

# Kort realkreditupdate

## Uge 6

Jacob Skinhøj  
Peter Bache  
Veronica Bergstrøm



# Endeligt auktionsudbud: Færre RTL3'er og flere RTL5'er

- Det endelige auktionsudbud for denne uges RTL refinansieringsauktioner ender på knap 85 mia. kr. (refi%: 68%) – en smule lavere end vores forventning på 88,5 mia. kr.
- Det skyldes et noget lavere RTL3 udbud end vi havde regnet med (13,5 mia. kr. vs. forv. 19 mia. kr.), hvilket delvist opvejes af et højere RTL5-udbud på knap 23 mia. kr.
- Udbuddet i RTL1 er på linje med vores forventninger.
- Især RD, NDA og JRK kommer med et mindre udbud end forventet, hvilket kan skyldes:
  - Flere låntagere der venter med at refinansiere til ultimoudstedelsen i marts
  - Flere låntagere, der er gået helt i et FRN-lån
  - For RD's vedkommende, at "tidlig refinansiering" har udgjort en større end forventet andel af RTL-udstedelsen i januar.
- Et forsigtigt bud er, at der efter denne uges refinansiering "mangler" at blive refinansieret 15-20. mia. kr.
- Overblikket over alle auktioner kan findes på følgende links [pdf](#), [xlsx](#)

## Endeligt auktionsudbud (inkl. tap)

Issuer	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	22,750	20,800	100	1,075	75	700	-
RD	28,495	17,400	1,900	4,425	350	4,350	70
NDA	12,595	1,700	270	2,950	175	7,500	-
BRF	11,600	2,600	750	2,850	350	4,950	100
DLR	9,550	950	480	2070	690	5360	-
<b>Total</b>	<b>84,990</b>	<b>43,450</b>	<b>3,500</b>	<b>13,370</b>	<b>1,640</b>	<b>22,860</b>	<b>170</b>

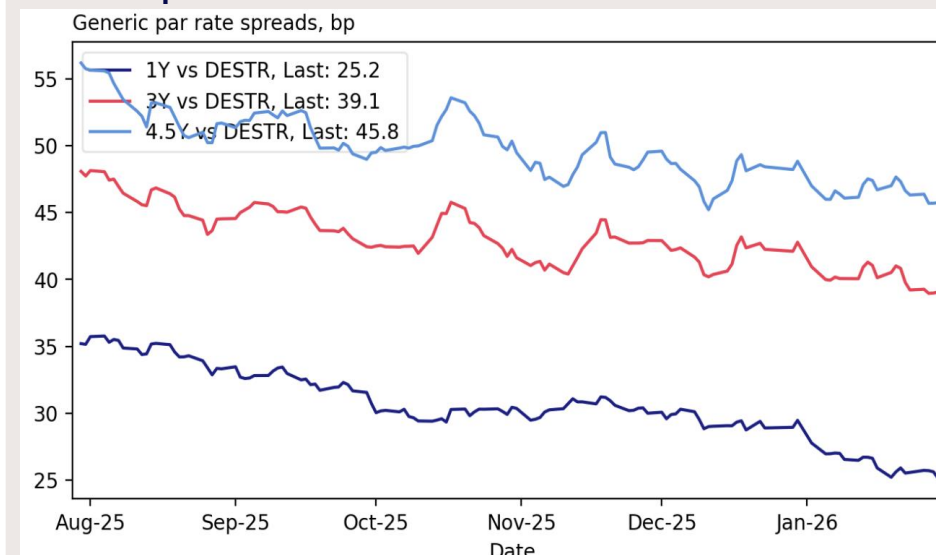
## Refinansieringsgrader

Issuer	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	78%	88%	3%	99%	22%	62%	-
RD	66%	88%	71%	100%	28%	35%	3%
NDA	67%	80%	58%	73%	48%	64%	-
BRF	55%	148%	51%	81%	11%	53%	5%
DLR	76%	433%	92%	112%	50%	62%	-
<b>Total</b>	<b>68%</b>	<b>92%</b>	<b>43%</b>	<b>90%</b>	<b>26%</b>	<b>53%</b>	<b>4%</b>

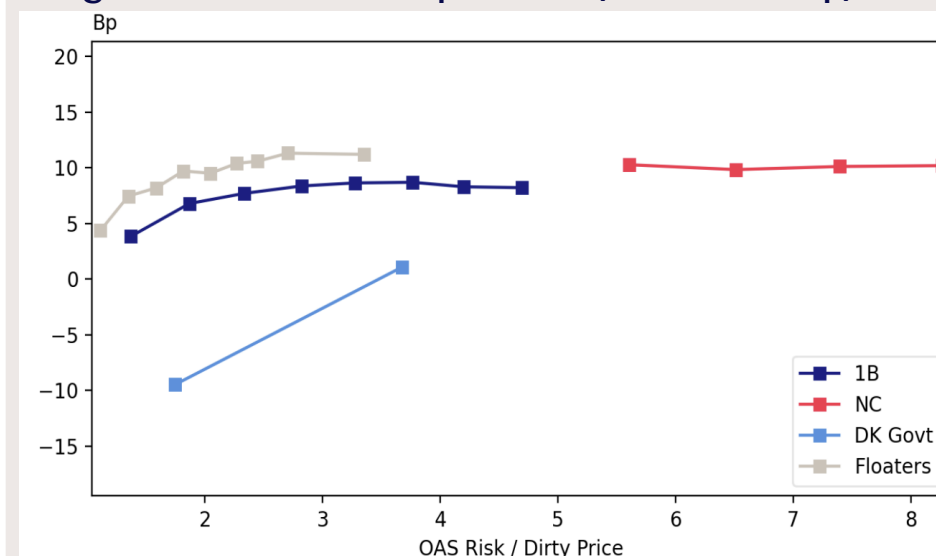
# Vi forventer stadig at RTL3-5 skal gå godt på auktionerne

- RTL-spændene gik omtrent fladt i sidste uge.
- Trods afvigelserne i de endelige mængder, er vores forventninger til auktionsspændene omtrent uforandrede.
- Vi forventer fortsat omkring 1-2bp performance i RTL3-5 og ser dem som et godt køb på uændrede spænd.
- Tilsvarende forventer vi, at de 1-årige RTL'er godt kan tabe op mod 2bp på auktionerne.
- Se evt. også hele vores præsentation omkring denne uges auktioner [her](#).

## Bullets: Spread to DESTR

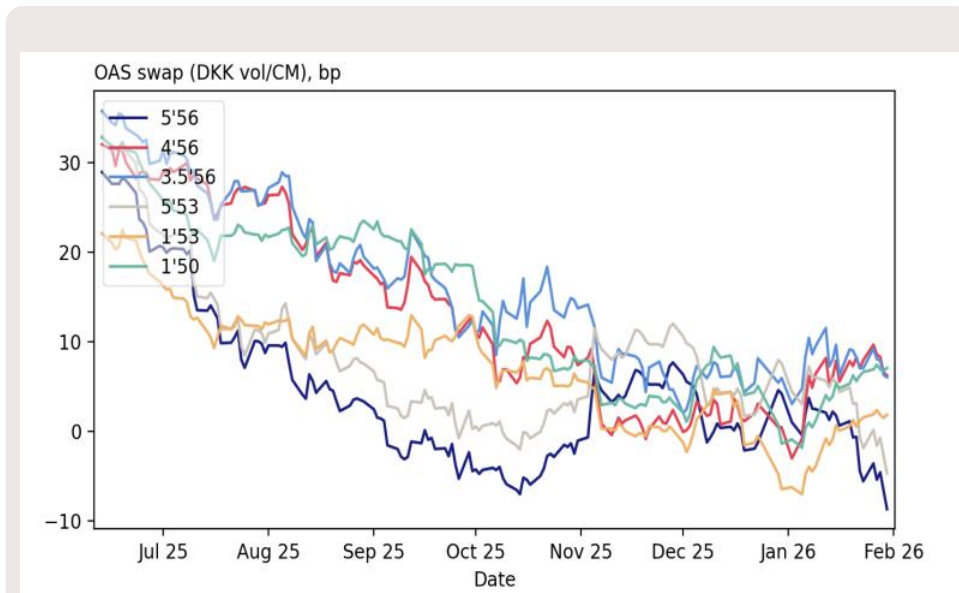


## Hedged and funded HPR / spread risk (vs DESTR swap)

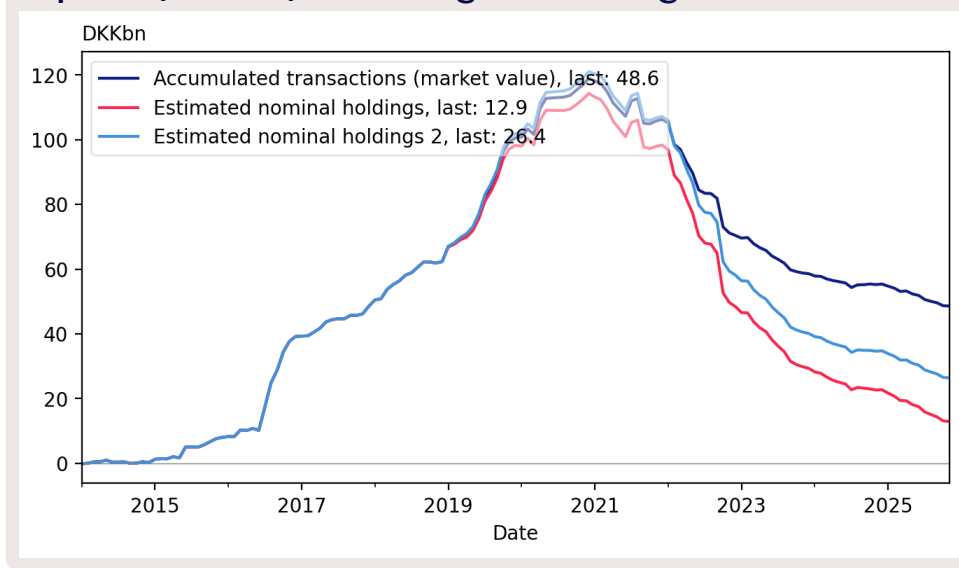


# En god uge for højkuponerne!

- Konverterbare højkuponer havde en fornuftig uge i sidste uge
  - 4%’erne hentede dermed forrige uges spændviddelser igen bl.a. på ryggen af deeskalationen af situationen omkring Grønland
  - 5%’erne er gået dyrere – formodentlig på ryggen af udsigten til moderate træk til aprilterminen.
  - For nogle udstedere – navnlig RD – overraskede dagens CK93 en smule til op-siden, hvilket kan give lidt priskorrektion. For fx NYK var afvigelsen fra forventningen dog begrænset. (Se mere om CK93 nedenfor.)
- Lavkuponerne fulgte ikke med
  - Potentialet for fortsat (men ikke nødvendigvis voldsomt) japansk frasalg kan give denne del af segmentet modvind.
  - Der er betydelig usikkerhed omkring den resterende japanske beholdning af konverterbare. Der er dog temmelig stor sikkerhed for, at den er væsentligt under de ca. 50 mia. kr., som en simpel akkumulering af de transaktionsdata (opgjort til markedsværdi), som det japanske finansministerium offentliggør, ville tilsige – læs mere om den sag [her!](#)



## Japansk (nominel) beholdning formodentlig maks. 26 mia. kr.

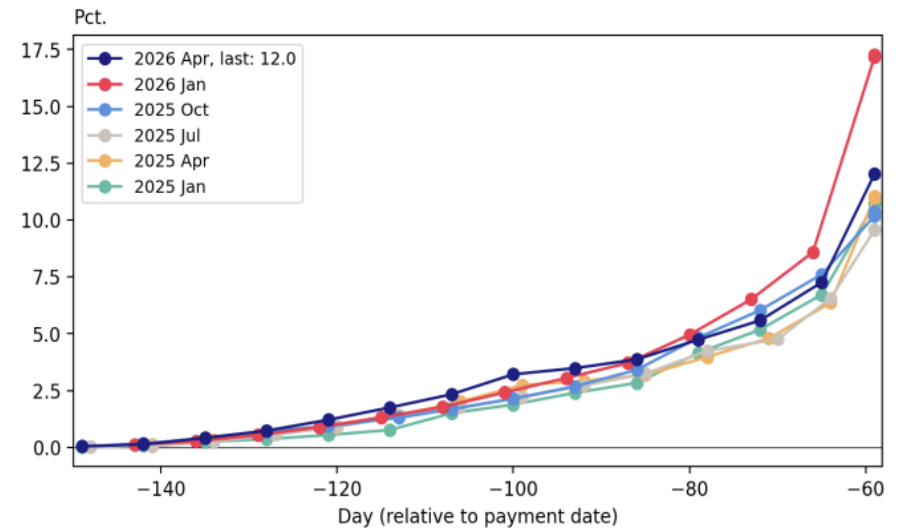




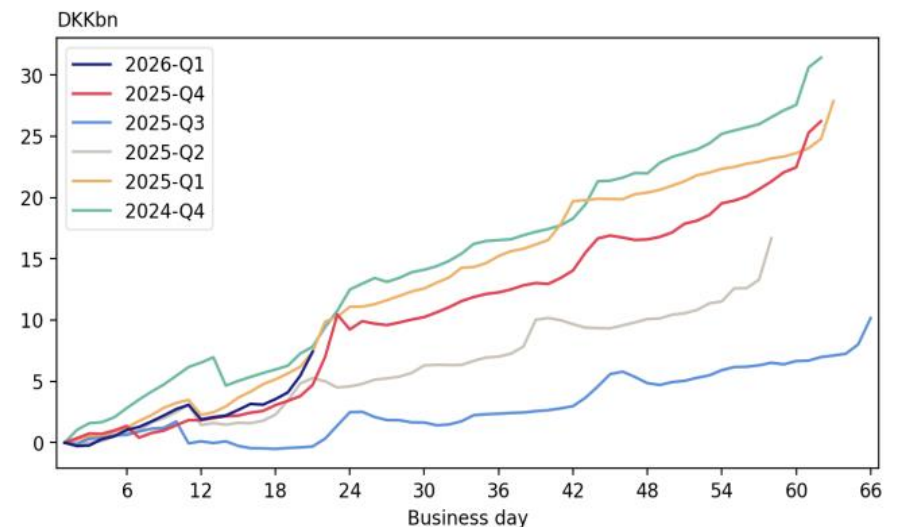
# CK93 – lidt over forventningen

- Ifølge dagens CK93 lander den gennemsnitlige indfrielsesprocent for 5%’erne (53/56 x A/IO) på 12%, dvs. lidt over de forventede 10%
  - Det er navnlig RD, der overrasker lidt i slutspurten, hvor trækkene i RD 5’56 A og 5’56 IO lander på hhv. 14,7% og 20,4% (se også næste side)
- De samlede udtræk i konverterbare til aprilterminen lander på 19,8 mia. kr., hvilket (som forventet) er noget mindre end de 34 mia. kr., vi så til januarterminen.
  - Ordinære afdrag til aprilterminen forventes at blive knap 8 mia. kr.
  - Nettoudstedelsen af konverterbare i løbet af kvartalet (dvs. bruttoudstedelse fratrukket tilbagekøb) har umiddelbart kurs imod at lande omkring 25 mia. kr.
  - Dette peger i retning af, at nettovæksten i det konverterbare segment i 2026Q1 lander i omegnen af -3 mia. kr.
  - Sammenlignet med en nettovækst i 2025Q3 og Q4 på hhv. -17 og -15 mia. kr., forventes den negative nettovækst i 2026Q1 altså at blive ret begrænset.
- Dette understøtter vores forventning om, at de konverterbare får mindre medvind fra udstedelsessituationen i 2026 (læs evt. vores outlook for 2026 [her](#)) – og vi forventer, at dette bl.a. vil få betydning for omfanget af terminsperformance ifm. aprilterminen

Foreløbige førtidige indfrielser: Gns. indfrielsespct. for 5%’erne

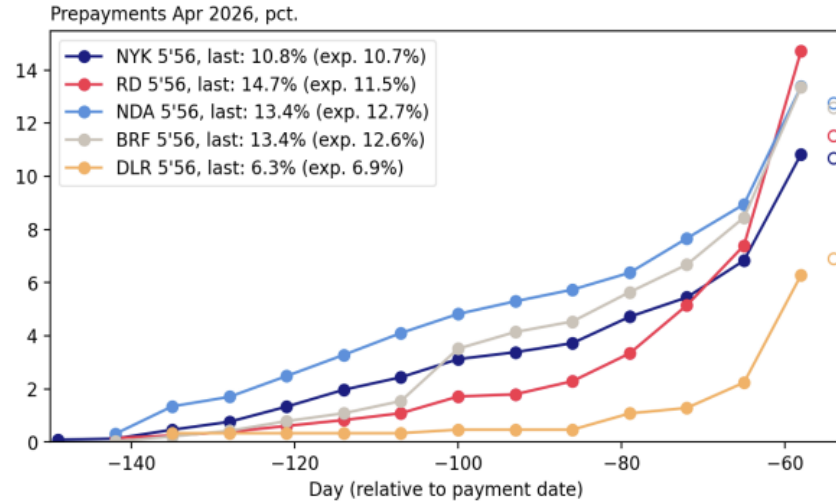


Konverterbare: Akkumuleret udstedelse fratrukket tilbagekøb

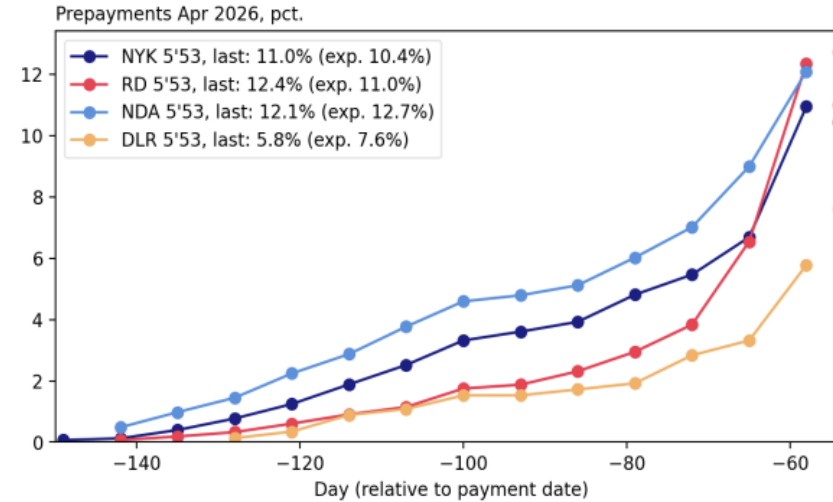


# CK93 – udtræk i 5%’erne på tværs af udstedere

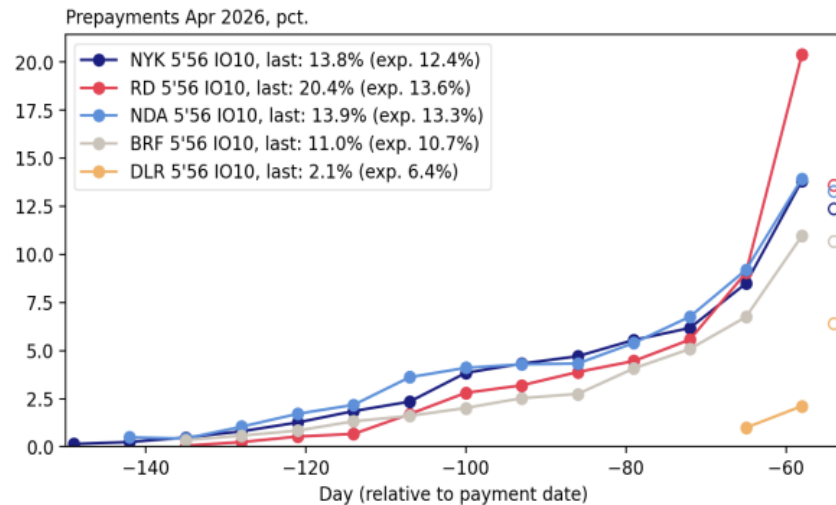
**Preliminary prepayment rates in 5'56A, Apr 2026**



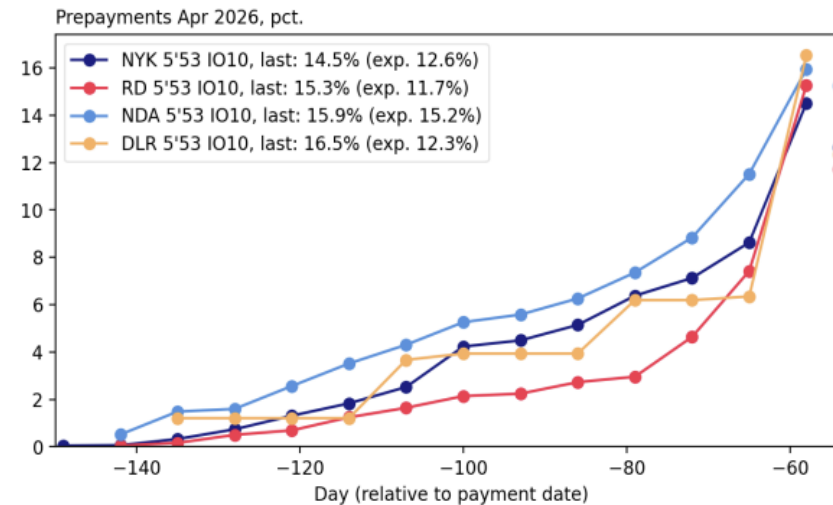
**Preliminary prepayment rates in 5'53A, Apr 2026**



**Preliminary prepayment rates in 5'56IO, Apr 2026**



**Preliminary prepayment rates in 5'53IO, Apr 2026**



# Anbefalinger

- Forud for denne uges refinansieringsauktioner har vi fortsat mere værdi i RTL end FRN – og blandt FRN har vi mere fidus til CIBOR 6M/CITA FRN end CIBOR 3M FRN
  - Se evt. vores præsentation [her](#)
- NYK 4'56 vs. RD 5'56 + JRK 1,5'53 IO
  - Denne anbefaling er kommet lidt igen den sidste uge på ryggen af performance i 4%'erne, og bør i denne uge få gavn af, at dagens træk i RD 5'56 blev højere end forventet. Vi fastholder anbefalingen.
- 4'56 vs RTL5
  - Har haft en fin første uge. Anbefalingen afspejler vores behersket optimistiske syn på konverterbare for 2026 – og vi fastholder.
- DGBi'30 har performet pænt mod de nominelle, og vi ser fortsat værdi i den
  - Sæsonkorrigeret BEI er p.t. omkring 1,4%, hvilket fortsat er til den lave side – også når man tager højde for effekten af afgiftslettelser i 2026

## Anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.03	-0.02
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.03	0.06
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	0.09	0.69
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	0.02	-0.05
2026-01-15	RTL vs FRN	0.05	0.05
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.15	-0.17
2026-01-26	4'56 vs RTL5	N/A	0.09

# Nykredit

## markets

## DISCLOSURE

Dette materiale er udarbejdet af Fixed Income Research, der er en del af Nykredit Bank A/S (herefter Nykredit Bank eller banken). Nykredit Bank er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet.

Nykredit Bank deltager i marked maker-ordninger for danske stats- og realkreditobligationer og kan i sin egenskab heraf have positioner i danske stats- og realkreditobligationer.

Nykredit Bank eller selskaber i Nykredit-koncernen kan i den foregående 12-månedersperiode have været "lead manager" eller "co-lead manager" for eventuelle offentliggjorte udbud af danske stats- og realkreditobligationer. Oplysninger herom kan gives efter anmodning.

Nykredit Bank eller selskaber i Nykredit-koncernen er ikke involveret i corporate finance aktiviteter eller andre investeringservices og -aktiviteter samt accessoriske tjenesteydelser for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Dette materiale indeholder oplysninger, der anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, og er ikke udarbejdet af en uafhængig analytiker. I stedet er det udarbejdet af strategiske analytikere, hvis anbefalinger er baseret på deres erfaring eller viden inden for det finansielle område. Det er ikke udarbejdet i overensstemmelse med de lovbestemmelser, der sigter mod at fremme uafhængigheden af investeringsanalyser, hvorfor det udgør markedsføringsmateriale og ikke kan anses for at være en investeringsanalyse. Der gælder ikke et forbud mod at handle finansielle instrumenter omtalt i materialet inden udbredelsen heraf.

Nykredit Bank og selskaber i Nykredit-koncernen har ikke indgået aftale med udsteder om udarbejdelse af dette materiale. Hele eller dele af materialet er ikke blevet forelagt selskabet.

Dette materiale blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den dato og det tidspunkt, der er angivet øverst i materialet.

### Anvendte finansielle modeller og metoder

Beregninger og præsentationer tager udgangspunkt i almindelige økonomiske og finansielle værktøjer og metoder samt offentligt tilgængelige kilder. Vurderinger af danske konverterbare realkreditobligationer modelleres ved hjælp af en egenudviklet model, der består af en stokastisk rentestrukturmodel samt en statistisk konverteringsmodel, som er kalibreret til låntagernes historiske konverteringsadfærd.

### Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og realkreditobligationer (inkl. covered bonds)

Nykredit Bank har typisk fokus på at isolere relativ værdi i obligations- og derivatmarkedet. Strategiens rente-og/eller volatilitetsrisici afdækkes derfor typisk i andre obligationer eller derivater (swaps, swaptioner, caps, floors osv.).

**KØB:** Det er vores opfattelse, at obligationen er relativt billigt prisfastsat i forhold til sammenlignelige alternativer i enten obligations- eller derivatmarkedet. Det er således vores forventning, at obligationen vil give et bedre afkast end alternativerne inden for en horisont på typisk 3 måneder.

**SÆLG:** Det er vores opfattelse, at obligationen er relativt dyrt prisfastsat i forhold til sammenlignelige alternativer i enten obligations- eller derivatmarkedet. Det er således vores forventning, at obligationen vil give et dårligere afkast end alternativerne inden for en horisont på typisk 3 måneder.

## Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i dette materiale. Sådanne risici, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger, er angivet i materialet. Alle investorer opfordres til at vurdere hensigten med deres investering og tage egne beslutninger omkring enhver form for investering i finansielle instrumenter, som omtales i nærværende materiale.

Der er ikke planlagt en fast opdatering af anbefalingen, og eventuelle opdateringer vil derfor ske ad hoc.

Medmindre andet er angivet, er kursoplysninger indeholdt i dette materiale pr. handelsdagen før den dato, der er angivet på forsiden.

For en liste over alle Nykredit Banks anbefalinger i stats- og realkreditobligationer de sidste 12 måneder med angivelse af specifikke oplysninger til den enkelte anbefaling se venligst [her](#).

Nykredit Bank har betydelige finansielle interesser i forhold til Nykredit Realkredit A/S i form af sædvanlige bankforretninger og investeringer i obligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S.

Nykredit Bank er et helejet datterselskab af Nykredit Realkredit A/S. Materialet kan indeholde en anbefaling om køb af obligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S. Dette indebærer en interessekonflikt mellem Nykredit Bank og kunder, da Nykredit Bank har en særlig interesse i at sælge obligationer udstedt af selskaber i Nykredit-koncernen.

### Oplysninger om Nykredit Bank

Nykredit Bank har udarbejdet interne regler for at forebygge og undgå interessekonflikter ved udarbejdelse af investeringsanalyser og har indført interne regler til at sikre effektive kommunikationsbarrierer. Analytikere i Nykredit Bank er forpligtede til at overdrage enhver henvendelse, der kan påvirke en investeringsanalyses objektivitet og uafhængighed, til chefen for analyseafdelingen samt til compliance-funktionen. Medarbejdere i Nykredit Bank skal til enhver tid være opmærksomme på potentielle og aktuelle interessekonflikter mellem Nykredit Bank og kunder, mellem kunderne indbyrdes og mellem medarbejderen på den ene side og Nykredit Bank eller kunder på den anden side og skal bestræbe sig på at undgå interessekonflikter. Nykredit Bank har udarbejdet en interessekonfliktpolitik om identificering, håndtering og oplysning om interessekonflikter i forbindelse med værdipapirhandel og ydelser med tilknytning hertil, som Nykredit Bank udfører for kunder. Medarbejdere i Nykredit Bank er forpligtede til, såfremt de bliver bekendt med forhold, der kan udgøre en interessekonflikt, at videregive informationen til deres afdelingschef samt til compliance-funktionen, der herefter afgør, hvordan situationen skal håndteres.

Fixed Income Research i Nykredit Bank arbejder uafhængigt af afdelingen Debt Capital Markets & Sustainability og Financial Institutions Group afdelingerne og er organiseret uafhængigt af og refererer ikke til andre forretningsområder i Nykredit-koncernen. Medarbejderne er delvist aflønnet på baggrund af Nykredit Banks overordnede resultater, der omfatter indtægter fra investeringsbanktransaktioner, men modtager ikke bonus eller anden aflønning med direkte tilknytning til specifikke corporate finance- eller debt capital-transaktioner. Personer, der er involverede i udarbejdelsen af materialet, modtager ikke vederlag, som er knyttet til investeringsbanktransaktioner udført af selskaber i Nykredit-koncernen.

## Anbefalingsfordeling

Fordelingen af Nykredit Banks direkte investeringsanbefalinger i investeringsanalyser vedrørende stats- og realkreditobligationer, fremlagt inden for det seneste kvartal, fremgår af tabellen nedenfor. Der er i perioden ikke foretaget væsentlige investeringsselskabstjenesteydelser til udstedere. Den nuværende fordeling af direkte investeringsanbefalinger:

Anbefaling	
Køb	50%
Sælg	50%

Pr. 13-12-2024

Note: Vores anbefalingsfordeling, hvorfor de to kategorier summer til 100%.

## DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Bank til personlig orientering for de investorer, som banken har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Bank påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Nykredit påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkast kan blive negativ. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudvikling kan blive negativ. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Nykredit Bank og/eller andre selskaber i Nykredit-koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.

Materialet må ikke mangfoldiggøres eller distribueres uden samtykke fra Nykredit Bank.

Særlige regler om krisehåndtering i banker (bail-in):

Der gælder særlige regler om krisehåndtering i banker. Reglerne sikrer, at kriser ikke koster skatteyderne penge, hvilket betyder at banker ikke vil blive reddet af bankpakker betalt af det offentlige, og tab derimod skal bæres af aktionærer og obligationsejere i kriseramte banker. Det kaldes også "bail-in".

Betydningen af de komplekse regler kan være vanskelig at forudsige som investor, og en krise kan opstå meget pludseligt. Investerer du i bankaktier eller værdipapirer udstedt af banker, skal du være opmærksom på den særlige risiko for nedskrivninger eller fuldstændigt tab af en investering. En potentiel eller aktuel bankkrise vil også have stor betydning for likviditeten af dine investeringer.

Nykredit Bank A/S – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34