup>) בפולין; (6) תכנית השקעות משמעותית לשנים 2025-2026, הצפויה לתמוך בצמיחתה של החברה; (7) מבני מימון פרויקטליים (בחוב Non-Recourse או Limited Recourse) בחברות הבנות; (8) תזרימי המזומנים של החברה כיום מגודרים ברובם באמצעות מנגנון CFD ממשלתי ארוך טווח ומכשירים פיננסיים נוספים; (9) חשיפה לריביות, שערי חליפין ולסיכונים האשראי של פולין; (10) רמת מינוף נמוכה יחסית נכון ליום 31.12.2024, הבאה לידי ביטוי ביחס החוב ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) של כ-61.1% וביחס חוב ל-EBITDA של כ-6.0; (11) יתרות מזומנים מהותיות, לצד אי-חלוקת דיבידנדים בהיקפים מהותיים בשנים הקרובות; (12) הצהרת החברה על שמירת יתרות נזילות מהותיות לטובת שירות החוב; (13) 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; (14) 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 ממשל תאגידי.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, תתמקד החברה בפיתוח הפרויקטים בשלבי ההקמה ובמקביל לכך תקדם את הקמתם של פרויקטים נוספים בפולין. בהתאם לכך, תידרש להשקעות Capex גבוהות (בטווח שבין 180-350 מיליון ש"ח לשנה). כמו כן, נלקח בחשבון כי החברה תעמוד בלוח הזמנים 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 השנתי צפוי לנוע בטווח שבין 150-230 מיליון ש"ח בשנים 2025-2027, כאשר העלייה בהיקף ה-EBITDA נובעת מכניסתם של פרויקטים נוספים בפולין להפעלה מסחרית. בד בבד, יחס חוב ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח שבין 6.0-7.0 בשנים 2025-2026 ויחס כיסוי הריבית צפוי לנוע בטווח שבין 1.0-1.5 בשנים אלו. כמו כן, הנחנו כי רמת המינוף של החברה, כפי שמשקפת ביחס חוב ל-CAP, צפויה לנוע בטווח שבין 67%-62% בשנים הקרובות.

### אופק הדירוג

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

המלחמה שפרצה בישראל ביום 7.10.2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות, הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גרמו לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה

<sup>2</sup> Contract For Difference.  
<sup>3</sup> Distribution System Operator.

נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ותנודתיות מהותית בשערי החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).<sup>4</sup>

### 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 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 ₪

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	
147,090	251,701	251,813	199,659	הכנסות
124,066	198,887	190,561	138,116	EBITDA מתואם <sup>5</sup>
40,734	152,366	109,655	122,902	מזומנים ושווי מזומנים <sup>6</sup>
8,082	16,314	413,989	479,712	הון עצמי
711,592	922,561	902,174	827,881	חוב פיננסי מתואם <sup>7</sup>
1,114,016	1,499,969	1,563,687	1,492,863	סך מאזן
97.5%	95.0%	66.1%	61.1%	חוב פיננסי ל-Cap
61,520	121,663	20,913	14,057	Capex <sup>8</sup>

### 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, במקביל לירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה, הנובעת, בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. סך ההספק המותקן של אנרגיות מתחדשות בעולם צפוי לגדול בכ-5,500 ג'יגה-וואט עד לשנת 2030, עלייה של כ-70% לעומת התחזית שפורסמה בשנת 2023.<sup>9</sup> כפועל יוצא מכך, האנרגיה המתחדשת צפויה להחליף את הפחם כמקור האנרגיה הגדול ביותר בשנת 2025. בד בבד, כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות מעודדות ייצור חשמל מאנרגיות מתחדשות באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. הממשל האמריקאי והאיחוד האירופאי הציבו יעד של איפוס פליטות גזי חממה עד לשנת 2050. להערכתנו, היקף ייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות צפוי להמשיך ולצמוח בשנים

<sup>4</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג.

<sup>5</sup> רווח תפעולי בתוספת פחת והפחתות בנטרול הוצאות אחרות.

<sup>6</sup> כולל פיקדונות לזמן קצר אשר אינם מוגבלים.

<sup>7</sup> בניכוי קרנות לשירות חוב.

<sup>8</sup> מתואם בגין פרעון קרן התחייבויות חכירה.

<sup>9</sup> דוח הסוכנות הבינלאומית לאנרגיה, אוקטובר 2024.

הקרובות. בנוסף, אנו מעריכים כי המשך המלחמה הניטשת 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 בשנת 2023<sup>10</sup> היקף ייצור החשמל במדינה נאמד בכ-164 טרה-וואט שעה, אשר הופק באמצעות קיבולת מותקנת בהספק של כ-68 ג'יגה-וואט. ייצור החשמל בפולין מסתמך ברובו על דלקים ממאובנים כגון פחם, ליגניט וגז טבעי, התורמים ביחד למעלה מ-70% מייצור החשמל במדינה, בעוד שכ-22% מהייצור מתבסס על אנרגיות מתחדשות. נדגיש, כי כחברה באיחוד האירופי, נדרשת פולין לעמוד ביעד של 32% עד לשנת 2030. בשנת 2021, אושרה בפולין התוכנית למדיניות האנרגיה עד לשנת 2040 אשר כוללת, בין היתר, מעבר לאנרגיה דלת-פחמן, גידול הספק האנרגיה המתחדשת ושיפור איכות האוויר במדינה. בנוסף, במסגרת המדיניות הוסכם יעד לייצור חשמל ממקורות אנרגיה אשר יעמוד לכל הפחות על כ-32% מסך ייצור החשמל במדינה.

### צפי לגידול בהספק המותקן של החברה, לצד קבלת רישיון מסחר וחלוקה בפולין

בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2024, מפעילה החברה את פרויקט פוטגובו בהספק כולל של כ-257 מגה-וואט, זאת בהשוואה לכ-220 מגה-וואט בתקופה המקבילה אשתקד. במהלך התקופה נכנס להפעלה מסחרית חלקו הדרומי של הפרויקט, הכולל טורבינות בהספק של כ-37 מגה-וואט שהופעלו בחודש מרץ 2024. הפרויקטים הסולאריים פוטגובו PV ו-Goliath, בהיקף כולל של כ-212 מגה-וואט, נמצאים לקראת הקמה, וצפויים להתחיל הפעלה מסחרית בשנת 2026. כמו כן, לחברה ארבעה פרויקטים בשלבי ייזום, בהספק כולל של כ-340 מגה-וואט (כ-100 מגה-וואט סולארי וכ-240 מגה-וואט רוח) וכ-400 מגה-וואט שעה באגירה. נציין, כי ביום 19.03.2025 דיווחה החברה על קבלת רישיון ניהול רשת חלוקה מקומית (DSO) מהרשות הפולנית לרגולציית אנרגיה (URE<sup>11</sup>), קבלת רישיון החלוקה תאפשר לחברה גמישות רבה יותר בפיתוח וחיבור פרויקטים בשלבי פיתוח, לרבות חיבורם לרשת באמצעות התשתית הקיימת של פרויקט פוטגובו, ובכך לאפשר לחברה להקדים את לוחות הזמנים הצפויים ולהינות מיתרונות לגודל וחסכון בעלויות. להערכתנו, גידול בהספק המניב יסייע בהרחבת מקורותיה התזרימיים של החברה, אשר מאופיינים בריכוזיות גבוה נכון למועד כתיבת הדוח.

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 לסוף מרץ 2024, לצורך מכירת החשמל בפרויקט, התקשרה החברה בהסכמים עם ברוקרים שהינם צד ג', כאשר ההסכם האחרון הסתיים ביום 31.03.2024, וזאת על רקע קבלת רישיון מסחר ממשרד האנרגיה. רישיון המסחר מאפשר לחברה לשמש כברוקר למסחר בחשמל שמויצר על ידה, ובכך לייטר לחברה את הצורך בהתקשרות עם ברוקרים חיצוניים. החברה החלה את המסחר החל מיום 01.04.2024.

### 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 2025-2027 צפויות לנוע בטווח שבין 180-350 מיליון ש"ח לשנה, זאת בהשוואה לכ-35 מיליון ש"ח במצטבר בשנים 2023-2024, לאור היעדר השקעות מהותיות בפיתוח וייזום פרויקטים חדשים. יש לציין כי בשנת 2023 השקיעה החברה כ-156 מיליון ש"ח ברכישת מלוא יתרת זכויות המיעוט בחברת משב ווינד, אשר מחזיקה בזכויות בפרויקט פוטגובו. יתרות הנזילות של החברה, אשר עמדו על כ-123 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2024, גיוסי חובות פרויקטליים, הנמצאים בשלבים מתקדמים וגיוסי כספים נוספים, הון או חוב, צפויים לתמוך בצרכי ההשקעה.

<sup>10</sup> URE, National Report 2024

<sup>11</sup> Urząd Regulacji Energetyki

## 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 PPA<sup>12</sup>, אסדרות תעריפיות, או CfD מול חברות החשמל ו/או מנהל המערכת המקומי ו/או בשוק 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 ההתחשבנויות. המכרזים הינם לתקופה של 15 שנים, כאשר ההתחשבנות מבוצעת בתום כל שלוש שנים, למעט תקופת ההתחשבנות הראשונה אשר תשולם רק בתום תקופת המכרז. נציין, כי תכנית המכרזים אושרה על ידי הנציבות האירופית כמתאימה לכללי הסיוע של מדיניות האיחוד האירופי. בהתאם לדיווחי החברה, תחת אסדרה זו, זכה פרויקט פוטגובו בתעריפים קבועים צמודי מדד לתקופה של 15 שנים עבור כ-60% מסך כושר הייצור הממוצע בפרויקט. כמו כן, תפעל החברה לזכייה במכרזים ו/או להתקשרות בהסכמי גידור בהיקפים דומים עבור פרויקטים בשלבי פיתוח וייזום. 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 (VPPA<sup>13</sup>). הסכמי VPPA, הינם הסכמי מסגרת שחתמה החברה, המאפשרים לה לבצע קיבוע מחיר עיתי לכמויות שהוסכמו מראש ברמה חודשית. 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 תידרש לשלם את ההפרש.

בשנת 2024 הסתכם היקף ה-EBITDA המתואם בכ-138 מיליון ש"ח, בהשוואה ל-EBITDA מתואם בסכום של כ-191 מיליון ש"ח וכ-199 מיליון ש"ח בשנת 2022. מגמת הירידה בהיקף ה-EBITDA נובעת מהתמתנות סביבת מחירי החשמל בפולין, שהגיעו לשיא בשנת 2022 בעקבות התפרצות המלחמה בין רוסיה לאוקראינה, אשר הובילה למשבר אנרגיה באיחוד האירופי. רווחיות החברה הינה טובה ביחס לענף, לאור מיעוט הוצאות ייזום והוצאות מטה מצומצמות, כמשתקף בשיעור ה-EBITDA ביחס להכנסות החברה אשר נאמד בשנים האחרונות בממוצע על מעל ל-75%, שיעור גבוה ביחס לחברות בענף. על פי תרחיש הבסיס של מידורג, בשנים 2025-2027 צפוי ה-EBITDA לעלות באופן הדרגתי לטווח שבין 230-150 מיליון ש"ח, הגידול בהיקף ה-EBITDA הינו על רקע כניסתם של פרויקטים בשלבי פיתוח להפעלה מסחרית, לצד צפי החברה לעליית מחירי החשמל בפולין. יחס החוב ל-EBITDA, אשר נאמד על כ-6.0 בשנת 2024, צפוי לעלות במידה מסוימת ולנוע בטווח שבין 7.0-6.0 בשנים 2025-2026, נוכח הקמתם והפעלתם המסחרית של פרויקטים חדשים, המאופיינים בשיעור מינוף גבוה, כנגד תזרימים ארוכי טווח ובהלימה למח"מ החובות הפרויקטליים. בד בבד, יחס כיסוי הריבית EBIT להוצאות מימון, אשר נאמד על כ-1.1 בשנת 2024, צפוי לנוע לטווח שבין 1.5-1.0 בשנים 2025-2026.

### רמת מינוף יציבה יחסית בשנתיים האחרונות, לצד השפעות שווי הוגן 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 2024 על כ-61.1%, בהשוואה לכ-66.1% בשנת 2023 ולכ-95.0% בשנת 2022. הירידה המשמעותית ברמת המינוף נובעת, בין היתר, מהנפקה ראשונה לציבור בהיקף של כ-139 מיליון ש"ח בשנת 2023 ורווחים מהותיים ממכשירים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד, בהיקף כולל של כ-395 מיליון ש"ח בשנים 2023-2024. נוכח תכנית ההשקעות המשמעותית של החברה, רמת המינוף הנוכחית צפויה לעלות במידה מסוימת, כך שבהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, יחס החוב הפיננסי ברוטו לסך המקורות ההוניים (CAP) צפוי לנוע בטווח שבין 67%-62% בשנים 2025-2026. נדגיש, כי החברה התקשרה עם גופים פיננסיים בעסקאות גידור על מנת לנהל את החשיפות שלה

<sup>12</sup> Power Purchase Agreement

<sup>13</sup> Virtual Power Purchase Agreement

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, התנדוטיות בשווי ההוגן של נכסים פיננסיים צפויה לקטון, בשל התקצרות תקופת ההסכמים והצפי להתייצבות סביבת מחירי החשמל בפולין.

### חשיפה לשינויים בשער הריבית, בשערי החליפין וכן לסיכוני האשראי של פולין

החברה חשופה לשינויים בשערי הריבית, שכן ההלוואות שנלקחו לצורך הקמת פרויקט פוטגובו נושאות ריבית משתנה. בהקשר זה נציין, כי בהתאם לדוחותיה הכספיים, התקשרה החברה בהסכמים להחלפת ריבית, במסגרתם ריבית ה-Wibor<sup>14</sup> ל-6 חודשים הוחלפה בריביות קבועות בשיעור של כ-2% עבור כ-70% מתשלומי הריבית הצפויים בגין הסכמי ההלוואה עד לשנת 2029. נוסף על כך, פעילותה של החברה בפולין חושפת אותה לשערי החליפין של המטבע המקומי (זלוטי) ולהפרשי שער, ככל שיווצרו, 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 לסיכוני האשראי של פולין.

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

נכון ליום 31.12.2024 עמדו יתרות הנזילות של החברה במאוחד על כ-123 מיליון ש"ח, לעומת כ-110 מיליון ש"ח בסוף שנת 2023. 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

בעלי השליטה בחברה הינן קרנות מקבוצת קרן תש"י (56.4%), אשר הינה קרן השקעות מנוסה, המתמקדת בנכסי תשתיות בישראל ובשווקים גלובליים נבחרים בתחומי האנרגיה, תחבורה וניידות חכמה, כבישים, מים, ניהול פסולת, שירותים סביבתיים, תשתיות דיגיטליות ומרכזי נתונים. הקרן מנהלת נכסים בשווי של מעל ל-2.0 מיליארד דולר, באמצעות מספר קרנות וכלי השקעה משותפת. כל קרן פעילה לתקופה מוגבלת, הניתנת להארכה בהסכמת השותפים המוגבלים והשותף הכללי שלה. תש"י משקיעה בחברה באמצעות קרן תשתיות ישראל 3 ש.מ. וקרן תשתיות ישראל איי וי ש.מ., כאשר הקרנות תהיינה פעילות עד השנים 2026 ו-2030, עם אפשרות להארכה תקופת הקרנות בשנתיים נוספות. חשוב לציין, כי שינוי בבעלות החברה עשוי להוביל להשפעה על הדירוג.

#### 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 מממנים 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.

<sup>14</sup> Warsaw Interbank Offered Rate

להערכתנו, הנחיות והריכוזיות ממותנות במידה מסוימת לאור הפיזור הגאוגרפי 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 שיטפונות ורעידות אדמה, עלולים לגרום להשבתה והרס המערכות שהוקמו ובכך לפגוע בתקופת הפעלת הפרויקטים וברווחיותם. לנוכח פעילותה בתחום האנרגיה המתחדשת, החברה נהנית מצמיחה בהעפדה 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<sup>[1]</sup>

תחזית מידרוג		ליום 31.12.24			
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	ודאות תזרים המזומנים	קטגוריה סביבת הפעילות
A.il	---	A.il	---	חסמי כניסה	
A.il	---	A.il	---	מסגרת רגולטורית	
Ba.il	1.8 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	18%	Aaa.il	1.0%	Capex/PPE	רווחיות
A.il	6.3	A.il	6.0	חוב ברוטו / EBITDA	
Baa.il	1.4	Baa.il	1.1	EBIT / Int	פרופיל פיננסי
A.il	64.2%	A.il	61.1%	חוב/CAP	
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.

### דוחות קשורים

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

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

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

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

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



## מידע כללי

30.03.2025

תאריך דוח הדירוג:

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 לסיכון 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 סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים 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 של סיכונים 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 ביעוץ 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 מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס 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 לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון 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, ההערכות 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 אמינים ומדיקים. 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 אמינים, 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 איננו 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 בודדו 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](http://www.midroog.co.il).