



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

LETNI NAČRT UPRAVLJANJA NALOŽB ZA LETO 2025

Država je pomembna lastnica podjetij v Sloveniji.

Zato ima SDH veliko odgovornost dejavno in profesionalno upravljati naložbe v podjetjih z lastništvom države.

Splošni cilj podjetij z lastništvom države je uspešno, dobičkonosno in gospodarno poslovanje, ustvarjanje vrednosti in v veliko primerih tudi učinkovito uresničevanje strateških ciljev, pogosto v okviru posameznih javnih služb.

To je treba doseči na trajnostni način, z odgovornim odnosom do družbe in naravnega okolja, ob spoštovanju najvišjih etičnih standardov ter zagotavljanju skladnosti poslovanja in integritete.

VSEBINA

UVOD	8
I. SPLOŠNI DEL	12
1. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA NALOŽB	14
2. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI	16
2.1. DOGAJANJE NA PODROČJU ENERGETIKE V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025	19
2.2. DOGAJANJE NA PODROČJU PROMETA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025	21
2.3. DOGAJANJE NA PODROČJU FINANC V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025	23
2.4. DOGAJANJE NA PODROČJU TURIZMA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025	25
2.5. DOGAJANJE NA PODROČJU GOSPODARSTVA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025	26
3. UPRAVLJANJE KAPITALSKIH NALOŽB	30
3.1. PORTFELJ KAPITALSKIH NALOŽB	30
3.1.1. SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH	30
3.1.2. STRUKTURA PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB	34
3.2. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	37
3.2.1. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB DRŽAVE	37
3.2.2. SPLOŠNI CILJI/USMERITVE UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB	38
3.2.3. NAČRTOVANI ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB	39
3.2.4. NAČRTOVANA DODANA VREDNOST NA ZAPOSLENEGA PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH IN PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE	40
3.2.5. NAČRTOVANI DENARNI TOKOVI IZ NASLOVA DIVIDEND KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH	41
3.2.6. KLJUČNI PROJEKTI, UPRAVLJAVSKI CILJI IN RAZVOJNE AKTIVNOSTI ZA LETO 2025	42
4. UPRAVLJANJE TERJATEV	49
5. UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA	51
II. ZAKLJUČEK	52

POMEN KRATIC IN IZRAZOV

AGENRS: Agencija za energijo

AZN: Agencija za zavarovalni nadzor

AKOS: Agencija za komunikacijska omrežja in storitve Republike Slovenije

BDP: bruto domači proizvod

BS: Banka Slovenije

Borzen: Borzen, operater trga z elektriko, d. o. o.

CAGR: letna stopnja rasti

CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive – Direktiva o poročanju podjetij glede trajnostnosti

CS3D: Corporate Sustainability Due Diligence Directive – Direktiva o skrbnem pregledu v podjetjih glede trajnostnosti

družba s kapitalsko naložbo države: družba, v kateri ima kapitalsko naložbo SDH ali RS, SDH pa to naložbo upravlja

DRSI: Direkcija Republike Slovenije za infrastrukturo

DSU: D. S. U., družba za svetovanje in upravljanje, d. o. o.

DTK: družbe tveganega kapitala

Državni zbor RS: Državni zbor Republike Slovenije

EBRD: Evropska banka za obnovo in razvoj

ECB: European Central Bank – Evropska centralna banka

EDP: elektrodistribucijska podjetja

EE: električna energija

EES: elektroenergetski sistem

ELES: ELES, sistemski operater prenosnega elektroenergetskega omrežja, d. o. o.

EIB: European Investment Bank – Evropska investicijska banka

EK: Evropska komisija

ESG: E (okoljski), S (družbeni) in G (upravljavski) vidiki oz. dejavniki trajnostnosti

ESRS: European Sustainability Reporting Standards – Evropski standardi poročanja o trajnostnosti

EU: Evropska unija

FED: Federal Reserve Board – Ameriška centralna banka

GJS: gospodarska javna služba

IMF: International Monetary Fund – Mednarodni denarni sklad

KAD: Kapitalska družba, d. d.

kapitalska naložba države: kapitalska naložba v lasti RS, KAD ali SDH

Kodeks SDH: Kodeks korporativnega upravljanja družb s kapitalsko naložbo države, nazadnje prenovljen decembra 2023

LNU: letni načrt upravljanja naložb, ki ga vsako leto pripravi SDH skladno s 30. členom ZSDH-1

Merila SDH: Merila za merjenje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države so akt SDH, ki se praviloma vsako leto posodablja hkrati s pripravo LNU. V tem aktu so opredeljena merila oziroma kazalniki za spremljanje uspešnosti poslovanja družb s kapitalsko naložbo države.

MDDSZEM: Ministrstvo za delo, družino, socialne zadeve in enake možnosti Republike Slovenije

MF: Ministrstvo za finance Republike Slovenije

MGTŠ: Ministrstvo za gospodarstvo, turizem in šport Republike Slovenije

MJU: Ministrstvo za javno upravo Republike Slovenije

MK: Ministrstvo za kulturo Republike Slovenije

MKGP: Ministrstvo za kmetijstvo, gozdarstvo in prehrano Republike Slovenije

MNVP: Ministrstvo za naravne vire in prostor Republike Slovenije

MORS: Ministrstvo za obrambo Republike Slovenije

MSP: mala in srednje velika podjetja

MSRP: Mednarodni standardi računovodskega poročanja

MVŠZI: Ministrstvo za visoko šolstvo, znanost in inovacije Republike Slovenije

MZEZ: Ministrstvo za zunanje in evropske zadeve Republike Slovenije

MZI: Ministrstvo za infrastrukturo Republike Slovenije

naložbe: Izraz zajema kapitalske naložbe, terjatve in stvarno premoženje.

NEPN: Nacionalni energetski podnebni načrt

OVE: obnovljivi viri energije

Politika upravljanja SDH: Politika upravljanja Slovenskega državnega holdinga, sprejeta junija 2023

pomembne naložbe: naložbe, v katerih želi RS ohraniti ključne razvojne dejavnike v državi

portfelj kapitalskih naložb: Izraz zajema vse kapitalske naložbe v imetništvu SDH in RS, ki jih upravlja SDH, ter naložbo v Zavarovalnico Triglav, d. d., v lasti ZPIZ, ki jo prav tako upravlja SDH.

portfeljske naložbe: naložbe, s katerimi poskuša RS doseči izključno gospodarske cilje

Priporočila in pričakovanja SDH: Priporočila in pričakovanja Slovenskega državnega holdinga, sprejeta decembra 2024

RS: Republika Slovenija

Strategija upravljanja: Strategija upravljanja naložb države, ki jo je 25. marca 2025 sprejel Državni zbor RS kot Odlok o strategiji upravljanja naložb države (OdSUND-1), objavljena v Uradnem listu RS 28. 3. 2025

strateške naložbe: naložbe, s katerimi RS dosega gospodarske in tudi strateške cilje

SDH: Slovenski državni holding, d. d.

SURS: Statistični urad Republike Slovenije

TEU: univerzalna oznaka za kontejner, enota za označevanje zmogljivosti kontejnerskih ladij in kontejnerskih terminalov

UMAR: Urad RS za makroekonomske analize in razvoj

USD: ameriški dolarji

Vlada RS: Vlada Republike Slovenije

ZD: Zakon o dedovanju (Uradni list SRS, št. 15/76, s spremembami)

ZDA: Združene države Amerike

ZFPPIPP: Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (Uradni list RS, št. 13/14, s spremembami)

ZGD-1: Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06, s spremembami)

ZOPNI: Zakon o odvzemu premoženja nezakonitega izvora (Uradni list RS, št. 91/11, s spremembami)

ZPIZ: Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje

ZPFPIIP: Zakon o prehodnem financiranju pospešenega in pravičnega izstopa iz premoga (Uradni list RS, št. 109/24)

ZPPDFT-2: Zakon o preprečevanju pranja denarja in financiranja terorizma (Uradni list RS, št. 48/22, s spremembami)

ZSDH-1: Zakon o Slovenskem državnem holdingu (Uradni list RS, št. 25/14, s spremembami)

ZTFI: Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 77/18, s spremembami)

UVOD

UVOD

LNU je sestavljen iz **splošnega** in **posebnega dela**. Posebni del v veliki meri vsebuje podatke, ki so poslovno občutljivi, zato ima v celoti oznako POSLOVNA SKRIVNOST in ni javno objavljen.

V splošnem delu LNU so na kratko predstavljeni temeljni akti upravljanja naložb, vključno z zakonskimi omejitvami pri upravljanju, makroekonomske napovedi ter napovedi po panogah. Predstavljeno je upravljanje naložb, in sicer (i) kapitalskih naložb, (ii) terjatev in (iii) stvarnega premoženja. Poglavje o upravljanju kapitalskih naložb vsebuje (i) opredelitev portfelja kapitalskih naložb, ki jih upravlja SDH, in (ii) seznam kapitalskih naložb, ki niso uvrščene v posebni del LNU. V splošnem delu so prikazani tudi (i) temeljni in splošni cilji upravljanja kapitalskih naložb, (ii) pregled dosežene in načrtovane donosnosti kapitala (ROE) kapitalskih naložb v upravljanju SDH, (iii) načrtovani denarni tokovi iz dividend kapitalskih naložb v upravljanju SDH ter (iv) ključni projekti, upravljavski cilji in razvojne aktivnosti za leto 2025. Pri upravljanju terjatev in stvarnega premoženja so predstavljeni temeljni cilji, usmeritve in aktivnosti upravljanja.

V posebnem delu LNU so za izbrane kapitalske naložbe opredeljeni cilji upravljanja za leto 2025 in napovedi za leto 2026. Opredeljena so ključna merila za merjenje uspešnosti poslovanja in pričakovanja SDH do družb/skupin. Pri vseh velikih družbah so vključeni tudi opisi ključnih tveganj za uresničitev zastavljenih ciljev in način njihovega upravljanja ter cilji ESG. Pri nekaterih družbah so predvidene tudi dodatne upravljavske aktivnosti SDH, ki ne sodijo v okvir rednega upravljanja (npr. v zvezi s posebnimi projekti). Posebni del LNU vsebuje tudi informacije o načrtovanih denarnih tokovih iz naslova (i) upravljanja kapitalskih naložb, (ii) upravljanja terjatev in (iii) upravljanja stvarnega premoženja.

Glede na posebnosti dejavnosti, v katerih delujejo družbe, so merila uspešnosti nekaterih družb zelo kompleksna, zato je za njihovo lažje razumevanje priporočljiva souporaba dokumenta Merila SDH.

Dinamika priprave LNU 2025: V skladu z določili ZSDH-1 je SDH LNU 2025 konec novembra 2024 poslal v obravnavo MF za pridobitev soglasja Vlade RS. Zaradi uveljavitve ZPFPPIP je SDH januarja 2025 pripravil posodobitev LNU 2025, v kateri je upošteval zahteve navedenega zakona, in jo z nekaj drugimi aktualnimi posodobitvami dne 20. 1. 2025 ponovno posredoval v obravnavo MF. Z Odlokom o strategiji upravljanja naložb države (OdSUND-1), ki ga je Državni zbor sprejel 25. marca 2025, je bila v nekaterih delih spremenjena oziroma dopolnjena Strategija upravljanja, ki je za nekatere naložbe določila nova izhodišča pri upravljanju. Glede na navedeno je SDH pripravil novo posodobitev dokumenta na dan 7. 4. 2025. Dokument vključuje ocene poslovanja posameznih družb in makroekonomske napovedi, pripravljene v času priprave prve različice dokumenta, to je konec leta 2024. Prav tako ostajajo nespremenjeni denarni tokovi iz naslova pričakovanih dividend.

V zvezi z makroekonomskimi napovedmi SDH dodatno pojasnjuje, da so se razmere od konca leta 2024 pomembno spremenile, predvsem kot posledica geopolitičnih in varnostnih dogajanj, kar močno povečuje negotovost glede bodočih pogojev poslovanja in lahko pomembno vpliva na poslovanje družb v upravljanju. SDH bo v okviru svojih upravljavskih aktivnosti aktivno spremljal poslovne okoliščine in v okviru razpoložljivih upravljavskih mehanizmov tudi ukrepal, po potrebi pa tudi predlagal spremembe posameznih delov LNU.

OMEJITEV ODGOVORNOSTI

Dokument je izdelan s skrbnostjo vestnega in poštenega gospodarstvenika in potrebnim strokovnim znanjem. Napovedi, ki jih vsebuje dokument, temeljijo na ocenah in predpostavkah SDH o poslovanju družb. SDH ob pripravi tega dokumenta ni razpolagal z notranjimi informacijami javnih delniških družb.

I. SPLOŠNI DEL

1. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA NALOŽB

ZSDH-1 določa štiri temeljne akte upravljanja naložb v lasti SDH in RS, ki jih upravlja SDH, in sicer (i) Strategijo upravljanja, (ii) LNU, (iii) Politiko upravljanja SDH in (iv) Kodeks SDH. Poleg navedenih aktov sodita med akte upravljanja naložb, ki sta vsebinsko povezana z njimi, še dokumenta (v) Merila SDH in (vi) Priporočila in pričakovanja SDH.

Strategija upravljanja, ki jo je Državni zbor RS sprejel 25. marca 2025 skladno z 28. členom ZSDH-1 določa (i) opredelitev in razvrstitev naložb na posamezne vrste glede na cilje upravljanja, (ii) opredelitev razvojnih usmeritev RS kot delničarke ali družbenice družb, (iii) opredelitev sektorskih strategij (po naslednjih sektorjih: energetika, promet, finance, gospodarstvo in turizem) in (iv) posamezne strateške cilje, ki jih RS želi uresničiti z vsako naložbo, opredeljeno kot strateško. V 10. členu ZSDH-1 je določeno, da se vse naložbe SDH in RS uvrščajo v eno od treh vrst, in sicer med strateške, pomembne ali portfeljske. Če posamezna naložba v Strategiji upravljanja ni uvrščena v katero od naštetih vrst, se šteje za portfeljsko. Izjema so v skladu s točko 3.1 Strategije upravljanja naložbe, ki se naknadno pridobivajo ali ustanavljajo, saj so lahko na podlagi prepoznanih strateških ciljev kot strateške opredeljene v LNU.

Skladno s 30. členom ZSDH-1 sprejme **LNU** uprava SDH na podlagi Strategije upravljanja, veljati pa začne po pridobitvi soglasja nadzornega sveta SDH (in sicer najkasneje do konca novembra tekočega leta za naslednje koledarsko leto) in nato še Vlade RS na predlog MF. LNU za leto 2025 bo prvi LNU, pripravljen na podlagi novosprejete Strategije upravljanja.

Pomemben akt SDH, ki je vsebinsko povezan z LNU, so tudi **Merila SDH**. Navedeni akt opredeljuje nabor kazalnikov, s katerimi SDH spremlja uspešnost poslovanja družb s kapitalsko naložbo države. Merila niso kvantificirana, zato jih je treba uporabljati v povezavi z vsakokratnim LNU. V LNU so merila v obliki ciljev za posamezne družbe namreč izbrana in kvantificirana ter predstavljajo pričakovanja SDH glede doseganja bodočih poslovnih rezultatov družb s kapitalsko naložbo države, s pogledom za nazaj pa so kvantificirana podlaga za merjenje oziroma ocenjevanje preteklih rezultatov poslovanja družb glede na pričakovanja SDH.

Politika upravljanja SDH natančneje določa načela, postopke in merila, ki jih SDH spoštuje pri opravljanju svojih nalog. Podrobno opredeljuje postopke razpolaganja z naložbami in njihovega pridobivanja ter kadrovske postopke za iskanje in izbor primernih kandidatov za člane nadzornih svetov družb s kapitalsko naložbo države. Akt sprejme uprava SDH, k njemu pa da soglasje nadzorni svet SDH. Politika upravljanja SDH se nenehno nadgrajuje in izboljšuje ter prilagaja spremenjenim okoliščinam.

Kodeks SDH vsebuje načela in priporočila dobre prakse za korporativno upravljanje družb s kapitalsko naložbo države. Cilj Kodeksa SDH je z izboljšanjem kakovosti korporativnega upravljanja v družbah s kapitalsko naložbo države in v SDH dolgoročno izboljšati poslovanje teh družb v interesu vseh njihovih deležnikov.

S **Priporočili in pričakovanji SDH** so, z vnaprejšnjo jasno ureditvijo in javno objavo, družbam s kapitalsko naložbo države sporočena nekatera specifična priporočila in pričakovanja SDH, in sicer zlasti glede poslovnega načrtovanja, periodičnega poročanja, postopkov nabave blaga in storitev, sponzorstev in donatorstev, optimizacije stroškov, spoštovanja človekovih pravic pri poslovanju, trajnostnega poslovanja, skladnosti poslovanja in integritete, politike prejemkov oziroma priporočene višine prejemkov in drugih pravic članov organov vodenja in nadzora itd.

ZAKONSKE OMEJITVE PRI UPRAVLJANJU NALOŽB

SDH upravlja naložbe v skladu z zakoni in predpisi ter akti upravljanja naložb. Na določena pravila oziroma zakonske rešitve je možno gledati kot na omejitve pri upravljanju naložb, ki pa imajo tudi (pogosto varovalni) namen. Pri tem se izpostavljajo naslednje omejitve pri upravljanju naložb.

- V določbi tretjega odstavka 20. člena ZSDH-1 je določeno, da SDH ne sme posegati v neodvisnost organov družb, predvsem pa ne sme posegati v posamezne poslovne in vodstvene odločitve.
- Omejitve pri upravljanju naložb v delniške družbe predstavljajo določbe ZGD-1 o omejeni informacijski pravici delničarja. Ko gre za javne družbe, je treba upoštevati tudi določbe ZTFI.
- SDH mora upoštevati določbe prevzemne zakonodaje, ki silijo delničarja javne delniške družbe in t. i. velike delniške družbe, da objavi prevzemno ponudbo za nakup vseh preostalih delnic ciljne družbe, ki jih še nima, ko doseže prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag. SDH ne more povečevati udeležbe države v ciljni družbi čez prevzemni prag ali dodatni prevzemni prag, če ob tem ni pripravljenosti za potencialni odkup vseh preostalih delnic ciljne družbe in če tak ukrep ni predviden v LNU.
- SDH mora upoštevati določbe zakona, ki ureja preprečevanje omejevanja konkurence. Koncentracijo, pri kateri je izpolnjen poleg pravnega tudi ekonomski pogoj, mora prigrasiti pristojni agenciji (ali Evropski komisiji) in odložiti njeno izvajanje do izdaje odločbe o skladnosti koncentracije s pravili konkurence. SDH se izogne koncentraciji, če meni, da je ta sporna z vidika konkurenčnopravnih pravil, oziroma predlaga pristojnemu regulatornemu organu določene korektivne ukrepe oziroma sprejme zaveze.
- SDH mora pri določenih upravljavskih ukrepih upoštevati pravila o državnih pomočeh. Ta je treba upoštevati tudi v postopkih prodaje kapitalskih naložb, kar med drugim pomeni, da v prodajni pogodbi kupca praviloma ni mogoče zavezati k izpolnitvi nefinančnih zavez (načeloma so sprejemljive obligacije prizadevanja). Pravila o državnih pomočeh mora SDH upoštevati tudi v postopkih nakupa kapitalskih naložb in pri drugih aktivnostih upravljanja naložb, pri katerih bi lahko prišlo do kršitve pravil o državnih pomočeh (npr. pri dokapitalizacijah ali dajanju posojil).
- SDH mora upoštevati Strategijo upravljanja, v okviru katere se ukrepi upravljanja določajo v vsakokratnem LNU.
- V skladu z ZPPDFT-2 mora SDH pri določenih pravnih poslih opraviti pregled stranke in ugotoviti dejanskega lastnika, iz česar lahko izhajajo omejitve pri sklepanju transakcij z določenimi potencialnimi strankami.
- V 60. členu ZSDH-1 so urejene omejitve pri poslovanju s povezanimi osebami. Nadzorni svet SDH lahko ob določenih predpostavkah dovoli sklenitev posla.

2. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI

TABELA 1: PREGLED PRETEKLIH PODATKOV IN NAPOVEDI ZA SLOVENIJO, SVET, EVRSKO OBMOČJE IN ZDA

Indikator (v %)	2020	2021	2022	2023	Napoved 2024	Napoved 2025	Napoved 2026
Real. rast BDP Slovenija (analitiki)	-4,1	8,4	2,7	2,1	2,2	2,5	2,4
UMAR					1,5	2,4	2,5
BS					2,5	2,6	2,8
EBRD					1,5	2,6	/
EK					2,3	2,6	/
Povprečna inflacija CPI Slovenija (analitiki)	-0,1	1,9	8,8	7,4	2,7	2,7	2,4
UMAR					2,1	3,3	2,3
BS (metodologija HICP)				7,2	2,4	3,0	2,3
EBRD					/	/	/
EK					2,8	2,4	/
Real. rast BDP svet (analitiki)	-2,7	6,5	3,5	3,2	3,0	3,0	3,1
Real. rast BDP evrsko območje (analitiki)	-6,1	6,2	3,3	0,4	0,7	1,3	1,4
Real. rast BDP ZDA (analitiki)	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,6	1,8	2,0

Viri: BS, Bloomberg, EBRD, EK, UMAR, SURS.

NAPOVED ZA RS

Makroekonomske napovedi¹ gospodarskega stanja v RS so za leti 2024 in 2025 težavne, saj smo v sredini leta 2024 doživeli dodatno zaostritev krize na Bližnjem vzhodu in izjemno slabe poslovne objave iz posameznih evropskih držav, ki so pomembne zunanjetrgovinske partnerice RS. Neznanke in negotovosti pri oceni prihodnjih gospodarskih gibanj nam podaja tudi razlika med ocenama rasti BDP v letu 2024, ki sta jo pripravila BS (ocena 2,5-odstotna rast, podana v juniju 2024) in UMAR (ocena le 1,5-odstotna rast, podana v septembru 2024). Razlogi za napoved nizke rasti BDP v letu 2024 so v upadu dinamike investicij, v zgolj zmerni rasti zasebne potrošnje in v velikem negativnem prispevku salda menjave s tujino. Problemi na področju izvoza ne presenečajo ob znanih težavah v EU, neugodno pa je, da bo rast izvoza ob stroškovnih pritiskih (zaradi rastočih stroškov dela na enoto proizvoda) tudi v letu 2024 nižja od rasti tujega povpraševanja. V letu 2024 pa bo rast državne potrošnje visoka, k čemur je prispevala tudi poplavalna obnova. V letih 2025 in 2026 imata UMAR in BS bolj usklajeni oceni stopnje rasti BDP, pri čemer naj bi v letu 2025 k višji ocenjeni stopnji rasti BDP (glede na nizko oceno le 1,5-odstotne rasti v letu 2024) po mnenju UMAR prispevale višja stopnja rasti izvoza, višja zasebna potrošnja in višje bruto investicije v osnovna sredstva. UMAR pričakuje, da se bodo zaradi višje rasti tujega povpraševanja v letih 2025 in 2026 okrepile rast izvoza in dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih, kar naj bi zaradi pričakovanih izboljšanih razmer v glavnih trgovinskih partnericah RS pozitivno vplivalo tudi na investicijske odločitve. Visoka investicijska dejavnost države bo krepila sektor gradbeništva, rast plač in nižja inflacija pa naj bi poganjali rast zasebne potrošnje. Državna potrošnja (v letu 2024 ocena rasti 8,5 %) bo v letu 2025 rasla po zmernejši stopnji (1,7 %), v letu 2026 pa po relativno visoki stopnji (4,1 %), tudi zaradi uveljavitve Zakona o dolgotrajni oskrbi. UMAR opozarja, da veliko pomanjkanje delovne sile v letih 2025 in 2026 ne bo več omogočalo večje rasti zaposlenosti. Po umirjanju inflacije v letu 2024 UMAR pričakuje dvig inflacijske stopnje v letu 2025 zaradi učinka nizke osnove in izteka ukrepov za zaježitev visokih cen energentov. Napovedi UMAR so bile podane v sklopu uresničitve osnovnega scenarija razvoja dogodkov, pri čemer UMAR kot nevarnosti uresničitve alternativnega negativnega scenarija navaja poslabšanje konkurenčnosti izvoznega sektorja gospodarstva, nižje zmogljivosti za načrtovane visoke investicijske aktivnosti države in nedorečenost nekaterih reformnih ukrepov. Višja inflacija in večja nekonkurenčnost evropskega gospodarstva bi prav tako negativno vplivali na predpostavke osnovne projek-

1 Viri: UMAR: Jesenska napoved gospodarskih gibanj, september 2024; BS: Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, junij 2024.

cije UMAR. Kot gonila uresničitve alternativnega pozitivnega scenarija UMAR navaja uspešnejše privabljanje delovne sile, celovitejše črpanje sredstev EU in izvajanje ustreznih reformnih ukrepov.

NAPOVED ZA SVET

IMF po osnovnem scenariju napoveduje,² da bo svetovno gospodarstvo v letu 2024 zraslo za 3,2 %, v letu 2025 pa za 3,3 %. Po osnovnem scenariju naj bi gospodarska rast v razvitih ekonomijah sveta v letu 2024 znašala samo 1,7 %, v letu 2025 pa 1,8 %. IMF bolj spodbudne napovedi podaja za razvijajoče se ekonomije sveta, v katerih naj bi rast BDP v letih 2024 in 2025 znašala 4,3 %. Z vidika regionalne primerjave je treba izpostaviti problematiko evrskega območja, ki z nizko ocenjeno rastjo v letih 2024 in 2025 (0,9 % in 1,5 %) še dodatno izgublja pomen v svetovnem gospodarstvu v primerjavi z ZDA (ocenjena rast 2,6 % in 1,9 %) in Kitajsko (ocenjena rast 5,0 % in 4,5 %). V svetu so še vedno določena tveganja, na podlagi katerih IMF omenja tudi možnost nastanka negativnega alternativnega scenarija, a pri tem dodaja, da je v letih 2024 in 2025 približno 10-odstotna verjetnost, da bi rast BDP sveta bila nižja od 2 %. IMF tveganja za uresničitev negativnega alternativnega scenarija vidi v pritiskih storitvene inflacije in v cenovnih pritiskih, ki so povezani z obnovo trgovanja in geopolitičnimi trenji. Inflacijski pritiski so tako lahko vir fiskalnih in finančnih tveganj v ekonomijah sveta. Vztrajanje dolarja pri apreciaciji bi lahko škodilo tokovom kapitala in upočasnilo načrtovano sproščanje monetarnih politik. IMF ima izdelan tudi alternativni pozitivni scenarij, pri čemer omenja, da je približno 20-odstotna verjetnost, da bi rast BDP v letu 2024 bila višja od 3,8 %. Gonilo višje rasti svetovnega BDP IMF vidi v večjem multilateralizmu, ki pripomore k povečanju svetovne ponudbe in produktivnosti ter povzroča prelive pozitivnih eksternalij po vsem svetu.

NAPOVED ZA EVRSKO OBMOČJE

ECB v svojem osnovnem scenariju za evrsko območje³ napoveduje 0,8-odstotno rast BDP v letu 2024, 1,3-odstotno v letu 2025 in 1,5-odstotno v letu 2026. Glede na slabe začasne podatke, ki so bili objavljeni v EU v sredini leta 2024, je ECB znižala napovedi za drugo polovico leta 2024 (rast v tretjem in četrtem kvartalu naj bi znašala le 0,2 %), pri čemer težave povzroča slabo stanje v proizvodnih dejavnostih. V letih 2024 in 2025 ECB problematično stanje vidi tudi na področju nepremičninskih investicij, ki naj bi se po projekcijah skrčile, okrevanje na letnem ravni pa naj bi bilo zabeleženo šele v letu 2026. ECB predvideva, da bodo kljub ostri fiskalni držbi držav državna potrošnja in državne investicije pozitivno prispevale h gibanju BDP v prihodnosti. Nekoliko višjo, a še vedno nizko rast BDP v letih 2025 in 2026, ECB pričakuje na podlagi prispevka storitvenih dejavnosti, projekcij gibanja realnega dohodka, krepitve tujega povpraševanja in bolj sproščenih monetarnih politik. Investicije podjetij naj bi sicer rasle, a projekcije ECB predpostavljajo, da v obdobju 2024–2026 zgolj po zmerni stopnji. Pričakuje se nadaljevanje trenda močnega trga dela, a pri tem je treba izpostaviti, da je ocenjena rast zaposlovanja v prihodnosti nižja, kot je bila v letu 2023 (rast 0,8 % v letu 2024, 0,4 % v letih 2025 in 2026). Produktivnost naj bi rasla po stopnji 0,9 % v letu 2025 in po stopnji 1,1 % v letu 2026. Za evrsko območje ECB predvideva bruto dolg držav v višini 88,5 % deleža BDP v letu 2024, 89,9 % v letu 2025 in 89,8 % v letu 2026. Za inflacijo HICP⁴ ECB predvideva vrednost 2,5 % v letu 2024, 2,2 % v letu 2025 in 1,9 % v letu 2026. ECB je v sklopu razmer na Bližnjem vzhodu in v Ukrajini pripravil tudi alternativni scenarij makroekonomskih projekcij, ki zajema več možnosti. Če bi bila samozavest potrošnikov manjša od tiste, ki je ocenjena v osnovnem scenariju makroekonomskih gibanj, potem bi BDP v letu 2024 ostal enak oceni višine BDP iz osnovnega scenarija, v letu 2025 bi bil za 0,3 % nižji, v letu 2026 pa za 0,6 % nižji. V primeru večje samozvesti potrošnikov bi BDP v letu 2024 ostal enak oceni višine BDP iz osnovnega scenarija, v letu 2025 bi bil za 0,3 % višji, v letu 2026 pa za 0,5 % višji. Drugačni višini potrošniške samozvesti glede na predvideno raven v osnovnem scenariju naj na višino inflacije naj ne bi imeli večjega vpliva (največ +/- 0,1-odstotni vpliv v letu 2026). Če bi cene energentov ubrale alternativno pot glede na predpostavke osnovne napovedi, bi bil vpliv viden predvsem na višini inflacije, za katero projekcija prvega kvartila (možna alternativna pot 1) predvideva za 0,6 % nižjo inflacijo, kot je podana v osnovni napovedi za leto 2025, projekcija tretjega kvartila (možna alternativna pot 2) pa predvideva za 0,8 % višjo inflacijo, kot je podana v osnovni napovedi za leto 2025. Vpliv alternativnih gibanj cen energentov ne podaja večjega vpliva na spremembo višine BDP glede na osnovno projekcijo ECB (+/- 0,1 %).

V sklopu strukturnih težav evropskega gospodarstva je treba omeniti tudi poročilo Maria Draghija, ki je predstavilo priporočila glede prihodnje evropske konkurenčnosti. V njem Draghi poziva k povečanju investicij, ki bodo povišale evropsko produktivnost, prispevek pa bi bil viden tudi na področju trajnosti in konkurenčnosti. Poročilo ocenjuje, da se EU ne obeta nič dobrega, gospodarstvo ne bo zmanjšalo zaostanka za konkurenti na svetovnem trgu. Draghijeva opozorila glede slabih obetov konkurenčnosti evropskega gospo-

² Vir: IMF, aprilski in osvežena julijska napoved za leto 2024.

³ Vir: ECB, septembrska projekcija za leto 2024.

⁴ HICP: harmonizirani indeks življenjskih potrebščin.

odarstva so resna, saj je nujno treba odpraviti zaostanek v inovacijah (EU ima premalo novih podjetij in prenizke investicije glede na ZDA in Kitajsko), koordinirati proces razogljichenja s procesom zagotavljanja konkurenčnosti (problematika visokih cen energentov v EU) in povečati varnost z zmanjšanjem strateške odvisnosti (problematika odvisnosti od tujih dobav ključnih surovin in potreba po sklepanju strateških partnerstev). EU namreč potrebuje koordinirano industrijsko politiko, hitrejše procese odločanja in velike investicije, če želi tekmovali z gospodarskim razvojem v ZDA in na Kitajskem. V EU nekonsistentna in omejujoča regulativa ovira poslovanje oz. razvoj inovativnih podjetij.

Negativen vpliv tako povzročajo visoke cene energentov, vprašanja glede evropske varnosti, večja neučinkovitosti in nerazvite zunanjeekonomske politike. Za potrebe financiranja investicij je Draghi predlagal nova pravila za področje bančništva in institucionalnih investorjev. V poročilu se agitira za 800 mrd EUR dodatnih investicij na leto (450 mrd EUR za energetska tranzicijo, 350 mrd EUR pa za digitalizacijo, obrambo in inovacije), pri čemer je treba dodatne investicije usmeriti v sektorje z visoko dodano vrednostjo. Zaostanek gospodarstev EU za gospodarstvom ZDA in tudi Kitajske je najbolj resen na področju dejavnosti visokih tehnologij in inovacij. Na teh področjih bo treba iskati nove poti, saj se evropska gospodarstva niso ustrezno prilagodila tehnološkim spremembam in še vedno vztrajajo na področjih, ki jih poznajo oz. jim pomenijo cono udobja (npr. evropska avtomobilska industrija, ki zaostaja na področju e-vozil in želi premakniti leto ukinitve proizvodnje motorjev z notranjim izgorevanjem). Vztrajanje v sektorjih, ki se lahko označijo največ kot srednje tehnološko zahtevni, in fokusiranje na obrambo pred kitajsko konkurenco namreč pomeni resno tveganje neuspešnosti evropskega gospodarstva v prihodnjih letih. Predlog skupnega zadolževanja pri nekaterih članicah EU ni naletel na odobravanje. Pri delovanju EU in njenega gospodarstva manjka fokus (cilji so sicer določeni, a brez jasnih prioritet in skupnih akcij), neučinkovito in nepovezano se trošijo skupni viri (razdrobljena potrošnja moč), ekonomska politika, ki je kombinacija fiskalne, trgovinske in zunanje politike, pa ni ustrezno koordinirana.

NAPOVED ZA ZDA

Za ZDA analitiki in institucije napovedujejo višjo gospodarsko rast v obdobju 2024–2026 kot za evrsko območje.

Ameriška centralna banka (FED) predvideva,⁵ da bo BDP zrasel za 2,0 % v letih 2024, 2025 in 2026. Upošteva znižanje temeljne obrestne mere v septembru 2024, je postalo jasno, da FED pogleduje tudi proti trgu dela in da lahko pričakujemo dodatne reze temeljne obrestne mere. Odločevalci v FED imajo po centralni tendenci (1,8 –2,2 %) sicer dokaj enotno mnenje glede rasti BDP v letu 2025, obstaja pa razlika med mnenjem najbolj pesimističnega (zgolj 1,3-odstotna rast BDP) in mnenjem najbolj optimističnega odločevalca v FED (2,5-odstotna rast). Velike razlike so tudi v ocenah višine temeljne obrestne mere, pri kateri se mnenja odločevalcev FED gibljejo med 4,1 in 4,9 % za leto 2024, med 2,9 in 4,1 % za leto 2025 ter med 2,4 in 3,9 % za leto 2026. Stopnja brezposelnosti (leta 2023 je bila le 3,6-odstotna) naj bi bila v letu 2024 4,4-odstotna, v letu 2025 4,4-odstotna (razpon ocen od 4,2 do 4,7 %), v letu 2026 pa 4,3-odstotna (razpon ocen od 3,9 do 4,5 %). Analitiki torej pričakujejo, da bo FED v prihodnosti dodatno rezal obrestne mere v prizadevanjih, da podpre rast BDP, stabilizira upočasnjujoč trg dela in omogoči podaljšanje trenutnega cikla ekspanzije. Pesimistični in optimistični alternativni razvoj dogodkov v ZDA skozi oči odločevalcev FED je podan v razponu ocen zgornjih kategorij.

⁵ Projekcije, objavljene septembra 2024.

2.1. DOGAJANJE NA PODROČJU ENERGETIKE V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025⁶

UVODNA PREDSTAVITEV DOGODKOV, KI SO POMEMBNI ZA SLOVENSKE ENERGETSKE DRUŽBE

Premiki v evropski energetski panogi v letu so precejšnji, cene energentov so se stabilizirale na bistveno nižjih nivojih, kot smo jim bili priča v letu 2023, in zelo je porasla proizvodnja EE iz OVE. Spodbuden je podatek, da so OVE v prvi polovici leta 2024 (fotovoltaika z rekordnimi vrednostmi) prispevali polovico proizvodnje EE v Evropi. Če dodamo še 24-odstotni delež iz jedrskih elektrarn v Evropi, pridemo do podatka, da je bilo kar 74 % EE proizvedene iz nizkoogljicnih virov ali OVE (v letu 2023 68 %). Pri pregledu trendov v evropski energetiki je treba izpostaviti, da so v Nemčiji tudi v letu 2024 nadaljevali proces izklopa termoelektrarn iz omrežja, pri čemer sledijo cilju izhoda iz premoga do leta 2030. Pri jedrskih elektrarnah so razmere (obratovanje jedrskih elektrarn, investicijski načrt itd.) različne glede na posamezno članico EU27, pri čemer velja zapisati, da so v letu 2023 v 12 državah članicah EU27 jedrski reaktorji delovali. V letu 2024 poteka izgradnja novih jedrskih elektrarn v Franciji in na Slovaškem, idejni projekti predlaganih izgradenj novih jedrskih elektrarn v prihodnosti pa so prisotni v še nekaj članicah EU27 (med njimi tudi JEK 2 v RS ter na Češkem, Poljskem, Madžarskem, Švedskem, Nizozemskem, v Romuniji, Bolgariji).

Evropsko energetiko z ambicioznimi cilji zelenega prehoda še naprej določata European green deal in REPowerEU. Treba je izpostaviti upad povpraševanja po EE. V prvi polovici leta 2024 je namreč povpraševanje po EE še vedno za 4,8 % nižje, kot je bilo v prvi polovici leta 2022 (iz stagnacije prešli v obdobja upadanja). Pri zelenem prehodu to lahko zavira investicije v OVE. Evropska komisija ima nekaj strateških ciljev, med katerimi je tudi zagotavljanje energetske varnosti (gradnja elektrarn, investicije v omrežno infrastrukturo). Investicije v omrežno infrastrukturo je treba pospešiti, pri čemer se ocenjuje, da bodo potrebne letne investicije v obdobju 2025–2050 znašale 67 mrd EUR. V RS je bil v letu 2024 sprejet nov Energetski zakon (EZ-2), ki opredeljuje energetske politike Slovenije na državni in tudi lokalni ravni (obravnavajo spodbude za OVE, učinkovitost, črpanje sredstev EU za prestrukturiranje premogovnih regij). V osnutku posodobitve NEPN so bili predstavljeni bolj ambiciozni cilji, politike in ukrepi do leta 2030 za zmanjševanje emisij toplogrednih plinov in zmanjšanje rabe energije. Skupno znižanje emisij toplogrednih plinov naj bi tako znašalo vsaj 55 % najkasneje do leta 2033 glede na stanje iz leta 2005. Prvega oktobra 2024 je bil uveden nov sistem obračunavanja omrežnine za EE (cilj je, da tarife za omrežnino odražajo dejanske stroške, ki bodo z dodajanjem OVE v sistem samo še naraščali). Do leta 2034 naj bi po zadnjih ocenah investicijske potrebe distribucijskega in prenosnega sistema v RS znašale 4,5 mrd EUR. Z vidika slovenske energetike je treba izpostaviti, da je ključna usmeritev RS v izgradnjo novih proizvodnih kapacitet EE, pri čemer je zaželeno, da se izkoristijo potenciali naravnih danosti RS (hidro-, sončna, vetrna energija) ali novih tehnologij.

PREGLED TRGA SUROVIN

PLIN: V letih 2022, 2023 in 2024 EU izvaja politiko prekinjanja odvisnosti od ruskega plina, zato so države EU sklepale nova geostrateška partnerstva. Po začetnem šoku v EU (v letu 2022 preboj meje 300 EUR/MWh plina) se je cena plina v letu 2024 stabilizirala na ravneh, ki so blizu ravnem pred letom 2021. Povprečna cena plina na nizozemskem plinskem vozlišču TTF je v prvi polovici leta 2024 znašala 29,70 EUR/MWh, medtem ko je bila v enakem obdobju lani 44,34 EUR/MWh. Ob predpostavki umirjenih razmer analitiki za leto 2025 ocenjujejo, da bo cena plina znašala približno 30 EUR/MWh.

NAFTA: Povprečna cena nafte brent je v prvi polovici leta 2024 znašala 83,42 USD/sod, medtem ko je bila v enakem obdobju lani 79,97 USD/sod. Za leto 2025 analitiki napovedujejo ceno nafte brent pri 78 USD/sod. Končne prodajne cene pogonskih energentov, poleg cene nafte in marž rafinerij, pa so odvisne tudi od višine davkov, trošarin in od drugih predpisov države.

PREMOG: Pri premogu so razmere na evropskem trgu diametralno nasprotni, saj je njegova poraba v letu 2023 na trgu EU upadla za 22 %, v letu 2024 pa se pričakuje nadaljnji upad za 19 % (povečana raba OVE, zapiranje termoelektrarn). Povprečna cena premoga z dostavo ARA (nizozemska pristanišča) je v letu 2023 znašala približno 127 USD/t, v prvi polovici leta 2024 približno 108 USD/t, analitiki pa ceno premoga v letu 2025 vidijo pri 101 USD/t. Globalno pa je povpraševanje po premogu v letu 2023 poraslo za 2,6 % in pri tem

6 Vir: Bloomberg.

doseglo rekordno raven, saj je večje povpraševanje po premogu na Kitajskem in v Indiji preseglo upad povpraševanja po premogu v Evropi in ZDA (–17 %). V letih 2025 in 2024 analitiki pričakujejo približno enako povpraševanje po premogu, kot je bilo v letu 2023.

PREGLED TRGA EMISIJSKIH KUPONOV IN TRGA EE

Trg ogljika v evropski energetiki deluje kot tržni mehanizem, ki želi spodbuditi podjetja k energetske preobrazbi, pri čemer cena kupona s finančnimi vzvodi podjetja usmerja k opustitvi tehnologije, ki ustvarja ogljični odtis. V prvi polovici leta 2024 je bilo na evropskih energetskih trgih moč zaznati dodatno umiritev energetske krize (padec cen določenih energentov), izpostaviti pa velja padec cen EE. V prvi polovici leta 2024 je sicer padla tudi cena emisijskih kuponov, a so trenutna cenovna razmerja med ceno EE in ceno emisijskega kupona ter surovine (npr. premoga) takšna, da ne omogočajo ustrezne ekonomike pri proizvodnji EE v termoelektrarnah. Analitiki pri napovedih rasti cen emisijskih kuponov v prihodnjih letih vidijo vzvode v zaostrovanju zakonodaje EU in v vključitvi novih sektorjev v sistem trgovanja z emisijskimi kuponi (EU ETS). Cene emisijskega kupona so v prvi polovici leta 2024 v povprečju znašale 65,68 EUR/t (v prvi polovici leta 2023 pa 93,53 EUR/t), a takšna cenovna razmerja še vedno povzročajo nedobičkonosno proizvodnjo EE. Napovedi analitikov za prihodnja leta nakazujejo padanje cen elektrike in naraščanje cen emisijskih kuponov.

Kot evropsko relevanten trg pri preučevanju EE se gleda nemški trg (med trgi EU sicer so cenovne razlike), na katerem pogodbe za vnaprej za leto 2025 napovedujejo ceno okrog 90 EUR/MWh in za leto 2026 okrog 85 EUR/MWh (baseload EE).

PLINOVODNA INFRASTRUKTURA, ZEMELJSKI PLIN IN OBNOVLJIVI PLINI

EU, ki je povezana s približno 220.000 km prenosnih plinovodov za zemeljski plin, se je v povezavi z začetkom vojne v Ukrajini odločila za odmik od dobav ruskega plina. Omenjeni odmik od ruskih fosilnih energentov je zapisan tudi v načrtu REPowerEU, ki poleg energetskih prihrankov in proizvodnje čiste energije zahteva tudi diverzifikacijo dobav energentov. EU je takoj po začetku ukrajinske vojne intenzivno iskala nove dobavni poti (Afrika, Arabija, ZDA), omenjene ukrepe pa je uporabila tudi RS. V prvih treh kvartalih leta 2024 dobava ruskega plina v EU po plinovodih obsega 11 % uvoza plina v EU, kar je pomembno znižanje v primerjavi s 40 % pred krizo. Dobave LNG plina med meseci precej nihajo (kompleksne razmere na trgu). V EU ni bilo moč doseči politične odločitve o prepovedi uvoza ruskega plina (odvisnost nekaterih držav). Po spremembi pravil (v letu 2023) glede trga plina v EU pa obstaja možnost, da bodo posamezne evropske države prepovedale uvoz ruskega plina. Pri tem velja izpostaviti Avstrijo (močna odvisnost od ruskega plina), ki je podala nezavezujočo namero, da ukine uvoz ruskega plina do leta 2027.

Z vidika RS je ob hipotezi uporabe plina kot prehodnega energenta ključno, da so nove plinovodne trase ekonomsko upravičene (pravilna odločitev glede prihodnjega potenciala plina in alternativnih plinov glede na druge tehnološke rešitve) in tehnično pripravljene na sprejem alternativnih plinov. Pri tem je treba omeniti, da je Vlada RS v letu 2024 uvrstila projekt Vodikove doline severnega Jadrana v Načrt razvojnih programov 2024–2027. Z vidika spremenjenih tokov plina je pomembno, da ima RS diverzificirano oskrbo s plinom in ustrezne kapacitete čezmejnih prenosnih povezav. Prehod oskrbe s plinom na obnovljive pline in vodik ter s tem povezan razvoj vodikovodne infrastrukture v Sloveniji pomembno obravnava tudi novela NEPN. Za prehod je ključnega pomena prenosna infrastruktura za plin, saj se pri vzpostavljanju novega evropskega sistema prenosa vodika prav ta pretežno uporablja v postopkih renamembnosti in dopolnjuje z novimi vodikovodi. Na ta način se bodo tudi v RS vzpostavili pogoji za pričetek delovanja sektorja vodika, ki bo poleg postopnega nadomeščanja uporabe fosilnega plina omogočal tudi proizvodnjo in uporabo doma proizvedenega obnovljivega plina v oskrbo RS.

2.2. DOGAJANJE NA PODROČJU PROMETA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025⁷

Prometna infrastruktura ima pomembno vlogo za gospodarski in družbeni razvoj, saj omogoča povezovanje znotraj države in z drugimi državami in je ključna za razvoj države, izboljšanje kakovosti življenja in konkurenčnost gospodarstva na svetovnem trgu. Pri investiranju na področju infrastrukture opozarjamo na problematiko diskrepance med ocenjeno vrednostjo investicij in cenami, ki jih ponudniki gradbenih del podajo v sklopu zbiranja javnih ponudb. Na hitrost izvajanja investicij vplivajo cene gradbenih materialov in storitev, uspešnost pridobivanja gradbenih dovoljenj, stanje v prostoru in priprava državnih prostorskih načrtov. Panoga prometa izvaja svoje dejavnosti tako na področju tržnih poslov kot tudi na področju GJS. 13. junija 2024 je bila sprejeta Uredba Evropskega parlamenta in Sveta o smernicah Unije za razvoj vseevropskega prometnega omrežja, o spremenjeni Uredbi EU št. 2021/1153 in št. 913/2010 ter razveljavitvi Uredbe EU št. 1315/2013. Njen cilj je vzpostaviti zanesljivo, nemoteno in visokokakovostno prometno omrežje, ki bo zagotavljalo trajnostno povezljivost po vsej Evropi (leto 2030 je rok za vzpostavitev jedrnega omrežja). Na področju avtocestne infrastrukture sta najpomembnejša projekta izgradnja tretje razvojne osi in druge cevi Karavank. Trenutno dela potekajo predvsem na severni trasi tretje razvojne osi, za katero je predvideno dokončanje del v juniju 2028, za novo cev Karavank pa jeseni 2025. Na področju železniškega prometa so bili pri izgradnji projekta drugega tira v letu 2024 prebiti vsi načrtovani predori trase. Celotna trasa drugega tira naj bi bila končana leta 2025, po načrtu pa naj bi se v letu 2026 začela tudi gradnja levega tira projekta, drugi tir. Predvideva se, da bo drugi tir dvotirna proga v letu 2030. V pomorskem prometu se nadaljuje trend gradnje vse večjih kontejnerskih ladij (ladje razreda megamax), saj ladjarji želijo z uporabo večjih ladij dosegati ekonomijo obsega (opuščanje ladij tipa neo-panamax). Mere ladij tipa megamax pa odpirajo za pristanišča vprašanja o primerni globini morja in velikosti pomolov z žerjavi, ki so sposobni sprejeti dano količino kontejnerjev. Pri nadgradnji pristaniške infrastrukture postaja pomembno tudi vprašanje opremljenosti z alternativnimi pogonskimi energenti. Na področju letalskega prometa velja omeniti program za večjo letalsko povezljivost Slovenije v obdobju 2023–2025, zaradi katerega so se tudi v letu 2024 vabili novi interesenti za vzpostavitev letalske proge s tremi slovenskimi letališči (na voljo so subvencije). V letu 2024 je z vključitvijo zračnega prostora Italije v projekt SECSI FRA (članica je tudi Slovenija) vzpostavljen eden največjih zračnih prostorov brez zračnih poti v Evropi. Na področju poštna in logistične dejavnosti se nadaljuje upadanje obsega pisemskih pošilk, ki se je v Evropi v zadnjih šestih letih znižal približno za 30 %. Po raziskavi DHL RS na področju logistične globalne povezanosti zaseda 19. mesto na seznamu 181 držav.

ŽELEZNIŠKI PROMET IN INFRASTRUKTURA⁸

Na železniški infrastrukturi v Sloveniji potekajo številna gradbena dela, ki sodijo na področja novogradenj ali prenovitev. Za uspešnost železniškega prometa v prihodnosti bi se morala infrastruktura prilagoditi tako, da bo omogočala konkurenčnost železniškega prevoza tako za potniški kot za tovorni promet, kar pomeni tudi razbremenitev cestne infrastrukture z vidika pretočnosti in trajnostnosti, dodatno pa omogoča konkurenčnost koprškega tovornega pristanišča. Večja konkurenčnost železniškega javnega prevoza v primerjavi s prevozom z avtomobilom bo dosežena, ko se bodo skrajšali potovalni časi vlakov, saj vlaki na določenih trasah trenutno niso konkurenčni prevozu z avtomobilom. Na področju potniškega prometa so sicer že bile opravljene določene izboljšave, ki omogočajo delno udobnejši železniški prevoz oseb, uskladiti pa bo treba vozne rede med vlaki in avtobusi ter izgraditi sodobnejše železniške postaje in trase prog. Z navedenimi izboljšavami ima železniška infrastruktura potencial, da po letu 2026 doseže večje število dnevnih potnikov (danes vlak dnevno uporablja 60.000 potnikov). Posodobitve, ki bodo vplivale na konkurenčnost železniškega tovornega prometa, morajo zajeti tudi področja ranžirnih postaj, dolžine tirov, ki določajo maksimalno možno dolžino vlaka na slovenskih tirih, skladiščnih površin v zaledju in direktnih navezav med progami.

AVTOCESTNA INFRASTRUKTURA⁹

Avtocestni promet v RS je pod pritiskom rasti obsega prometa, ki ovira zagotavljanje pretočnosti posamičnih tras avtocestnega križa. V prvi polovici leta 2024 je bila zabeležena rast prometa na vseh glavnih avtocestnih odsekih v primerjavi z enakim obdobjem lani. Razlogi za zastoje na avtocestnem križu so sicer različni, a ob ohranjanju trenutnih razmer (vožnja dnevnih delovnih migrantov na

7 Viri: Letna in medletna poročila družb v portfelju SDH.

8 Viri: Letno in medletna poročila SŽ, d. o. o.

9 Vir: Letno in medletna poročila družbe DARS, d. d.

delo po sistemu en potnik in en avtomobil) upravljavski ukrepi za vodenje prometa ne zadoščajo. Na posameznih trasah že potekajo investicije v razširitev, na drugih trasah pa jih bo še treba izvesti. Neizgradnja tretjega pasu na ljubljanski obvoznici (vsakodnevni zastoji) bi po metodologiji EU do leta 2040 namreč povzročila za 1,9 mrd EUR stroškov izgubljenega časa in dodatnih 136 mio EUR zunanjih stroškov (nesreče, hrup, emisije).

Trenutno potekajo večja gradbena dela na projektu tretja razvojna os in druga cev karavanškega predora, v prihodnosti pa bodo zgrajene še posamezne krajše trase. Poleg težav, ki pri gradnji tras avtocest upočasnjujejo delo (pridobivanje dovoljenj, ustrezno izvedeni in realizirani javni razpisi itd.), je treba opozoriti tudi na problem lokalnih skupnosti, ki pomembno vplivajo na (ne)realizacijo prvotno zamišljenih tras novih odsekov avtocest. V letu 2025 bo na slovenskih avtocestah uvedeno sekcijsko merjenje hitrosti na štirih odsekih avtocestnega omrežja, kar bo prispevalo k večji varnosti prometa. Na izboljšanje pretočnosti prometa lahko upravljaavec avtocest delno vpliva s številnimi mehkiimi ukrepi, kot so učinkovito odstranjevanje ovir, upravljanje hitrosti, obveščanje javnosti ipd., in s predlaganjem odločevalcem možnih ukrepov za izboljšanje pretočnosti, vendar pa bodo zaradi naraščajočega prometa nujno potrebne nove razširitvene investicije v avtocestno infrastrukturo za zagotavljanje pretočnosti prometa. Upoštevati bo treba tudi zahteve vseevropskega prometnega omrežja Ten-T (investicije v varovana parkirišča za voznike tovornjakov).

POŠTNE, PAKETNE IN LOGISTIČNE STORITVE¹⁰

Storitve, ki jih opravljajo nacionalne pošte, so v različnih fazah življenjskega cikla, pri čemer je opazna sprememba poslovnih modelov izvajalcev poštne storitve, ki zaradi spremembe potrošniških navad reorganizirajo pisemsko poslovanje ter se usmerjajo v paketno distribucijo in logistiko na eni strani oziroma v bančništvo in zavarovalništvo na drugi. Z vidika notranjega poštne prometa v RS je ključno izvajanje univerzalne poštne storitve znotraj okvirov, ki jih zahteva predpisani standard kakovosti, z ustrezno dostopnostjo poštne ali alternativnih kontaktnih točk in s cenovno politiko, ki omogoča opravljanje poštne dejavnosti. Pošta Slovenije izvaja univerzalno storitev na podlagi odločbe AKOS v obdobju od leta 2023 do leta 2028. SDH ocenjuje, da trenutno veljavna zakonska ureditev financiranja univerzalne poštne storitve ne zagotavlja dolgoročno stabilnega modela financiranja, zato podpira spremembo na tem področju. Z vidika mednarodne dejavnosti je pomembna tudi pravilna umestitev v globalno pošto logistično verigo glede na samo velikost oziroma moč poštne skupine. Ob izzivih na področju B2B trgov (problematika prepeljanj količin ob negotovem gospodarskem okolju) in B2C trgov (nižje marže ob močni konkurenci številnih ponudnikov) se je smiselno usmeriti na nova poslovna področja, kot so obratna logistika ali logistika farmacevtskih izdelkov. Prihodnje poslovanje logističnih dejavnosti bo odvisno tudi od geopolitičnih razmer, ki močno vplivajo na stroške globalne logistike. Pri poštne logističnih skupinah bosta tako na uspešnost poslovanja v letu 2025 poleg stroškovne učinkovitosti vplivali tudi možnost višanja cen v posameznih segmentih, zaračunavanja dodatnih storitev in izboljšava produktivnosti zaradi tehnoloških izboljšav. Na trgu se pojavljajo novi netradicionalni ponudniki (spletni trgovci z lastno dostavo, dostavljavci, ki dostavljajo v zadnji etapi).

LETALSKI PROMET¹¹

Slovenija se po stečaju nacionalnega prevoznika sooča s slabo letalsko povezljivostjo. Do septembra 2024 je bilo izvedenih pet javnih razpisov za večjo letalsko povezljivost Slovenije. Njihov izplen so štiri sofinancirane letalske povezave. RS načrtuje tudi objavo šestega razpisa, ki naj bi se iztekel še pred začetkom zimske sezone letenja 2024/25. Letalska povezljivost letališč na razširjenem območju EU (vključuje še Islandijo, Združeno kraljestvo, Norveško, Švico in Monako) je bila junija 2024 za 14 % slabša kot junija 2019. Letalska povezljivost zajema neposredne in posredne povezave. V RS je bila slabša za kar 29 %. Na lestvici celovite letalske povezljivosti je bila Slovenija med državami razširjenega območja EU junija 2024 na zgolj 30. mestu. Pri tem je treba opozoriti na spremembe v evropski letalski industriji. Nizkocenovni letalski prevozniki (rastoč tržni delež) se namreč fokusirajo na srednje velika in velika letališča, ne pa na manjša in največja letališča (ljubljansko letališče sodi med manjša letališča). Potrebno bo sodelovanje s panogo turizma, ki lahko v RS privabi tudi oddaljene goste, ki uporabljajo letalski prevoz. Glede na obseg prometa v slovenskem zračnem prostoru se je število operacij kontrole zračnega prometa v prvi polovici leta 2024 še povečalo, pri čemer gre predvsem za vpliv preletov letal čez slovenski zračni prostor (in ne pristankov letal). Napovedi kažejo, da bo število operacij kontrole zračnega prometa na slovenskem nebu v letu 2025 približno enako oz. nekoliko višje kot v letu 2024.

¹⁰ Vir: Letno in medletna poročila družbe Pošta Slovenije, d. o. o.

¹¹ Vir: Letno poročilo družbe KZPS, Napoved obsega prometa Eurocontrol.

POMORSKI PROMET¹²

RS je v mednarodne tokove blaga vključena s koprskim tovarnim pristaniščem, ki omogoča pretovor različnih vrst blaga in prihod potnikov. V letu 2024 so tako zabeležili prihod tisoče potniške ladje od leta 2005, ko je bil odprt tudi potniški terminal. Pri tovarnem prometu je pri preučevanju ladijskih voznin treba ločiti med različnimi tipi ladij glede na vrsto tovora, pri čemer so voznine kontejnerskih ladij ob zaostrenih razmerah v Rdečem morju in zaradi zastojev pred pristanišči v prvi polovici leta 2024 močno poskočile, nadaljnjo ceno prevoza kontejnerja na relaciji Azija–Evropa pa bodo determinirali kriza v Rdečem morju in število novih kontejnerskih ladij na trgu. V času pisanja poročila (september 2024) je voznina za 40-čveljski kontejner na relaciji Šanghaj–Rotterdam znašala približno 5.000 USD, kar je močno nad stroškovno ceno prevoza kontejnerja za ladjarja. Z vidika ladijskega prevoza avtomobilov je pri poslovanju Luke Koper ključno, da ima prave poslovne partnerje iz avtomobilske industrije (evropska avtomobilska industrija je v krizi, kitajska avtomobilska industrija pa ima velike ambicije za izvoz svojih e-vozil). Pretovor je odvisen tudi od konkurenčnosti sosednjih pristanišč, od stanja v posamezni gospodarski panogi (problematika glede povpraševanja po premogu, avtomobilih pri naročnikih luških storitev) in od splošnega gospodarskega stanja v EU. V primeru uresničitve optimističnega scenarija glede gospodarske rasti na relevantnih trgih bo treba kapacitete pristanišč in zaledne kapacitete prilagoditi rastočemu obsegu mednarodne menjave. Z uvedbo tipa ladij razreda megamax se za pristanišča odpirajo poleg fizičnih operativnih vprašanj tudi vprašanja višine tedenskega povpraševanja po kontejnerjih v pristanišču (obseg posla). Izziv so cilji Mednarodne pomorske organizacije (IMO) glede razogljičenja, saj jih vse države (med njimi tudi Kitajska) ne podpirajo (zmanjšanje toplogrednih emisij za vsaj za 20 % do leta 2030 glede na raven iz leta 2008, ničelni izpusti do leta 2050), regionalni emisijski standardi pa otežujejo procese lastništva in upravljanja ladij (naročila novih ladij, hitrost plovbe, izpusti itd.). V EU bodo morali ladjarji do septembra 2025 predložiti emisijske kupone za 40 % emisij, o katerih so poročali v letu 2024 (v letu 2026 pa za 70 % emisij, o katerih bodo poročali v letu 2025). Določeni ladjarji so si postavili bolj ambiciozne cilje (50-odstotno zmanjšanje do leta 2030), kot so cilji IMO, take poslovne odločitve pa posredno podajajo zahteve glede prihodnjih investicij v pristaniščih za odpremo ladij.

2.3. DOGAJANJE NA PODROČJU FINANC V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025

Uvod v področje financ prek pregleda makroekonomskih razmer, monetarne politike, trgov kapitala in kapital-skih naložb v upravljanju SDH

Pri pregledu področja financ, ki je vezano na monetarno politiko centralnih bank in različne borzne trge je treba omeniti mnenje analitikov, da bo ECB ob umirjanju inflacije kot tudi ob umirjanju gospodarske rasti (napoved gospodarske rasti za 2025 je še vedno pod višino trenda), delovala vse manj restriktivno in naj bi nevtravno politiko obrestne mere dosegla nekje v letu 2025 pri višini obrestne mere približno 2 %. V oktobru 2024 so tako analitiki za 3M EURIBOR v letu 2024 napovedali vrednost 2,95 %, v letu 2025 2,25 %, v letu 2026 pa 2,20 %. Donosnost referenčne nemške državne obveznice naj bi v letu 2024 znašala 2,15 %, v letu 2025 2,00 % ter v letu 2026 2,22 % pri 2-letni izdaji, pri 10-letni izdaji pa 2,20 % v letu 2024, 2,23 % v letu 2025 in 2,30 % v letu 2026. Za slovensko 10-letno državno obveznico investitorji zahtevajo nekaj desetink pribitka glede na donos do dosvetja nemške državne obveznice. Omenjene napovedi so bile zbrane na Bloombergu in se s časom spreminjajo glede na nove podatke, ki jih analitiki pridobijo iz gospodarskih objav, objav centralnih bank itd. Področje dolžniškega financiranja je za SDH pomembno tako zaradi procesov prestrukturiranja, ki so se vršili pri posameznih kapital-skih naložbah, kot tudi z vidika možnih oblik financiranja prihodnjih investicij s strani kapital-skih naložb. Pri delniških trgih so analitiki v oktobru 2024 podali mnenje (povprečna vrednost petih zbranih napovedi), da bo ameriški delniški indeks S&P 500 konec leta 2024 dosegel vrednost 5.548 točk, konec leta 2025 pa vrednost 6.100 točk. Za evropski delniški trg (v času priprave poročila) ni bilo moč pridobiti enakega števila napovedi, saj sta do novembra 2024 mnenje podali le dve investicijski banki, ki vrednost delniškega indeksa Stoxx 600 v zadnjem mesecu leta 2025 vidita pri 537,5 točkah (povprečna vrednost dveh napovedi).

12 Vir: Letno in medletna poročila družbe Luka Koper.

Slovenska borza izkazuje slabšo likvidnost in globino delniškega trga kot drugi evropski borzni parketi, pri čemer je treba opozoriti na problematiko (ne)izvajanj IPO, (ne)izdajanj novih delnic v procesih dokapitalizacij, s čimer je dostop do kapitala za slovenska podjetja na domači borzi zelo otežen. Ob pregledu, ki je bil izveden v novembru 2024, je treba omeniti, da so na področju dolžniškega financiranja na Ljubljanski borzi prisotne obveznice DARS in SIJ, medtem ko komercialnih zapisov ni bilo v trgovalni ponudbi. V preteklosti so posamezne kapitalske naložbe na Ljubljanski borzi sicer imele kotacijo komercialnih zapisov. Družba GEN-I, d. o. o. je v letu 2024 izdala zeleno obveznico v višini 50mio EUR s čimer ohranja zeleno financiranje prek kapitalskega trga kot edina nefinančna inštitucija v RS. Med kapitalskimi naložbami, s katerimi upravlja SDH, je treba omeniti tudi NLB, d. d., ki je v letu 2024 izdala dve obveznici, v preteklosti pa tudi zeleno obveznico. Zeleno obveznico je v preteklosti izdal tudi SIJ. Na slovenskem trgu kapitala je sicer moč zaznati nezadovoljstvo posameznih družb, ki v želji po pridobitvi dodatnih sredstev pogledujejo k tujim borzam.

Pri preučevanju programov financiranja je treba izpostaviti pomen, ki ga v slovenskem prostoru za potrebe financiranja gospodarstva predstavlja SID banka, d. d., ki z različnimi programi deluje spodbujevalno in razvojno, pri čemer spodbuja konkurenčnost, izvozno usmerjenost in trajnostni razvoj slovenskega gospodarstva.

Financiranje investicij je zelo pomembno z vidika prihodnje rasti poslovanja, pri čemer se v zadnjih letih vse večjo težo daje trajnostnim kriterijem, ki so izjemnega pomena tako pri dolžniškem financiranju prek bank, kot tudi pri procesu izdaj vrednostnih papirjev.

BANKE¹³

V EU so banke do sredine leta 2024 delovale v okolju, ki je bilo bančnemu sektorju zelo naklonjeno, saj je ECB šele v juniju 2024 prvič znižala temeljno obrestno mero (s 4,50 na 4,25 %). Ob nizkih obrestnih merah na depozite in višjih obrestnih merah na kredite je bankam uspelo realizirati visoke obrestne marže, kar se je odrazilo tudi v njihovi visoki dobičkonosnosti. S poslabšanjem makroekonomskih obetov v Evropi je ECB v septembru temeljno obrestno mero znižala še za 60 bazičnih točk (na 3,65 %). V sklopu pričakovanj analitikov, da bo temeljna obrestna mera v letu 2024 znašala 3,40 % in v letu 2025 le 2,40 %, se lahko v letu 2025 pričakuje spremenjeno bančno okolje. Rezi obrestnih mer, potencialni dvigi stroškov bančnih tveganj, šibki obeti glede gospodarske dinamike, davčni in nadzorni regulatorni predpisi, stanje na trgu nepremičnin in geopolitični faktorji lahko ogrozijo trend rastoče dobičkonosnosti bank. Visoke dolgoročne obrestne mere so bile namreč generator rasti bančnih prihodkov, in banke, ki še niso spremenile (zaradi novih razmer) napovedi bančnih prihodkov, upe polagajo na hipotezo odpornejše inflacije, ki naj bi po njihovem mnenju upočasnila hitrost znižanja obrestnih mer ECB. Banke bodo morale v prihajajočem obdobju nižjih obrestnih marž več aktivnosti nameniti področju neobrestnih prihodkov in integraciji distribucijskih poti do svojih komitentov. Analitiki za obdobje 2023–2026 ocenjujejo, da bo povprečna skupna letna rast prihodkov v izbrani skupini velikih evropskih bank le 1-odstotna. Padec obrestne mere za 100 bazičnih točk povzroči pri preučevanih bankah za največ 5-odstotni upad neto obrestnih prihodkov. Več potenciala rasti se bankam v letu 2025 izkazuje na področju upravljanja sredstev, pri čemer naj bi nizke obrestne mere pripomogle k razvezavi depozitov in plasiranju denarja v procese upravljanja sredstev (v drugem kvartalu 2024 je bilo razmerje med posojili in depoziti 86 %). Sredstva v upravljanju bodo v izbrani skupini velikih evropskih bank po oceni analitikov v obdobju 2023–2025 rasla med 5 in 9 % letno, depoziti in posojila pa med 1 in 2 %. Kvaliteta sredstev, ki jih imajo banke v svojih portfeljih, je v letu 2024 ustrezna, za leto 2025 pa je možno poslabšanje kreditnega portfelja, če bi poslabšanje ekonomskega okolja začelo negativno vplivati na odplačilne zmožnosti kreditjemalcev. Banke so zaradi dobre kapitalske pozicije v obdobju rasti do leta 2024 izplačevale visoke dividende, v letu 2025 pa se bodo posvetile krepitvi odpornosti proti učinkom padajočih obrestnih mer (ukrepi rezanja stroškov in digitalizacija).

Pri analizi bančnega sistema v EU, kjer sicer veljajo enotna pravila, je treba upoštevati, da obstajajo razlike med posameznimi bančnimi skupinami že samo iz naslovov trgov, kjer ima posamezna bančna skupina svoje poslovalnice. V Evropi med posameznimi državami obstajajo znatne razlike v stopnjah rasti nacionalnih BDP-jev, ponekod pa so prisotne tudi nacionalne valute, ki omogočajo bančnim enotam v danih državah doseganje bolj dobičkonosnega poslovanja. Zaradi relativno višjih stopenj rasti BDP v RS (v primerjavi z evro območjem), visoke odpornosti bank na sistemska tveganja in zaradi izboljšane finančne stabilnosti v RS, BS v prihodnjih mesecih ne pričakuje bistvenih sprememb pri dobičkonosnosti bančnega sistema. Pri analizi povpraševanja po bančnih produktih je sicer moč opaziti določene premike (financiranje nefinančnih družb, gospodinjstev), vendar še vedno močni posamezni segmenti bančnega poslovanja kot tudi poslovanje bančnih enot v tujini dajejo za posamezne banke ustrezne obete za prihodnost.

Leta 2024 je EU sprejela nova pravila, ki bodo bankam pomagala, da bodo bolj pripravljene na gospodarske krize in bodo bolje obravnavale izzive, povezane z zelenim in digitalnim prehodom. Ključni spremembi sta posodobitev Uredbe o kapitalskih zahtevah

¹³ Viri: BS (Mesečna informacija o poslovanju bank); javne objave slovenskih bank; Bloomberg.

(CRR 3¹⁴) in Direktive o kapitalskih zahtevah (CRD 6¹⁵), ki v zakonodajo EU prenašata mednarodne standarde Basel III. Te spremembe se osredotočajo na bolj napredne metode za merjenje tveganj, zlasti tistih, povezanih z delovanjem bank na kapitalskih trgih. Direktiva CRD 6, ki je del teh sprememb, bo morala biti prenesena v nacionalne zakonodaje do januarja 2026. Pravila CRR 3 pa naj bi začela veljati v državah članicah EU že 1. januarja 2025, pri čemer določeni amandmaji veljajo od 9. julija 2024.

Pomembno je omeniti, da je Evropska komisija 24. julija 2024 sprejela delegirani akt, s katerimi se zahteve CRR 3 glede tržnih tveganj odlagajo za eno leto. Tako naj bi ta nova pravila začela veljati 1. januarja 2026.

Poleg tega je Evropski bančni organ (EBA¹⁶) napovedal, da bodo stresni testi bank v letu 2025 že vključevali tudi nova pravila iz CRR 3. ECB pa je v letu 2024 napovedala, da bo kaznovala banke, ki ne bodo ustrezno obravnavale okoljskih in podnebnih tveganj.

ZAVAROVALNICE¹⁷

V letu 2024 so zavarovalnice prvič objavile letna poročila v skladu z novima mednarodnima računovodskima standardoma poročanja MSRP 17 in MSRP 9. Standarda sta vplivala na manjši porast dobičkov neživljenjskih zavarovanj, vpliv na dobičke življenjskih zavarovanj je bil manjši, na dobičke drugih področij (upravljanje premoženja) pa spremembe niso vplivale. Pri določenih zavarovalnicah velik izziv ostaja prodaja ustreznega obsega novih zavarovalnih polic s pravilnim knjiženjem prihodnjih pričakovanih dobičkov, upoštevanje diskontne stopnje pri pogodbenih obvezah. S ciljem zmanjšanja odvisnosti bilanc od sprememb obrestnih mer in delniških trgov se zavarovalnice bolj zanašajo na alternativne naložbene razrede (nepremičnine). Nova mednarodna standarda naj bi vplivala na bolj predvidljive in manj volatilne dohodke iz življenjskih polic, a po prvem obdobju njune uporabe je primerjava med različnimi zavarovalnicami izziv za investitorje. Volatilnost kapitalskih trgov, povišana politična tveganja in nižja pričakovana gospodarska rast ogrožajo obseg novih poslov ter povečujejo tveganja prevrednotenja. Na slovenski zavarovalni trg sta v letu 2024 vplivala tudi ukinitve dopolnilnega zdravstvenega zavarovanja in več naravnih nesreč v letu 2023. V letu 2024 so evropske zavarovalnice zvišale izplačilo dividend, povečale pa so tudi napovedi glede višin prihodnjih dividend in napovedale odkupe delnic (za dividende in odkupe delnic bodo namenile tudi do 75 % dobička). Količnik kapitalske ustreznosti posameznih zavarovalnic (Solvency II) je v preteklih letih znašal tudi več kot 200 %, v prihodnosti bodo (ob upoštevanju MSRP 17) na njegovo vrednost pomembno vplivali tudi pričakovani prihodnji dobički. Po mnenju AZN predstavlja prehod na MSRP 17 po uveljavitvi direktive Solvency II, enega najbolj kompleksnih procesov za zavarovalni sektor. Po napovedih Swiss RE naj bi realna rast premij v letu 2024 znašala 3,2 % (neživljenjska zavarovanja bodo dosegla 3,3-, življenjska zavarovanja pa 2,9-odstotno rast) kot posledica izboljšanja razmer na trgu dela (višji razpoložljiv dohodek prebivalstva) in ugodnih razmer, ki so vladale na finančnih trgih s fiksnimi donosi (pomembno pri življenjskih zavarovanjih). V letu 2025 se pričakuje 2,6-odstotna realna rast premij (2,6-odstotna rast premij neživljenjskih in 2,7-odstotna rast premij življenjskih zavarovanj).

2.4. DOGAJANJE NA PODROČJU TURIZMA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025

TURIZEM

Po trenutnih podatkih o poslovanju turističnih podjetij v letu 2024 (začasni podatki januar–junij) za doseženim turističnim obiskom iz leta 2019 (leto pred epidemijo, na katero se nanašajo dostopne statistične analize) najbolj zaostajata Azija in pacifiška regija (–24 %), medtem ko je turistični obisk v Evropi zelo blizu rezultata iz leta 2019 (–1 %). Med različnimi deli Evrope so sicer velike razlike, saj je bil obisk turistov v preučevanem obdobju v južni/mediteranski Evropi za 9 % višji, v centralni/vzhodni Evropi pa za kar 24 % nižji.

14 Uredba (EU) 2024/1623 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 31. maja 2024 o spremembi Uredbe (EU) št. 575/2013 glede zahtev za kreditno tveganje, tveganje prilagoditve kreditnega vrednotenja, operativno tveganje, tržno tveganje in izstopni prag.
15 Direktiva (EU) 2024/1619 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 31. maja 2024 o spremembi Direktive 2013/36/EU v zvezi z nadzorniškimi pooblastili, sankcijami, podružnicami iz tretjih držav in okoljskimi, socialnimi in upravljavskimi tveganji (UL L 2024/1619 z dne 19. junija 2024) – CRD6.
16 Evropski bančni organ (European Banking Authority).
17 Viri: Slovensko zavarovalniško združenje, SURS, publikacija Swiss RE Institute SIGMA 3/2024, javne objave slovenskih zavarovalnic.

V letu 2025 se bo turistična industrija soočala z izzivi zaradi geopolitičnih nestabilnosti, spreminjajočih se podnebnih razmer, gospodarske negotovosti na posameznih trgih in pomanjkanja delovne sile, ki vpliva na kakovost ponudbe in zadovoljstvo gostov. Kljub izzivom pa leto 2025 ponuja tudi veliko priložnosti za turistična podjetja, ki so pripravljena na inovacije in prilagoditve. Ključni razvojni cilji slovenskih turističnih družb bodo še naprej usmerjeni v (i) razvoj celovitih turističnih produktov in povezane ponudbe, ki omogočajo celoletno enakomerno zasedenost kapacitet in celovita doživetja gostov, (ii) obnovo obstoječih kapacitet, (iii) premišljeno digitalno preobrazbo, ki bo družbam omogočila podatkovno podprto odločanje in povečala personalizirano doživetje za gosta, povečevanje vključenosti v lokalne ekosisteme ter izboljšanje urejenosti prostora in kulturne krajine ipd. Krepitev zunajsezonske ponudbe je še zlasti pomembna v obalnem turizmu in na področju alpskega turizma, kjer velik izziv predstavljajo zelene zime in podnebne razmere, zaradi katerih so potrebne dopolnitve turistične ponudbe z dejavnostmi, ki niso vezane le na zimske športe. Pričakuje se, da bodo družbe nadaljevale večja investiranja, saj zgolj z obnovitvenim investiranjem ni mogoče doseči večjih rasti in izboljšav poslovanja. Cilj na področju razvoja turizma v RS je podaljšanje povprečnega časa bivanja gostov v Sloveniji in povečanje povprečne potrošnje gosta, kar je mogoče zagotoviti le s stalnimi vlaganji, usmerjenimi v večje zadovoljstvo gostov. Za Evropo se pričakuje, da bo obisk turistov v letu 2024 porasel za 10,2 %, v letu 2025 pa za 9,4 %. Svetovni turizem naj bi v letu 2024 zabeležil 16,1-odstotno rast obiskov, v letu 2025 pa 13,0-odstotno rast.

2.5. DOGAJANJE NA PODROČJU GOSPODARSTVA V LETU 2024 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2025

AVTOMOBILSKA INDUSTRIJA

Evropska avtomobilska industrija je že več let v nezavidljivem položaju, javno objavljene informacije v letu 2024 pa povzročajo veliko negotovost glede stanja evropske avtomobilske industrije in industrije dobaviteljev avtomobilskih delov v letu 2025 in v prihodnjih letih. Analitiki analizirajo, ali informacije, ki so bile objavljene o stanju proizvodnje, zalog in prodaje novih avtomobilov, pomenijo začetek procesa zapiranja nekaterih proizvodnih obratov ali zgolj pritisk na vlade članic EU, da uvedejo subvencije za nakupe e-vozil. Evropska avtomobilska industrija je namreč na področju razvoja e-vozil zaostala za dosežki ponudnikov e-vozil iz Kitajske in ZDA. Prodaja novih e-vozil v EU je slabša, kar je delno tudi posledica umika subvencij pri nakupu e-vozil. Nesporno dejstvo je, da se uvedba nove generacije e-vozil pri nekaterih evropskih proizvajalcih zamika, zaznati pa je bilo tudi upad interesa evropskih kupcev za nakup novih e-vozil. Evropska komisija je trenutno v procesu pogajanj s Kitajsko glede stopnje uvozne carine na kitajska e-vozila. Te razmere pomenijo veliko negotovost za dobavitelje avtomobilskih delov, katerih prodajni programi lahko utrpijo negativne posledice tako za cene kot tudi za količine. Obstaja nevarnost, da bodo avtomobilski proizvajalci zahtevali stroge kontrole nad stroški pri dobaviteljih avtomobilskih delov (prenos bremen razvoja novih komponent). Trenutno se zdi segment dobave tehnologije, ki se uporablja v kabini vozil, tisti, ki lahko v letu 2025 dobaviteljem avtomobilskih delov omogoči boljše poslovanje. Koristilo bo tudi zgodnje stroškovno optimiranje. Za proizvajalce avtomobilskih delov je koristno, da v prihodnjem letu diverzificirajo odjemalce tako med avtomobilskimi proizvajalci kot tudi v panogah, ki niso avtomobilska (prodaja že razvite tehnologije). V Evropi je bilo že v prvi polovici leta 2024 zaznано popravljane napovedi poslovnih rezultatov dobaviteljev avtomobilskih delov navzdol. Po napovedih finančne skupine ING, ki je bila pripravljena v avgustu 2024, naj bi svetovna prodaja avtomobilov v letu 2024 znašala 91,4 mio enot, kar je le 1,8-odstotna rast glede na leto 2023. V letu 2025 naj bi prodaja novih avtomobilov znašala 93,7 mio enot (ocenjena 2,5-odstotna rast), kar bo manj od prodaje, dosežene v letu 2018 (94,3 mio enot).

IGRALNIŠTVO IN IGRE NA SREČO

Igralništvo je dejavnost, ki ima na posameznih kontinentih sveta različne značilnosti poslovanja (vrste iger, zakonodaja glede dopustnih oblik poslovanja). Azijskim igralniško-hotelirskim središčem je v letu 2024 uspelo delno ponovno pridobiti masovni obisk gostov. V ZDA je prisoten pritisk na marže iz poslovanja, ki se je odražal v novih zaposlitvenih pogodbah, zamudah pri gradnjah objektov in učinkih slabega vremena. Kljub vsemu pa analitiki pričakujejo, da se bo poslovanje popravilo zaradi izboljšanja strukture kom-

biniranih stav, višje stopnje zadržanja strank in višje učinkovitosti na področju promocij igralniških storitev. V Avstriji, Italiji in v Bosni je mogoče zaznati trend upadanja igralniške dejavnosti zaradi zaostrene regulacije, omejitve števila igralniških avtomatov, zahtev ESG in sprememb na samem trgu igralništva, zato se iščejo priložnosti za razvoj dodatnih produktov (obigralniške dejavnosti, online igralništvo in drugo). Na področju delovanja slovenskih igralnic velja tako v prihodnosti poslovanje nadgraditi na področjih, na katerih so možne izboljšave glede na značilnosti trga. Igralniško-hotelirski resort lahko tako poslovanje izboljša z diverzifikacijo igralniških gostov. Glede na bližino Italije oz. Benetk imajo slovenski casinoji možnost privabitve VIP gostov tudi iz drugih kontinentov (npr. kitajski gosti, ki slovijo kot navdušenci nad igralništvom). Oblikovati bo treba igralniško ponudbo, ki bo konkurenčna novi razširjeni ponudbi iger na srečo, ki zajema vse od klasičnih iger na srečo do sestavljenih športnih stav. Izziv sta privabitev mlajših gostov v igralne salone in oblikovanje zveste skupine gostov, ki je ne bo odtegnila vse bolj aktivna konkurenca na slovenskem igralniškem trgu (v letu 2024 se je zaprla igralnica ob italijanski meji). Pri preučevanju internetnega igralništva/stav v Evropi, ki se lahko šteje za konkurenčno ali potencialno dopolnilno dejavnost, velja zapisati, da se v obdobju 2024–2029 pričakuje CAGR letna rast prihodkov za približno 4 %. Za zagotavljanje pogojev prihodnjega poslovanja je v igralniški dejavnosti zelo pomembno izvajanje sledljivosti, transparentnosti, zakonitosti, trajnosti poslovanja in s tem tudi izpolnjevanje vseh zakonskih pogojev in drugih predpisov, ki omogočajo ohranjanje podeljenih koncesij. Z vidika obiskovalcev pa je ključno, da se zagotovi sistem, ki prepozna tako poskuse pranja denarja kot tudi igralniške zasvojenosti (odgovorno igralništvo). Posebna skrb mora biti namenjena tudi odnosom z lokalnim okoljem. MF je oktobra 2023 objavilo, da so začeli prenovo strategije razvoja iger na srečo v Sloveniji.

FARMACIJA¹⁸

V farmacevtski industriji je več segmentov trga, na katerih je z ustrezno specializacijo oziroma pravo produktno mešanico mogoče doseči visoke stopnje rasti prodaje in visoke marže. Originalni proizvajalci zdravil se osredotočajo na čim bolj kompleksna zdravila za zdravljenje težkih bolezni, proizvajalci generičnih zdravil pa svojo strategijo gradijo na ponudbi cenejših zdravil, ki so privlačnejša za sisteme javnega naročanja. Državni pritiski na zniževanje cene zdravil negativno vplivajo na prodajne rezultate vseh farmacevtskih družb, ti vplivi pa nihajo glede na posamezne segmente farmacevtske panoge. Pomembno je, da imajo farmacevtske družbe ustrezno strukturo življenjskega cikla proizvodov, saj s tem lažje blažijo negativne vplive v panogi (npr. pritisk konkurence in javnih blagajn na zniževanje cen). Zanimiv segment so tudi zdravila za kronična obolenja, saj je njihova uporaba dolgotrajna in zagotavlja stabilen denarni tok za farmacevtske družbe. Na področju generične farmacevtske industrije se ocenjuje, da bo vrednost svetovnega trga narasla s 381 mrd USD v letu 2023 na 403 mrd USD v letu 2024. V nadaljnjih letih se bo rast trga nadaljevala in bi naj v letu 2028 dosegla vrednost 515 mrd USD (kar predstavlja letno stopnjo rasti CAGR v višini 6,3 %). Rast vrednosti oziroma velikost svetovnega generičnega trga zdravil bodo pospešili povečana obolenost za kroničnimi boleznimi, regulatorne podpore, napredek v raziskavah, povečanje deleža starejše populacije in razmere na področju patentov originalnih zdravil. V Evropi in ZDA bo v obdobju 2024–2030 poteklo veliko patentov, kar bi lahko velikim farmacevtskim družbam odvzelo do 140 mrd USD letnih prihodkov v korist generične farmacevtske industrije. Največji delež omenjenega trga si bo prisvojila biofarmacija (segment biologics), najbolj pa so ogroženi prihodki velikih (originalnih) farmacevtskih družb na področju zdravil z majhnimi molekulami, ki jih je možno enostavno podvojiti. Analitiki, ki spremljajo Bloombergov nabor velikih farmacevtskih skupin, napovedujejo, da bodo prihodki teh skupin med letoma 2023 (dejanski prihodki) in 2028 (ocena) zrasli za 32 %, pri čemer naj bi letna stopnja CAGR znašala 4,2 %. Farmacevtski industriji je v letih koronakrize uspelo povišati maržo iz poslovanja, pri čemer analitiki pričakujejo, da se bo ta pri dani skupini farmacevtskih podjetij z 29,5 v letu 2023 zvišala na 31,2 % v letu 2024, na 34,8 % v 2025 in dosegla 36,7 % v letu 2028.

TELEKOMUNIKACIJE

Telekomunikacije kljub uporabi visoke tehnologije, ki je potrebna za izvajanje IK dejavnosti, pri investitorjih večinoma ne veljajo za privlačno panogo. Razlogi za relativno nizka vrednotenja določenih evropskih telekomov se lahko iščejo v visokih investicijskih zahtevah panoge, močni konkurenci in vplivu evropske cenovne regulative. Problematike se zavedajo tudi vodstva telekomunikacijskih podjetij, ki v sklopu težav uravnavajo CAPEX izdatke, pri čemer se možnosti za prihodnjo rast dobičkonosnosti v panogi kažejo na področju izvajanja storitev umetne inteligence, ukinjanju zastarele tehnologije/omrežij ter v pričakovanem manjšem vplivu inflacije na poslovanje. Na področju umetne inteligence se pričakujejo pozitivni učinki na področju prodaje zaradi predvidljivega in osebno naravnane trženja storitev in koriščenja možnosti pametnega obračunavanja storitev. Na področju kontrole stroškov pa lahko umetna inteligenca pripomore z načrtovanjem, zagotavljanjem varnosti in upravljanjem mreže, izboljšanjem načina ponakupnih storitev za stranke in sodelovanja v procesih razvoja programske opreme. Izziv za telekome še vedno ostaja doseganje večje

¹⁸ Viri: Bloomberg, Research and markets.

komercialne uspešnosti pri trženju storitev, ki so vezane na potencialne zmogljivosti 5G tehnologije. Na področju posameznih nacionalnih telekomunikacijskih trgov v Evropi je moč zaznati zasičenost trga (štirje ponudniki ali več na posameznem trgu), na slovenskem trgu telekomunikacij pa je Telemach napovedal prevzem T-2. Ostrino konkurenčnega boja pa določa tudi velikost posameznih ponudnikov z vidika možnosti ponudbe cenovno ugodnejših paketov, ker imajo veliki ponudniki prednosti ekonomije obsega. Tudi na slovenskem trgu sta ponudnika, ki lahko koristita ekonomijo obsega v svojih mnogo večjih matičnih družbah. Z vidika evropske regulative je treba navesti, da 1. januarja 2025 začnejo veljati nižje najvišje dovoljene postavke za posamezne telekomunikacijske storitve na trgu gostovanj in na veleprodajnem trgu (novo določeni maksimalni pribitki na ceno nekaterih storitev). Analitiki v množici evropskih telekomunikacijskih ponudnikov, ki jih spremlja Bloomberg, napovedujejo v letu 2024 povprečno tehtano vrednost EBITDA marže pri 33,77 %, v letu 2025 pa pri 34,13 %. Glede rasti prihodkov se v letu 2024 pričakuje povprečna tehtana rast 0,7 %, v letu 2025 pa 3,0 %.

JEKLARSKA INDUSTRIJA IN INDUSTRIJA ALUMINIJA

Po napovedi, ki jo je avgusta 2024 objavil Bloomberg, je težko pričakovati povečanje povpraševanja pri evropskih proizvajalcih jekla in aluminija v letu 2024, vendar je mogoča enomestna stopnja rasti v prvi polovici leta 2025. Analitiki za uresničitev tega scenarija predvidevajo, da bo ECB v prihodnjih mesecih še dodatno znižala obrestne mere, medtem ko naj bi kitajska ekonomija pospešila rast. Pri analizi razmer v evropskem jeklarstvu je treba poudariti, da je padec cen surovin sicer pozitivno vplival na proizvodnjo jekla, vendar je višji uvoz preprečil okrevanje cen jekla, ki so bile v prvi polovici leta 2024 nizke. Bloombergovi analitiki napovedujejo, da bo cena vroče valjane pločevine v Evropi v letu 2024 znašala 655 USD/t, v letu 2025 pa 659 USD/t (leta 2023 je bila 705 USD/t). Prihodnjo dobičkonosnost evropskih jeklarjev bodo določale tržne razmere na področju jekla, železove rude in energentov, potrebnih za proizvodni proces. V EU so se v letu 2024 odločili podaljšati ukrepe za zaščito trga jekla pred učinki uvoza iz tretjih držav do junija 2026. V primeru obnove zaloga jekla v gospodarstvu (zaloge so majhne) in ob obvladovanju pritiska uvoza jekla iz tretjih držav bi lahko rast evropskega povpraševanja po jeklu v letu 2025 bila tudi večja od nizkih enomestnih stopenj. Pomemben datum za evropsko jeklarsko in aluminijско industrijo je 31. december 2025, ko se izteče prehodno obdobje mehanizma za ogljično prilagoditev na mejah (obdobje poročanja zgolj o emisijah). Ta mehanizem, ki trenutno predvideva le poročanje o emisijah, je orodje EU za določanje poštenih cen emisij ogljika pri proizvodnji ogljično intenzivnega blaga. Pri analizi svetovne industrije aluminija Bloombergovi analitiki predvidevajo, da se bo trg, ki je trenutno sicer še v presežku (v letu 2024 naj bi bila ponudba še višja od povpraševanja), v letu 2025 morda prevesil celo v deficit, kar bo posledica omejenih dodajanj novih kapacitet in povečanega povpraševanja po aluminiju na glavnih tržiščih (Kitajska, ZDA). Globalno povpraševanje po aluminiju naj bi se v letu 2025 tako povečalo za 3,3 %, pri čemer napoved temelji predvsem na hipotezi učinkov delovanja kitajske stimulacijske politike (Kitajska poraba obsega približno 60 % svetovne porabe aluminija). Poraba aluminija v Evropi lahko ostane majhna zaradi znanih težav v gradbeni, avtomobilski in proizvodnji dejavnosti. Bloombergovi analitiki napovedujejo, da naj bi cena aluminija v letu 2024 zrasla na 2.426 USD/t, v letu 2025 pa na 2.537 USD/t (rast temelji na hipotezi deficitarnega svetovnega trga aluminija v letu 2025). Ob pričakovanem padcu (zaradi pojava novih ponudnikov na trgu) cen vstopnih surovin (boksit, aluminijev oksid) so obeti glede marž svetovnih proizvajalcev aluminija dobri. Cene aluminija v prihodnosti pa lahko ogrozi naraščajoče povpraševanje po recikliranem aluminiju, pri čemer je treba izpostaviti, da je Kitajska v juliju pripravila osnutek predloga zvišanja dovoljenja glede uvoza recikliranega aluminija, s čimer želi zadovoljiti naraščajoče povpraševanje in doseganje nižjih ogljičnih izpustov.

GOZDARSTVO

Cene gozdnih lesnih sortimentov (okroglega lesa) so bile v prvi polovici leta 2024 pod velikim pritiskom. Glede na napovedi glavnih predelovalcev okroglega lesa bo tudi leto 2025 pod vplivom umirjanja gospodarske aktivnosti v gradbeništvu v Evropi in posledične krize v pohištveni industriji ter geopolitičnih konfliktov. V Sloveniji sta pri prodaji lesa prevladujoči skupini okroglega lesa hlodovina iglavcev in oblovina listavcev (manj kakovosten les listavcev), ki v primeru državnih gozdov v strukturi prodaje zajemata okoli 75 % količin. Povpraševanje in cene hlodovine iglavcev so pod vplivom razmer v gradbeništvu (gradnja stavb) in na mednarodnih trgih. Gradnja stavb se bo po napovedih (Euroconstruct 2024) v letih 2025 in 2026 povečala le za 1,3 oziroma 1,8 %. Cene lesa listavcev slabše kakovosti so v letu 2024 glede na preteklo leto strmoglavile, in sicer pri prodaji SiDG kupcem v Sloveniji za 25–30 %, v Italiji za 20–30 % in v Avstriji za 17 %. Pod največjim pritiskom je industrija plošč (MDF/HDF), zaradi česar je največji padec cen v Italiji, ki je velik porabnik lesa slabše kakovosti listavcev iz Slovenije, nekoliko manjši padec v Avstriji pa je posledica večje rabe tega lesa v celulozni industriji.

PRAŠIČEREJA IN MESNOPREDELOVALNA INDUSTRIJA

V Evropi je povprečna cena svinjine v prvih osmih mesecih znašala 213,86 EUR za 100 kg teže, kar predstavlja 8,2-odstotni padec glede na ceno v enakem obdobju leta 2023. Trgovanje s prašičjim mesom poteka tako znotraj kot tudi zunaj EU. Uvoz ali izvoz svinjine je odvisen od stopnje samooskrbnosti (RS ni samooskrbna), pri čemer je treba izpostaviti, da je v RS prireja domačega mesa v letu 2023 upadla za kar 23 % glede na stanje v letu 2019, in tak negativni trend pomeni še dodatno problematiko pri nedoseganju samooskrbnosti s svinjino v RS v prihodnosti. Pri določenih slovenskih podjetjih s prašičerejo ali mesnopredelovalno dejavnostjo je moč opaziti zadolženost ali slabo stanje na področju investicij, kar se zrcali v slabših kazalnikih produktivnosti. Za prihodnje poslovanje navedenih podjetij so zelo pomembne ustrezne investicije oz. da imajo podjetja ustrezen investicijski potencial. Izboljšanje produktivnosti oziroma doseganje ubranljivih konkurenčnih prednosti na trgu pa je bistveno za dolgoročno uspešno poslovanje slovenskih podjetij iz dejavnosti prašičereje in mesnopredelovalne dejavnosti, saj uvoz cenejšega tujega svinjskega mesa in mesnih izdelkov iz svinjine močno vpliva na dobičkonosnost poslovanja nekaterih slovenskih podjetij iz omenjenih dveh dejavnosti. Poleg cenovnih razmerij je pomembni dejavnik povpraševanja po svinjskem mesu tudi ozaveščenost potrošnikov o zdravem načinu prehranjevanja in pravicah živali. Generalno gledano, trenutne tržne razmere omogočajo dobičkonosnost dejavnosti prašičereje, ki pa je vezana tudi na druge deležnike (klavnice, mesnopredelovalna industrija, trgovci in uvozniki) v verigi vrednosti, saj živih prašičev praviloma 99 % strank ne kupuje. Pri proizvodnji prašičev proizvajalci spremljajo cene na domačem in sosednjih trgih, s podaljševanjem dobe pitanja živali (večja teža ob zakolu) pa tudi lovijo trenutek najvišjih tržnih cen pri prodaji. Izziv v letu 2025 in prihodnjih letih za prašičerejo so povečanje stopnje vertikalne proizvodnje, prilagoditev proizvodnje novi regulativi glede dobrobiti živali, tveganje zdravlja živali, prilagoditev obsega proizvodnje glede na pomemben upad izvoza svinjine iz Evrope v azijske države v letu 2023 itd. Ustrezne marketinške akcije in sodelovanje z deležniki v verigi vrednosti ob pravem produktnem spletu izboljšajo dobičkonosnost poslovanja celotne skupine, ki se ukvarja z vzrejo živali in mesnopredelovalno dejavnostjo.

VODNO-GOSPODARSKA DEJAVNOST

Vodnogospodarske družbe opravljajo javno vodnogospodarsko službo na podlagi dodeljene koncesije. Upravljanje voda je v Sloveniji organizirano tako, da MNVP na osnovi zahtevanih kriterijev in javnega razpisa podeli koncesijo tistim družbam, ki izpolnjujejo pogoje. Koncesija se deli na dva dela: prvi je vezan na opravljanje GJS, drugi pa na dodatna dela. Dela v okviru koncesijske pogodbe obsegajo vzdrževanje, zavarovanje, čiščenje, košnjo, posek, sanacijo jezov, brežin in pragov, izgradnjo kamnito-betonskih pregrad, podpornih zidov in talnih pragov, čiščenje in vzdrževanje požiralnikov in prodnih pregrad ter odstranjevanje sipin in naplavin. Vodnogospodarske družbe del ustvarjenega prihodka pridobijo z izvajanjem koncesijskih obveznosti, del prihodka pa z opravljanjem tržnih dejavnosti, povezanih z izgradnjo komunalne infrastrukture, objektov varstva okolja, s kmetijskimi deli, geotehniko ipd.

3. UPRAVLJANJE KAPITALSKIH NALOŽB

3.1. PORTFELJ KAPITALSKIH NALOŽB

3.1.1. SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH

SDH upravlja kapitalske naložbe, ki so v lasti SDH, in tiste, ki so v upravljanju SDH in v lasti RS, ter kapitalsko naložbo v družbi Zavarovalnica Triglav, d. d., ki je v lasti ZPIZ.

31. decembra 2024 je imel SDH v upravljanju 82 kapitalskih naložb, od tega 40 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 25 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 17 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo RS in SDH.

V portfelju kapitalskih naložb je bilo 31. decembra 2024 pet kapitalskih naložb RS pridobljenih na podlagi ZD in ena na podlagi ZOPNI. Osem kapitalskih naložb je bilo v postopku likvidacije.

TABELA 2: SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH, PO STANJU NA 31. DECEMBRA 2024

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
ENERGETIKA				
1	ELEKTRO CELJE, D. D.	STRATEŠKA	79,50	0,41
2	ELEKTRO GORENJSKA, D. D.	STRATEŠKA	79,48	1,51
3	ELEKTRO LJUBLJANA, D. D.	STRATEŠKA	79,50	0,77
4	ELEKTRO MARIBOR, D. D.	STRATEŠKA	79,86	
5	ELEKTRO PRIMORSKA, D. D.	STRATEŠKA	79,68	0,36
6	EGS-RI, D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00	
7	GEN ENERGIJA, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
8	HSE, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
9	INFRA, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
10	PETROL, D. D.	POMEMBNA	10,82	12,70
11	PLINHOLD, D. O. O.	STRATEŠKA	77,08	0,05
12	PREMOGOVNIK VELENJE, D. O. O.	PORTFELJSKA*	100,00	
13	RTH, D. O. O., TRBOVLJE – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00	
14	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D. O. O., ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00	
15	RŽV, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
16	TEŠ, D. O. O.	PORTFELJSKA*	100,00	

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
FINANCE				
17	DBS, D. D.	PORTFELJSKA	0,03	
18	DSU, D. O. O.	STRATEŠKA	50,40	49,60
19	KB 1909, D. D.	PORTFELJSKA	0,03	
20	KOMPAS RAC, D. D., LJUBLJANA – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,01	0,02
21	LP INVEST, D. D.	PORTFELJSKA	0,01	
22	NLB, D. D.	POMEMBNA	25,00	
23	PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D. O. O. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	48,90	
24	SAVA RE, D. D.	POMEMBNA	13,89	17,68
25	SID BANKA, D. D.	STRATEŠKA	99,41	
26	STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	49,00	
27	ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D. D.	STRATEŠKA	34,48**	28,09
GOSPODARSTVO				
28	A.L.P. PECA, D. O. O.	PORTFELJSKA	9,09	
29	ADRIAFIN, D. O. O.	PORTFELJSKA		50,00
30	BODOČNOST MARIBOR, D. O. O.	PORTFELJSKA	77,52	
31	CETIS, D. D., CELJE	PORTFELJSKA		7,47
32	CINKARNA CELJE, D. D.	PORTFELJSKA		24,44
33	CSS, D. O. O.	PORTFELJSKA	97,96	
34	ELEKTROOPTIKA, D. D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48
35	FARME IHAN – KPM, D. O. O.	PORTFELJSKA*		100,00
36	ILLURIA HOLDINGS LIMITED – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA		100,00
37	KOTO, D. O. O.	STRATEŠKA	66,23	4,42
38	KRKA, D. D.	POMEMBNA	7,22	9,00
39	LOTERIJA SLOVENIJE, D. D.	STRATEŠKA		15,00
40	MEJA ŠENTJUR, D. D.	PORTFELJSKA		100,00
41	MK ZALOŽBA, D. D.	POMEMBNA		83,47
42	POMGRAD – VGP, D. D.	PORTFELJSKA	25,01	
43	PS ZA AVTO, D. O. O., LJUBLJANA	PORTFELJSKA		90,00
44	SAVAPROJEKT, D. D.	PORTFELJSKA	3,47	
45	SIDG, D. O. O.	STRATEŠKA		100,00
46	SIJ, D. D.	PORTFELJSKA	25,00	
47	STNA, D. O. O.	PORTFELJSKA		100,00
48	STUDENTENHEIM KOROTAN GMBH	STRATEŠKA	100,00	
49	TALUM, D. D., KIDRIČEVO	PORTFELJSKA	86,25	5,21
50	TELEKOM SLOVENIJE, D. D.	POMEMBNA	62,54	4,25
51	UNIOR, D. D.	PORTFELJSKA		39,43
52	URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
53	VGP, D. D.	PORTFELJSKA	25,00	
54	VGP DRAVA PTUJ, D. O. O.	PORTFELJSKA	25,00	
55	VGP NOVO MESTO, D. D.	PORTFELJSKA	25,00	
TURIZEM				
56	ADRIA, D. O. O.	PORTFELJSKA		11,74
57	CASINO BLEDE, D. D.	PORTFELJSKA		33,75
58	CASINO PORTOROŽ, D. D.	PORTFELJSKA		9,46
59	HIT, D. D., NOVA GORICA	PORTFELJSKA		28,54
60	ISTRABENZ TURIZEM, D. D.	POMEMBNA		100,00
61	SAVA, D. D.	POMEMBNA		64,13
62	TERME OLIMIA, D. D.	PORTFELJSKA	67,13	8,01
63	THERMANA, D. D.	PORTFELJSKA		100,00

Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)
PROMET				
64	DARS, D. D.	STRATEŠKA	100,00	
65	DRI UPRAVLJANJE INVESTICIJ, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
66	KOPP, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
67	KZPS, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
68	LUKA KOPER, D. D.	STRATEŠKA	51,00	11,13
69	POŠTA SLOVENIJE, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
70	SŽ, D. O. O.	STRATEŠKA	100,00	
TERJATVE				
71	AVTOTEHNA ZAGREB, D. O. O.	PORTFELJSKA		100,00
72	BATRIS, D. O. O., UKRAJINA	PORTFELJSKA		18,00
73	CONSTANT LEADER XXI, UKRAJINA	PORTFELJSKA		18,00
74	DS PROJEKT, D. O. O.	PORTFELJSKA		74,00
75	HYUNDAI AUTO BEOGRAD, D. O. O., SRBIJA	PORTFELJSKA		100,00
76	POSLOVNI SISTEM DOMINA, D. O. O., BEOGRAD	PORTFELJSKA		55,52

* Z dopolnitvijo OdsUND v mesecu marcu 2025 so bile naložbe prerazporejene med strateške naložbe

** Lastniški delež v Zavarovalnici Triglav ni v neposredni lasti RS, ampak ZPIZ.

TABELA 3: SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB RS, PRIDOBLENIH NA PODLAGI ZD IN ZOPNI, PO STANJU NA 31. DECEMBRA 2024

Zap. št.	Naložba	Lastniški delež RS (v %)
1	BIO PRIMA, D. O. O.	100,00
2	ELBEKO, D. O. O., SEŽANA	100,00
3	IBI KRANJ, D. D. – V LIKVIDACIJI*	0,00
4	IBT TRBOVLJE, D. D.	0,04
5	NTV24.SI, D. D.	0,01
6	LUBRIO D. O. O. – V LIKVIDACIJI	100,00

* Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

KAPITALSKE NALOŽBE, KI NISO PREDMET TEGA LNU OZIROMA NISO PREDMET POSEBNEGA DELA LNU

Klasifikacija kapitalskih naložb države v Strategiji upravljanja se nanaša tudi na kapitalne naložbe, ki jih SDH ne upravlja in tudi niso predmet tega LNU. Mednje sodijo kapitalne naložbe RS:

- **za katere SDH nima pristojnosti skupščine** (npr. KAD, STA, Kobilarna Lipica), zaradi česar ne more izvrševati upravljaljskih upravičenj;
- **za katere je s posebno zakonodajo določeno, da ostanejo v neposrednem upravljanju RS** (npr. ELES, Borzen, 2TDK).

Od kapitalskih naložb, ki jih SDH upravlja, so v posebni del LNU vključene vse kapitalne naložbe, razen tistih, za katere zaradi posebnih okoliščin priprava posebnega dela LNU ni smotrna. Gre za:

- **kapitalne naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije (t. i. neaktivne naložbe):** v družbah, ki so v postopku likvidacije, je temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka;
- **kapitalne naložbe v družbah, za katere je SDH že sklenil pogodbo o prodaji celotnega deleža v imetništvu SDH in/ali RS oziroma drug pisni dogovor,** ki pa še ni dokončno realiziran. Upravljaljske aktivnosti v teh družbah so minimalne. Cilj SDH pri upravljanju teh družb je uspešno izvesti aktivnosti, ki so predvidene v obdobju med podpisom pogodbe in zaključkom transakcije in so pogoj za uspešen zaključek prodaje;

- **kapitalske naložbe v družbah, v katerih ima RS in/ali SDH majhen lastniški delež:** glede na majhen lastniški delež ima SDH zelo omejen vpliv na upravljanje teh družb. SDH si bo pri upravljanju, upošteva načelo ekonomičnosti in svoj vpliv na glasovanje, prizadeval ravnati v dobro RS in/ali SDH. Temeljni cilj SDH pri upravljanju teh naložb je zagotoviti primerne pogoje za prodajo naložb, skladno z ZSDH-1;
- **kapitalske naložbe v družbah, ki so pridobljene na podlagi ZD in ZOPNI;**
- **kapitalske naložbe v družbah, za katere SDH ne določa ekonomsko-finančnih in strateških ciljev,** npr. zaradi načina financiranja, različnih pristojnosti upravljanja, neizvajanja dejavnosti, kadar je za kapitalsko naložbo v družbi edini cilj prodaja, oziroma zaradi dejstva, da je glavnina dejavnosti usmerjena na upravljanje terjatev ali da je večina premoženja stvarno premoženje. Navedeno velja za večino družb s področja terjatev.

TABELA 4: SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH, KI NISO VKLJUČENE V POSEBNI DEL LNU, PO STANJU NA 31. DECEMBRA 2024

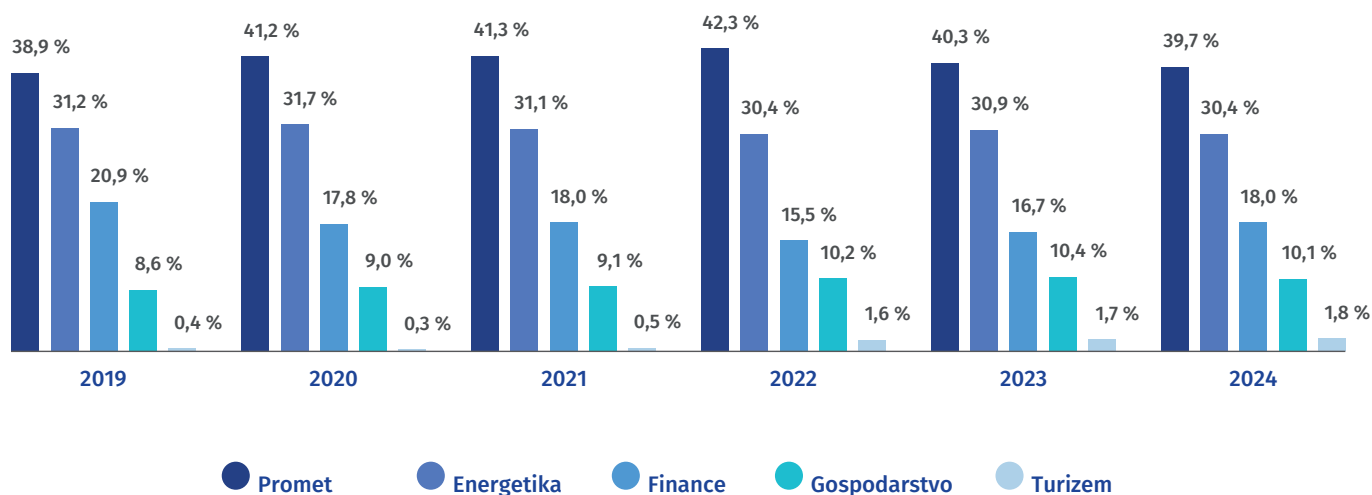
Zap. št.	Naložba	Vrsta naložbe	Lastniški delež RS (v %)	Lastniški delež SDH (v %)	Lastniški delež SKUPAJ (v %)
1	A.L.P. PECA, D. O. O.	PORTFELJSKA	9,09		9,09
2	AVTOTEHNA ZAGREB, D. O. O.	PORTFELJSKA		100,00	100,00
3	BATRIS, LLC, UKRAJINA	PORTFELJSKA		18,00	18,00
4	BIO PRIMA D. O. O.	PORTFELJSKA	100,00		100,00
5	CASINO BLED, D. D.	PORTFELJSKA		33,75	33,75
6	CASINO PORTOROŽ, D. D.	PORTFELJSKA		9,46	9,46
7	CONSTANT LEADER XXI, LLC, UKRAJINA	PORTFELJSKA		18,00	18,00
8	DBS, D. D.	PORTFELJSKA		0,03	0,03
9	DS PROJEKT, D. O. O.	PORTFELJSKA		74,00	74,00
10	ELBEKO, D. O. O., SEŽEANA	PORTFELJSKA	100,00		100,00
11	ELEKTROOPTIKA, D. D.	PORTFELJSKA	0,01	70,48	70,49
12	HYUNDAI AUTO BEOGRAD, D. O. O.	PORTFELJSKA		100,00	100,00
13	IBT KRANJ, D. D. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,00		0,00
14	IBT TRBOVLJE, D. D.	PORTFELJSKA	0,04		0,04
15	ILLURIA HOLDINGS LIMITED – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA		100,00	100,00
16	KB 1909, D. D.	PORTFELJSKA		0,03	0,03
17	KOMPAS RAC, D. D., LJUBLJANA – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	0,01		0,01
18	LUBRIO D. O. O. – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00		100,00
19	LP INVEST D.D.	PORTFELJSKA	0,01		0,01
20	POSLOVNI SISTEM DOMINA, D. O. O., BEOGRAD	PORTFELJSKA		55,52	55,52
21	RTH D. O. O. TRBOVLJE – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00		100,00
22	RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D. O. O., ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI	PORTFELJSKA	100,00		100,00
23	STNA, D. O. O.	PORTFELJSKA		100,00	100,00
24	SAVAPROJEKT, D. D.	PORTFELJSKA	3,47		3,47

* Prikazani delež v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

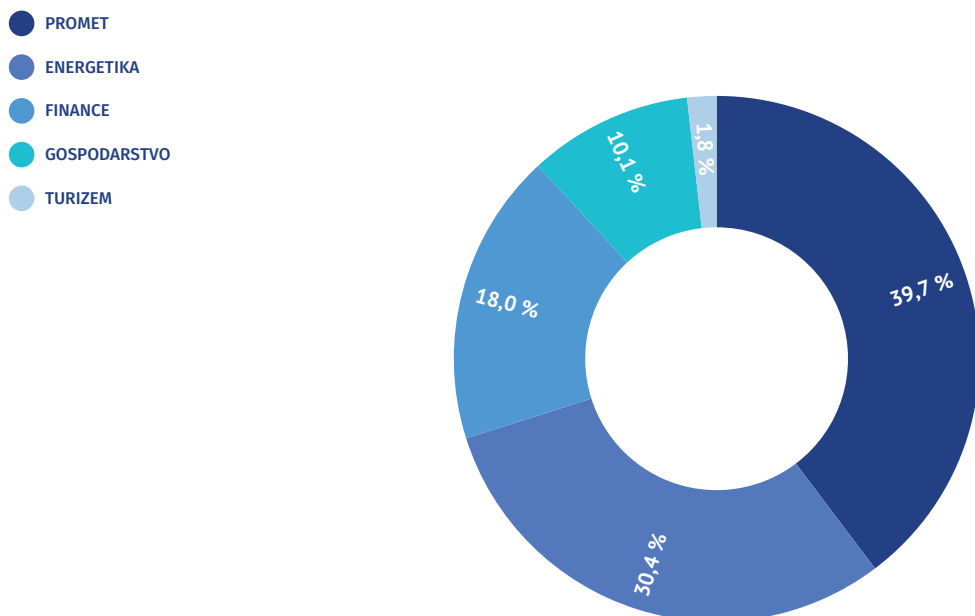
3.1.2. STRUKTURA PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB

Portfelj kapitalskih naložb, ki jih upravlja SDH, se je v preteklosti postopoma koncentriral. Trenutno največja upravljavska stebra po knjigovodski vrednosti kapitala, Energetika in Promet, obsegata dobrih 70 % portfelja kapitalskih naložb. Štiri kapitalske naložbe v največjih družbah (DARS, GEN, SŽ in HSE) pa imajo skupaj nekaj manj kot 52-odstotni delež (merjeno s knjigovodskimi vrednostmi lastniških deležev v upravljanju).

SLIKA 1: DELEŽI UPRAVLJAVSKIH STEBROV V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, V OBDOBJU 2019–2024

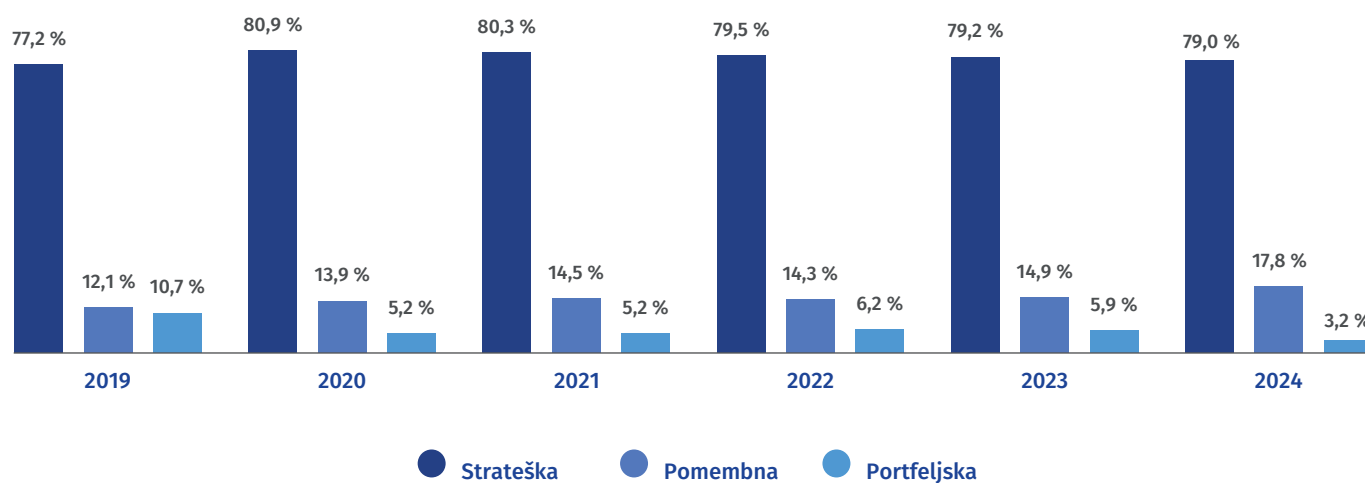


SLIKA 2: DELEŽI UPRAVLJAVSKIH STEBROV V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, OCENA NA 31. DECEMBRA 2024

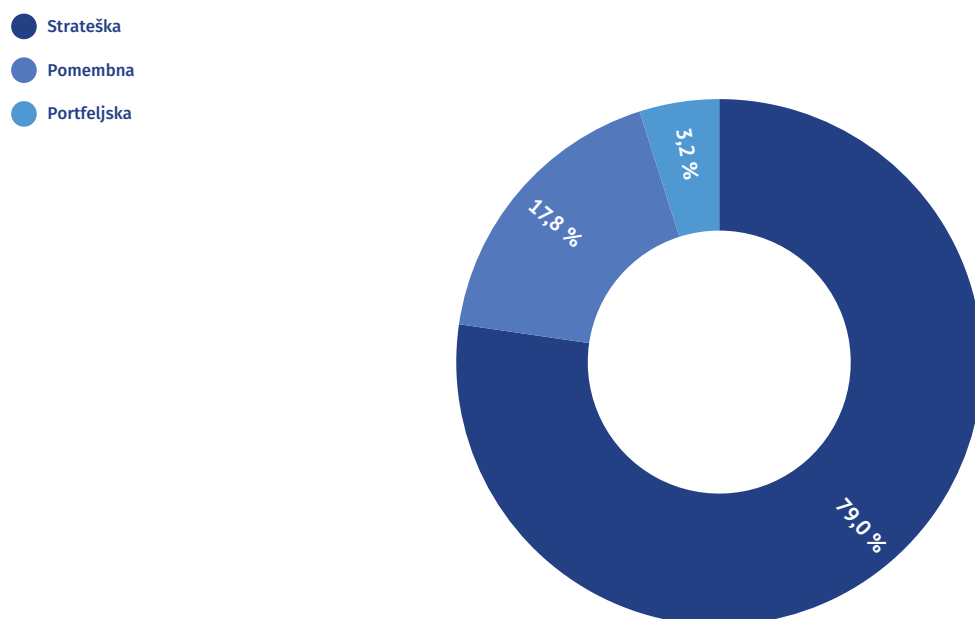


Zaradi prodaje portfeljskih naložb v preteklosti je portfelj kapitalskih naložb vse bolj homogen tudi z vidika klasifikacije kapitalskih naložb. Strateške naložbe obsegajo skoraj 79 % upravljalškega portfelja. Med desetimi največjimi kapitalskimi naložbami, ki skupaj obsegajo 76,0 %, je sedem strateških, z deležem 63,1 %. V letu 2024 je na spremembo strukture naložb z vidika klasifikacije naložb vplivalo tudi sprejetje nove Strategije upravljanja. Brez njenega vpliva bi bil delež strateških naložb za 0,7 o. t. višji in bi znašal 78,3 %, delež pomembnih naložb za 1,8 o. t. nižji in bi znašal 16 %, delež portfeljskih naložb pa bi bil za 2,5 o. t. višji in bi znašal 5,7 %.

SLIKA 3: DELEŽI KLASIFIKACIJSKIH SKUPIN V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, V OBDOBJU 2019–2024



SLIKA 4: DELEŽI KLASIFIKACIJSKIH SKUPIN V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, OCENA NA 31. DECEMBRA 2024



V spodnji tabeli je prikaz največjih naložb po posameznih stebrih glede na delež v celotnem portfelju.

TABELA 5: DELEŽ PETIH NAJVEČJIH KAPITALSKIH NALOŽB POSAMEZNEGA UPRAVLJAVSKEGA STEBRA (PO KRITERIJU BILANČNE KNJIGOVODSKE VREDNOSTI) V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB, OCENA NA DECEMBER 2024

PROMET	
DARS, D. D.	26,7 %
SŽ SKUPINA	7,2 %
POŠTA SLOVENIJE SKUPINA	2,8 %
LUKA KOPER SKUPINA	2,8 %
DRI, D. O. O.	0,2 %
SKUPAJ	39,7 %
ENERGETIKA	
HSE SKUPINA	9,1 %
GEN SKUPINA	8,8 %
ELEKTRO LJUBLJANA, D. D.	2,2 %
ELEKTRO MARIBOR, D. D.	2,0 %
PETROL SKUPINA	1,8 %
SKUPAJ	23,9 %
FINANCE	
NLB SKUPINA	6,4 %
ZAVAROVALNICA TRIGLAV SKUPINA	4,7 %
SID BANKA, D. D., LJUBLJANA	3,9 %
ZAVAROVALNA SKUPINA SAVA	1,5 %
D.S.U., D. O. O.	1,5 %
SKUPAJ	18,0 %
GOSPODARSTVO	
TELEKOM SLOVENIJE SKUPINA	3,4 %
KRKA SKUPINA	2,9 %
TALUM SKUPINA	0,9 %
SIJ SKUPINA	0,8 %
UNIOR SKUPINA	0,5 %
SKUPAJ	8,5 %
TURIZEM	
SAVA SKUPINA	0,8 %
ISTRABENZ TURIZEM, D. D.	0,3 %
TERME OLIMIA SKUPINA	0,3 %
THERMANA, D. D.	0,2 %
HIT SKUPINA	0,2 %
SKUPAJ	1,8 %
SKUPAJ NAJVEČJIH 5 NALOŽB VSAKEGA STEBRA	91,9 %

3.2. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

3.2.1. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB DRŽAVE

Temeljni cilji upravljanja kapitalskih naložb države so tisti, glede na katere se v skladu z določbami ZSDH-1 naložbe države razvrščajo v tri skupine naložb, in sicer:

- prva skupina – **STRATEŠKI CILJI**: z lastništvom in upravljanjem naložbe se uresničujejo pomembni družbeni interesi, kot so zagotavljanje ustrezne infrastrukture in dostopnosti do nje, opravljanje javnih služb, varnostni cilji, razvojni cilji in uresničevanje drugih pomembnih družbenih interesov;
- druga skupina – **CILJ OHRANJANJA KLJUČNIH RAZVOJNIH DEJAVNIKOV**: z lastništvom in upravljanjem naložbe se zasleduje ohranjanje ključnih razvojnih dejavnikov v državi;
- tretja skupina – **GOSPODARSKI CILJI**: z upravljanjem naložbe se zasleduje povečanje vrednosti naložbe in zagotavljanje čim večjega donosa za lastnike.

Kapitalske naložbe države so glede na navedene temeljne cilje v Strategiji upravljanja razvrščene v tri skupine naložb, in sicer:

- strateške naložbe, pri katerih se zasledujejo primarno strateški cilji, poleg teh pa tudi gospodarski cilji;
- pomembne naložbe, pri katerih se zasledujejo cilj ohranjanja ključnih razvojnih dejavnikov in gospodarski cilji;
- **portfeljske naložbe**, pri katerih se zasledujejo izključno **gospodarski cilji**.

Strategija upravljanja za vse naložbe, ki so uvrščene v skupino strateških naložb in pomembnih naložb, konkretizira strateške cilje in cilje ohranjanja ključnih razvojnih dejavnikov, zaradi katerih je bila posamezna naložba uvrščena v skupino.

V nadaljevanju je shematski prikaz temeljnih ciljev upravljanja kapitalskih naložb glede na njihovo ureditev v ZSDH-1.



3.2.2. SPLOŠNI CILJI/USMERITVE UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB

Splošne usmeritve in splošni cilji upravljanja naložb v družbah s kapitalsko naložbo države izhajajo iz resolucije Organizacije združenih narodov Spremenimo svet: agenda za trajnostni razvoj do leta 2030 (v nadaljevanju: agenda OZN) in Strategije razvoja Slovenije 2030, ki jo je sprejela Vlada RS 7. decembra 2017, v povezavi z drugimi relevantnimi zakoni ter nacionalnimi in mednarodnimi razvojnimi akti. Na tej podlagi Strategija upravljanja določa naslednje splošne cilje in usmeritve upravljanja: spoštovanje človekovih pravic in družbeno odgovornost, zagotavljanje spolne raznolikosti, razvoj infrastrukture, trajnostno gospodarjenje, obvladovanje tveganj, dvig produktivnosti, (nadaljnjo) krepitev sistema korporativnega upravljanja ter krepitev slovenskega trga kapitala.

SDH s skrbnim, preglednim, učinkovitim in odgovornim upravljanjem kapitalskih naložb v skladu z določili ZSDH-1 deluje tako, da se v zvezi z družbami s kapitalsko naložbo države izpolnjujejo cilji, določeni v Strategiji upravljanja ter tudi cilji in pričakovanja, ki so določeni v vsakokratnem LNU.

LNU 2025 obravnava usmeritve nove Strategije upravljanja, in sicer tako v obliki upravljavskih ciljev in razvojnih aktivnosti za vse družbe, ki so navedeni v splošnem delu dokumenta, kot s cilji in pričakovanji za posamezne kapitalske naložbe v posebnem delu.

SDH z upravljavskimi aktivnostmi spodbuja in v skladu s svojimi pristojnostmi prispeva k izboljšanju korporativnega upravljanja v družbah, skladnosti poslovanja in krepitvi integritete, k izboljševanju učinkovitosti poslovanja, izboljšanju produktivnosti družb, kar vodi v povečanje vrednosti in čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala (ROE) družb. SDH družbe tudi spodbuja k sledenju in implementaciji trendov v poslovnem in družbenem okolju ter k učinkovitemu upravljanju sprememb.

Cilji upravljanja posameznih naložb morajo biti v vsakokratnem LNU skladni z veljavno Strategijo upravljanja, ki poleg splošnih usmeritev in ciljev določa tudi usmeritve in cilje za sektorsko razvrščene skupine naložb ter cilje in usmeritve upravljanja posameznih naložb. Cilji upravljanja posameznih naložb za leto 2025 so konkretizirani v posebnem delu tega dokumenta.

Pri določanju upravljavskih ciljev, upravljavskih aktivnosti SDH in pričakovanj do družb v upravljanju SDH v posebnem delu LNU upošteva naslednja izhodišča/dokumente:

- zakonodajo, statute in akte o ustanovitvi posameznih družb,
- Strategijo upravljanja,
- sektorske strategije države,
- makroekonomske napovedi in napovedi gibanj za posamezne panoge,
- razmere in trende v poslovnem okolju, priložnosti in ključna tveganja ter ukrepe za obvladovanje teh tveganj,
- primerjave uspešnosti poslovanja družb, v katerih je to mogoče, s primerljivimi konkurenčnimi podjetji,
- strateško-razvojne načrte oz. strategije in poslovne načrte družb v upravljanju, s katerimi je SDH seznanjen in ki so skladni s cilji SDH oz. h katerim je SDH kot ustanovitelj dal soglasje.

3.2.3. NAČRTOVANI ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB

ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH

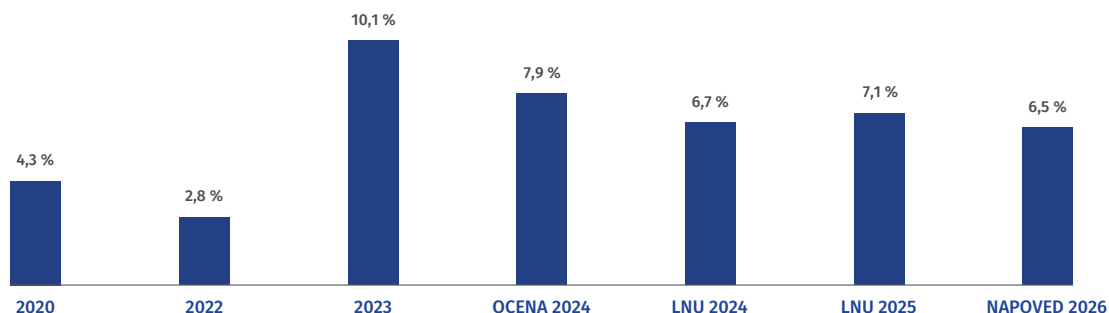
TABELA 6: ROE UPRAVLJAVSKIH STEBROV PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB, PO LETIH, V %

Steber	2020	2021	2022	2023	OCENA 2024	LNU 2024	LNU 2025	Napoved 2026
PROMET	2,0	4,1	5,1	4,9	4,3	4,0	4,1	4,1
ENERGETIKA	5,4	5,1	-7,8	18,4	12,8	8,6	8,9	6,9
FINANCE	6,9	10,2	9,7	9,9	10,5	9,0	9,4	9,5
GOSPODARSTVO	5,5	10,1	12,8	7,7	7,7	8,8	8,8	9,7
TURIZEM	-11,4	4,5	7,2	5,8	5,7	5,9	6,4	6,7
PORTFELJ RS + SDH	4,3	6,1	2,8	10,1	8,3	6,7	7,1	6,5

TABELA 7: KNJIGOVODSKA VREDNOST PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH V MIO EUR, OCENA NA 31. DECEMBRA 2024

Steber	Knjigovodska vrednost deležev RS + SDH v mio EUR	Delež portfelja (v %)
PROMET	5.114	39,7
ENERGETIKA	3.906	30,4
FINANCE	2.213	18,0
GOSPODARSTVO	1.297	10,1
TURIZEM	237	1,8
PORTFELJ RS + SDH	12.867	100

SLIKA 5: ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB, V %



ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE DRUŽB V UPRAVLJANJU

TABELA 8: ROE UPRAVLJAVSKEGA PORTFELJA SDH, PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE, PO LETIH, V %

Klasifikacija	2020	2021	2022	2023	OCENA 2024	LNU 2024	LNU 2025	Napoved 2026
STRATEŠKE	3,7	4,9	0,9	9,6	7,1	5,8	6,1	5,4
POMEMBNE	8,5	12,7	11,3	14,5	12,9	12,0	12,0	12,1
PORTFELJSKE	3,1	6,6	7,1	5,6	12,6	6,3	3,1	3,0
PORTFELJ RS + SDH	4,3	6,1	2,8	10,1	8,3	6,7	7,1	6,5

Pri klasifikacijskih skupinah nova klasifikacija ni imela pomembnega vpliva na oceno donosnosti portfelja v letu 2024. Po stari klasifikaciji naložb bi bila ocena donosnosti strateških naložb za leto 2024 enaka, torej 7,1 %, pomembnih 12,8 %, portfeljskih pa 12,3 %. Ima pa na visoko ocenjeno donosnost portfeljskih naložb v letu 2024 velik vpliv uspešno zaključen arbitražni postopek družbe EGS – RI proti družbi RITE Ugljevik iz BIH, kjer so bili realizirani visoki enkratni prihodki.

TABELA 9: KNJIGOVODSKA VREDNOST PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB V MIO EUR, PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE NALOŽB, OCENA NA 31. DECEMBRA 2024

Klasifikacija	Knjigovodska vrednost deležev RS + SDH v mio EUR	Delež portfelja (v %)
STRATEŠKE	10.167	79,0
POMEMBNE	2.292	17,8
PORTFELJSKE	409	3,2
PORTFELJ RS + SDH	12.867	100,0

3.2.4. NAČRTOVANA DODANA VREDNOST NA ZAPOSLENEGA PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH IN PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE

V LNU za leto 2025 prvič določamo cilje na ravni portfelja SDH tudi na področju produktivnosti, kar je skladno s splošnimi cilji in usmeritvami Strategije upravljanja. Po upravljavskih stebrih in klasifikacijskih skupinah so v nadaljevanju predstavljeni cilji glede dodane vrednosti na zaposlenega. Doslej smo te cilje opredeljevali le na ravni posameznih družb.

Čeprav na tem področju prvič določamo cilje na ravni portfelja, so v tabeli predstavljene tudi informacije za zadnjih nekaj let in ocena za leto 2024. Tabele upoštevajo klasifikacijo kapitalnih naložb v skladu z novo Strategijo upravljanja.

Cilji v letu 2025 so pri vseh upravljavskih stebrih nekaj višji, kot kažejo ocene za leto 2024. Pri vseh stebrih so, glede na leto 2025, višji tudi cilji v letu 2026. Izjema je steber Energetika, v katerem so cilji za leto 2025 in leto 2026 nižji od doseženih rezultatov v letu 2024. Rezultati tega stebra so v veliki meri podvrženi volatilnosti energetskih trgov, tako je padec dodane vrednosti v naslednjem obdobju predvsem posledica predvidenih bistveno nižjih tržnih cen EE, kot so bile realizirane v letu 2024, in predvidene nižje proizvodnje (hidrologija v letu 2024 je bila bistveno nad povprečjem). To vpliva na rezultate energetskih družb, predvsem HSE in GEN, posledično so v letu 2025 načrti nižji tudi pri strateških naložbah (kamor sodi večina družb stebra Energetika) in na nivoju celotnega portfelja. V letu 2026 bo predvidoma dodana vrednost na nivoju portfelja višja kot v letu 2025, tako bo tudi pri vseh klasifikacijskih skupinah in stebrih, izjema je steber Energetika, v katerem bo tudi v letu 2026 dodana vrednost na zaposlenega rahlo upadla.

Zaradi zelo slabih rezultatov nekaterih energetskih družb je bila dodana vrednost na zaposlenega v letu 2022 v stebru Energetike relativno nizka, kar se kaže tudi v relativno nizki dodani vrednosti na zaposlenega v strateških naložbah in na ravni celotnega portfelja SDH. Leto 2023 je bilo po drugi strani za energetske družbe izjemno uspešno, kar se kaže v visoki dodani vrednosti stebra Energetika in posledično strateških naložb ter celotnega portfelja. V stebru Finance, v katerem so iz izračuna dodatne vrednosti na zaposlenega

izločene zavarovalnice in banke, je opazna razlika med dodano vrednostjo na zaposlenega do leta 2023 in kasnejšimi leti, kar je posledica spremenjenega poslovnega modela družbe DSU po prevzemu nepremičninskega portfelja SDH v letu 2024.

TABELA 10: DODANA VREDNOST NA ZAPOSLENEGA PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH, PO LETIH, V TISOČ EUR

Steber	2022	2023	OCENA 2024	LNU 2025	Napoved 2026
PROMET	75,9	79,1	78,6	79,6	82,3
ENERGETIKA	47,9	143,7	128,0	115,0	111,3
FINANCE	402,8	459,5	203,3	241,6	269,1
GOSPODARSTVO	78,5	77,2	77,9	79,6	81,6
TURIZEM	49,3	55,3	55,7	56,7	59,0
PORTFELJ RS + SDH	69,1	91,2	87,7	86,0	87,0

Opomba: V izračunih so upoštevane vse nefinančne družbe, izločeni sta torej obe zavarovalnici in obe banki v upravljanju SDH.

TABELA 11: DODANA VREDNOST NA ZAPOSLENEGA V NALOŽBAH, RAZVRŠČENIH PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE, PO LETIH, V TISOČ EUR

Klasifikacija	2022	2023	OCENA 2024	LNU 2025	Napoved 2026
STRATEŠKE	71,4	115,8	104,7	98,8	99,9
POMEMBNE	69,4	83,5	84,8	85,6	86,5
PORTFELJSKE	65,1	61,3	54,8	57,5	60,7
PORTFELJ RS + SDH	69,1	91,2	87,7	86,0	87,0

Opomba: V izračunih so upoštevane vse nefinančne družbe, izločeni sta torej obe zavarovalnici in obe banki v upravljanju SDH.

3.2.5. NAČRTOVANI DENARNI TOKOVI IZ NASLOVA DIVIDEND KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH

SDH skladno z ZSDH-1 uresničuje tudi vsa pooblastila, pristojnosti, pravice in obveznosti družbe SOD pred preoblikovanjem v SDH. V zvezi s tem je (i) v imenu in za račun SDH dolžan zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po predpisih, ki urejajo denacionalizacijo premoženja, ter (ii) v imenu in za račun RS dolžan zagotavljati sredstva, ki so potrebna za poplačilo obveznosti upravičencem po Zakonu o vračanju vlaganj v javno telekomunikacijsko omrežje (ZVVJTO), Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja (ZIOOZP) in Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in poveljnega nasilja (ZSPOZ).

V nadaljevanju so predstavljeni pričakovani denarni tokovi RS in SDH iz prejetih dividend kapitalskih naložb, medtem ko so načrtovani denarni tokovi iz naslova upravljanja (i) kapitalskih naložb, (ii) terjatev in (iii) stvarnega premoženja umeščeni v posebni del LNU (v poglavje Načrtovani denarni tokovi iz upravljanja naložb).

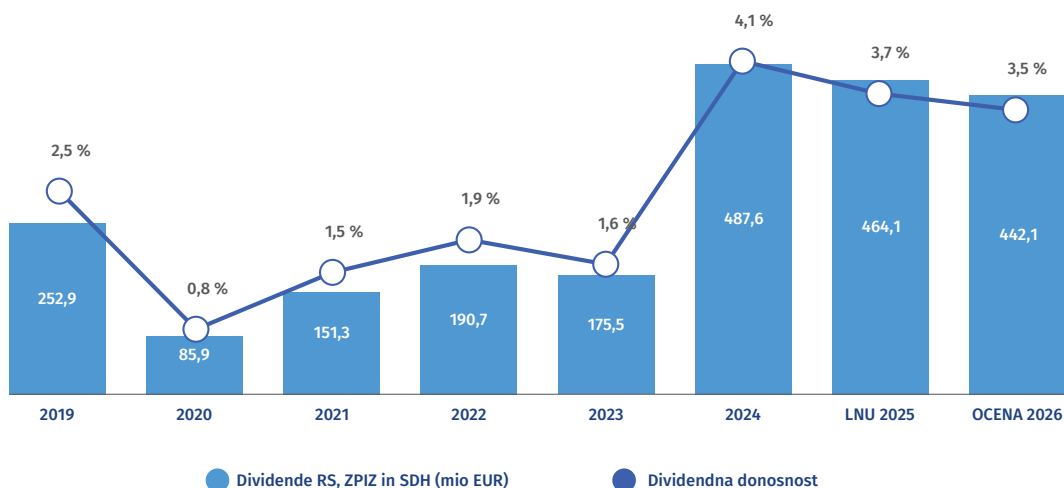
NAČRTOVANI DENARNI TOKOVI IZ PREJETIH DIVIDEND KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU

SDH ocenjuje, da bo RS iz kapitalskih naložb v lasti RS in v upravljanju SDH v letu 2025 prejela 377,5 mio EUR dividend, SDH bo iz kapitalskih naložb v svoji lasti prejel 66,2 mio EUR, ZPIZ pa 20,4 mio EUR dividend, skupaj torej 464,1 mio EUR. V letu 2026 naj bi RS prejela 354,2 mio EUR dividend, SDH 67,5 mio EUR, ZPIZ pa 20,4 mio EUR, skupaj 442,1 mio EUR.

TABELA 12: PRILIVI RS, ZPIZ IN SDH IZ DIVIDEND PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB V OBDOBJU 2019–2026, V MIO EUR

Leto	2019	2020	2021	2022	2023	2024	LNU 2025	Ocena 2026
RS	193,2	62,7	98,2	101,7	102,7	408,5	377,5	354,2
ZPIZ	19,6	0	13,3	29,0	19,6	13,7	20,4	20,4
Skupaj RS in ZPIZ*	212,8	62,7	111,5	130,7	122,3	422,2	397,9	374,6
SDH	40,1	23,2	39,8	59,9	53,2	65,4	66,2	67,5
Skupaj dividende RS, SDH in ZPIZ (mio EUR)	252,9	85,9	151,3	190,7	175,5	487,6	464,1	442,1

* Dividende, prejete iz naslova upravljanja kapitalnih naložb v lasti RS, so priliv v proračun RS, dividende, prejete iz naslova upravljanja deleža ZPIZ v Zavarovalnici Triglav, pa so priliv ZPIZ.

SLIKA 6: PRILIVI RS, ZPIZ IN SDH IZ NASLOVA DIVIDEND PO LETIH, V MIO EUR

3.2.6. KLJUČNI PROJEKTI, UPRAVLJAVSKI CILJI IN RAZVOJNE AKTIVNOSTI ZA LETO 2025

V letu 2025 bodo ključne projektne aktivnosti SDH pri upravljanju kapitalnih naložb usmerjene na naslednje ključne projekte:

- Preučitev oziroma izvedba vseh potrebnih upravljaljskih aktivnosti za krepitev slovenskega trga kapitala skladno z določili Strategije upravljanja.
- Prestrukturiranje skupine Farme Ihan z namenom zagotovitve stabilnega in dolgoročno vzdržnega poslovanja, kar ji bo omogočilo vodilni položaj na področju prašičereje v Sloveniji in ohranjanje vertikalne kmetijske živilske verige ter s tem zagotavljalo dvig slovenske prehranske varnosti.

Pri upravljanju terjatev bo SDH zasledoval cilj čim hitrejšega poplačila, prodaje ali prestrukturiranja terjatev z namenom doseganja čim večje vrednosti za SDH ob hkratnem zmanjševanju stroškov upravljanja portfelja terjatev.

V okviru izvajanja **rednih upravljaljskih aktivnosti** bo SDH posebno pozornost namenjal tudi (i) izvajanju strategij in strateških projektov družb v 100-odstotni lasti RS in/ali SDH, (ii) spremembam v mednarodnem (poslovnem okolju), ki bi lahko pomembno vplivale na povečana tveganja, konkurenčnost in uspešnost poslovanja družb, (iii) spremljanju priprave in izvajanja politik raznolikosti družbe in (iv) izvajanju ustrezne dividendne politike družb v upravljanju SDH. SDH bo pri posameznih družbah v portfelju glede na potrebe in upravičenost izvajal tudi ukrepe, ki bodo omogočili finančno in poslovno prestrukturiranje družb ter dolgoročno vzdržni poslovni model.

SDH lahko s kapitalskimi naložbami, ki so v Strategiji upravljanja opredeljene kot **portfeljske** in pri katerih se zasledujejo izključno gospodarski cilji, prosto razpolaga. Izjema so invalidska podjetja, saj njihov cilj ni zgolj doseganje gospodarskih ciljev, ampak družbeno odgovorno upravljanje s takšnimi družbami s strani upravljavca. Pri upravljanju teh družb SDH sledi strateškim usmeritvam oz. ciljem, ki so zapisani v Strategiji upravljanja v četrtem poglavju, točka 4.1.8 SDH, d. d. **Prodaja** v letu 2025 je za vse kapitalske naložbe, ki imajo status portfeljskih naložb, eden od možnih upravljavskih ukrepov, pri čemer bo odločitev sprejeta na podlagi skrbne preučitve vseh okoliščin v zvezi s poslovanjem družbe, razmer na trgu, priložnosti in možnosti morebitnega strateškega povezovanja.

Skladno s Strategijo upravljanja je eden ključnih ekonomskih ciljev povečanje produktivnosti na ravni družb. Skladno s Strategijo upravljanja, ki jo je Državni zbor RS potrdil 25. marca 2025, morajo družbe iz portfelja SDH skladno s specifikami in položajem posamezne družbe težiti k investiranju v lastno dejavnost, vlaganju v R&D in spodbujanju inovacij, pospeševanju digitalne preobrazbe, razvijanju lastnih kadrov in kadrov, ki jih potrebujejo, ter vlaganju v njihovo znanje in čim hitrejšemu prilagajanju sistemu nizkoogljičnega in krožnega gospodarstva, odpornega proti podnebnim spremembam. Doseganje kompleksnega cilja povečanja produktivnosti SDH spodbuja s spremljanjem različnih kazalnikov produktivnosti in določanjem konkretnih ciljnih vrednosti kazalnikov, z izobraževalnimi aktivnostmi in oblikovanjem konkretnih pričakovanj do posameznih družb v LNU, ki so navedena v posebnem delu LNU.

SDH za leto 2025 pri upravljanju kapitalskih naložb daje poudarek v nadaljevanju navedenim razvojnim upravljavskim aktivnostim, ki so ključne za ustvarjanje dolgoročne vrednosti, ter povečevanju produktivnosti in donosnosti družb. Navedena področja bo SDH spremljal in podpiral s:

- poročanjem družb (letna in medletna poročila družb),
- uvrščanjem tem na periodične sestanke z vodstvi družb in v drugih dialogih s posameznimi družbami,
- uveljavljanjem Kodeksa SDH in Priporočil in pričakovanj SDH ter
- organizacijo izobraževalnih srečanj s temi tematikami za člane nadzornih svetov in poslovodstev družb.

SDH pričakuje, da:

- nadzorni sveti družb v upravljanju SDH redno preverjajo in ocenjujejo, kako poslovodstva družb obravnavajo razvojne upravljaljske aktivnosti, ki jih SDH izpostavlja v tem dokumentu in drugih dokumentih upravljanja (kodeks, priporočila);
- se morajo člani nadzornih svetov družb, ki jih je na skupščinah družb imenoval ali podprl SDH, redno izobraževati in stalno širiti svoje kompetence z vseh ključnih področij korporativnega upravljanja, s področij trajnostnega poslovanja in drugih poslovnih področij, ki so pomembna za kakovosten in skrben nadzor. Standardi ESRS namreč predpisujejo tudi poročanje o ravni strokovnega znanja organov vodenja in nadzora na področju trajnostnosti;
- nadzorni sveti družb v upravljanju SDH implementirajo merila za merjenje uspešnosti trajnostnega poslovanja tudi v sistem nagrajevanja organov vodenja ter ocenjujejo kratkoročno, srednjeročno in dolgoročno ustreznost upravljanja trajnostnega poslovanja. Nadzorni sveti spremljajo napredek družb na področju razkritij in poročanja družb zavezank skladno z evropskimi standardi poročanja ESRS.

I. Razvoj novih tehnologij in inovacij s poudarkom na vključevanju rešitev generativne umetne inteligence v poslovne modele

Tehnološki razvoj ustvarja daljnosežne spremembe v gospodarstvu in družbi. Nove tehnologije in digitalno usmerjene inovacije pomenijo, da lahko različne tehnologije vse bolj zanesljivo in učinkoviteje opravljajo številne naloge. Pri tem sta potrebna prestrukturiranje zaposlenih in gradnja novih kompetenc, ki lahko sledijo novemu tehnološkemu razvoju, inovacijam in novim metodam dela.

Vlada RS je sprejela krovno strategijo digitalne preobrazbe države Digitalna Slovenija 2030. Namenjena je strateškemu načrtovanju spodbujanja digitalne preobrazbe Slovenije v razvojnem obdobju do leta 2030. V njej so predvidene usmeritve in določeni cilji s kazalniki za odpravo največjih razvojnih vrzeli za hitrejši razvoj digitalne preobrazbe na vseh področjih, od gigabitne infrastrukture do digitalne preobrazbe gospodarstva, poti v pametno družbo 5.0, kibernetske varnosti, digitalnih kompetenc ter vključenosti in povezanih vsebin, kot so podporna okolja in zeleni prehod. S področja gospodarstva je poudarek na uvajanju naprednih digitalnih tehnologij, zlasti v povezavi **s potrebnimi znanji in digitalnimi kompetencami za čim hitrejšo implementacijo teh tehnologij v poslovnih procesih**. Slovenska industrijska strategija pa bo z uravnoteženim spodbujanjem vseh treh komponent trajnostnega

razvoja (družba, okolje, gospodarstvo) zagotavljala konkurenčnost gospodarstva in ustvarila razmere za prestrukturiranje industrije s **krepitevijo znanja, ustvarjalnosti in inovativnosti za nova in bolj kakovostna delovna mesta z večjo dodano vrednostjo ter prehod v zeleno, ustvarjalno in pametno gospodarstvo.**

Pomembni napotki iz navedenih strateških dokumentov so, da bodo za pospešeno rast produktivnosti morala podjetja ne le pospešiti uvajanje posameznih (zahtevnejših) tehnologij, ampak se bodo morala digitalne in poslovne preobrazbe lotiti celoviteje in bolj ambiciozno, tako v smislu digitalizacije in trajnosti kot v smislu krepite organizacijskih dejavnikov, z večjim poudarkom na prodornosti, ustvarjalnosti in inovativnosti.

Za učinkovito digitalno preobrazbo podjetij bosta poleg prilagoditve poslovnih procesov s krepitevijo tehnološke opremljenosti pomembna zlasti dva elementa, in sicer **krepitev digitalnih kompetenc zaposlenih** za uporabo naprednih tehnologij in prilagajanje novim zahtevam, ki iz njih izvirajo, ter **povezave s podjetji, ki so nosilci digitalnih inovacij.**

Tehnološke spremembe ponujajo priložnosti za povečano ustvarjanje vrednosti, vendar pa prinašajo tudi tveganja, ki jih morajo podjetja ustrezno obravnavati (kibernetska varnost in varnost podatkov ter druga tveganja). Po drugi strani pa zeleni prehod prinaša tudi številne priložnosti za razvoj **novih tehnologij za prehod podjetij in gospodarstva v krožno, zeleno in digitalno.**

Generativna umetna inteligenca (GAI) je prelomna tehnologija, ki omogoča podjetjem ustvarjanje novih vsebin, avtomatizacijo kompleksnih nalog in izboljšanje odločanja. Na področju poslovnih modelov omogoča razvoj inovativnih produktov in storitev, ki lahko podjetjem pomagajo pri prilagajanju tržnim spremembam in izkoriščanju novih priložnosti. S tem spodbuja inovacije, saj podjetjem omogoča hitrejšo in učinkovitejšo raziskavo in razvoj, kar vodi do hitrejšega uvajanja novih rešitev na trg. Poleg tega omogoča optimizacijo poslovnih procesov, zmanjšanje stroškov in povečanje produktivnosti. Sposobnost GAI, da analizira velike količine podatkov in generira vpogled, pomaga podjetjem pri sprejemanju bolj informiranih odločitev, kar prispeva k večji uspešnosti poslovanja. V prihodnosti bo GAI ključna digitalna tehnologija za zagotavljanje konkurenčnosti in uspešnosti na hitro spreminjajočih se konkurenčnih globalnih trgih.

SDH pričakuje, da se bodo podjetja še bolj osredotočila na vključevanje novih tehnologij, kot so umetna inteligenca (AI), napredna robotika, internet stvari, upravljanje podatkov (big data), ter jih tam, kjer je to smiselno in mogoče, ustrezno uporabila za povečanje produktivnosti, učinkovitosti in zelenega prehoda, hkrati s tem pa tudi poskrbela za dobro korporativno kulturo podjetja, razvoj zaposlenih, varovanje podatkov in ustrezno kibernetiko varnost, ki je prav tako ena prioriteten tem tega področja in tudi upravljanja.

II. Razvoj in upravljanje s ključnimi kadri

Dostop do usposobljenih kadrov je ključni dejavnik za uspeh podjetja. Da bi se spopadla z izzivom primanjkljaja veščin, morajo podjetja vlagati v stalno usposabljanje, izobraževanje in preusposabljanje (reskilling) svojih zaposlenih, da izkoristijo priložnosti, ki jih prinašajo spreminjajoči se načini dela in delovna mesta zaradi novih orodij in tehnologij, v zadnjem času predvsem GAI.

Podjetja, katerih korporativna kultura temelji na lastnih vrednotah in ki gradijo bolj raznoliko in vključujočo kulturo, so v boljšem položaju za povečanje zavzetosti in produktivnosti zaposlenih ter imajo prednost pri privabljanju in zadrževanju (najbolj) usposobljenih kadrov. Podjetja bi morala stremeti k usposabljanju kadrov z veščinami, ki jih potrebujejo za inoviranje in ustvarjanje dodane vrednosti, ter pri tem skrbeti tudi za ustrezne sisteme spodbud.

Sistemi upravljanja s ključnimi kadri so bistvenega pomena za dolgoročno uspešnost podjetij, saj omogočajo prepoznavanje, razvoj in zadrževanje talentov, ki so ključni za doseganje strateških ciljev. Učinkovito upravljanje s ključnimi kadri vključuje načrtovanje nasledstev, razvoj vodstvenih veščin in ustvarjanje spodbudnega delovnega okolja, kar povečuje motivacijo in zavzetost zaposlenih. S tem podjetja zmanjšujejo tveganje izgube ključnih kadrov, izboljšujejo svojo konkurenčnost in zagotavljajo trajnostno rast. Poleg tega sistemi upravljanja s ključnimi kadri omogočajo boljše prilagajanje na tržne spremembe in izzive, kar je ključno za ohranjanje

konkurenčne prednosti v dinamičnem poslovnem okolju. SDH bo s spremljanjem tveganj, ki jih prepoznajo družbe, in ukrepov za njihovo obvladovanje spremljal upravljanje družb s ključnimi kadri.

III. Učinkovita zasnova in izvajanje investicijskih projektov

SDH verjame, da dobre prakse investiranja vodijo do rezultatov, ki so v dolgoročnem interesu delničarjev, deležnikov in celotne skupnosti. Upravljanje investicij (investment governance) zagotavlja, da naložbe ustvarjajo vrednost za podjetje in da so investicijske odločitve preudarne in vodene učinkovito.

Upravljanje investicij je del širšega okvira korporativnega upravljanja podjetja ter zagotavlja metode za pregled, ocenjevanje in odobritev investicij. Pri tem je ključno upoštevati dobre prakse upravljanja, ki vključujejo sisteme, strukture, politike, procese in vire, uporabljene za obravnavo investicijske odgovornosti podjetja in zagotavljanje usklajenosti med strategijo podjetja, cilji in samimi investicijami. Organi za upravljanje investicij naj bodo strukturirani tako, da prepoznajo in obvladujejo tveganja nedoseganja želenih rezultatov investicij, hkrati pa tudi ublažijo vpliv morebitnega neuspeha investicij, če je to potrebno.

SDH pričakuje, da sestavine kakovostnega upravljanja pomembnih investicij vključujejo: (i) **politike in ustrezne standarde ter zagotavljanje skladnosti poslovanja in integritete**: načela, politika upravljanja investicij, politika vodenja projektov, postopek javnega naročanja, okvir upravljanja tveganj ipd.; (ii) **vloge in odgovornosti**: jasno opredeljene vloge in odgovornosti, vključno z odgovornostmi za rezultate investicij; (iii) **sisteme in procese**: proces upravljanja investicij, vključno s kontrolami, rednim spremljanjem in poročanjem, **poslovni primer/načrt** (business case) za posamezne investicije in projekte, ki vključuje možnosti za doseganje rezultatov, opredeljena tveganja in priložnosti, omejitve, potrebne vire, proračun in časovnico. Pri pripravi poslovnega primera/načrta je treba jasno opredeliti potrebe, analizo možnosti (npr. tehnične študije, ekonomske ocene, analizo tveganja), oceno stroškov in ustrezno finančno-ekonomsko vrednotenje kot podlago za investicijske odločitve.

• Učinkovito izvajanje nabave in obvladovanje korupcijskih tveganj

SDH se zaveda, da učinkovita nabava neposredno prispeva k uspešnosti poslovanja posameznih družb ter omejevanju operativnih in strateških tveganj. V družbah je treba ob učinkovitosti zagotavljati tudi transparentnost, konkurenčnost in zakonitost postopkov nabave ter preprečevati okoliščine za nastanek korupcijskih in drugih tveganj. Navedeno velja tako za javna naročila kot tudi za druga naročila, za katera ZJN-3 ne velja. V zvezi s tem SDH od družb med drugim pričakuje, da: (i) v vseh fazah nabave ravnajo skladno z veljavno zakonodajo, pravno dopustnimi cilji in etičnimi kodeksi, (ii) se naročila oblikujejo in oddajajo na način, ki zagotavlja čim večjo konkurenco usposobljenih ponudnikov, naročniku pa omogoča doseganje najboljših tržnih pogojev, (iii) so postopki naročanja transparentni in enakopravno obravnavajo vse potencialne ponudnike, (iv) se v vseh fazah naročanja zagotovijo učinkovito in sledljivo preprečevanje, odkrivanje in odpravljanje nasprotij interesov in (v) v vseh fazah postopkov priprave, oddaje in izvedbe naročil sodelujejo osebe, pri katerih ni nobenega nasprotja interesov.

Družbe naj vzpostavijo in redno nadgrajujejo ustrezne mehanizme za zaznavo tveganj na področju nabave ter mehanizme, s katerimi se ugotovljena tveganja ustrezno obvladujejo oziroma odpravijo. Nadzorni sveti družb naj se vsaj enkrat letno seznani s procesi nabave v družbi ter ukrepi in mehanizmi za preprečevanje nezakonitih in neetičnih praks.

IV. Krepitev vseh funkcij notranjih kontrol in sistema upravljanja tveganj v družbah s kapitalsko naložbo države

SDH izvaja nadaljnjo krepitev funkcij skladnosti poslovanja in integritete, upravljanje tveganj in notranje revizije v družbah s kapitalsko naložbo države s: (i) priporočili Kodeksa SDH ter splošnimi Priporočili in pričakovanji SDH in preverjanji izpolnjevanja določil oziroma priporočil, (ii) izobraževalnimi dogodki za člane nadzornih svetov in druge odločevalce, (iii) izobraževanju in delovnimi srečanji s pooblaščenici za skladnost in integriteto v družbah z lastništvom ali prevladujočim vplivom države, (iv) obravnavami tem in ukrepov na periodičnih sestankih z družbami, (v) svetovanjem družbam, (vi) svetovanjem pooblaščenca za skladnost poslovanja in integriteto SDH poslovnim in nadzornim organom ter notranjim revizijskim službam ali revizorjem družb, v katerih ima SDH večinski delež ali prevladujoč vpliv, pri krepitevi integritete, o skladnosti s predpisi in kodeksi ravnanja, odpravljanju tveganj korupcije, nasprotju interesov ter drugih neetičnih in protipravnih ravnanjih.

SDH pričakuje, da vse navedene notranje kontrole, vgrajene v sistem upravljanja vseh vrst tveganj, zagotavljajo: (i) učinkovito, skrbno in uspešno poslovanje, (ii) odkrivanje, merjenje in zmanjševanje vseh ključnih tveganj, (iii) zanesljivost nefinančnih in finančnih informacij za zunanje in notranje poročanje, (iv) skladnost z zakoni, drugimi predpisi in internimi akti družbe ter (v) najvišjo raven integritete družbe, njenih nosilcev funkcij in zaposlenih. Notranje funkcije (in pooblaščenici) upravljanja skladnosti poslovanja in integritete, tveganj in notranje revizije morajo imeti ustrezna pooblastila, ustrezno hierarhično raven v organizacijski strukturi ter dovolj človeških in drugih resursov za izvajanje nalog.

Nadzorni sveti družb s kapitalsko naložbo države morajo v svoji funkciji spremljanja in nadzorovanja poslovanja družbe: (i) nadzorovati in spremljati odločitve uprave z navedenih treh področij (notranje kontrole, upravljanje tveganj, skladnost) in ukrepe družbe ter zagotavljati učinkovit nadzor nad delovanjem celovitega sistema upravljanja tveganj, vključno s spremljanjem in pregledovanjem izvajanja strategije in ciljev družbe na tem področju; (ii) redno ocenjevati učinkovitost ureditve vseh notranjih kontrol v družbi in sprejemati ustrezne ukrepe za obravnavo ugotovljenih pomanjkljivosti; (iii) spremljati in celovito nadzorovati obvladovanje vseh ključnih poslovno-finančnih in drugih strateških tveganj ter izgradnjo odpornosti družb v času gospodarskega ohlajanja; (iv) spremljati in nadzirati tveganja na področju skladnosti poslovanja in integritete ter ukrepe za obvladovanje teh tveganj; (v) preverjati, ali lahko vodje funkcij v sistemu upravljanja tveganj delujejo neodvisno, imajo na voljo potrebne informacije za svoje delo in ustrezno podporo vodstva za razvoj področja; (vi) spremljati izvajanje notranjerevizijskega načrta, načrta skladnosti poslovanja in integritete ter načrtovanih aktivnosti upravljanja tveganj.

OBVLADOVANJE TVEGANJ IN PRILOŽNOSTI S Poudarkom NA:

• korporativni varnosti, kibernetских tveganjih in gradnji odpornosti družb

Spremembe v poslovnem okolju postajajo vse bolj nepričakovane, pojavljajo se tveganja (epidemije, vojni konflikti, izredne podnebne razmere ipd.) z globalnimi posledicami. Hkrati poslovno okolje postaja vse bolj konkurenčno, komunikacijska infrastruktura in digitalna povezanost pa prinašata nova področja ranljivosti za podjetja. Zato je ključno, da podjetja posvetijo ustrezen pomen zasnovi in izvedbi funkcije korporativne varnosti, ki vključuje identifikacijo in izvajanje sistemskih ukrepov za obvladovanje varnostnih tveganj v podjetju. Na splošno varnost zaposlenih zajema informacijsko varnost, fizično varnost, varnost pri delu in neprekinjeno poslovanje. Pomen korporativne varnosti za uspešnost podjetij je izjemen, saj omogoča nemoteno poslovanje, zmanjšuje tveganja in povečuje odpornost podjetja proti različnim grožnjam. S tem podjetjem pomaga ohraniti konkurenčno prednost, zaupanje strank in skladnost z zakonodajo, kar je ključno za dolgoročno uspešno delovanje.

Zlasti tveganja kibernetских napadov, ki imajo lahko velike negativne posledice na poslovanje podjetij, v zadnjih letih skokovito naraščajo. Najbolj so takšnemu tveganju izpostavljene družbe, ki nimajo vzpostavljenih ustreznih varnostnih mehanizmov, in tudi tiste, ki niso na to pripravljene z ukrepi za povrnitev prvotnega stanja. SDH od družb pričakuje, da se seznanijo z direktivo NIS 2 in njeno implementacijo v slovensko regulativo ter da upoštevajo vse ukrepe, ki jih morajo kot zavezanke (če so identificirane kot bistveni ali pomembni subjekti). Obveznosti bistvenih in pomembnih subjektov so samoregistracija pri pristojnem nadzornem organu (PNO), usposabljanje članov poslovnih organov na področju obvladovanja tveganj kibernetiske varnosti, priprava predpisane varnostne dokumentacije, implementacija (varnostnih) ukrepov za obvladovanje tveganj za kibernetisko varnost, prijava kibernetских incidentov pristojnim organom ter obveščanje in uporaba evropskih in mednarodnih standardov in tehničnih specifikacij.

Poleg direktive NIS 2 je za banke in finančne institucije ključnega pomena tudi skladnost z Uredbo o digitalni operativni odpornosti za finančni sektor (DORA). Uredba DORA vzpostavlja celovite zahteve glede digitalne odpornosti finančnih institucij, vključno z upravljanjem kibernetских tveganj in zagotavljanjem stalne operativne odpornosti. Institucije morajo zagotavljati robustne varnostne mehanizme, redna testiranja digitalne odpornosti, obvladovanje tveganj, povezanih s tretjimi ponudniki IKT-storitev, ter pravočasno poročati o incidentih. DORA prav tako zahteva uporabo evropskih in mednarodnih standardov za varnost in odpornost ter krepitev nadzora nad operativnimi tveganji v digitalnem okolju.

Pomembno je poudariti, da odgovorni posamezniki v družbah, kot so člani uprave in direktorji, ne morejo prenesti odgovornosti za kibernetisko varnost in digitalno odpornost na druge zaposlene ali podizvajalce. Izključno oni so odgovorni za zagotavljanje skladnosti z direktivo NIS 2 in uredbo DORA ter za učinkovito upravljanje tveganj in za varnostne ukrepe. Neposredna odgovornost posloводства za kibernetisko varnost je zakonsko opredeljena, zato je posloводство kazensko in civilno odgovorno za nespoštovanje predpisanih obveznosti.

• tveganjih podnebnih sprememb in izkoriščanja priložnosti

Pričakujemo, da bodo družbe upravljale podnebna tveganja in priložnosti na način, ki je smiseln za njihov poslovni model in konkretne okoliščine. Izrecno vključevanje tveganj in priložnosti, povezanih z ekonomskimi, okoljskimi in družbenimi temami, v upravljanje podjetja in sorodne procese je bistvenega pomena za določanje prednostnih nalog in obravnavo teh vprašanj skozi čas in za ustvarjanje dolgoročne vrednosti. Podnebne spremembe in z njimi povezani okoljski vplivi vplivajo na dolgoročno ustvarjanje vrednosti za številna podjetja, zato je treba skrbno obravnavati z njimi povezana tveganja in tudi priložnosti, da bi ostala dolgoročno konkurenčna.

Podnebna fizična in prehodnostna tveganja (*transition risk*) so finančna tveganja, ki lahko vplivajo na posamezna podjetja in institucije ter povzročijo sistemska tveganja, ki ogrožajo finančno stabilnost posameznih sektorjev in držav. Po drugi strani pa podnebne priložnosti zajemajo širok spekter gospodarskih, tehnoloških in družbenih priložnosti, ki se pojavijo kot posledica reševanja podnebnih sprememb in prehoda v bolj trajnostno, nizkoogljično gospodarstvo.

SDH pričakuje, da se podnebna tveganja vključijo v obstoječe procese upravljanja tveganj in v poslovno (trajnostno) strategijo. SDH bo pri spremljanju tveganj dodatno pozornost posvetil tako spremljanju materialnih podnebnih fizičnih in prehodnostnih tveganj ter ukrepom za zmanjševanje njihovih vplivov teh tveganj kot tudi izkoriščanju priložnosti, ki jih prehod prinaša. Ustrezna razkritja bodo pomemben del tega spremljanja.

• skladnosti poslovanja in integriteti

Usmeritve za družbe s kapitalsko naložbo države na področju skladnosti poslovanja in integritete (v nadaljevanju: SPI) so podane v okviru Kodeksa SDH ter Priporočil in pričakovanj SDH, ki so na področju SPI namenjena družbam, v katerih ima SDH (v vlogi upravljalca) večinsko lastništvo ali prevladujoč vpliv. ZSDH-1 posebno vlogo namenja tudi pooblaščenca za skladnost poslovanja in integriteto SDH, ki je poslovodnim in nadzornim organom družb, v katerih ima SDH pretežno lastništvo ali prevladujoč vpliv, na voljo za svetovanje na področju krepitve integritete, skladnosti poslovanja s predpisi in kodeksi ravnanja, odpravljanja tveganj korupcije, nasprotja interesov ter drugih neetičnih in protipravnih ravnanj. Z uveljavitvijo Zakona o zaščiti prijaviteljev je SDH postal tudi eden od 25 organov za obravnavo t. i. zunanjih prijav sumov domnevnih nepravilnosti (v družbah s kapitalsko naložbo države), ki jih prijavitelji naslovijo vložijo na SDH.

SDH od družb pričakuje, da bodo v okviru celovitega sistema upravljanja tveganj posebno pozornost namenile sprejetju zavez na področju skladnosti poslovanja in integritete, transparentnega delovanja in ničelne tolerance do korupcije, nezakonitega in neetičnega ravnanja zaposlenih, poslovodstev in članov organov nadzora družb. Upoštevajoč posebnosti posameznih panog in družb naj družbe poleg priporočil SDH v največji možni meri upoštevajo tudi druge referenčne dokumente in dobro prakso na področju SPI. Posebno pozornost naj namenijo delovanju v skladu z najvišjimi etičnimi standardi.

Od družb se pričakuje, da bodo imenovalle pooblaščenca za skladnost poslovanja in integriteto, jih ustrezno umestile v organizacijsko strukturo in sistematizacijo delovnih mest, po potrebi oblikovale organizacijske enote na področju SPI ter uveljavile vsa priporočila, ki so opisana v Kodeksu SDH ter Priporočilih in pričakovanjih SDH.

V okviru upravljaljskih aktivnosti bo SDH pozorno spremljal realizacijo priporočil v družbah. Za morebitno svetovanje bo družbam na voljo služba Skladnost poslovanja in integriteta SDH oz. pooblaščenec za skladnost poslovanja in integriteto SDH.

V. Trajnostno poslovanje

Leto 2024 je bilo za borzne in druge družbe zavezanke leto intenzivnega prilagajanja novim zahtevam trajnostnega poročanja v skladu z direktivo CSRD in standardi poročanja ESRs. V letu 2025 bodo pripravljena in objavljena prva poročila, ki jih bo SDH skrbno preučil v okviru spremljanja poslovanja posamezne družbe.

SDH bo posredno v okviru svojih upravljaljskih upravičenj še naprej spodbujal družbe s kapitalsko naložbo države, da imajo na področju strateške teme trajnostnosti:

- vzpostavljeno ustrezno strukturo upravljanja,
- jasno strategijo, ki vključuje trajnost in podnebno ukrepanje,

- vzpostavljen okvir za obvladovanje tveganj in tudi priložnosti,
- metriko in cilje za obravnavanje vpliva podnebnih sprememb na posamezne družbe ter
- ustrezna razkritja in poročanje skladno s standardi ESRS, drugimi zakonskimi zahtevami oziroma dobrimi praksami.

Na področju podnebnega ukrepanja je na evropski ravni eden od ključnih dokumentov delegirana uredba o taksonomiji, ki so ji neposredno zavezane številne družbe portfelja. Primerno je, da tudi druge družbe, ki niso zavezane, implementirajo **ukrepe zmanjševanja ali preprečevanja škodljivih vplivov podnebnih sprememb**, kar vključuje tudi vlaganje v prilagoditev in odpornost. Vse družbe s kapitalsko naložbo države morajo bistveno prispevati k **zmanjševanju emisij toplogrednih plinov** in uskladiti svoje dejavnosti s cilji Pariškega podnebnega sporazuma. Prav tako pa naj družbe razvijejo in izvajajo prehodnostne načrte (transition plan) za prilagajanje nizkoogljičnemu gospodarstvu. Glede na vse večje zahteve po zmanjšanju emisij in prehodu na OVE, bi morale družbe portfelja slediti ciljem razogljíčenja, hkrati pa zagotoviti, da prehod ne zmanjša njihove konkurenčnosti. To vključuje vlaganje v čiste tehnologije in energetske učinkovitost, zlasti glede na znatne stroške energije. Povečanje geopolitičnih tveganj in odvisnost od uvoženih surovin in tehnologij je lahko pomembna ranljivost. Podjetja morajo okrepiti varnost svojih dobavnih verig in zmanjšati odvisnost od tveganj trgov.

Družbe s kapitalsko naložbo države naj pri svojem poslovanju uveljavljajo **visoke standarde preglednosti poslovanja in razkritij**, vključno s pripravo visokokakovostnih računovodskih in poslovnih trajnostnostnih poročil. Poročanje družb s kapitalsko naložbo države mora biti pravočasno, natančno, konsistentno, jedrnato in pregledno ter po vsebini in obliki v skladu z zakonom, Kodeksom SDH, Priporočili in pričakovanji SDH in sprejetimi akti posamezne družbe. Družbe, zavezane po direktivi CSRD, se morajo na implementacijo ukrepov pravočasno pripraviti skladno s časovnico, opredeljeno v direktivi, ki bo prenesena v notranji pravni red z novele ZGD-1M. Družbe, ki niso zavezane za poročanje po direktivi CSRD in standardih poročanja ESRS, naj pri izbiri metrike poročanja in vsebin s posameznega področja ESG, uporabijo standarde ESRS.

Ob upoštevanju specifik posameznih družb in dejavnosti bo SDH usmeril spremljanje doseganja ciljev trajnostnega poslovanja predvsem v naslednjih vidikih:

- **okoljski vidik (E):**
Izračun ogljičnega odtisa po obsegi 1, 2, in 3 GHG protokola, cilji razogljíčenja za leti 2025 in 2030 in celoviti načrti razogljíčenja.
 - Za SDH je pomembno, da so načrti kredibilni, izvedljivi in transparentni ter podprti z jasno strategijo, ki vključuje realistične in časovno opredeljene cilje zmanjšanja emisij. Prav tako je pomembno, da načrti vsebujejo konkretne ukrepe, in ne splošnih obljub brez dokazov o izvedljivosti, ter da so skladni z evropskimi zakonodajnimi okviri, kot so standardi ESRS in Pariški podnebni sporazum.
- **družbeni vidik (S):** vlaganje v izobraževanje in razvoj zaposlenih (znanja prihodnosti), razvoj in upravljanje ključnih kadrov, varnost zaposlenih, absentizem, fluktuacija, družbeno odgovorno delovanje;
- **upravljavski vidik (G):** kakovost korporativnega upravljanja, raznolikost organov vodenja in nadzora, plačna enakost med spoloma, trajnostni kazalniki, ki jih vključijo tudi v nagrajevanje menedžmenta.

VI. Korporativna kultura, raznolikost, človekove pravice

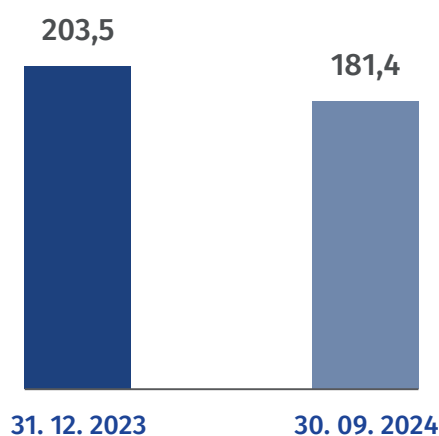
Vse te tri teme, **korporativna kultura, raznolikost in človekove pravice**, so povezane in se lahko skupaj, vsaka na svoj način, močno odražajo v poslovnih rezultatih družb. Družbe, ki učinkovito upravljajo ta poslovna področja, bodo bolj verjetno dosegle zastavljene poslovne rezultate in izpolnile pričakovanja deležnikov ter izpolnjevale svojo širšo družbeno odgovornost.

Priporočila in pričakovanja SDH vsebujejo priporočila, in sicer **upravljanje korporativne kulture** ter **raznolikost, pravičnost in vključenost (DEI)**, prav tako pa je bilo dopolnjeno tudi veljavno priporočilo o **odgovornem poslovnem ravnanju in spoštovanju človekovih pravic pri poslovanju**. V letu 2024 je bila sprejeta direktiva CS3D, ki ima za glavni cilj oblikovanje standarda varstva človekovih pravic in okolja, ki bo po implementaciji v notranji pravni red zavezoval najpomembnejše družbe portfelja.

4. UPRAVLJANJE TERJATEV

Po stanju na 30. septembra 2024 je imel SDH tako v Sloveniji kot v tujini v imetništvu 528 terjatev z manjšo izpostavljenostjo do dolžnikov in 58 terjatev s pomembno izpostavljenostjo do dolžnikov. Terjatve se upravljajo posamično na ravni posameznega dolžnika oz., kjer je to smiselno, tudi na ravni poslovne skupine kot celote.

SLIKA 7: KNJIGOVODSKA VREDNOST TERJATEV V UPRAVLJANJU (V MIO EUR)



Temeljni cilj pri upravljanju terjatev je maksimiranje vrednosti za SDH, pri čemer se v primerih, ko je SDH hkrati upnik in tudi lastnik dolžnika (ima v njem lastniške deleže), stremi k maksimiranju njune skupne vrednosti. Področje upravljanja terjatev vključuje tudi upravljanje izbranih kapitalskih naložb, pri katerih se kot temeljni cilj upravljanja zasleduje poplačilo terjatev SDH.

V procesu upravljanja terjatev se najprej opravi analiza stanja, ki vključuje oceno (i) možnosti dolgoročnega poplačila terjatve z denarnimi tokovi dolžnika, (ii) možnosti za dezinvestiranje premoženja dolžnika, (iii) možnosti pravnega okvira, ki bi omogočal maksimalno poplačilo terjatev, (iv) dolžnikovo pripravljenost za iskanje zadovoljive rešitve in (v) druge okoliščine, ki lahko vplivajo na poplačilo terjatev. Na podlagi analize stanja se nato izbere ustrezna strategija, za katero se oceni, da bo omogočila največjo vrednost sredstev za upnika, in sicer bodisi:

- prestrukturiranje terjatev,
- izterjava (unovčitev) zavarovanj,
- prodaja terjatve,
- celotno ali delno poplačilo terjatev dolžnika/poroka.

Strategija prestrukturiranja se izvaja takrat, ko se upravičeno pričakuje, da bo dolžnik lahko odplačal več terjatev, kot bi jih upnik lahko iztržil z izterjavo (unovčitvijo) zavarovanj. Praviloma namreč velja, da je stopnja poplačila terjatev družb/poslovnih skupin višja pri strategijah prestrukturiranja kot pri strategijah unovčevanja zavarovanj ali prodaje terjatev. Zato si bo SDH, kadar je ekonomsko upravičeno, prizadeval, da se čim več družb/poslovnih skupin prestrukturira, saj to hkrati (poleg višjega poplačila) pomeni pozitiven vpliv na širše družbeno-ekonomsko okolje. Ne le, da je s tem stopnja vračila sredstev višja, ohrani ali celo poveča se število delovnih mest, ohranijo in celo okrepijo se lahko slovenske blagovne znamke, omogoči se nadaljnji razvoj okolja, v katerem dolžnik oz. družba deluje. Seveda pa mora odločitve o prestrukturiranju upoštevati pravila EU o državnih pomočeh.

Cilj pri prestrukturiranju družbe je zagotoviti dolgoročno učinkovitost poslovanja dolžnika, likvidnost in konkurenčnost ter doseči največje možno poplačilo dolgov z denarnimi tokovi iz poslovanja in dezinvestiranja poslovno nepotrebne premoženja. Ukrepi finančnega prestrukturiranja se pogosto izvajajo v sodelovanju z drugimi finančnimi upniki. V okviru ukrepov finančnega prestrukturiranja se dolžnikom omogočijo podaljšanje roka za odplačilo dolgov, znižanje obrestne mere, delna razdolžitve (predvsem na osnovi določitve in prodaje poslovno nepotrebne premoženja družbe), izboljšanje kapitalske strukture in zagotavljanje dodatne likvidnosti. Prav tako se lahko terjatve pretvorijo v lastniške deleže, prevzamejo ali kupijo pa se lahko tudi druge terjatve.

Kadar dolžniki poslujejo z izgubo in je ocenjeno, da z ukrepi finančnega in operativnega prestrukturiranja v prihodnosti ne bi bilo mogoče ustvariti večje vrednosti, kot jo je mogoče dobiti iz izterjavo in unovčevanjem zavarovanj, se upnik odloči za strategijo unovčevanja zastavljenega premoženja in izvršb na prostem premoženju dolžnika. Ta strategija se v osnovi uporabi tudi v družbah, zoper katere je že bil uveden stečajni postopek, oz. na premoženju, za unovčevanje katerega je potrjen izvršilni postopek. Po drugi strani pa se lahko unovčevanje zavarovanj izvaja tudi dogovorno z dolžnikom, brez izvršilnih in insolvenčnih postopkov.

Pri upravljanju terjatev bodo upoštevane naslednje usmeritve:

- maksimiranje vrednosti terjatev s prestrukturiranjem, kadar je ta strategija ocenjena kot ekonomsko upravičena;
- zagotavljanje likvidnosti dolžnikom oziroma družbam v prestrukturiranju, ki se še ne morejo prestrukturirati na trgu, če je to ekonomsko in poslovno upravičeno in ne pomeni nedovoljene državne pomoči;
- celotno ali delno poplačilo terjatve dolžnika, kadar se prestrukturiranje, izterjava ali prodaja terjatve ne bodo odrazili v najvišji ekonomski vrednosti;
- uresničevanje strategije unovčevanja zavarovanj pri družbah, v katerih prestrukturiranje zaradi nesodelovanja ali nezmožnosti sodelovanja dolžnika ni mogoče;
- sprožitev insolvenčnih postopkov proti dolžniku, če dolžnik kot delujoča družba ne more preživeti na trgu in če ni poslovno sprejemljive ponudbe za odkup ali (delno) poplačilo terjatev SDH;
- prodaja terjatve ali paketa terjatev tako, da se v konkurenčnem in transparentnem prodajnem postopku ponudijo v odkup poslovnim bankam in drugim zainteresiranim vlagateljem;
- prevzem zavarovanj terjatev (nepremičnine, premičnine, terjatve, lastniške naložbe, pravice ...), če bo to ocenjeno kot ekonomsko upravičeno;
- aktivno upravljanje zavarovanj terjatev SDH v insolvenčnih postopkih dolžnikov s ciljem zagotavljanja njihove zaščite in povečanja vrednosti (predvsem nepremičnin, danih v zavarovanje terjatev);
- zaračunavanje obrestne mere nad tržno na način, da ta spodbuja dolžnike k refinanciranju vsaj dela dolga s cenejšim financiranjem na bančnem trgu.

SDH ima vzpostavljen učinkovit sistem upravljanja terjatev. Z njim se ukvarjajo usposobljeni strokovni upravljavci, ki imajo vzpostavljene procese za učinkovito upravljanje in potrebne kompetence na področju prestrukturiranja terjatev (finančnega in operativnega) za uspešno reševanje zapletenih primerov. Že vzpostavljene procese upravljanja terjatev je mogoče nadgrajevati in zagotoviti učinkovito podporo, delno z notranjimi in deloma z zunanjimi rešitvami.

Upravljanje terjatev se bo izvajalo na podlagi sprejemanja kreditnih odločitev, ki se nanašajo na terjatve do dolžnikov. Osnova za sprejetje vsakokratne kreditne odločitve je načrt upravljanja, ki ga pripravi upravljavec terjatev. V njem so prikazani strategije za maksimiranje vrednosti posameznega primera, pa tudi podrobni podatki o dolžniku, znesek izpostavljenosti do dolžnika in razlogi, ki so pripeljali do morebitne nelikvidnosti oziroma plačilne nesposobnosti dolžnika, ter jasna utemeljitev predloga za sprejetje kreditne odločitve.

Načrtovani denarni tokovi SDH iz upravljanja terjatev v letu 2025 so prikazani v posebnem delu LNU (v poglavju Denarni tok iz upravljanja terjatev).

5. UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA

V letu 2024 je bila nepremičninska dejavnost SDH po stanju na dan 31. decembra 2023 skupaj z zaposlenimi prenesena na DSU, zato bo SDH upravljanje stvarnega premoženja v lasti in zavarovanju za terjatve, skladno s podpisano pogodbo o opravljanju storitev izvajal v sodelovanju z DSU. Na SDH so ostale le nekatere nepremičnine (na primer poslovni prostori, v katerih SDH opravlja svojo dejavnost, in parkirna mesta v PH Metelkova) in druga sredstva (umetniške slike, letali, blagovna znamka) kot tudi sredstva, ki jih je SDH v letu 2024 prevzel kot zavarovanje za terjatve do dolžnikov. SDH bo v okviru unovčevanja zavarovanj za terjatve dolžnikov SDH tudi v letu 2025 prevzel določene nepremičnine (v stečajnih postopkih oz. neposredno od dolžnikov), vendar je zaradi kompleksnosti insolvenčnih postopkov težko napovedati, katero stvarno premoženje točno bo prevzeto v tem obdobju.

Upravljanje stvarnega premoženja SDH se bo tudi v prihodnje izvajalo z razpolaganjem z nepremičnim in premičnim premoženjem v lasti SDH in z drugimi oblikami njegovega upravljanja. Po stanju na 30. septembra 2024 je imel SDH v lasti devet sklopov¹⁹ nepremičninskih enot s skupno knjigovodsko vrednostjo 1,9 mio EUR. Večino vrednosti predstavljajo parkirna mesta v GH Metelkova, sledijo jim stanovanjske in poslovne stavbe ter zemljišča.

NAMEMBOST STVARNEGA PREMOŽENJA

Temeljni cilj pri upravljanju stvarnega premoženja je doseganje maksimalne vrednosti za SDH. SDH za doseg tega cilja za posamezno nepremičnino ali sklop nepremičnin v načrtu upravljanja določi ukrepe za povečevanje vrednosti in za učinkovito trženje. Večina stvarnega premoženja je namenjena prodaji, del premoženja pa tudi (trajni) oddaji v najem oziroma izposoji (npr. umetniška dela).

AKTIVNOSTI UPRAVLJANJA STVARNEGA PREMOŽENJA

SDH bo s celovito obravnavo izvajal vse potrebne upravljske aktivnosti za ohranjanje in povečevanje vrednosti stvarnega premoženja.

V sklopu upravljanja bo SDH zagotavljal, da bo stvarno premoženje ustrezno varovano (pred poškodbami ter neupravičeno uporabo oziroma rabo s strani tretjih oseb) in zavarovano ter da se bo ohranjala in povečevala njegova vrednost. Med redne aktivnosti upravljanja sodi tudi odprava pravnih in tehničnih pomanjkljivosti ter napak (pridobitev manjkajoče dokumentacije in dovoljenj, postopki legalizacije, reševanje sporov s sosedi in nekdanjimi izvajalci, podizvajalci itn.). SDH po potrebi upravlja tudi nepremično premoženje, ki so ga v zavarovanje terjatev dali dolžniki.

Stvarno premoženje, namenjeno prodaji, se bo prodajalo ob ustreznem oglaševanju, v transparentnih prodajnih postopkih. V primerih večjega izkazanega interesa za nakup se bo prodaja izvedla praviloma na elektronskih dražbah.

SDH nepremičnin v letu 2025 ne bo upravljal z lastnimi kadri, ampak jih bo zanj upravljal DSU, ki bo v postopkih upravljanja stvarnega premoženja večinoma angažiral tudi druge izvajalce (npr. za zagotavljanje upravniških storitev, varovanja premoženja, vzdrževanja premoženja, razvoj prostorskih načrtov, gradbena, obrtniška in instalacijska dela, davčno, tehnično, pravno in drugo svetovanje, posredovanje pri prodaji ipd.).

Načrtovani denarni tokovi SDH iz upravljanja stvarnega premoženja v letu 2025 so prikazani v posebnem delu LNU (v poglavju Denarni tok iz upravljanja stvarnega premoženja).

¹⁹ Sklop nepremičnin je zaokrožena celota več nepremičnin (več delov zemljišč na isti lokaciji, več posameznih delov stavbe v isti stavbi ipd.).

II. ZAKLJUČEK

ZAKLJUČEK

Uprava SDH je v skladu z določilom 30. člena ZSDH-1 dne 10. 4. 2025 sprejela LNU za leto 2025, h kateremu je dne 17. 4. 2025 soglasje podal tudi nadzorni svet SDH.

Skladno z določbo 30. člena ZSDH-1 mora k LNU za leto 2025 poleg nadzornega sveta SDH soglasje podati tudi Vlada RS.



Janez Tomšič, član uprave



Mag. Žiga Debeljak, predsednik uprave



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.