



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

# LETNI NAČRT UPRAVLJANJA NALOŽB ZA LETO 2026

# 26





*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

|                                                                                                         |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>UVOD</b>                                                                                             | <b>8</b>  |
| <b>I. SPLOŠNI DEL</b>                                                                                   | <b>12</b> |
| <b>1. TEMELJNI AKTI UPRAVLJANJA NALOŽB</b>                                                              | <b>14</b> |
| <b>2. MAKROEKONOMSKE NAPOVEDI</b>                                                                       | <b>16</b> |
| 2.1. DOGAJANJE NA PODROČJU ENERGETIKE V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026                          | 17        |
| 2.2. DOGAJANJE NA PODROČJU PROMETA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026                             | 19        |
| 2.3. DOGAJANJE NA PODROČJU FINANC V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026                              | 21        |
| 2.4. DOGAJANJE NA PODROČJU TURIZMA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026                             | 22        |
| 2.5. DOGAJANJE NA PODROČJU GOSPODARSTVA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026                        | 22        |
| <b>3. UPRAVLJANJE KAPITALSKIH NALOŽB</b>                                                                | <b>26</b> |
| <b>3.1. PORTFELJ KAPITALSKIH NALOŽB</b>                                                                 | <b>26</b> |
| 3.1.1. SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH                                                      | 26        |
| 3.1.2. STRUKTURA PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB                                                           | 30        |
| <b>3.2. CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB</b>                                                        | <b>33</b> |
| 3.2.1. TEMELJNI CILJI UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB DRŽAVE                                             | 33        |
| 3.2.2. SPLOŠNI CILJI/USMERITVE UPRAVLJANJA KAPITALSKIH NALOŽB                                           | 34        |
| 3.2.3. NAČRTOVANI ROE PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB                                                      | 35        |
| 3.2.4. NAČRTOVANA DODANA VREDNOST NA ZAPOSLENEGA PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH IN PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE | 36        |
| 3.2.5. NAČRTOVANI DENARNI TOKOVI IZ NASLOVA DIVIDEND KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH               | 37        |
| 3.2.6. KLJUČNI PROJEKTI, UPRAVLJAVSKI CILJI IN RAZVOJNE AKTIVNOSTI ZA LETO 2026                         | 38        |
| <b>4. UPRAVLJANJE TERJATEV</b>                                                                          | <b>44</b> |
| <b>5. UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA</b>                                                              | <b>46</b> |
| <b>II. ZAKLJUČEK</b>                                                                                    | <b>48</b> |

# POMEN KRATIC IN IZRAZOV

**AGENRS:** Agencija za energijo

**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

**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

**DNS:** dostopna najemna stanovanja

**DTK:** družbe tveganega kapitala

**EBRD:** Evropska banka za obnovo in razvoj

**ECB:** *European Central Bank* – Evropska centralna banka

**EDP:** elektrodistribucijska podjetja

**EE:** električna energija

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

**EIB:** *European Investment Bank* – Evropska investicijska banka

**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

**HE:** hidroelektrarna

**IMF:** *International Monetary Fund* – Mednarodni denarni sklad

**KAD:** Kapitalska družba, d. d.

**kapitalska naložba države:** kapitalaska 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.

**MF:** Ministrstvo za finance Republike Slovenije

**MGTS:** Ministrstvo za gospodarstvo, turizem in šport 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

**MOPE:** Ministrstvo za okolje, podnebje in energijo 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

**NIS-2:** Direktiva o ukrepih za visoko skupno raven kibernetске varnosti (Direktiva EU št. 2022/2555 Evropskega parlamenta in sveta z dne 14. decembra 2022)

**o. t.:** odstotna točka

**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:** so naložbe, s katerimi poskuša RS doseči izključno gospodarske cilje. Izjema so invalidska podjetja, saj njihov cilj ni zgolj doseganje gospodarskih ciljev, ampak družbeno odgovorno upravljanje s takšnimi družbami s strani upravljavca.

**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. marca 2025

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

**SDH:** Slovenski državni holding, d. d.

**SURS:** Statistični urad Republike Slovenije

**TE:** termoelektrarna

**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

**ZD:** Zakon o dedovanju (Uradni list RS, 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)

**ZKI-1:** Zakon o kritični infrastrukturi (Uradni list RS, št. 102/24)

**ZinfV-1:** Zakon o informacijski varnosti (Uradni list RS, št. 40/25)

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

**ZPIZ:** Zavod za pokojninsko in invalidsko zavarovanje

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

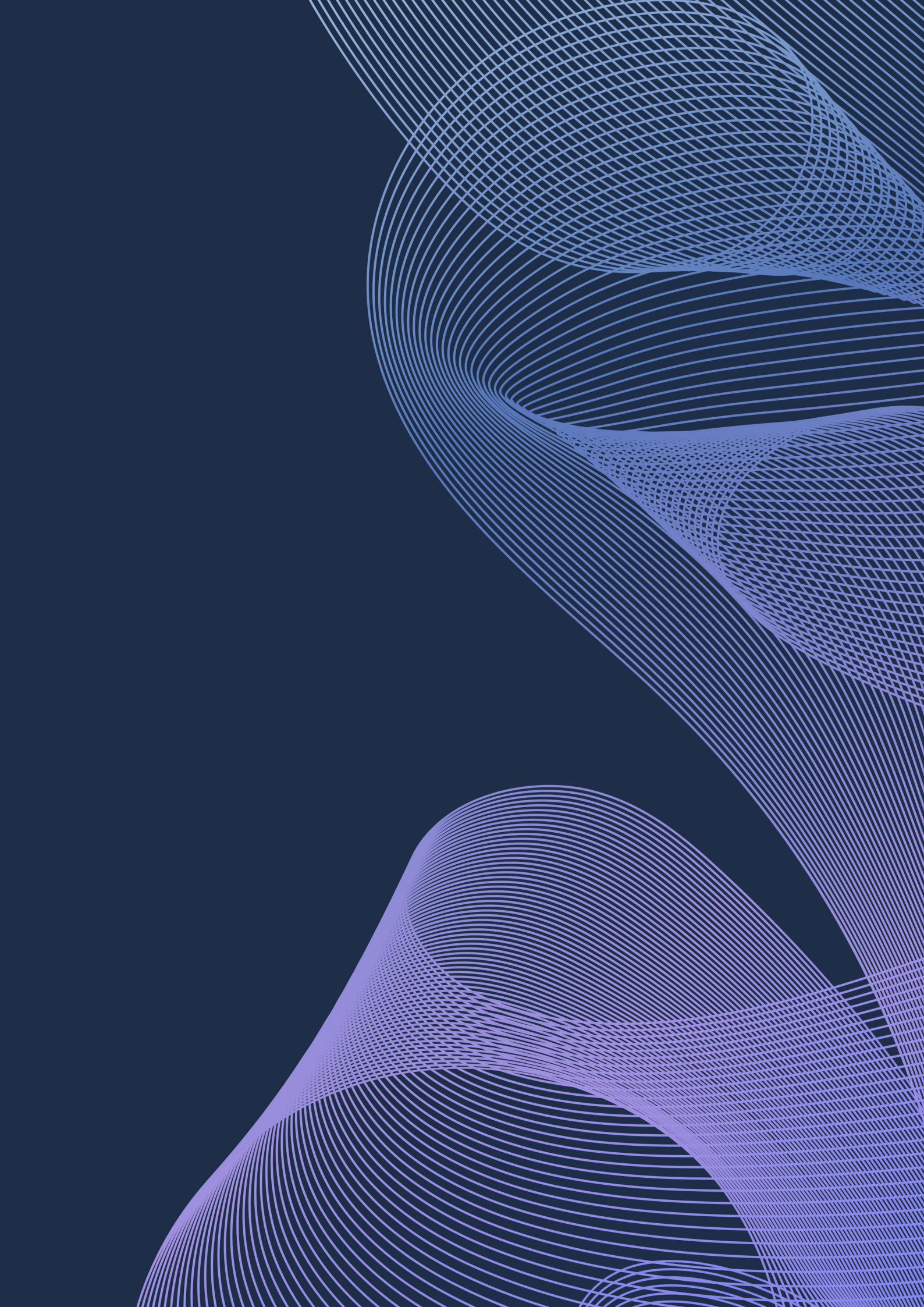
**ZPKEPS-1:** Zakon o pogojih koncesije za izkoriščanje energetskega potenciala Spodnje Save (Uradni list RS, št. 87/11, s spremembami)

**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 2026. Pri upravljanju terjatev in stvarnega premoženja so predstavljeni temeljni cilji, usmeritve in aktivnosti upravljanja.

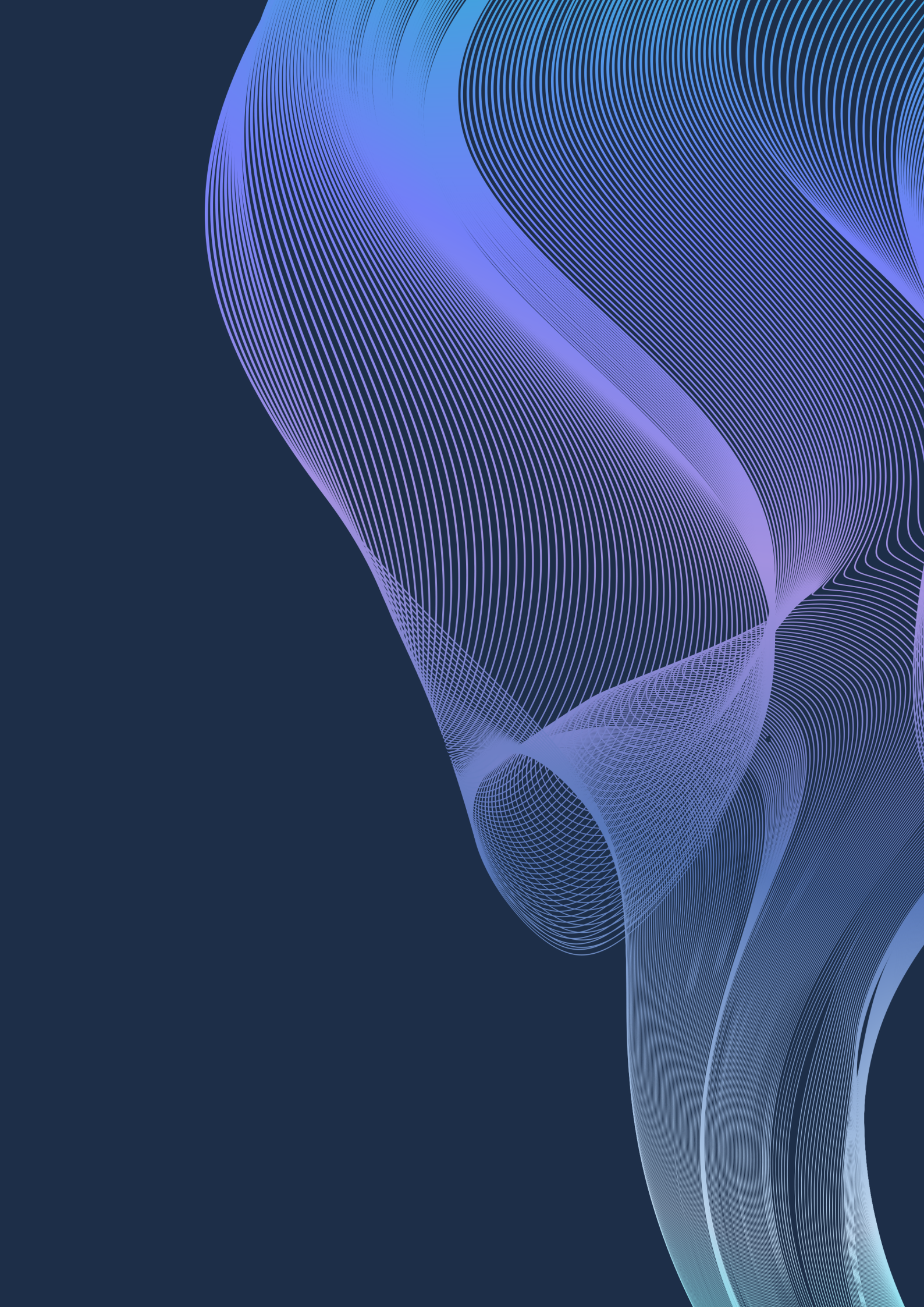
**V posebnem delu LNU** so za izbrane kapitalske naložbe opredeljeni cilji upravljanja za leto 2026 in napovedi za leto 2027. Opredeljena so ključna merila za merjenje uspešnosti poslovanja in pričakovanja SDH do družb/skupin. Pri vseh velikih družbah so vključeni opisi ključnih tveganj za uresničitev zastavljenih ciljev in način njihovega upravljanja ter cilji ESG. V posebni del LNU je bilo za izbrane družbe prvič dodano tudi poglavje Krepitev odpornosti, v katerem so družbe navedle področja, na katera bodo v letu 2026 usmerila aktivnosti za krepitev svoje odpornosti. 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.

## 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 imel notranjih informacij 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 z njimi vsebinsko povezana, 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.

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 %)                                | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | Napoved 2025 | Napoved 2026 | Napoved 2027 |
|------------------------------------------------|------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|
| Real. rast BDP Slovenija (analitiki)           | 8,4  | 2,7  | 2,1  | 1,7  | 1,5          | 2,3          | 2,5          |
| UMAR                                           |      |      |      |      | 0,8          | 2,1          | 2,2          |
| BS                                             |      |      |      |      | 1,3          | 2,4          | 2,4          |
| EBRD                                           |      |      |      |      | 0,7          | 2,0          | /            |
| EK                                             |      |      |      |      | 2,0          | 2,4          | /            |
| povprečna inflacija CPI, Slovenija (analitiki) | 1,9  | 8,8  | 7,4  | 2,0  | 2,2          | 2,0          | 2,0          |
| UMAR                                           |      |      |      |      | 2,5          | 2,4          | 2,2          |
| BS (metodologija HICP <sup>1</sup> )           | 2,0  | 9,3  | 7,2  | 2,0  | 2,5          | 2,2          | 1,9          |
| EBRD                                           |      |      |      |      | /            | /            | /            |
| EK                                             |      |      |      |      | 2,1          | 1,9          | /            |
| Real. rast BDP svet (analitiki)                | 6,6  | 3,6  | 3,5  | 3,3  | 2,8          | 2,9          | 3,0          |
| Real. rast BDP evrsko območje (analitiki)      | 6,3  | 3,6  | 0,4  | 0,9  | 1,2          | 1,1          | 1,5          |
| Real. rast BDP ZDA (analitiki)                 | 6,1  | 2,5  | 2,9  | 2,8  | 1,6          | 1,7          | 2,0          |

Vir: BS, Bloomberg (analitiki), EBRD,<sup>2</sup> EK,<sup>3</sup> UMAR, SURS.

**Napovedi za RS:** Makroekonomske napovedi<sup>4</sup> za RS za leti 2025 in 2026 ostajajo zahtevne zaradi poslabšanja gospodarskih razmer in večje negotovosti v evropskem in mednarodnem okolju. UMAR je napoved rasti BDP v RS za leto 2025 znižal z 2,1 na 0,8 %, kar je pod rastjo BDP evrskega območja. Počasno rast bodo povzročili upad izvoza zaradi šibke rasti v Nemčiji in drugih partnericah, pesimizem podjetij in globalne trgovinske napetosti. Rast bo poganjala domača potrošnja, predvsem trošenje gospodinjstev ob visoki zaposlenosti in rasti plač. Investicije bodo po stagnaciji v letu 2024 zmerno rasle, zlasti gradbene in v proizvodnji. Državna potrošnja bo zmernejša, nominalna rast plač pa višja kot leta 2024: v javnem sektorju za okoli 10 %, v zasebnem za približno 6 %. V letih 2026 in 2027 se pričakuje okrevanje BDP zaradi rasti tujega povpraševanja in izvoza. Investicije bodo zmerno rasle, predvsem v izvozno usmerjene dejavnosti, okrepile se bodo stanovanjske in državne investicije (protipoplavna zaščita, Načrt za okrevanje). Zaposlenost bo stagnirala zaradi demografskih dejavnikov, več zaposlovanja bo iz tujine. Rast plač v zasebnem in javnem sektorju bo ostala visoka, a nižja kot leta 2025. Pričakuje se, da bo realna rast obeh sektorjev nad 2,5 % letno, v javnem sektorju bo rast v letu 2026 še nekoliko višja zaradi plačne reforme, kar pomeni, da bodo plače še naprej rasle hitreje od inflacije. Inflacija naj bi v letu 2025 znašala 2,5 %, ob koncu leta pa 2,9 %, predvsem zaradi rasti cen hrane. V letih 2026 in 2027 se pričakuje rahlo znižanje inflacije, a rast cen storitev bo ostala pomemben dejavnik inflacije (pomanjkanje delovne sile, rast dohodka). Gibanje cen energentov bo odvisno od administrativnih ukrepov in novega obračuna omrežnine.

Predpostavke UMAR za leta 2025, 2026 in 2027: (i) realna rast tujega povpraševanja: 1,9 %, 2,1 %, 2,5 %; (ii) realna rast BDP evrskega območja: 1,2 %, 1,3 %, 1,4 %; (iii) cena nafte Brent za sod: 69,8 USD, 65,4 USD, 65,2 USD; (iv) rast cen neenergetskih surovin: 4,5 %, -0,5 %, -0,5 %; (v) valutni tečaj EUR/USD: 1,127, 1,160, 1,160.

<sup>1</sup> HICP: harmonizirani indeks življenjskih potrebščin

<sup>2</sup> Vir: EBRD, Regional Economic Prospects, september 2025.

<sup>3</sup> Vir: European Commission, Economic Forecast, maj 2025.

<sup>4</sup> Vir: UMAR: Jesenska napoved gospodarskih gibanj, september 2025; BS: Pregled makroekonomskih gibanj z napovedmi, junij 2025.

Tveganja, ki bi lahko negativno vplivala na razvoj dogodkov v osnovnem scenariju, so trgovinske napetosti, poslabšanje zaupanja na finančnih trgih, geopolitična tveganja, nezmožnost izvedbe investicij. Z večjimi obrambni izdatki, privabljanjem visoko izobražene delovne sile in učinkovitim črpanjem evropskih sredstev se lahko poveča možnost realizacije pozitivnega scenarija.

**Napovedi za svet:** Svetovno gospodarstvo v letu 2025 zaznamujejo negotovosti zaradi trgovinskih sporov in groženj z dvigom carin. IMF v oktobrski napovedi ocenjuje 25-odstotno verjetnost, da bo globalna rast v letu 2026 padla pod 2 %, in enako verjetnost, da bo inflacija presegla 5 %. V primerjavi z aprilom je tveganje za nižjo rast manjše, inflacijsko pa nespremenjeno. IMF kljub znižanju nekatereh carin opozarja na volatilno okolje in upad praks, ki so prej spodbujale rast. Osnovni scenarij IMF<sup>5</sup> predvideva 3,2-odstotno rast v letu 2025 in 3,1-odstotno v letu 2026. V razvitih ekonomijah naj bi rast leta 2025 in leta 2026 znašala le 1,6 %, v evrskem območju pa 1,2 in 1,1 %, kar pomeni nadaljnje zaostajanje evrskega območja za ZDA (2,0 in 2,1 %) in Kitajsko (4,8 in 4,2 %). Razvijajoče se ekonomije naj bi v letu 2025 dosegle rast v višini 4,2 in 4,0 % v letu 2026. Globalna inflacija se bo umirjala, v ZDA pa še ostala nad ciljno ravni.

**Napoved za evrsko območje:** ECB za evrsko območje v letu 2025 napoveduje 1,2-odstotno, v letu 2026 1-odstotno, v letu 2027 pa 1,3-odstotno rast BDP. Rast v letu 2025 zavirajo trgovinski spori in negotovosti, kar se je odrazilo v šibki rasti v drugem kvartalu (0,1 %). Avgustovski dogovor med Evropsko komisijo in ZDA je delno zmanjšal negotovost, a volatilnost ostaja do konca leta. Industrija izgublja konkurenčnost, medtem ko rast podpirajo domača potrošnja, investicije, sproščena monetarna politika in zunanje povpraševanje. Brezposelnost bo v letu 2025 narasla, nato pa postopno upadla. Izvoz bo imel nevtralen učinek šele v letu 2027 (+2,5 %), prej bo negativen. Naložbe bodo rasle zaradi manjše negotovosti in večje porabe za obrambo in infrastrukturo ter zaradi sredstev programa NextGenerationEU. Inflacija HICP naj bi v letu 2025 znašala 2,1 %, v letu 2026 1,7 %, v letu 2027 pa 1,9 %, kar je rahlo pod ciljem ECB. Bruto javni dolg bo v letu 2025 dosegel 88 % BDP, v letu 2026 89,1 %, v letu 2027 pa 89,8 %. Tveganja javnega dolga izhajajo iz fiskalnega okvira, obrambnih izdatkov in politik članic. Alternativni scenariji ECB kažejo, da so gibanja inflacije zelo občutljiva za cene energentov in tečaj EUR/USD, medtem ko je vpliv na rast manjši.

**Napoved za ZDA:** ZDA naj bi v obdobju 2025–2027 dosegale višjo rast BDP kot evrsko območje: 1,6 % v letu 2025, 1,8 % v letu 2026, 1,9 % v letu 2027. FED je septembra 2025 začel zniževati obrestne mere, pričakujejo pa se še dodatna znižanja. Trg dela je šibek (avgusta 2025 najvišja brezposelnost po oktobru 2021), inflacija rahlo višja, negotovost glede obetov pa posledično narašča. Ocene temeljne obrestne mere znašajo za leto 2025 2,9–4,4 %, za leto 2026 2,6–3,9 %, za leto 2027 pa 2,4–3,9 %. Stopnja brezposelnosti naj bi v letu 2025 znašala 4,5 %, v letu 2026 4,4 %, v letu 2027 pa 4,3 %. Negotovost glede rasti BDP v letu 2026 ostaja. Gospodarstvo ZDA trenutno kaže solidno rast, potrošnja je nad pričakovanji, rast novih zaposlitev pa stagnira. Verjetnost recesije v ZDA analitiki ocenjujejo na 30 %, scenariji FED glede makroekonomskih kazalnikov za ZDA pa se gibljejo v širokem razponu.

## 2.1. DOGAJANJE NA PODROČJU ENERGETIKE V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026<sup>7</sup>

### UVODNA PREDSTAVITEV DOGODKOV, KI SO POMEMBNI ZA SLOVENSKE ENERGETSKE DRUŽBE

EK je julija 2025 predstavila ambiciozen predlog podnebne cilja za zmanjšanje neto emisij TGP do leta 2040 za 90 % glede na leto 1990, z možnostjo omejene uporabe emisijskih dobropisov po letu 2036 na podlagi emisijskih kuponov iz projektov zunaj EU. Slovenija predlog podpira, nekaj držav mu nasprotuje.

Energetski sektor EU sledi trendu prehoda na brezogljične vire energije (delež proizvodnje EE iz OVE v EU je v prvem polletju leta 2025 znašal že 47 %), cene EE pa so odvisne od vremena, cene plina, cen emisijskih kuponov, razmer na trgih in regulatornih ukrepov.

5 IMF, oktobrska napoved 2025.

6 Vir: ECB, septembrska projekcija 2025.

7 Vir: Bloomberg.

Rast porabe EE v EU ostaja relativno nizka (za leto 2025 je napovedana rast 1,1 %). EU sicer zaostrojuje sankcije proti Rusiji, vključno s postopnim prenehanjem uvoza ruskega plina in nafte do konca leta 2027, čemur nekatere države članice nasprotujejo.

V RS je nov omrežinski akt sprožil burne odzive in posledično delne prilagoditve akta. EDP opozarjajo na nujnost investicij v distribucijsko omrežje za potrebe zelenega prehoda. Desetletni razvojni načrt distribucijskega sistema EE v RS za obdobje 2025–2034 predvideva skoraj 4 mrd EUR investicij, a razpoložljivi finančni viri EDP ne zadoščajo za njegovo izvedbo.

Na področju investicij v OVE so NVO ali lokalne skupnosti tudi v letu 2025 pogosto blokirale projekte (predvsem pri izgradnji vetrnih elektrarn). Država načrtuje širitev jedrskih zmogljivosti (dokončna investicijska odločitev o JEK2 bo sprejeta do leta 2028), začeti pa je veljal tudi nov režim obratovanja TEŠ 6. EU je glede jedrske energije razdeljena – Francija jo podpira, Avstrija ji nasprotuje. EK ocenjuje, da bo za investicije v jedrske programe na ravni EU do leta 2050 potrebnih vsaj 241 mrd EUR. V prihodnjih letih bo v energetskem sektorju treba pospešiti izvajanja investicij ter zagotovitev dodatnih virov prožnosti (baterijski hranilniki, črpalne elektrarne).

## PREGLED TRGA EMISIJSKIH KUPONOV IN TRGA EE

Cene emisijskih kuponov so v prvi polovici leta 2025 nihale med 60 in 82 EUR/tono, napovedi Bloomberga za prihodnja leta kažejo na rast (2026: 85 EUR/tono, 2027: 93 EUR/tono). V letu 2026 se pričakujejo formalni pregled sistema EU ETS in morebitne zakonodajne spremembe v smeri prilagoditve EU ETS sistema ambicioznejšim podnebnim ciljem, kar pomeni dodatni pritisk na cene emisijskih kuponov. Cene EE se med državami EU razlikujejo zaradi tržnih dejavnikov, sestave virov in zakonodaje ter prenosnih kapacitet. Na nemškem trgu se povprečne cene za leto 2026 napovedujejo okrog 81 EUR/MWh, za leto 2027 pa 76 EUR/MWh, medtem ko je bila povprečna cena v prvi polovici leta 2025 91,45 EUR/MWh.

## PREGLED TRGA SUROVIN

Povprečna cena plina na nizozemskem plinskem vozlišču TTF je v prvem polletju leta 2025 znašala 41,23 EUR/MWh (v enakem obdobju leta 2024 29,67 EUR/MWh). Na rast so vplivali prekinitev dobave ruskega plina prek Ukrajine, hladno vreme in večja poraba. EU je junija 2025 sprostila pravila glede zalog plina (90-odstotna napolnjenost skladišč plina kadarkoli med 1. oktobrom in 1. decembrom, v primeru neugodnih tržnih razmer ali špekulativnih pritiskov možno odstopanje do 10 % od cilja). Analitiki ocenjujejo,<sup>8</sup> da bo cena plina leta 2026 znašala 31,00 EUR/MWh, leta 2027 pa 26,50 EUR/MWh.

Povprečna cena nafte Brent je v prvem polletju leta 2025 znašala 70,81 USD/sod (v enakem obdobju leta 2024 83,42 USD/sod). Za leto 2026 analitiki ceno nafte Brent napovedujejo pri 64,63 USD/sod, v letu 2027 pa pri 65,00 USD/sod. Končne cene goriv so odvisne tudi od davkov, trošarin in predpisov.

V EU je leta 2024 povpraševanje po premogu upadlo za več kot 10 %, globalno pa naraslo za 1,4 %. V EU se poraba zmanjšuje zaradi zapiranja termoelektrarn in zaradi zelenega prehoda. Povprečna cena premoga z dostavo ARA<sup>9</sup> je v letu 2024 znašala 108,27 USD/t, v prvem polletju leta 2025 pa 101,51 USD/t. Cena premoga naj bi v letu 2026 znašala 100,49 USD/t, v letu 2027 pa 102,00 USD/t.

## PLINOVODNA INFRASTRUKTURA, ZEMELJSKI PLIN IN OBNOVLJIVI PLINI

V Evropi so se po letu 2022 zaradi vojne v Ukrajini spremenile dobavne poti plina. Zaradi odmika od ruskega plina so se povečale dobave iz Afrike, povečal se je delež LNG in alternativnih virov (biometan, vodik). Pomemben projekt za prihodnost je severnojadranska vodikova dolina, ki podpira razvoj vodikove infrastrukture in dekarbonizacijo industrije. Poraba zemeljskega plina v EU upada zaradi energetske učinkovitosti, cen, milih zim in prehoda na OVE, vendar zemeljski plin ostaja prehodni energent v zeleni tranziciji, pomemben za fleksibilnost elektroenergetskega sistema. Priložnosti se odpirajo alternativnim plinom (biometan, vodik), zato mora infrastruktura omogočati tudi njihov prenos.

<sup>8</sup> Bloomberg, september 2025.

<sup>9</sup> Referenčna cena za premog, ki se dostavlja v severnoevropsko pristaniško območje ARA – t. j. v nizozemska pristanišča Amsterdam, Rotterdam in Antwerpen.

## 2.2. DOGAJANJE NA PODROČJU PROMETA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026<sup>10</sup>

Prometna infrastruktura je ključna za gospodarski in družbeni razvoj, saj omogoča povezovanje znotraj države in med državami ter vpliva na kakovost življenja in konkurenčnost gospodarstva. Največje investicije zahtevata železniška in avtocestna infrastruktura. Leta 2025 potekajo obsežna gradbena dela (novogradnje, obnove, preureditve), trend pa se bo nadaljeval tudi v letih 2026 in 2027. Pogosti so zamiki zaradi nepredvidenih dejavnikov (geološke razmere, podražitve materialov, razveljavitve dovoljenj, razlike med ocenjenimi vrednostmi projektov in prejetimi ponudbami za izvedbo del na javnih razpisih itd.), kar vpliva na potek del na različnih področjih (finančni učinek, zamude pri dokončanju projekta, težave z izvajalci itd.). Podobno kot energetska infrastruktura se tudi prometna sooča z razveljavitvami dovoljenj zaradi civilnih iniciativ, kar povzroča večletne zamude pri izvedbi projektov. Na področju prometne infrastrukture je tak primer gradnja južnega kraka tretje razvojne osi. Vpliv na investicije in izvajanje posameznih dejavnosti bo imela tudi implementacija posameznih uredb EU, katerih cilj je spodbujanje zmanjšanja ogljičnega odtisa v pomorskem, letalskem, cestnem in železniškem prometu.

Glavni projekti in trendi na področju prometa so:

- tretja razvojna os – rok za dokončanje del se zamika po letu 2028, saj je samo za odsek Velenje–Slovenj Gradec predviden rok jesen 2029;
- druga cev karavanškega predora – odprtje predora je predvideno za marec 2026;
- drugi tir – začetek testiranja proge ostaja marec 2026, komercialna uporaba proge pa skladno s terminskim planom konec leta 2026. Družba 2TDK je junija 2025 na portalu javnih naročil objavila razpis za izdelavo projektne in okoljske dokumentacije za vzporedni levi tir drugega tira, s čimer bo nova železniška proga postala dvotirna do leta 2030;
- pomorski promet in logistika – v panogi se pojavlja trend konsolidacije in gradnje vse večjih kontejnerskih ladij, kar zahteva nadgradnjo pristaniške infrastrukture;
- program za večjo letalsko povezljivost Slovenije (2023–2025) – MZI je do septembra 2025 izvedlo devet razpisov. V letu 2025 je na voljo 1,35 mio EUR, v naslednjih dveh letih pa 1,2 mio EUR/letno. Povezljivost Slovenije se je v 2025 povečala za 23 %.

### ŽELEZNIŠKI PROMET IN INFRASTRUKTURA<sup>11</sup>

V letu 2025 se v Sloveniji nadaljujejo obsežna dela na železniški infrastrukturi, vključno z novogradnjami in prenovami. Med pomembnejšimi projekti sta začetek gradnje potniškega centra Ljubljana in zaključek prenove postaje Nova Gorica. Kljub napredku ostajajo izzivi prevoznosti prog in točnosti vlakov. Brez zamude prispe na cilj le 41 % vlakov zaradi gradbenih del, izrednih dogodkov ter dotrajanega omrežja. Večje izboljšave se pričakujejo po letu 2026, ko bodo dokončani projekti, kot sta drugi tir in potniški center Ljubljana. Več kot 70 % prog je enotirnih, večina vlakov potuje prek Ljubljane, zasedenost prog pa je na najbolj obremenjenih delih skoraj 100-odstotna, na drugih pa med 70 in 90-odstotna. Za skrajševanje potovalnega časa država sprejema DPNje dvotirnih prog na relacijah od Ljubljana – Kranj, Ljubljana – Kamnik, Ljubljana – Ivančna Gorica. Število potnikov narašča, zato bo treba bolje povezati železniški in avtobusni promet, poenostaviti nakup kart in razmisliti o gradnji gorenjske dvotirne proge. Nadaljnje investicije v ljubljansko vozlišče, elektrifikacijo, signalizacijo ter obnove bodo izboljšale mobilnost, logistiko in trajnostne cilje. Po dokončanju drugega tira bo treba povečati delež prevoza kontejnerjev iz Luke Koper po železnici in spremljati vpliv na pretovor v sosednjih državah, ki prav tako vlagajo v infrastrukturo.

### AVTOCESTNA INFRASTRUKTURA<sup>12</sup>

Panoga upravljanja avtocest v Evropi je raznolika: v nekaterih državah avtoceste upravlja en subjekt, drugje več (npr. Italija). Obstajajo različni modeli izgradnje, upravljanja in vzdrževanja cest, kar je posledica geografskih (tranzitnost države do končnega cilja) in gospodarskih dejavnikov (tovorni promet, ki oskrbuje številne zaledne države). Promet na slovenskih avtocestah raste zmerno in

<sup>10</sup> Vir: Letna in medletna poročila družb v portfelju SDH.

<sup>11</sup> Vir: Letno in medletna poročila SZ, d. o. o.

<sup>12</sup> Vir: Letno in medletna poročila družbe DARS, d. d.

različno po odsekih. Najvišja rast je na dolenskem kraku zaradi preusmeritve tovornega prometa po vstopu Hrvaške v schengenski prostor. Strokovnjaki opozarjajo na omejitve prepustnosti cestnega omrežja zaradi zastojev. Zagotavljanje pretočnosti in varnosti prometa ostaja temeljno poslanstvo DARS. V letu 2026 bo uvedeno sekcijsko merjenje hitrosti na štirih odsekih avtocest. Za dolgoročno izboljšanje pretočnosti in varnosti pa so ključni razvoj ITS sistemov, širitev vozniških pasov na vpadnicah in posodobitev ljubljanske obvoznice, kjer širitev na nekaterih viaduktih ni mogoča. Leta 2026 sledijo obsežna obnovitvena dela, posebej pomembna je pospešitev projektov tretje razvojne osi.

## POŠTNE, PAKETNE IN LOGISTIČNE STORITVE

Za Evropo je zaradi digitalizacije že več let značilen stalni upad števila pisemskih pošilk. Stopnje upada se razlikujejo med državami, zato se nacionalne pošte usmerjajo v nova področja: paketna logistika, specializirane logistične storitve, finančne in dokumentarne storitve ter storitve za javno upravo. Paketna logistika ostaja ključna rastna panoga, spodbujena z e-trgovino. Pospešeno se razvija avtomatizacija in digitalizacija, kar prinaša investicije v sortirne linije in širitev mreže paketomatov. Nacionalne pošte izgubljajo konkurenčnost proti specializiranim dostavljavcem z globalno podporo. Zapiranje klasičnih poslovalnic in pogodbeni modeli kažejo na omejene rezerve manjših pošt ob zastarelih modelih. Za konkurenčnost je ključno strateško pozicioniranje v logistični verigi z dodano vrednostjo. Poleg globalnih logistov konkurenco predstavljajo tudi velike e-trgovine z lastnimi logističnimi operacijami. V B2C segmentu bo uspeh odvisen od razumevanja potrošnikovih preferenc (cena, čas, točnost, zanesljivost, kraj, sledljivost, fleksibilnost). Do leta 2026 bo ob močni konkurenci nujna optimizacija procesov za učinkovitost in znižanje stroškov. Logistična podjetja vse bolj uporabljajo električna vozila za doseganje trajnostnih ciljev in dostavo v zadnjem kilometru, zlasti v nizkoemisijah conah.

## LETALSKI PROMET<sup>13</sup>

V Sloveniji se po stečaju nacionalnega prevoznika letalska povezljivost izboljšuje. MZI izvaja razpise za subvencioniranje novih povezav v okviru programa za večjo povezljivost. Leta 2025 se je povezljivost zvišala za 23 %, kar je najvišja rast med državami širšega območja EU, a je še vedno za 12 % nižja kot leta 2019. Junija 2025 je bila Slovenija na lestvici povezljivosti na 20. mestu (v letu 2024 pa na 30. mestu). Težavo za ljubljansko letališče pomenita majhnost in izguba regionalnega vozlišča za Balkan. Upravljavec letališča in MZI si prizadevata povečati število povezav, s ciljem doseči in preseči raven iz leta 2019. Pomemben člen letalskega prometa je kontrola zračnega prometa. Njeno delovanje ima, poleg zagotavljanja varnosti in kvalitetnega mednarodnega sodelovanja, tudi pomembno vlogo na področju trajnosti (vodenje letal po optimalnih zračnih poteh zaradi ogljičnega odtisa). Kontrole zračnega prometa bodo v letu 2026 investirale predvsem v modernizacijo digitalne infrastrukture, podatkovno analitiko (predvidevanje vremena in zgojitve letalskega prometa) in tehnologijo, ki bo omogočala sistemske prihranke pri ogljičnem odtisu letal. Eurocontrol za obdobje 2025–2031 za Evropo v letu 2026 napoveduje 2,5-odstotno rast prometa glede na leto 2025, kar pomeni 11,3 mio letov. Po letu 2026 naj bi promet še naprej naraščal in do leta 2031 v osnovnem scenariju dosegel več kot 12 mio letov.

## POMORSKI PROMET<sup>14</sup>

Luka Koper je edino slovensko pristanišče, vključeno v mednarodne tokove blaga in potnikov, ter ključen subjekt v logistiki in gospodarstvu. Vsako leto sprejme približno 80 potniških ladij, z odprtjem novega terminala v letu 2025 pa jasno cilja na nadaljnjo rast in razvoj. Kljub slabemu stanju evropske ekonomije pretovor blaga narašča, a z razlikami med segmenti. Pretovor avtomobilov je v letu 2024 upadel zaradi krize v avtomobilski industriji. Luka Koper je v severnem Jadranu vodilna po kontejnerjih in v Mediteranu po vozilih. V prvi polovici leta 2025 je skupni pretovor rahlo porastel, v nekaterih segmentih pa je upadel. Severnojadranska pristanišča imajo konkurenčno prednost zaradi lege, ki omogoča oskrbo osrednjih in vzhodnih trgov Evrope, če so razmere plovbe skozi Sueški prekop normalne. Leta 2025 so bili zaradi večje prisotnosti vojaških ladij napadi na ladje v Adenskem zalivu manj pogosti kot leta 2024. Cene prevoza kontejnerjev iz Azije v Evropo so v letu 2025 močno padle zaradi presežka kapacitet, manjših zastojev, nižjega povpraševanja in večje konkurence. Gibanje cen bo odvisno od stanja svetovnega gospodarstva, ameriških tarif in plovbe skozi Sueški prekop (leta 2025 so se ladje izogibale prekopa). Normalizacija bi skrajšala plovbo in znižala cene. Prihodnje poslovanje bo odvisno od infrastrukture (železnice, logistični terminali), povezav z ladjarji in stanja gospodarstev. Kljub geostrateški prednosti mora pristanišče nadaljevati investiranje, da ohrani status vodilnega v severnem Jadranu.

<sup>13</sup> Vir: Letno poročilo družbe KZPS, Napoved obsega prometa Eurocontrol.

<sup>14</sup> Vir: Letno in medletna poročila družbe Luka Koper.

## 2.3. DOGAJANJE NA PODROČJU FINANC V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026

### BANKE<sup>15</sup>

Bančni sektor v evrskem območju je v letu 2024 še naprej imel dobre poslovne rezultate, predvsem zaradi visokih obrestnih mer, ki so povečale neto obrestne prihodke. ECB je v preteklih letih postopno zviševala ključne obrestne mere, kot odziv na visoko inflacijo, kar je pozitivno vplivalo na dobičkonosnost bank. V drugi polovici leta 2024 so se začeli kazati prvi znaki umirjanja razmer. V prvi polovici leta 2025 je ECB začela zniževati obrestne mere. Dobitkonosnost bank se je znižala, neto obrestni prihodki pa so bili pod pritiskom, saj so se nižje obrestne mere hitreje odražale v zmanjšanju prihodkov od posojil kot v znižanju stroškov depozitov. Banke so zato okrepile osredotočenost na neobrestne prihodke. Kapitalska ustreznost bank ostaja močna. Delež slabih posojil rahlo narašča, predvsem v segmentu MSP in komercialnih nepremičnin. Zaradi presežnega kapitala, ki je rezultat uspešnega poslovanja v preteklih letih, imajo banke potencial za morebitne prevzeme, ki bodo odvisni tudi od regulatornih dovoljenj in pričakovanih investitorjev. Za banke v delniškem indeksu Stoxx Europe 600 je v letu 2025 napovedana 1-odstotna rast skupnih prihodkov in 3-odstotna rast v letu 2026. Rezervacije za slaba posojila naj bi se povečale za 11 % v letu 2025 in za 5 % v letu 2026. Operativni stroški se bodo v letu 2026 nekoliko zvišali. Čisti dobiček naj bi v letu 2025 porasel za 2 % in za 6 % v letu 2026. Regulatorni poudarek v letu 2026 bo na oceni učinkov Basel III, novih smernicah za likvidnostna tveganja, podnebnih stresnih testih in razvoju regulative digitalnih financ (digitalni evro, kripto sredstva).

### ZAVAROVALNICE<sup>16</sup>

Leto 2024 je bilo za evropski zavarovalniški in pozavarovalniški sektor vrhunec poslovnega obdobja, z izjemno dobičkonosnostjo in finančno stabilnostjo. Obeti za leto 2025 ostajajo pozitivni. Po ocenah Swiss RE naj bi rast globalne zavarovalniške panoge v letu 2025 znašala 2,0 %, v letu 2026 pa 2,3 %, kar je skladno s pričakovano rastjo BDP. Življenjska zavarovanja naj bi v letu 2025 dosegla 1-odstotno rast, v letu 2026 pa se pričakuje 2,4-odstotna rast. Na področju premoženjskih zavarovanj naj bi se globalna rast premij v letu 2025 upočasnila na 2,6 %, v letu 2026 pa na 2,3 %, predvsem zaradi večje konkurence in pritiska na premijske stopnje. Ključni izziv v prihodnjih letih bo obvladovanje škodne inflacije in stroškovna učinkovitost. Kapitalska ustreznost ostaja stabilna, vendar se lahko kombinirani količnik pri premoženjskih zavarovanjih poslabša zaradi počasnejše rasti premij in visokih škodnih stroškov. Panoga bo v prihodnje vse bolj odvisna od notranjih prilagoditev, kot so digitalizacija, uporaba umetne inteligence, strožja disciplina pri sklepanju zavarovanj in inovativno upravljanje premoženja. Regulatorni pritiski na področju trajnosti se bodo predvidoma nadaljevali.

<sup>15</sup> Vir: Bloomberg.

<sup>16</sup> Vir: Analize Swiss RE Institute SIGMA.

## 2.4. DOGAJANJE NA PODROČJU TURIZMA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026

### TURIZEM<sup>17</sup>

Leto 2025 je zaznamovala zmerna rast turizma, ki je temeljila na trajnostnem razvoju in izboljšanju kakovosti storitev. Slovenija je v prvih osmih mesecih dosegla približno 6-odstotno povečanje prihodov in prenočitev turistov, kar je posledica uspešne poletne sezone in večje prepoznavnosti manj znanih destinacij. Ključni poudarki so bili razvoj celoletne ponudbe, digitalizacija turističnih tokov in krepitev Zelene sheme slovenskega turizma. Slovenski turizem je v prvih osmih mesecih leta 2025 dosegel več kot 5 mio prihodov turistov in 13,2 mio nočitev, predvsem zaradi tujih turistov (8-odstotna rast glede na enako obdobje lani), medtem ko je število domačih turistov upadlo. Avgusta 2025 je bilo rekordnih 1,2 mio prihodov in 3,3 mio prenočitev (2-odstotna rast glede na leto 2024), od tega 76 % tujih gostov, največ iz Nemčije, Italije in Avstrije. Globalno je turizem dosegel skoraj 690 mio mednarodnih potovanj v prvem polletju, kar kaže na nadaljevanje okrevanja po pandemiji, čeprav z nekoliko počasnejšo rastjo prihodkov (okoli 4,4 % na svetovni ravni) zaradi gospodarskih negotovosti in geopolitičnih izzivov. Napovedi za leto 2026 kažejo na nadaljevanje trendov avtentičnih in trajnostnih doživetij. Popotniki bodo iskali globlje povezave z lokalnim okoljem, kar pomeni večji poudarek na lokalnih izkušnjah, obisku tržnic in kulturnih dogodkov.

## 2.5. DOGAJANJE NA PODROČJU GOSPODARSTVA V LETU 2025 IN PRIČAKOVANJA ZA LETO 2026

### AVTOMOBILSKA INDUSTRIJA

Evropska avtomobilska industrija je v zahtevnem položaju, zaradi negotovosti glede prihodnosti dobaviteljev delov. Pri razvoju električnih vozil zaostaja za Kitajsko in ZDA, uvedba novih modelov se zamika, zanimanje kupcev pa upada. Leto 2024 je prineslo le 0,8-odstotno rast evropskega trga (globalno 2,5-odstotno), proizvodnja v EU pa je upadla za 6,2 %, medtem ko je kitajska zrasla za 5,2 %. Manjša proizvodnja pomeni nižje povpraševanje po delih, višje stroške in nižje marže dobaviteljev. Proizvajalci zahtevajo zniževanje cen in sodelovanje pri kritju razvojnih stroškov. V letu 2025 se pritisk na stroške dobavne verige stopnjuje, proizvajalci napovedujejo varčevalne programe in pričakujejo, da dobavitelji spremljajo tudi poddobavitelje. Kljub stagnaciji raste povpraševanje po baterijah za električna vozila in naprednih sistemih za pomoč vozniku (ADAS), a rast spremljajo visoki investicijski stroški, kar ne zagotavlja hitrega dobička. Makroekonomski pogoji (inflacija, obresti) in trgovinske napetosti (grožnja carin na kitajska e-vozila) povečujejo tveganja. Napoved za leti 2026 in 2027 je previdno pesimistična: linearna rast se ne bo vrnila, trg bo volatilen, z nizko rastjo. Globalna proizvodnja bo predpandemični vrh (93 mio vozil) presegla šele okoli leta 2028, rast pa bo osredotočena na Azijo in delno Severno Ameriko, medtem ko bo Evropa okrevala najpočasneje. Elektrifikacija se bo nadaljevala, a delež električnih vozil v Evropi ne bo presegel 50 % pred letom 2030. Dobavitelji morajo iskati priložnosti v segmentih z obetavno rastjo: električna vozila v specifičnih segmentih, trgi Azije (brez Kitajske) in Severne Amerike, avtonomna vožnja, povezljivost ter zelene tehnologije (npr. vodikove gorivne celice za tovornjake).

<sup>17</sup> Vir: Spletna stran Slovenske turistične organizacije; [www.slovenia.info/sl/poslovne-strani](http://www.slovenia.info/sl/poslovne-strani).

## FARMACIJA

V farmacevtski industriji obstajajo različni tržni segmenti, v katerih je z ustrezno specializacijo in produktno mešanico mogoče doseči visoko rast prodaje in marže. Originalni proizvajalci zdravil se usmerjajo v kompleksna zdravila za težke bolezni, medtem ko proizvajalci generikov ponujajo cenejša zdravila, privlačna za javna naročila. Državni pritiski na zniževanje cen negativno vplivajo na vse družbe, zato je za blaženje teh vplivov ključna ustrezna struktura življenjskega cikla proizvodov. Svetovni trg generičnih zdravil naj bi zrasel s 457 mrd USD v letu 2024 na 492 mrd USD v letu 2025 ter do 666 mrd USD do leta 2029, kar pomeni povprečno letno stopnjo rasti CAGR 7,9 %. Rast spodbujajo kronične bolezni, regulatorna podpora, napredek raziskav, staranje prebivalstva in iztek patentov originalnih zdravil. V Evropi in ZDA bo v obdobju 2025–2030 poteklo veliko patentov, kar lahko velikim družbam odvzame do 137 mrd USD prihodkov v korist generikov. Največji delež bo imela biofarmacija (biologics), medtem ko so najbolj ogroženi prihodki pri zdravilih z majhnimi molekulami. Leta 2025 je Svet EU dosegel dogovor o stališču glede novih pravil za pravičnejši in konkurenčnejši farmacevtski sektor ter začel pogajanja z Evropskim parlamentom. Predloga uredbe in direktive, imenovana farmacevtski sveženj, pomenita največjo reformo evropske zakonodaje o zdravilih v več kot 20 letih.

## JEKLARSKA INDUSTRIJA IN INDUSTRIJA ALUMINIJA<sup>18</sup>

Evropska jeklarska industrija se po težkem letu 2024 sooča z negotovostjo zaradi nizke dobičkonosnosti, carinskih politik, šibkega stanja v avtomobilski industriji in strojogradnji ter nelojalnega uvoza iz tretjih držav. Zaključek zmanjševanja zalog jekla bi se lahko prestavil na leto 2026, saj povpraševanje ostaja šibko. Pogajanja med ZDA in EU glede carin ter zaščitni ukrepi bodo močno vplivali na prihodnjo dobičkonosnost. Kratkoročno lahko zaščitni ukrepi pomagajo, dolgoročno pa sta nujna okrevanje povpraševanja in uravnavanje kapacitet. Napori za ohranjanje proizvodnih zmogljivosti so neučinkoviti zaradi visokega uvoza. Proizvodnja v EU27 je v prvi polovici leta 2025 nižja za 3,3 %, kar nakazuje težavne razmere. Evropsko združenje jeklarjev napoveduje upad porabe železa v letu 2025 za 0,2 %, v letu 2026 pa rast za 3,1 %, ob predpostavki umiritve trgovinskih sporov. Uvoz tujega jekla obsega 18 % evropskega povpraševanja po jeklu, pritisk pa bi se lahko povečal ob zaostrovanju carin ZDA. Slabi obeti veljajo za jeklarje, ki oskrbujejo prizadete panoge, kot je avtomobilska industrija. Bloomberg napoveduje ceno vroče valjane pločevine: 696,05 USD/t v letu 2025, 673,54 USD/t v letu 2026 in 632,70 USD/t v letu 2027. Globalno povpraševanje po aluminiju bo v letu 2025 preseglo ponudbo zaradi omejitev na Kitajskem, medtem ko bo v preostalem svetu rast počasnejša. V drugi polovici leta 2025 se pričakuje omejena ponudba recikliranega aluminija zaradi močnega domačega povpraševanja v ZDA. Pomembni dejavniki so delež obnovljivih virov energije in lastništvo rudnikov boksita. Rast svetovnega povpraševanja po aluminiju naj bi se v letu 2025 upočasnila za 3 % zaradi cen in nejasnosti glede politik čiste energije. V Evropi bo povpraševanje krhko zaradi slabih razmer v ključnih panogah. Svetovni primanjkljaj aluminija naj bi v letu 2025 dosegel 3,15 mio ton, v letu 2026 3,7 mio ton, v letu 2027 pa 5,6 mio ton. Kitajska dosega 60 % svetovnega povpraševanja. Ponovna aktivacija kapacitet v Evropi je negotova zaradi volatilnosti cen plina in novih projektov v tretjih državah. Bloomberg napoveduje ceno aluminija: 2.548,56 USD/t v letu 2025, 2.605,45 USD/t v letu 2026 in 2.649,71 USD/t v letu 2027.

## PRAŠIČEREJA IN MESNOPREDELOVALNA INDUSTRIJA

V letu 2024 se je čreda prašičev v EU zmanjšala za 0,5 %, na 132 mio glav, v prvi polovici leta 2025 pa še za 1–2 %. V primerjavi z letom 2014 je manjša za 8,1 %. Konec leta 2024 je bilo za 3 % manj plemenskih svinj, kar vpliva na manj pujskov. V letu 2026 se pričakuje stagnacija ali rahel upad zaradi konsolidacije in zapiranja manjših farm zaradi nizke dobičkonosnosti, strožjih pogojev in pomanjkanja naslednikov. V letu 2024 je EU proizvedla 21,0 mio ton mesa (2-odstotna rast glede na leto 2023) zaradi več zakolov (0,8-odstotna rast) in višje mase (1,8-odstotna rast). K rasti proizvodnje so najbolj prispevale Španija (6-odstotna rast), Nemčija (4-odstotna rast) ter Danska in Poljska (4-odstotna rast). Marže ostajajo pozitivne, trend rasti se je nadaljeval v prvem četrtletju leta 2025 (3,2-odstotna rast). EK za drugo polletje leta 2025 napoveduje rahlo znižanje proizvodnje, ki naj bi kljub močnemu začetku leta na koncu padla za okoli 0,4 % glede na leto 2024. Klavni sektor v EU se konsolidira, preživeli bodo večji in učinkovitejši obrati. Veliki izvozniki opozarjajo na višje stroške v EU (energija, plače, okolje) v primerjavi z Brazilijo in ZDA. V Sloveniji je industrija majhna, a pomembna; trend je lastniška konsolidacija s prevzemi s strani tujih podjetij. Strategija EU Od vil do vilic spodbuja zmanjšanje okoljskega odtisa: zelena energija, reciklaža, ogljično nevtralne klavnice. Leta 2025 je sektor na prelomnici: manj prašičev, stabilno povpraševanje, možnosti izvoza izdelkov z višjo vrednostjo. Nekatere klavnice se bodo zaprle (severna Evropa), druge širile (Španija, srednja Evropa). Za ohranitev vsaj delne neodvisnosti v mesni verigi bo v Sloveniji treba razmisliti o modernizaciji, podpori rejcem in ohranjanju stebrov domače agroživilske verige.

<sup>18</sup> Vir: Analitični poročila Bloomberg, Evropsko združenje jeklarjev.

## IGRALNIŠTVO IN IGRE NA SREČO

Evropski trg iger na srečo je leta 2024 dosegel 123,4 mrd EUR bruto prihodka (GGR), kar je za 5 % več kot leto prej. Spletni segment je rasel hitreje (11,7 %) in dosegel 47,9 mrd EUR (39 % trga), medtem ko so fizične igralnice zrasle za 1,3 %, na 75,5 mrd EUR (61 % trga). Na spletu prevladujejo kazinojske igre (45 % prihodka), sledijo športne stave (29 %) in loterije (15 %). Mobilne naprave ustvarijo 58 % spletnih prihodkov. V fizičnem segmentu vodi loterija (41 %), nato igralni avtomati (33 %), namizne igre (11 %) in stavnice (13 %). V prvi polovici leta 2025 so se fizične igralnice še krepile, rast spletnega igralništva pa se umirja. Evropsko združenje za igre na srečo (EGBA) napoveduje 127,7 mrd EUR bruto prihodka v letu 2025 (3,5-odstotna rast), spletni kanal naj bi dosegel 40-odstotno rast. Do leta 2027 se pričakuje letna rast med 3 in 5 %, do leta 2029 pa do 149 mrd EUR bruto prihodka, s 45-odstotnim deležem na spletu. Industrija se sooča z izzivom starostne strukture gostov, zato se kot nova strategija privabljanja mlajših gostov uvajajo športne in zabavne vsebine (npr. športni koticiki, prenosi tekem). Trend iz ZDA se širi po Evropi; v Sloveniji so spletne stave vezane na Športno loterijo, fizične igralnice pa organizirajo športne dogodke. Za prihodnost bodo ključni razumevanje preferenc igralcev, spoštovanje zakonodaje in trajnostne prakse, saj panoga odpira številna družbeno občutljiva vprašanja.

## GOZDARSTVO

Na stanje in obete gozdarske panoge vplivajo makroekonomski dejavniki in višja sila, saj ponudbo lesa določajo tudi izredni dogodki. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov in napadov lubadarja so potrebne sanitarne sečnje, kar poveča ponudbo in zniža cene. Les se ocenjuje po kakovosti in stopnji obdelave. Leta 2024 je obilna ponudba zaradi sanitarnih sečenj povzročila najnižje cene v desetletju, dodatno zaradi recesije v gradbeništvu. V začetku leta 2025 so se cene iglavcev stabilizirale ob manjših zalogah sanitarnega lesa in rahli oživitvi gradbenišтва; do maja je trg postal stabilen, povpraševanje žag je ostalo močno, cene pa so se ustalile, ponekod tudi zvišale. Podoben trend je bil v Sloveniji – cene bukovega in celuloznega lesa so spomladi 2025 rahlo okrevale zaradi tujega povpraševanja (ob stabilizaciji svetovne cene celuloze, kar je spodbudilo papirnice), cene sekancev in drv pa so se po vrhuncu leta 2022 normalizirale in v letu 2025 ostajajo zmerne. Obeti za gozdarsko panogo so vezani tudi na prihodnje stanje gradbenega in pohištvenega sektorja, za katera se predvideva, da naj bi se postopno okrepila, kar bo spodbudno vplivalo tudi na trg lesa. Euroconstruct napoveduje rast evropske gradbene aktivnosti v letih 2025 in 2026 za 1–2 % letno. EECFA ocenjuje, da bo slovenska gradbena proizvodnja po upadu v letih 2024 in 2025 v letih 2026 in 2027 znova rasla, kar pomeni večje povpraševanje po žaganem lesu in hlodovini. Če ne bo novih ujm, bo ponudba kakovostne hlodovine v letih 2026 in 2027 uravnotežena, cene iglavcev pa se bodo postopno dvignile na vzdržne ravni.

## TELEKOMUNIKACIJE

Evropski telekomi se soočajo z izzivi operativnega in finančnega vodenja ob močni konkurenci in tehnoloških spremembah. Panoga med investitorji ni bila privlačna, saj so telekomi, ki so uvrščeni v evropski delniški indeks STOXX Europe 600, v obdobju 2020–2024 ustvarili negativen donos –6,7 %. Leta 2025 se ob padcu inflacije pričakuje rast prihodkov med 1,5 in 2 %, napovedi za obdobje 2023–2029 pa kažejo 1,9-odstotne povprečne letne rasti za zahodno in 1,1-odstotne za vzhodno Evropo.<sup>19</sup> Bloomberg napoveduje rast prostega denarnega toka v letu 2025 za 3 % (po 6 % v letu 2024) in vrnitev na 6 % v letih 2026 in 2027. Dobiček bo odvisen od integracije umetne inteligence, ukinitve starih tehnologij in programov učinkovitosti. Konsolidacija trga se nadaljuje s prevzemi in skupnimi projekti, zlasti pri optičnih omrežjih. V Sloveniji so štirje operaterji, zato se pričakuje nadaljnja konsolidacija. Internetni giganti z lastnimi omrežji in sateliti, alternativni ponudniki in pritisk evropske regulative (nižja zgornja meja cen za SMS, gostovanje, podatke, klice) vplivajo na zniževanje cen. Telekomi morajo zato širiti poslovanje na področja z rastnim potencialom: 5G, B2B, robno računalništvo, umetna inteligenca. Povprečna tehtana EBITDA marža velikih evropskih telekomov naj bi v letu 2025 znašala 34,22 % in 34,66 % v letu 2026.

19 Analysys Mason, Central & Eastern and Western Europe telecoms market: trends and forecasts 2024–2029 February 2025, based on data up to 2Q 2024.

## VODNOGOSPODARSKA PODJETJA

Vodnogospodarske družbe opravljajo javno vodnogospodarsko službo na podlagi dodeljene koncesije za koncesijsko obdobje 2019-2026. 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 tudi z opravljanjem tržnih dejavnosti, povezanih z izgradnjo komunalne infrastrukture, objektov varstva okolja, kmetijskimi deli, geotehniko ipd. Koncesijsko obdobje se bo zaključilo leta 2026, iz sprejetih sklepov Vlade RS pa izhaja, da so predvidene spremembe ureditve na področju urejanja voda. Vlada RS je 11. septembra 2025 sprejela sklepe, s katerimi je potrdila namero za ustanovitev nove družbe v državni lasti, ki bi izvajala gospodarsko javno službo na področju voda in vodne infrastrukture.

## 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.

30. septembra 2025 je imel SDH v upravljanju 82 kapitalskih naložb, od tega 44 zgolj s kapitalsko naložbo RS in 21 zgolj s kapitalsko naložbo SDH, v preostalih 17 družbah pa sta imela kapitalsko naložbo RS in SDH.

**TABELA 2: SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB V UPRAVLJANJU SDH, PO STANJU NA 30. SEPTEMBRA 2025**

| 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.                                     | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 13         | RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D. O. O., ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           |
| 14         | RŽV, D. O. O.                                                     | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 15         | TEŠ, D. O. O.                                                     | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |

| Zap. št.     | Naložba                                                         | Vrsta naložbe | Lastniški delež RS (v %) | Lastniški delež SDH (v %) |
|--------------|-----------------------------------------------------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| FINANCE      |                                                                 |               |                          |                           |
| 16           | D. S. U., D. O. O.                                              | STRATEŠKA     | 50,40                    | 49,60                     |
| 17           | DOVOS, D. O. O.                                                 | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 18           | KB 1909, D. D.                                                  | PORTFELJSKA   |                          | 0,30                      |
| 19           | KOMPAS RAC, D. D., LJUBLJANA – V LIKVIDACIJI                    | PORTFELJSKA   | 0,01                     | 0,02                      |
| 20           | LP INVEST, D. D.                                                | PORTFELJSKA   | 0,01                     |                           |
| 21           | NLB, D. D.                                                      | POMEMBNA      | 25,00                    |                           |
| 22           | PRVI SKLAD, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA, D. O. O. – V LIKVIDACIJI | PORTFELJSKA   | 48,90                    |                           |
| 23           | SAVA RE, D. D.                                                  | POMEMBNA      | 13,89                    | 17,68                     |
| 24           | SID BANKA, D. D., LJUBLJANA                                     | STRATEŠKA     | 99,41                    |                           |
| 25           | STH VENTURES, DRUŽBA TVEGANEGA KAPITALA – V LIKVIDACIJI         | PORTFELJSKA   | 49,00                    |                           |
| 26           | ZAVAROVALNICA TRIGLAV, D. D.                                    | STRATEŠKA     | 34,48*                   | 28,09                     |
| GOSPODARSTVO |                                                                 |               |                          |                           |
| 27           | A. L., P. PECA, D. O. O.                                        | PORTFELJSKA   | 9,09                     |                           |
| 28           | ADRIAFIN, D. O. O.                                              | PORTFELJSKA   |                          | 50,00                     |
| 29           | BODOČNOST MARIBOR, D. O. O.                                     | PORTFELJSKA   | 77,51                    |                           |
| 30           | CETIS, D. D., CELJE                                             | PORTFELJSKA   |                          | 7,47                      |
| 31           | CINKARNA CELJE, D. D.                                           | PORTFELJSKA   |                          | 24,44                     |
| 32           | CSS, D. O. O.                                                   | PORTFELJSKA   | 99,19                    |                           |
| 33           | ELEKTROOPTIKA, D. D.                                            | PORTFELJSKA   | 0,01                     | 70,48                     |
| 34           | FARME IHAN – KPM, D. O. O.                                      | STRATEŠKA     |                          | 100,00                    |
| 35           | KOTO, D. O. O.                                                  | STRATEŠKA     | 66,23                    | 4,42                      |
| 36           | KRKA, D. D.                                                     | POMEMBNA      | 7,22                     | 9,00                      |
| 37           | LOTERIJA SLOVENIJE, D. D.                                       | STRATEŠKA     |                          | 15,00                     |
| 38           | MEJA ŠENTJUR, D. D.                                             | PORTFELJSKA   |                          | 100,00                    |
| 39           | MK ZALOŽBA, D. D.                                               | POMEMBNA      |                          | 83,47                     |
| 40           | POMGRAD – VGP, D. D.                                            | PORTFELJSKA   | 25,01                    |                           |
| 41           | PS ZA AVTO, D. O. O., LJUBLJANA                                 | PORTFELJSKA   |                          | 90,00                     |
| 42           | SAVAPROJEKT, D. D.                                              | PORTFELJSKA   | 3,47                     |                           |
| 43           | SIDG, D. O. O.                                                  | STRATEŠKA     |                          | 100,00                    |
| 44           | SIJ, D. D.                                                      | PORTFELJSKA   | 25,00                    |                           |
| 45           | STNA, D. O. O.                                                  | PORTFELJSKA   |                          | 100,00                    |
| 46           | STUDENTENHEIM KOROTAN, GMBH                                     | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 47           | TALUM, D. D., KIDRIČEVO                                         | PORTFELJSKA   | 86,25                    | 5,21                      |
| 48           | TELEKOM SLOVENIJE, D. D.                                        | POMEMBNA      | 62,54                    | 4,25                      |
| 49           | UNIOR, D. D.                                                    | PORTFELJSKA   |                          | 39,43                     |
| 50           | URADNI LIST REPUBLIKE SLOVENIJE, D. O. O.                       | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 51           | VGP, D. D.                                                      | PORTFELJSKA   | 25,00                    |                           |
| 52           | VGP DRAVA PTUJ, D. O. O.                                        | PORTFELJSKA   | 25,00                    |                           |
| 53           | VGP NOVO MESTO, D. D.                                           | PORTFELJSKA   | 25,00                    |                           |

| Zap. št. | Naložba                              | Vrsta naložbe | Lastniški delež RS (v %) | Lastniški delež SDH (v %) |
|----------|--------------------------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| TURIZEM  |                                      |               |                          |                           |
| 54       | ADRIA, D. O. O.                      | PORTFELJSKA   |                          | 11,74                     |
| 55       | CASINO BLED, D. D.                   | PORTFELJSKA   |                          | 33,75                     |
| 56       | CASINO PORTOROŽ, D. D.               | PORTFELJSKA   |                          | 9,46                      |
| 57       | HIT, D. D., NOVA GORICA              | PORTFELJSKA   |                          | 28,54                     |
| 58       | ISTRABENZ TURIZEM, D. D.             | POMEMBNA      |                          | 100,00                    |
| 59       | SAVA, D. D.                          | POMEMBNA      |                          | 64,13                     |
| 60       | TERME OLIMIA, D. D.                  | PORTFELJSKA   | 67,13                    | 8,08                      |
| 61       | THERMANA, D. D.                      | PORTFELJSKA   |                          | 100,00                    |
| PROMET   |                                      |               |                          |                           |
| 62       | DARS, D. D.                          | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 63       | DRI UPRAVLJANJE INVESTICIJ, D. O. O. | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 64       | KOPP, D. O. O.                       | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 65       | KZPS, D. O. O.                       | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 66       | LUKA KOPER, D. D.                    | STRATEŠKA     | 51,00                    | 11,13                     |
| 67       | POŠTA SLOVENIJE, D. O. O.            | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| 68       | SŽ, D. O. O.                         | STRATEŠKA     | 100,00                   |                           |
| TERJATVE |                                      |               |                          |                           |
| 69       | AVTOTEHNA ZAGREB, D. O. O.           | PORTFELJSKA   |                          | 100,00                    |
| 70       | BATRIŠ, D. O. O., UKRAJINA           | PORTFELJSKA   |                          | 18,00                     |
| 71       | CONSTANT LEADER XXI, UKRAJINA        | PORTFELJSKA   |                          | 18,00                     |

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

**TABELA 3: SEZNAM KAPITALSKIH NALOŽB RS, PRIDOBLENIH NA PODLAGI ZD, PO STANJU NA 30. SEPTEMBRA 2025**

| Zap. št. | Naložba                                  | Lastniški delež RS (v %) |
|----------|------------------------------------------|--------------------------|
| 1        | BIO PRIMA, D. O. O.                      | 100,00                   |
| 2        | ELBEKO, D. O. O., SEŽANA – V LIKVIDACIJI | 100,00                   |
| 3        | IBI KRANJ, D. D. – V LIKVIDACIJI*        | 0,00                     |
| 4        | IBT TRBOVLJE, D. D.                      | 0,04                     |
| 5        | LENSAR INC.*                             | 0,00                     |
| 6        | MD-ASPEKTA, D. O. O.                     | 100,00                   |
| 7        | MEKOTNJAK AGRO, Mekotnjak, D. O. O.      | 100,00                   |
| 8        | NTV24.SI, D. D.                          | 0,01                     |
| 9        | PDL BIOPHARMA INC. – V LIKVIDACIJI       | 0,00                     |
| 10       | TERMO BOŽIČ, D. O. O.                    | 100,00                   |
| 11       | ZHEJIANG DASHANG MEDIA CO., LTD.*        | 0,00                     |

Opomba: \*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).

V posebni del LNU so vključene vse kapitalske naložbe, ki jih upravlja SDH, razen tistih, za katere zaradi posebnih okoliščin priprava posebnega dela LNU ni smiselna. Praviloma gre za:

- **kapitalske naložbe v družbah, ki so v postopku likvidacije**, pri katerih je temeljni cilj upravljanja uspešen zaključek likvidacijskega postopka;
- **kapitalske 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**;
- **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, STANJE NA 30. SEPTEMBER 2025**

| 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 BLEDE, D. D.                                               | PORTFELJSKA   |                          | 33,75                     | 33,75                        |
| 6        | CONSTANT LEADER XXI, LLC, UKRAJINA                                | PORTFELJSKA   |                          | 18,00                     | 18,00                        |
| 7        | ELBEKO, D. O. O., SEŽANA                                          | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           | 100,00                       |
| 8        | ELEKTROOPTIKA, D. D.                                              | PORTFELJSKA   | 0,01                     | 70,48                     | 70,49                        |
| 9        | IBT KRANJ, D. D. – V LIKVIDACIJI                                  | PORTFELJSKA   | 0,00                     |                           | 0,00                         |
| 10       | IBT TRBOVLJE, D. D.                                               | PORTFELJSKA   | 0,04                     |                           | 0,04                         |
| 11       | KB 1909, D. D.                                                    | PORTFELJSKA   |                          | 0,30                      | 0,30                         |
| 12       | KOMPAS RAC, D. D., LJUBLJANA – V LIKVIDACIJI                      | PORTFELJSKA   | 0,01                     | 0,02                      | 0,03                         |
| 13       | LENSAR INC.                                                       | PORTFELJSKA   | 0,00                     |                           | 0,00                         |
| 14       | LP INVEST, D. D.                                                  | PORTFELJSKA   | 0,01                     |                           | 0,01                         |
| 15       | MD-ASPEKTA, D. O. O.                                              | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           | 100,00                       |
| 16       | MEKOTNJAK AGRO, Mekotnjak, D. O. O.                               | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           | 100,00                       |
| 17       | NTV24.si, D. D.                                                   | PORTFELJSKA   | 0,01                     |                           | 0,01                         |
| 18       | PDL BIOPHARMA INC. – v likvidaciji                                | PORTFELJSKA   | 0,00                     |                           | 0,00                         |
| 19       | PRVI SKLAD, naložbe, D. O. O. – v likvidaciji                     | PORTFELJSKA   | 48,90                    |                           | 48,90                        |
| 20       | RUDNIK KANIŽARICA V ZAPIRANJU, D. O. O., ČRNOMELJ – V LIKVIDACIJI | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           | 100,00                       |
| 21       | STNA, D. O. O.                                                    | PORTFELJSKA   |                          | 100,00                    | 100,00                       |
| 22       | SAVAPROJEKT, D. D.                                                | PORTFELJSKA   | 3,47                     |                           | 3,47                         |
| 23       | TERMO BOŽIČ, D. O. O.                                             | PORTFELJSKA   | 100,00                   |                           | 100,00                       |
| 24       | ZHEJIANG DASHANG MEDIA CO., LTD.                                  | PORTFELJSKA   | 0,00                     |                           | 0,00                         |

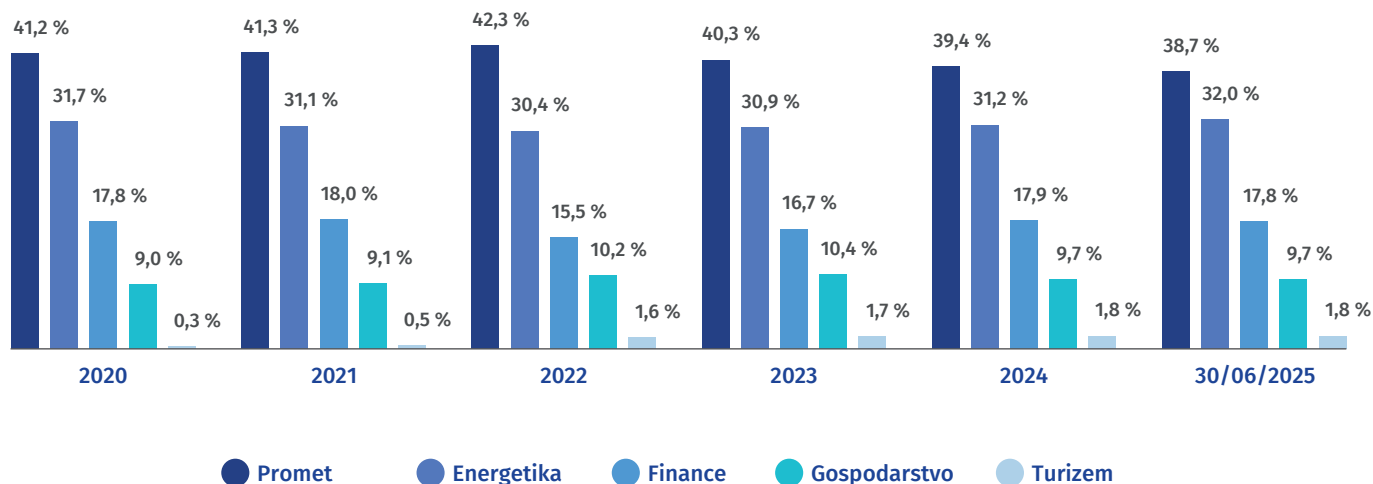
Opomba: \*Prikazani deleži v višini 0,00 % pomeni, da lastniški delež v družbi obstaja, a je nižji od 0,005 %.

### 3.1.2. STRUKTURA PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB

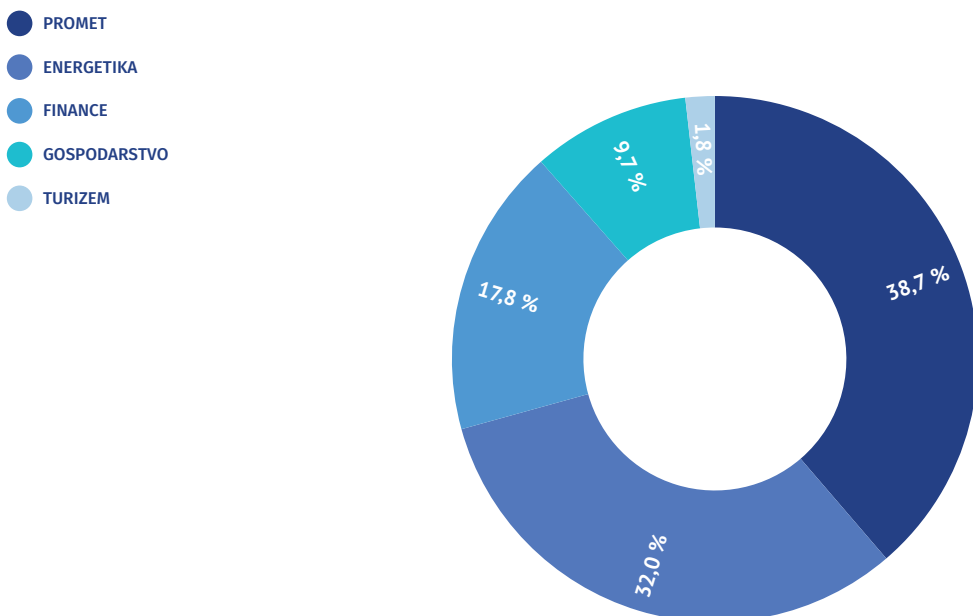
Portfelj kapitalskih naložb SDH se je v preteklosti postopoma koncentriral.

Trenutno največja upravljavska stebra po knjigovodski vrednosti kapitala sta Energetika in Promet, ki skupaj obsegata dobrih 70 % portfelja kapitalskih naložb. Štiri kapitalske naložbe v največjih družbah (DARS, GEN, SŽ in HSE) imajo skupaj nekaj manj kot 52-odstotni delež portfelja kapitalskih naložb, merjeno glede na knjigovodske vrednosti lastniških deležev v upravljanju.

**SLIKA 1: DELEŽI UPRAVLJAVSKIH STEBROV V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, V OBD-OBJU 2020 –2025**

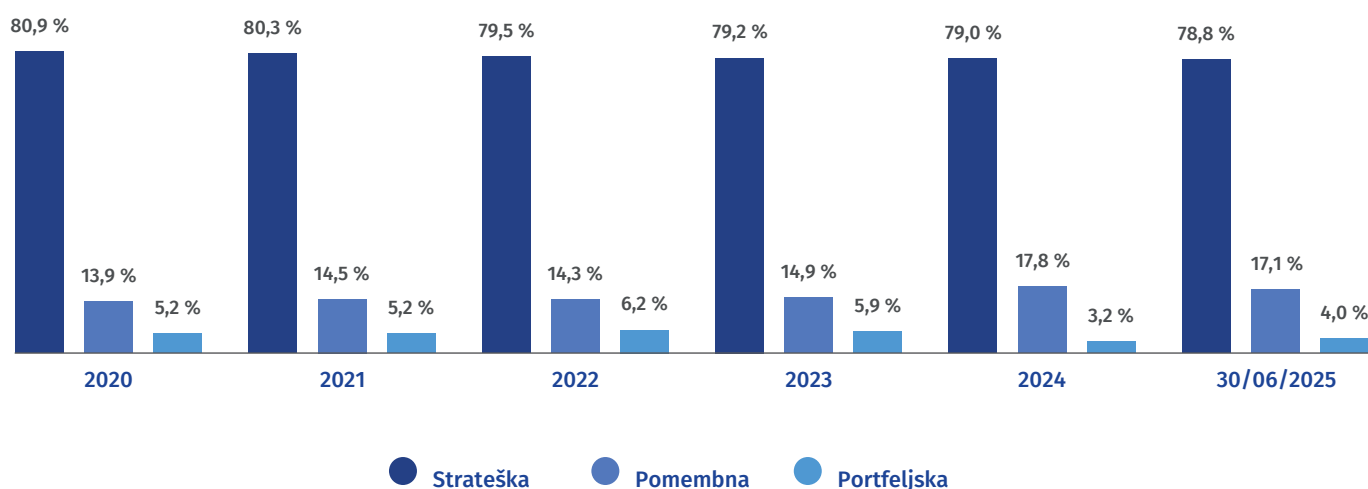


**SLIKA 2: DELEŽI UPRAVLJAVSKIH STEBROV V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, NA 30. JUNIJ 2025**

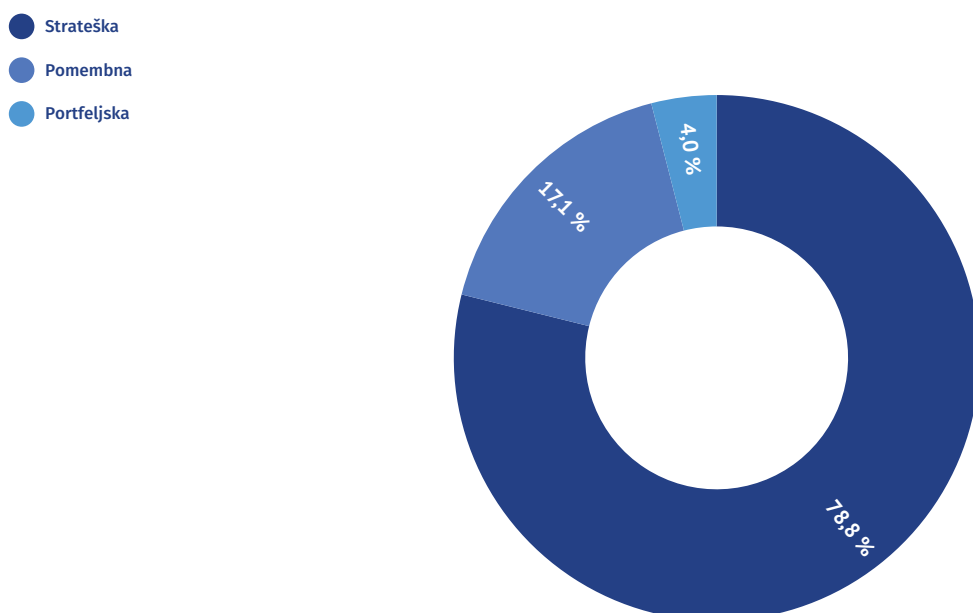


Zaradi preteklih prodaj portfeljskih naložb je portfelj kapitalskih naložb vse bolj homogen tudi z vidika klasifikacije kapitalskih naložb. Strateške naložbe obsegajo skoraj 79 % upravljalškega portfelja. Med desetimi največjimi kapitalskimi naložbami, ki skupaj obsegajo 76,5 %, je sedem strateških, z deležem 63,8 %.

**SLIKA 3: DELEŽI KLASIFIKACIJSKIH SKUPIN V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, V OBD-  
OBJU 2020 – 2025**



**SLIKA 4: DELEŽI KLASIFIKACIJSKIH SKUPIN V PORTFELJU KAPITALSKIH NALOŽB PO KNJIGOVODSKI VREDNOSTI KAPITALA, NA 30.  
JUNIJ 2025**



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, NA DAN 30. JUNIJA 2025**

| PROMET                                          |               |
|-------------------------------------------------|---------------|
| DARS, D. D.                                     | 26,1 %        |
| SŽ SKUPINA                                      | 6,8 %         |
| POŠTA SLOVENIJE SKUPINA                         | 2,6 %         |
| LUKA KOPER SKUPINA                              | 2,8 %         |
| DRI, D. O. O.                                   | 0,2 %         |
| <b>SKUPAJ</b>                                   | <b>38,6 %</b> |
| ENERGETIKA                                      |               |
| GEN SKUPINA                                     | 10,3 %        |
| HSE SKUPINA                                     | 9,3 %         |
| ELEKTRO LJUBLJANA, D. D.                        | 2,1 %         |
| ELEKTRO MARIBOR, D. D.                          | 1,9 %         |
| PETROL SKUPINA                                  | 1,6 %         |
| <b>SKUPAJ</b>                                   | <b>25,2 %</b> |
| FINANCE                                         |               |
| NLB SKUPINA                                     | 6,3 %         |
| ZAVAROVALNICA TRIGLAV SKUPINA                   | 4,7 %         |
| SID BANKA, D. D., LJUBLJANA                     | 3,8 %         |
| ZAVAROVALNA SKUPINA SAVA                        | 1,6 %         |
| D. S. U., D. O. O.                              | 1,4 %         |
| <b>SKUPAJ</b>                                   | <b>17,8 %</b> |
| GOSPODARSTVO                                    |               |
| TELEKOM SLOVENIJE SKUPINA                       | 3,3 %         |
| KRKA SKUPINA                                    | 3,0 %         |
| TALUM SKUPINA                                   | 0,8 %         |
| SIJ SKUPINA                                     | 0,6 %         |
| UNIOR SKUPINA                                   | 0,3 %         |
| <b>SKUPAJ</b>                                   | <b>8,1 %</b>  |
| SAVA SKUPINA                                    | 0,8 %         |
| ISTRABENZ TURIZEM, D. D.                        | 0,3 %         |
| TERME OLIMIA SKUPINA                            | 0,3 %         |
| THERMANA, D. D.                                 | 0,2 %         |
| HIT SKUPINA                                     | 0,2 %         |
| <b>SKUPAJ</b>                                   | <b>1,8 %</b>  |
| <b>SKUPAJ NAJVEČJIH 5 NALOŽB VSAKEGA STEBRA</b> | <b>91,5 %</b> |

## 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. Izjema so invalidska podjetja, saj njihov cilj ni zgolj doseganje gospodarskih ciljev, ampak družbeno odgovorno upravljanje s takšnimi družbami s strani upravljavca.

Strategija upravljanja vseh naložb, ki so uvrščene v skupino strateških 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 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 2026 obravnava usmeritve Strategije upravljanja v obliki upravljavskih ciljev in razvojnih aktivnosti za vse družbe, ki so navedeni v splošnem delu dokumenta, cilje in pričakovanja za posamezne kapitalske naložbe pa 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 in produktivnosti teh družb, kar vodi v povečanje vrednosti in čiste dobičkonosnosti lastniškega kapitala (ROE) družb. SDH družbe tudi spodbuja, da sledijo trendom v poslovnem in družbenem okolju in jih implementirajo v svoje poslovne modele ter učinkovito upravljajo spremembe.

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 2026 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

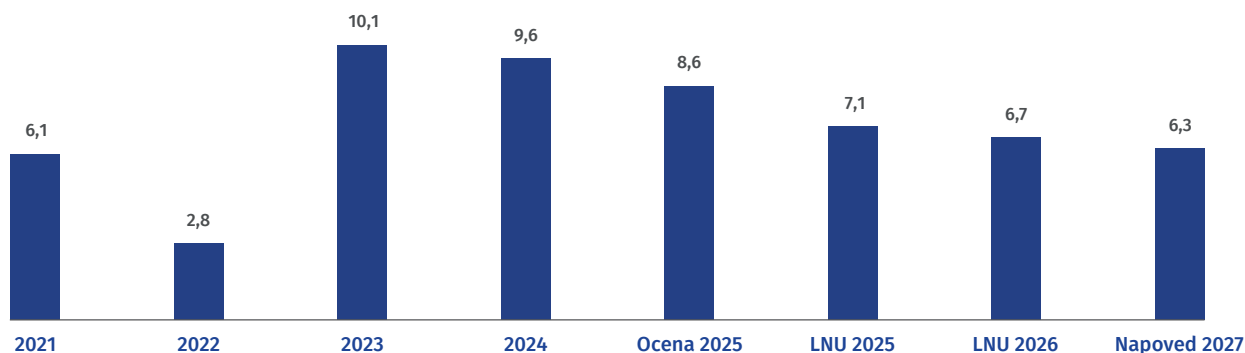
TABELA 6: ROE UPRAVLJAVSKIH STEBROV PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB, PO LETIH, V %

| Steber                   | 2021       | 2022       | 2023        | 2024       | OCENA 2025 | LNU 2025   | LNU 2026   | Napoved 2027 |
|--------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| PROMET                   | 4,1        | 5,1        | 4,9         | 5,1        | 5,1        | 4,1        | 3,7        | 4,1          |
| ENERGETIKA               | 5,1        | -7,8       | 18,4        | 15,4       | 12,3       | 8,9        | 8,0        | 5,8          |
| FINANCE                  | 10,2       | 9,7        | 9,9         | 11,5       | 10,1       | 9,4        | 9,8        | 9,8          |
| GOSPODARSTVO             | 10,1       | 12,8       | 7,7         | 6,6        | 8,5        | 8,8        | 9,4        | 10,0         |
| TURIZEM                  | 4,5        | 7,2        | 5,8         | 7,8        | 6,6        | 6,4        | 6,4        | 8,0          |
| <b>PORTFELJ RS + SDH</b> | <b>6,1</b> | <b>2,8</b> | <b>10,1</b> | <b>9,6</b> | <b>8,6</b> | <b>7,1</b> | <b>6,7</b> | <b>6,3</b>   |

TABELA 7: KNJIGOVODSKA VREDNOST PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB PO UPRAVLJAVSKIH STEBRIH V MIO EUR, STANJE NA 30. JUNIJ 2025

| Steber                   | Knjigovodska vrednost deležev<br>RS + SDH v mio EUR | Delež portfelja (v %) |
|--------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------|
| PROMET                   | 5.278                                               | 38,7                  |
| ENERGETIKA               | 4.360                                               | 32,0                  |
| FINANCE                  | 2.427                                               | 17,8                  |
| GOSPODARSTVO             | 1.319                                               | 9,7                   |
| TURIZEM                  | 244                                                 | 1,8                   |
| <b>PORTFELJ RS + SDH</b> | <b>13.629</b>                                       | <b>100</b>            |

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            | 2021       | 2022       | 2023        | 2024       | OCENA 2025 | LNU 2025   | LNU 2026   | Napoved 2027 |
|--------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| STRATEŠKE                | 4,9        | 0,9        | 9,6         | 8,2        | 8,0        | 6,1        | 5,7        | 5,0          |
| POMEMBNE                 | 12,7       | 11,3       | 14,5        | 13,5       | 12,9       | 12,0       | 12,5       | 12,7         |
| PORTFELJSKE              | 6,6        | 7,1        | 5,6         | 20,2       | 2,3        | 3,1        | 3,4        | 4,7          |
| <b>PORTFELJ RS + SDH</b> | <b>6,1</b> | <b>2,8</b> | <b>10,1</b> | <b>9,6</b> | <b>8,6</b> | <b>7,1</b> | <b>6,7</b> | <b>6,3</b>   |

Najvišji ROE dosega skupina pomembnih kapitalskih naložb, za katero se v letu 2026 načrtuje ROE v višini 12,5 %. ROE strateških kapitalskih naložb bo v letu 2026 predvidoma znašal 5,7 %, medtem ko se najnižja donosnost načrtuje za skupino portfeljskih kapitalskih naložb, katerih ROE naj bi v letu 2026 znašal 3,4 %.

**TABELA 9: KNJIGOVODSKA VREDNOST PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB V MIO EUR, PO KRITERIJU KLASIFIKACIJE NALOŽB, NA 30. JUNIJ 2025**

| Klasifikacija            | Knjigovodska vrednost deležev<br>RS + SDH v mio EUR | Delež portfelja (v %) |
|--------------------------|-----------------------------------------------------|-----------------------|
| STRATEŠKE                | 10.746                                              | 78,8                  |
| POMEMBNE                 | 2.336                                               | 17,1                  |
| PORTFELJSKE              | 546                                                 | 4,0                   |
| <b>PORTFELJ RS + SDH</b> | <b>13.629</b>                                       | <b>100,0</b>          |

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

Na ravni celotnega portfelja kapitalskih naložb so bili v LNU 2025 prvič določeni cilji na področju produktivnosti, skladno z usmeritvami Strategije upravljanja. V nadaljevanju so predstavljeni cilji glede dodane vrednosti na zaposlenega po upravljavskih stebrih in klasifikacijskih skupinah.

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

| Steber                    | 2023        | 2024        | OCENA 2025  | LNU 2025    | LNU 2026    | Napoved 2027 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| PROMET                    | 79,1        | 83,5        | 81,1        | 79,6        | 81,7        | 86,9         |
| ENERGETIKA                | 143,7       | 143,1       | 127,1       | 115,0       | 124,5       | 127,7        |
| FINANCE*                  | 459,5       | 219,5       | 265,2       | 241,6       | 238,2       | 293,1        |
| GOSPODARSTVO              | 77,2        | 80,4        | 81,9        | 79,6        | 84,2        | 87,4         |
| TURIZEM                   | 55,3        | 57,0        | 59,4        | 56,7        | 61,8        | 65,2         |
| <b>PORTFELJ* RS + SDH</b> | <b>91,2</b> | <b>93,7</b> | <b>89,5</b> | <b>86,0</b> | <b>90,4</b> | <b>93,4</b>  |

Opomba: \*V izračunih so upoštevane vse nefinančne družbe, izločene pa so obe zavarovalnici in obe banki v upravljanju SDH.

Trenutne ocene kažejo, da bodo v letu 2025 vsi upravljavski stebri nekoliko presegli načrtovano dodano vrednost na zaposlenega, določeno v LNU 2025.

Cilji za leto 2026 so za vse upravljavske stebre načrtovani nekoliko višje od ocen za leto 2025. Izjema je steber Energetika, za katerega so cilji za leto 2026 nižji od ocenjenih rezultatov leta 2025. Rezultati stebra Energetika so v veliki meri odvisni od (i) tržnih cen EE, ki bodo v letu 2026 nižje kot v letu 2025 in (ii) hidrologije, ki je v letu 2025 ugodna, vendar vseeno slabša kot v letu 2024, za leto 2026 pa je upoštevano dolgoročno povprečje z 80-odstotno verjetnostjo nastopa povprečnega letnega pretoka (pri HESS pa je upoštevana 70-odstotna verjetnost), kar je slabše od ocene v letu 2025. Manjši upad dodatne vrednosti na zaposlenega je predviden tudi v stebru Finance, v katerem pa so iz izračuna izločene zavarovalnice in banke, vrednost pa je nadpovprečno visoka.

Načrtuje se, da bo dodana vrednost na zaposlenega na ravni celotnega portfelja v letu 2027 višja kot v letu 2026, pri čemer je rast predvidena za vse upravljavske stebre in vse klasifikacijske skupine naložb.

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

| Klasifikacija            | 2023        | 2024        | OCENA 2025  | LNU 2025    | LNU 2026    | Napoved 2027 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| STRATEŠKE                | 115,8       | 114,8       | 102,2       | 98,8        | 101,6       | 105,7        |
| POMEMBNE                 | 83,5        | 89,4        | 88,7        | 85,6        | 90,8        | 92,4         |
| PORTFELJSKE              | 61,3        | 55,5        | 60,1        | 57,5        | 62,0        | 66,9         |
| <b>PORTFELJ RS + SDH</b> | <b>91,2</b> | <b>93,7</b> | <b>89,5</b> | <b>86,0</b> | <b>90,4</b> | <b>93,4</b>  |

Opomba: \*V izračunih so upoštevane vse nefinančne družbe, izločeni pa sta 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 (ZVJTO), Zakonu o izdaji obveznic za plačilo odškodnine za zaplenjeno premoženje zaradi razveljavitve kazni zaplembe premoženja (ZIOOZP) in Zakonu o plačilu odškodnine žrtvam vojnega in povojnega 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

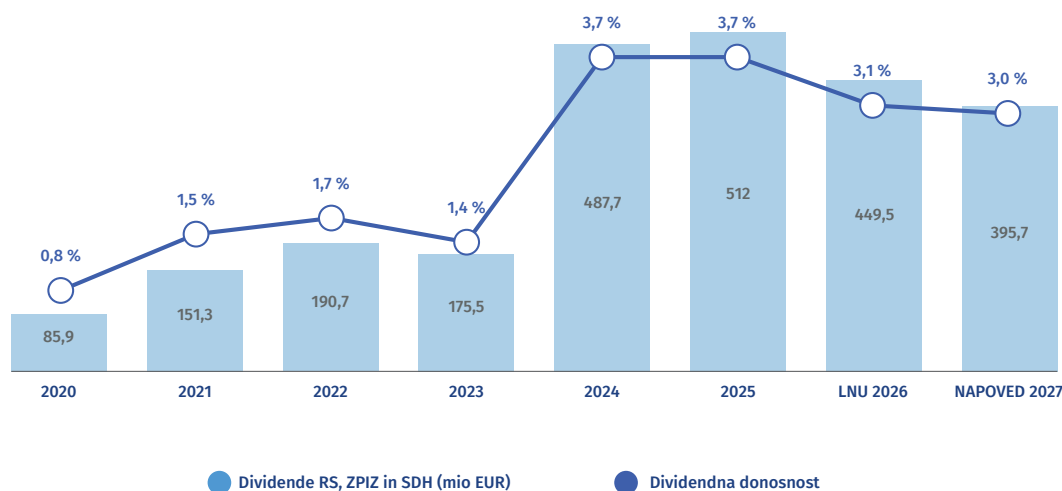
SDH načrtuje, da bo skupni znesek prejetih dividend iz kapitalskih naložb v lasti RS, SDH in ZPIZ, ki jih upravlja SDH, leta 2025 znašal 512,0 mio EUR, leta 2026 pa 449,5 mio EUR.

TABELA 12: PRILIVI RS, ZPIZ IN SDH IZ DIVIDEND PORTFELJA KAPITALSKIH NALOŽB V OBDOBJU 2020 –2027, V MIO EUR\*

| Leto                                              | 2020        | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | Ocena 2025   | LNU 2026     | Ocena 2027   |
|---------------------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| RS                                                | 62,7        | 98,2         | 101,7        | 102,7        | 408,5        | 417,1        | 354,3        | 296,1        |
| ZPIZ                                              | 0           | 13,3         | 29,0         | 19,6         | 13,7         | 21,9         | 21,9         | 21,9         |
| <b>Skupaj RS in ZPIZ**</b>                        | <b>62,7</b> | <b>111,5</b> | <b>130,7</b> | <b>122,3</b> | <b>422,2</b> | <b>437,3</b> | <b>376,3</b> | <b>318,0</b> |
| SDH                                               | 23,2        | 39,8         | 59,9         | 53,2         | 65,5         | 72,9         | 73,3         | 77,7         |
| <b>Skupaj dividende RS,S-DH in ZPIZ (mio EUR)</b> | <b>85,9</b> | <b>151,3</b> | <b>190,7</b> | <b>175,5</b> | <b>487,7</b> | <b>512,0</b> | <b>449,5</b> | <b>395,7</b> |

Opombe: \*Vse vrednosti so prikazane v mio EUR, z zaokroževanjem na eno decimalno mesto. Zaradi zaokroževanja lahko pride do manjših odstopanj med prikazanimi seštevki v stolpcih in dejanskimi vsotami. \*\*Prejete dividende iz naslova upravljanja kapitalskih naložb v lasti RS so priliv proračuna RS, prejete dividende 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



Načrtovano zmanjšanje dividend v letu 2026 je posledica nižjih dividend družb iz stebra Energetika, ki načrtuje slabše rezultate poslovanja kot v letu 2025 zaradi padca cen EE, slabše hidrologije, nižjih proizvodnih kapacitet (remont) in dodatnih regulativnih finančnih bremen. Če iz primerjave izvajamo dividende družb GEN in HSE ter v letu 2025 prejete dividende od družbe Elektro Celje za leto 2021<sup>20</sup>, se v letu 2026 načrtuje rahlo rast dividend glede na leto 2025 (0,2 mio EUR), v letu 2027 pa še dodatna rast (15,2 mio EUR).

### 3.2.6. KLJUČNI PROJEKTI, UPRAVLJAVSKI CILJI IN RAZVOJNE AKTIVNOSTI ZA LETO 2026

V letu 2026 bodo projektne aktivnosti SDH pri upravljanju kapitalskih naložb usmerjene na naslednje ključne projekte:

- **Sodelovanje v postopkih prestrukturiranja večjih družb**, ki so zaradi delovanja v cikličnih panogah in zahtevnih tržnih razmer v poslovnih in finančnih težavah.
- **Polni poslovni zagon družbe Dovos, d. o. o.**
- Pridobitev celovite finančno-ekonomske in pravne analize v zvezi z ustanovitvijo **nove družbe za vode**. Če bodo pridobljene analize v zvezi z ustanovitvijo nove družbe potrdile smotrnost ustanovitve nove družbe in usklajenost s strateškimi cilji RS na področju upravljanja voda in vodne infrastrukture, se izvedeta **ustanovitev in poslovni zagon** nove družbe za vode.

<sup>20</sup> RS je v letu 2025 prejela 1,82 mio EUR dodatnih dividend družbe Elektro Celje iz naslova bilančnega dobička na dan 31. decembra 2021.

- **Aktivno sodelovanje pri koordinaciji aktivnosti** med vsemi ključnimi deležniki in sooblikovalci načrtovane preobrazbe Savinjsko-Šaleške regije (pristojna ministrstva, občini, družbi idr.) **v zvezi z načrtovanim zapiranjem Premogovnika Velenje in razvojem energetske lokacije TEŠ.**
- Za zagotavljanje prehranske varnosti RS ter zmanjšanje odvisnosti od uvoza hrane se predvideva **priprava vseh potrebnih strokovnih podlag in študij izvedljivosti za morebitne investicije in projekte države na področju kmetijske pridelave, živilsko-predelovalne industrije ter vzpostavitve trajnostnih in regionalnih preskrbnih verig.** Namen teh aktivnosti je omogočiti sprejem strateških odločitev o vlaganju v infrastrukturo, ki bo prispevala k stabilni oskrbi s ključnimi kmetijskimi proizvodi ter odpornosti na globalne motnje.
- Na pobudo MZI priprava strokovnih podlag in izvedba **študije izvedljivosti ustanovitve ladjarske družbe (slovenski ladjar) s strateškega, poslovno-ekonomskega in regulativnega vidika.**
- Na podlagi pobude MF se preuči možnost **pridobitve lastniškega deleža v družbi Ljubljanska borza, d. d.,** oziroma izvede študija preučitve alternativnih možnosti zagotavljanja borznih storitev v RS.

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. SDH bo preučil tudi alternativne modele upravljanja, ki bi prispevali k večji učinkovitosti tega področja upravljavskih aktivnosti, ob upoštevanju pričakovanih padajočih prilivov in relativno visokih stroškov upravljanja. Pri upravljanju **stvarnega premoženja**, katerega obseg je po prenosu pretežnega dela nepremičninskega portfelja na D. S. U., d. o. o., zanemarljiv, bo SDH zasledoval cilj ustvarjanja čim večje vrednosti za SDH.

SDH bo v okviru **rednih upravljavskih aktivnosti** posebno pozornost namenjal (i) izvajanju strategij in strateških projektov družb, (ii) prilagajanju spremembam v mednarodnem poslovnem okolju, ki bi lahko pomembno vplivale na povečana tveganja, konkurenčnost in uspešnost poslovanja družb, (iii) upravljanju tveganj in krepitvi odpornosti, (iv) izvajanju ustrezne dividendne politike družb v upravljanju SDH ter (v) izvajanju ukrepov za finančno in poslovno prestrukturiranje družb, kjer je to potrebno.

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 takšnih družbam s strani upravljavca. Pri upravljanju teh družb SDH sledi strateškim usmeritvam oz. ciljem, ki so zapisani v četrtem poglavju Strategije upravljanja, točka 4.1.8. Za vse portfeljske kapitalске naložbe je prodaja v letu 2026 eden od možnih upravljavskih ukrepov, pri čemer bo morebitna takšna odločitev sprejeta na podlagi analize vseh okoliščin v zvezi s poslovanjem družbe, tržnih razmer, razpoložljivih priložnosti, ocene alternativnih scenarijev in možnosti morebitnega strateškega povezovanja.

**Dvig produktivnosti na ravni družb** je skladno s Strategijo upravljanja eden ključnih ekonomskih ciljev. Družbe iz portfelja SDH naj glede na svoje značilnosti in položaj usmerjajo investicije v lastno dejavnost, vlagajo v raziskave in razvoj, spodbujajo inovacije, pospešujejo digitalno preobrazbo, razvijajo kadre v skladu s svojimi potrebami, pridobivajo talente in se prilagajajo sistemu nizkoogljičnega in krožnega gospodarstva. 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, ki so navedena v posebnem delu LNU.

SDH bo pri upravljanju kapitalskih naložb v letu 2026 dal poudarek v naslednjem razdelku navedenim **upravljavskim prioritetam in razvojnih aktivnostim**, ki so ključne za odpornost družb in za ustvarjanje dolgoročne vrednosti, povečevanje produktivnosti in donosnosti družb. Navedena področja bo SDH spremljal in podpiral z: (i) obravnavo teh tem na periodičnih sestankih z organi vodenja in nadzora družb ter v drugi komunikaciji z družbami, (ii) uveljavljanjem Kodeksa SDH in Priporočil in pričakovanj SDH, (iii) organizacijo izobraževalnih srečanj za člane nadzornih svetov in poslovodstva družb ter (iv) spremljanjem poročil družb o njihovem poslovanju.

## UPRAVLJAVSKE PRIORITETE IN RAZVOJNE AKTIVNOSTI ZA LETO 2026

Zaostrene geopolitične razmere, varnostna tveganja, pospešena energetska in digitalna tranzicija, novi nacionalni in evropski zakonodajni okviri, tehnološka tveganja, socio-demografska in podnebna tveganja od družb v portfelju SDH zahtevajo pomembno prilagoditev poslovnih modelov in strateških prioritet. Vloga državnih podjetij pri zagotavljanju nacionalne varnosti, ekonomske stabilnosti in splošne družbene odpornosti postaja vse bolj izrazita. Učinkovito obvladovanje tveganj in krepitev odpornosti postajata pomembnejša kot kadarkoli prej, saj se družbe vse pogostejše soočajo z zapletenimi poslovnimi okoliščinami.

Medtem ko so bili cilji za leto 2025 pretežno usmerjeni v izvedbo posameznih sektorskih projektov, upravljavski okvir za leto 2026 v ospredje postavlja krepitev odpornosti ključnih sistemov, strateško avtonomijo na pomembnih področjih in trajnostno ustvarjanje vrednosti. Celostni koncept strateške odpornosti izhaja iz prepletene in soodvisne odpornosti države, družbenih struktur in posameznikov, ki skupaj tvorijo nedeljivo celoto odpornega sistema. Krepitev odpornosti družb v portfelju SDH, predvsem tistih s področja kritične infrastrukture, pomembno prispeva k zagotavljanju odpornosti države. Zagotavljanje nepretrganih dobavnih verig, strateških zalog, vzpostavitev dodatne stacionarne in mobilne infrastrukture ter vlaganje v znanje, upravljanje talentov in razvoj kompetenc zaposlenih so ključni dejavniki odpornosti podjetij, ki povečujejo tudi zmogljivosti države za učinkovito odzivanje na morebitne motnje, izredne dogodke ali krize na regionalni in globalni ravni.

Z namenom doseganja ciljev Strategije upravljanja in dolgoročne krepitev vrednosti državnega premoženja bo zato SDH v prihodnjem obdobju **posebno pozornost namenil naslednjim upravljavskim temam:**

- I. upravljanju tveganj in krepitev odpornosti,**
- II. uvajanje orodij generativne umetne inteligence v poslovne modele,**
- III. upravljanju talentov in kompetenc zaposlenih,**
- IV. upravljanju podnebnih tveganj in razvoju trajnostnega poslovanja,**
- V. krepitev kakovosti korporativnega upravljanja in integritete.**

### I. Upravljanje tveganj in krepitev odpornosti

Nenehno naraščajoča kompleksnost globalnega okolja, ki jo zaznamujejo poglobljajoče se geopolitične napetosti, povečana energetska negotovost, vse bolj izraziti in nepredvidljivi podnebni vplivi ter vedno pogostejše in napredne kibernetične grožnje, so za podjetja velik izziv. Krepitev odpornosti podjetij, zlasti tistih, ki upravljajo kritično infrastrukturo, postaja v razmerah povečanih varnostnih in gospodarskih tveganj prednostna naloga. V takšnih razmerah je sistematično, celostno in proaktivno upravljanje vseh vrst tveganj – od operativnih in finančnih do strateških, tehnoloških in regulatornih – temeljni pogoj za dolgoročno stabilnost in odpornost podjetij. Sodobni pristopi k upravljanju tveganj zahtevajo integracijo naprednih metodologij za zgodnje prepoznavanje in ocenjevanje tveganj, vzpostavitev robustnih mehanizmov za spremljanje in obvladovanje tveganj ter razvoj organizacijske kulture, ki spodbuja pripravljenost, inovativnost in hitro prilagajanje na nepredvidene spremembe. Družbe morajo sistematično razvijati in nadgrajevati zmogljivosti za učinkovito krizno vodenje, diverzifikacijo virov in zagotavljanje visoke ravni digitalne varnosti, saj celovita odpornost postaja osrednji pogoj za zanesljivo in dolgoročno trajnostno delovanje v dinamičnem in negotovem okolju.

V RS je bila z namenom vzpostavitve nacionalnega okvira za odpornost kritičnih subjektov in sistema informacijske in kibernetične varnosti sprejeta nova zakonodaja, ki izpostavlja vlogo ključnih gospodarskih družb pri zagotavljanju neprekinjenega delovanja in odpornosti države. Gre za zakonsko in strateško obvezo, ki jo morajo družbe v portfelju SDH v celoti integrirati v svoje upravljanje in poslovanje.

Zakon o kritični infrastrukturi (ZKI-1) vzpostavlja celovit okvir za zagotavljanje neprekinjenega delovanja bistvenih storitev v RS. Za družbe, ki ji bo Vlada RS določila za kritične subjekte, ta zakon prinaša vrsto konkretnih obveznosti. SDH od teh družb pričakuje dosledno in proaktivno izpolnjevanje vseh zakonskih zahtev.

Zakon o informacijski varnosti (ZInfV-1) postavlja informacijsko varnost v središče poslovnega odločanja in neposredno odgovornost zanj nalaga poslovodstvu družb. To ni več zgolj tehnična, temveč strateška poslovna tema, ki zahteva tudi aktivno upravljanje teh tveganj.

SDH pričakuje, da nadzorni sveti družb, ki upravljajo kritično infrastrukturo, aktivno nadzirajo implementacijo ZKI-1 in ZInfV-1 in da družbe v svoje strateške in poslovne načrte vključijo cilje za povečanje odpornosti. SDH od družb pričakuje tudi, da vidike korporativne varnosti in odpornosti ustrezno umestijo v svoje celovite sisteme upravljanja tveganj.

SDH je v posebni del LNU za izbrane družbe prvič vključil poglavje Krepitev odpornosti, v katerem so družbe navedle področja, na katera bodo v letu 2026 usmerile aktivnosti za krepitev svoje odpornosti. Načrtuje se, da bo SDH v naslednjem letu vzpostavil celovit sistem spremljanja in izvajanja aktivnosti s področja odpornosti družb kritične infrastrukture, s ciljem zvišanja njihovega prispevka k dvigu odpornosti države, ključnih državnih sistemov in družbe kot celote. SDH načrtuje tudi pripravo priporočil družbam, ki bodo obravnavala ta cilj.

## II. Uvajanje orodij generativne umetne inteligence v poslovne modele

Generativna umetna inteligenca (GenAI) je ena najpomembnejših tehnoloških prelomnic sodobnega časa, ki bo v prihodnjih letih bistveno preoblikovala načine delovanja podjetij, sprejemanja odločitev in ustvarjanja dodane vrednosti v gospodarstvu. V luči teh sprememb SDH poudarja nujnost, da družbe začnejo uvajati orodja generativne umetne inteligence sistematično, premišljeno in skladno z najvišjimi etičnimi standardi. Ključnega pomena je, da se pri tem izoblikujejo robustni mehanizmi upravljanja umetne inteligence, ki zagotavljajo varnost podatkov, zaščito zasebnosti ter popolno skladnost z evropskimi regulatornimi okviri, kot so Evropski akt o umetni inteligenci (AI Act) in z njim povezani nacionalni predpisi.

Poleg zagotavljanja skladnosti in varnosti je bistveno, da družbe **prepoznajo in izkoristijo priložnosti**, ki jih prinaša GenAI. Med ključnimi področji, na katerih GenAI omogoča pomemben napredek, so optimizacija poslovnih procesov, izboljšanje kakovosti odločanja in ustvarjanje inovativnih poslovnih modelov, kar ne le povečuje operativno učinkovitost, temveč družbam omogoča tudi boljše prilagajanje na hitro spreminjajoče se tržne razmere in zahteve deležnikov. Aktivno vključevanje v tehnološki razvoj, razvoj digitalnih kompetenc zaposlenih in vzpostavitev organizacijske kulture, ki spodbuja inovativnost in odgovorno uporabo umetne inteligence, so temeljni pogoji za dolgoročno konkurenčnost in digitalno odpornost slovenskih podjetij v državni lasti.

SDH zato pričakuje, da bodo družbe v svoje strateške in poslovne načrte vključile cilje, povezane z uvajanjem orodij umetne inteligence, ter vzpostavile in razvile interne politike in postopke za odgovorno, varno in etično rabo teh tehnologij. Pri tem je ključno tudi proaktivno reševanje izzivov, ki jih prinašajo nove tehnologije, kot sta kibernetika in podatkovna varnost, ter zagotavljanje skladnosti z evropsko in nacionalno zakonodajo.

Celostna in strateška integracija GenAI v poslovne modele bo tako omogočila ne le povečanje produktivnosti in optimizacijo procesov, temveč tudi razvoj novih storitev in poslovnih priložnosti, s čimer bodo podjetja prispevala k večji trajnostni rasti, konkurenčnosti in odpornosti slovenskega gospodarstva.

### III. Upravljanje talentov in kompetenc zaposlenih

V hitro spreminjajočem se poslovnem in tehnološkem okolju postajajo človeški viri odločilen dejavnik uspešnosti, še posebej v kontekstu digitalne preobrazbe in naraščajoče kompleksnosti poslovnega okolja. V času, ko avtomatizacija, umetna inteligenca in digitalizacija spreminjajo naravo dela, se pomen upravljanja talentov dodatno povečuje. Družbe se soočajo z izzivom, kako v pogojih pomanjkanja ustreznih kadrov in nenehnih sprememb zagotoviti trajnostno konkurenčnost in odpornost na trgu, zato je nujno, da razvijejo **celovite, dolgoročne strategije upravljanja talentov**, ki vključujejo sistematično identifikacijo, razvoj in zadržanje ključnih zaposlenih. Takšne strategije morajo temeljiti na analizi potreb podjetja in trga ter omogočati **proaktivno prilagajanje kompetenčnega profila zaposlenih** prihodnjim izzivom. Poleg tega je treba vzpostaviti mehanizme za kontinuirano izobraževanje in usposabljanje, s poudarkom na razvoju digitalnih, trajnostnih in medsektorskih znanj, ki bodo zaposlenim omogočala učinkovito delovanje v dinamičnem poslovnem okolju.

Posebno pozornost je treba nameniti tudi ustvarjanju spodbudnega organizacijskega okolja, ki temelji na vrednotah odprtosti, inovativnosti in sodelovanja. Le tako lahko družbe uspešno privabijo in zadržijo talente, hkrati pa spodbujajo razvoj novih kompetenc in ustvarjalno reševanje problemov. Vloga vodstev je pri tem ključna, saj morajo z zgledom in strateškim upravljanjem kadrov ustvarjati kulturo stalnega učenja, odprtosti in inovativnosti. Tudi v luči krepitve odpornosti podjetij in njihove pripravljenosti na nepredvidljive spremembe v okolju, je strateško upravljanje talentov in kompetenc zaposlenih postavljeno v središče dolgoročne uspešnosti in trajnostne rasti podjetij.

### IV. Upravljanje podnebnih tveganj in razvoj trajnostnega poslovanja

Podnebne spremembe vse bolj vplivajo na poslovno okolje, finančno stabilnost, dolgoročno vzdržnost in družbeno odgovornost podjetij. Spreminjajoči se podnebni vzorci, pogostejši pojavi ekstremnih vremenskih dogodkov in naraščajoči stroški zaradi degradacije naravnih virov zahtevajo, da družbe **prepoznajo in sistematično upravljajo podnebna tveganja v okviru svojih poslovnih modelov**.

Učinkovito upravljanje podnebnih tveganj postaja osrednji del strateškega načrtovanja in odločanja, ki mora temeljiti na celoviti integraciji trajnostnih načel v vse faze poslovnega načrtovanja in odločanja – od analize tveganj, postavljanja ciljev, načrtovanja investicij, razvoja produktov in storitev, do poročanja in komuniciranja z deležniki. SDH bo na podlagi razkritij družb spremljal materialna podnebna tveganja družb, sprejete ukrepe za zmanjševanje njihovih vplivov ter izkoriščanje priložnosti prehoda v bolj trajnostno, nizkoogljično gospodarstvo.

SDH družbe v svojem upravljanju spodbuja k razvoju in implementaciji celovitih strategij za razogljčenje poslovanja, povečanje energetske in snovne učinkovitosti, trajnostno rabo naravnih virov ter prilagajanje na podnebne spremembe in vse bolj pogoste ekstremne vremenske pojave. To vključuje postavitve ambicioznih, časovno opredeljenih in merljivih ciljev za zmanjšanje emisij toplogrednih plinov, usklajenih z nacionalnimi in evropskimi podnebnimi cilji, pripravo načrtov razogljčenja ter sistematično spremljanje in poročanje o napredku.

Družbe morajo razkriti svoje načrte za blažitev podnebnih sprememb in pojasniti, kako strategija in poslovni model omogočata prehod v trajnostno gospodarstvo. Prikazati je treba tudi prispevek k ciljem NEPN, kar velja zlasti za energetske družbe, družbe v ogljično intenzivnih sektorjih pa morajo oceniti tudi svojo usklajenost s sektorskimi potmi razogljčenja.

Ob upoštevanju posebnosti posameznih družb in njihovih dejavnosti bo SDH sistematično spremljal napredek pri doseganju okoljskih ciljev družb, predvsem izračun ogljičnega odtisa po obsegih 1, 2 in 3 skladno s protokolom GHG, ciljev razogljčenja vsaj za leti 2030 in 2045 ter pripravo celovitih načrtov razogljčenja.

Celostno in uravnoteženo doseganje okoljskih, družbenih in ekonomskih ciljev je temelj za dolgoročno ustvarjanje vrednosti in odpornost družb. S tem družbe ne le izpolnjujejo regulativne zahteve, temveč trajnostnost prepoznavajo kot strateško priložnost za inovacije, optimizacijo stroškov, razvoj novih poslovnih modelov in storitev, povečanje operativne učinkovitosti ter krepitev ugleda in zaupanja med deležniki.

## V. Krepitev kakovosti korporativnega upravljanja in integritete

Ta upravljavski vidik vključuje jasno razmejitev odgovornosti, neodvisnost nadzornih funkcij, učinkovito poročanje ter ničelno toleranco do korupcije in neetičnega ravnanja. Poudarek mora biti na krepitvi integritete, spoštovanju pravne države in skladnosti z najboljšimi mednarodnimi praksami. Le s takšnim pristopom je mogoče dolgoročno zagotavljati učinkovito upravljanje, stabilno donosnost in krepitev zaupanja v upravljanje državnega premoženja.

Pregledno, odgovorno in etično korporativno upravljanje je temelj zaupanja javnosti ter je ključni dejavnik legitimnosti in družbene sprejemljivosti delovanja podjetij v državni lasti. V kontekstu sodobnih izzivov postaja pomen visokih standardov korporativnega upravljanja še izrazitejši. SDH si v vlogi upravljavca kapitalskih naložb države zato prizadeva, da se načela dobrega korporativnega upravljanja dosledno uveljavljajo na vseh ravneh odločanja in v vseh fazah poslovnih procesov.

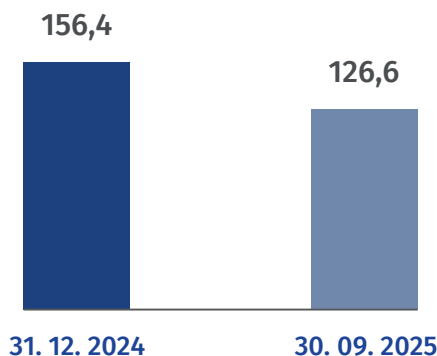
To pomeni jasno in transparentno razmejitev odgovornosti med organi vodenja in organi nadzora, zagotavljanje neodvisnosti nadzornih funkcij ter učinkovito, redno in celovito poročanje o vseh ključnih vidikih poslovanja. Poseben poudarek je namenjen krepitvi integritete, vzpostavitvi in vzdrževanju ničelne tolerance do korupcije, nasprotij interesov in vseh oblik neetičnega ravnanja. Pri tem je ključno, da se spodbuja kultura integritete in odgovornosti, ki temelji na spoštovanju pravne države, zakonodaje ter skladnosti z najboljšimi mednarodnimi praksami in standardi na področju korporativnega upravljanja.

SDH od družb v upravljanju pričakuje, da upoštevajo določila Kodeksa SDH in Priporočil in pričakovanj SDH in razvijajo delovanje vseh funkcij notranjih kontrol: notranje revizije, skladnosti poslovanja in integritete ter upravljanje tveganj.

## 4. UPRAVLJANJE TERJATEV

30. septembra 2025 je knjigovodska vrednost terjatev v upravljanju SDH znašala 126,6 mio EUR.

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 skupne vrednosti. Področje upravljanja terjatev vključuje tudi upravljanje izbranih kapitalskih naložb, pri katerih se kot temeljni cilj upravljanja zasleduje poplačilo terjatev SDH. Terjatve se upravljajo posamično na ravni posameznega dolžnika oz., kjer je to smiselno, tudi na ravni poslovne skupine kot celote.

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 odločitev 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 z 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.

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 upravljaec 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.

Ker se zaradi zmanjševanja obsega terjatev pričakovani prilivi v bodoče zmanjšujejo, upravljanje pa je povezano z znatnimi stroški, bo SDH z namenom ohranjanja upravljalvske učinkovitosti preučil tudi alternativne pristope k temu področju upravljanja, ki obsega tudi pospešeno odprodajo paketov terjatev ali predajo izvajanja izterjevalnih aktivnosti zunanjim izvajalcem.

**Načrtovani denarni tokovi SDH iz upravljanja terjatev** v letu 2026 so prikazani v posebnem delu LNU (v poglavju Denarni tok iz upravljanja terjatev).

## 5. UPRAVLJANJE STVARNEGA PREMOŽENJA

SDH v okviru upravljanja stvarnega premoženja skrbi za razpolaganje z nepremičninami in drugimi sredstvi, ki so v njegovi lasti ali zavarovanju. Večino operativnih nalog na tem področju izvaja družba D. S. U., d. o. o., skladno s pogodbenim dogovorom, kar zajema upravljanje, vzdrževanje in prodajo premoženja v imenu SDH.

30. septembra 2025 je imel SDH v lasti devetnajst sklopov nepremičninskih enot s skupno knjigovodsko vrednostjo slabih 6 mio EUR. Večino vrednosti sestavljajo parkirna mesta v GH Metelkova, sledijo jim stanovanjske in poslovne stavbe ter zemljišča.

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 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.

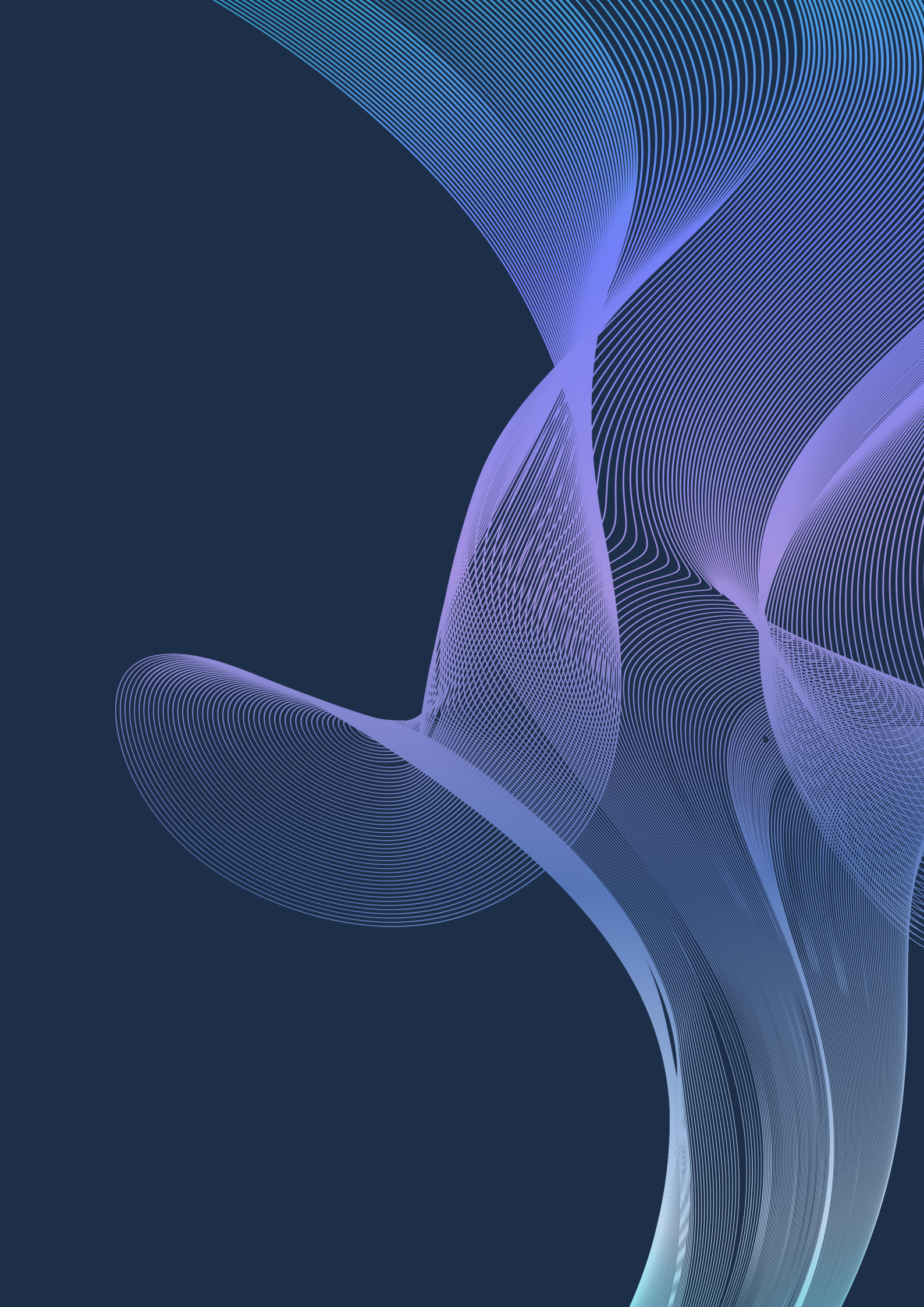
Stvarno premoženje, namenjeno prodaji, se bo ob ustreznem oglaševanju prodajalo v transparentnih prodajnih postopkih. V primerih večjega izkazanega interesa za nakup se bo prodaja izvedla praviloma na elektronskih dražbah.

SDH nepremičnin tudi v letu 2026 ne bo upravljal z lastnimi kadri, ampak jih bo zanj upravljala družba D. S. U., d. o. o., ki bo v postopkih upravljanja stvarnega premoženja večinoma angažirala 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 2026 so prikazani v posebnem delu LNU (v poglavju Denarni tok iz upravljanja stvarnega premoženja).



## II. ZAKLJUČEK





# ZAKLJUČEK

Uprava SDH je v skladu z določilom 30. člena ZSDH-1 dne 26. novembra 2025 sprejela LNU za leto 2026, h kateremu je dne 27. novembra 2025 soglasje podal tudi nadzorni svet SDH.

Skladno z določbo 30. člena ZSDH-1 mora k LNU za leto 2026 poleg nadzornega sveta SDH soglasje podati tudi Vlada RS.



**Janez Tomšič**, član uprave



**Mag. Žiga Debeljak**, predsednik uprave



SLOVENSKI DRŽAVNI HOLDING, d. d.

