

Kort realkreditupdate

Uge 8

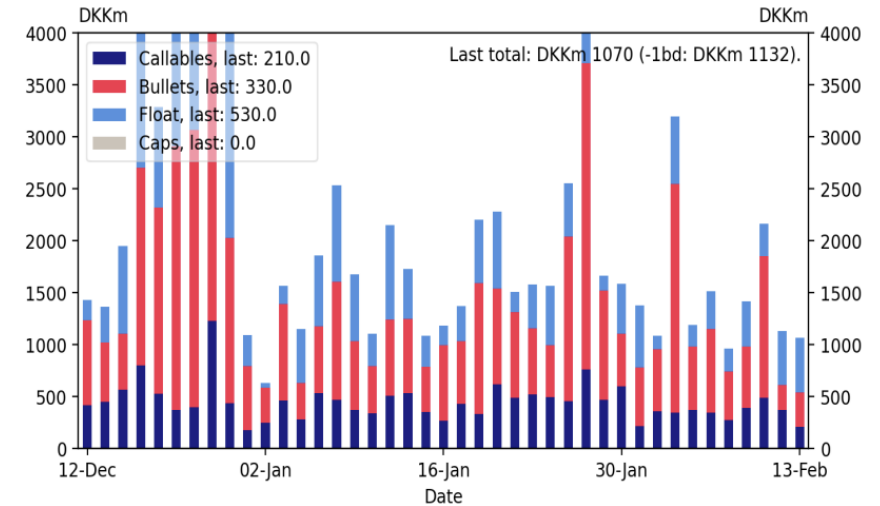
Jacob Skinhøj



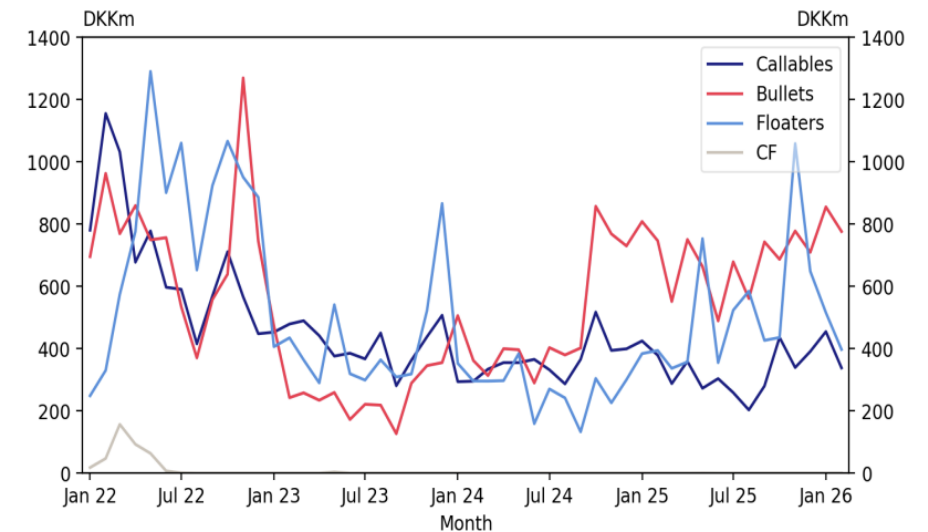
Udstedelse

- Udstedelsen er fortsat præget af låntagers præferencer for RTL-lån og FRN-lån.
- Vi forventer, at det aktuelle udstedelsesmønster fortsætter de næste mange måneder, medmindre der kommer et større eksogent stød til rentekurven.
- Udstedelsen var beskeden i sidste uge, forventeligt drevet af vinterferien.

Daily issuance (OMX)



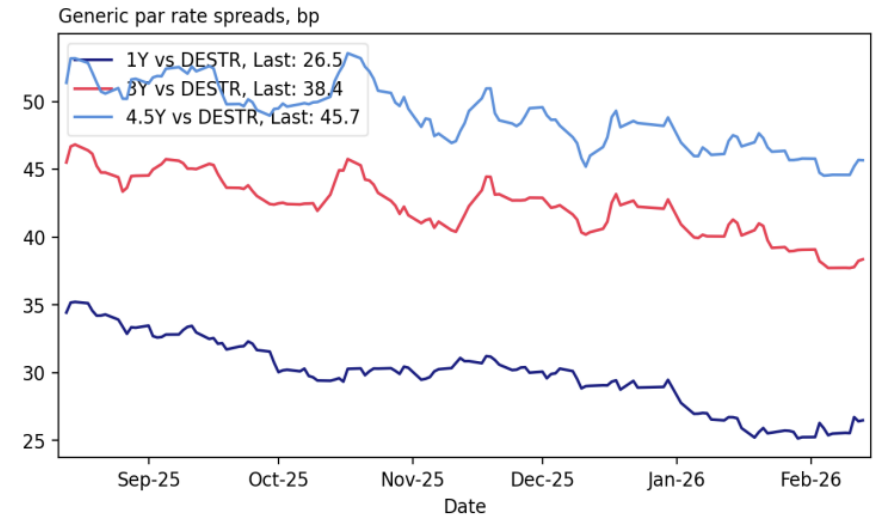
Avg. daily issuance excl. refi-auctions and EOQ (OMX)



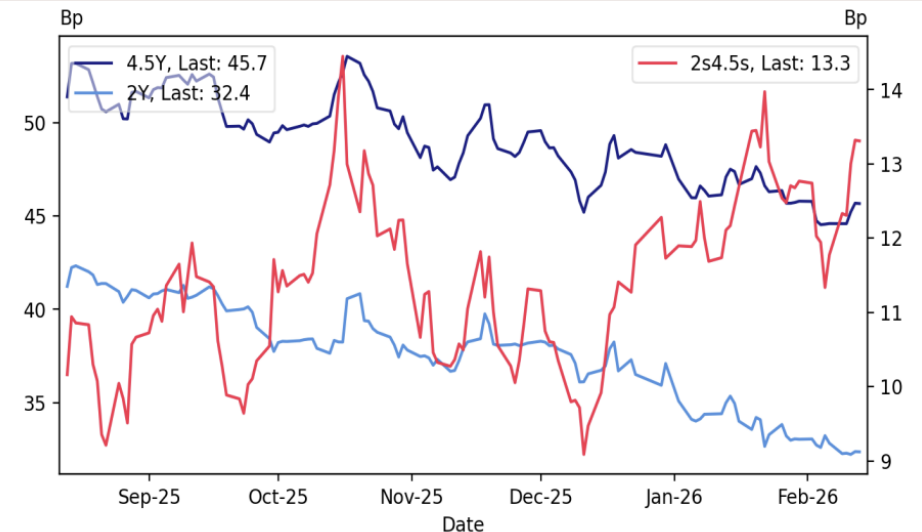
Prisfastsættelse - RTL

- RTL oplevede en stille vinterferieuge.
- Helt korte RTL tabte et par bp, måske på forventning om aftagende likviditetsrigelighed, mens lange tabte 1 bp.
- Relativt til europæiske CB ser den aktuelle prisfastsættelse fair ud.
- RTL-kurven er stejlet op igen, og historisk har nogle investorer brugt den aktuelle hældning til at købe RTL5-obligationer.

Bullets: Spread to DESTR



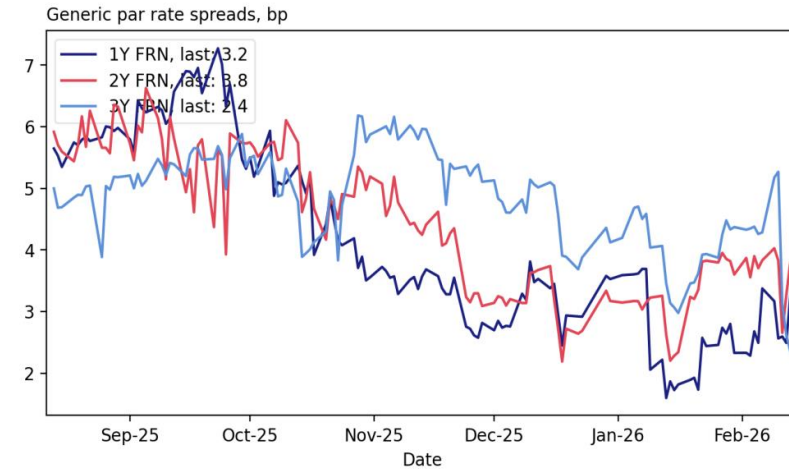
Bullets: Spread to DESTR



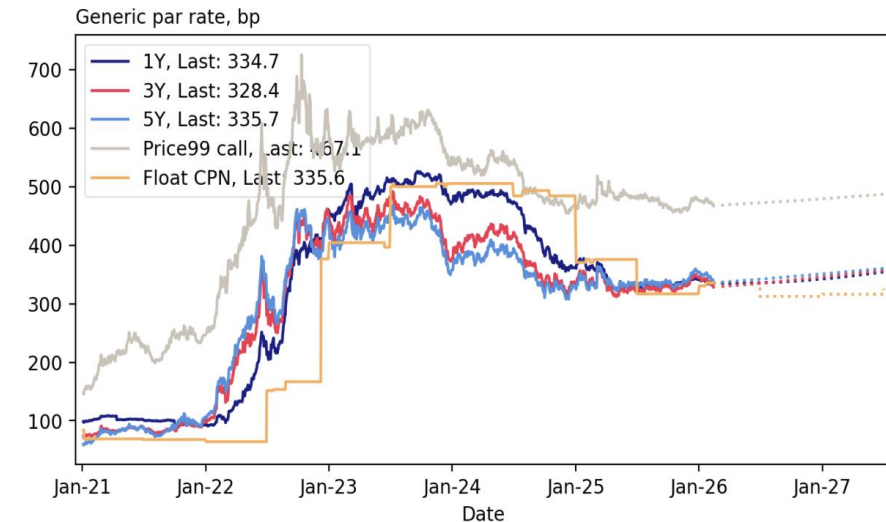
Prisfastsættelse - FRN

- Aktuelt relativt behersket udstedelse i FRN-segmentet.
- Fortsat ubalance mellem udbud og spænd mellem FRN og RTL – drevet af Jyskes RTL→FRN-flyt ultimo 2025.
- Spændene til RTL er aktuelt for tætte, og vi foretrækker RTL frem for FRN.

FRN: Spread to bullets



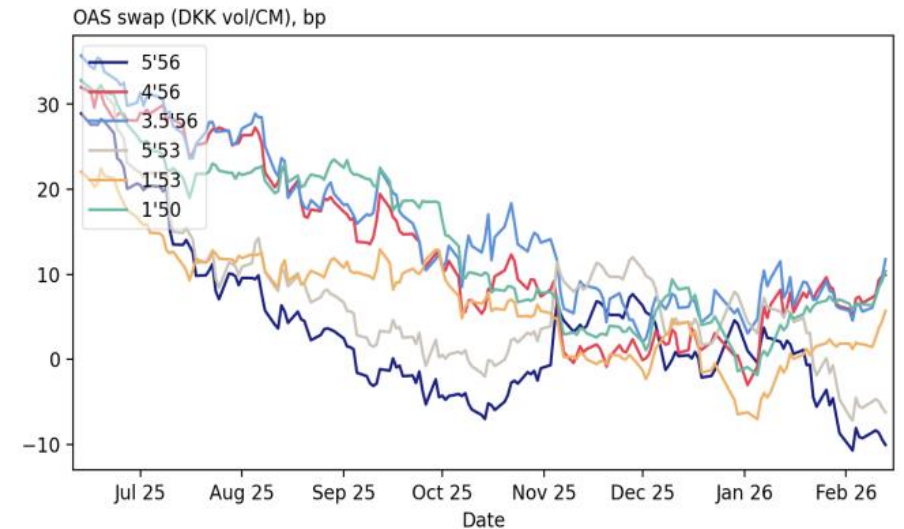
Yields and coupons adj. for margins etc.



Prisfastsættelse - Konverterbare

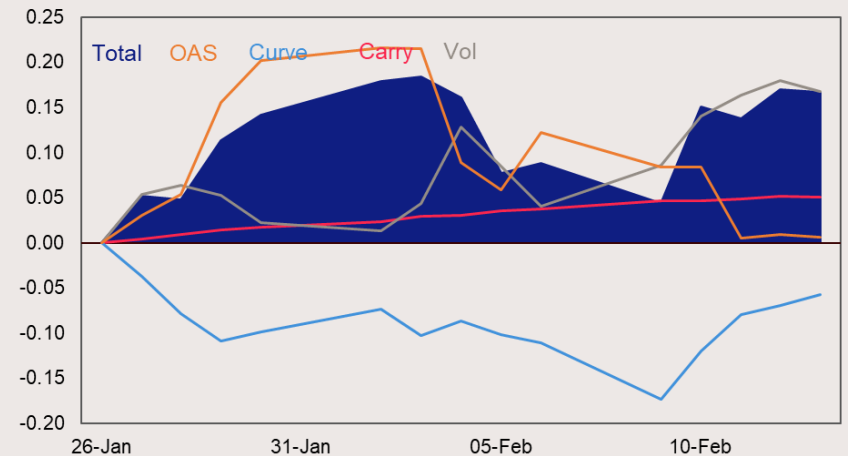
- Sidste uges lavere udstedelse gik dog hånd i hånd med lavere efterspørgsel – forventeligt også på grund af vinterferien.
- Konverterbare – på nær højtforrentede – tabte yderligere nogle bp i uge 7 på trods af behersket udstedelse.
- Vi åbnede en anbefaling af 4'56 i forrige uge (den 26. jan.) mod RTL5.
- Anbefalingen er – på trods af sidste uges OAS-udvidelser – pænt i pengene primært grundet vol og bedre carry.

OAS swap on 30Y callables



Afkast 4'56

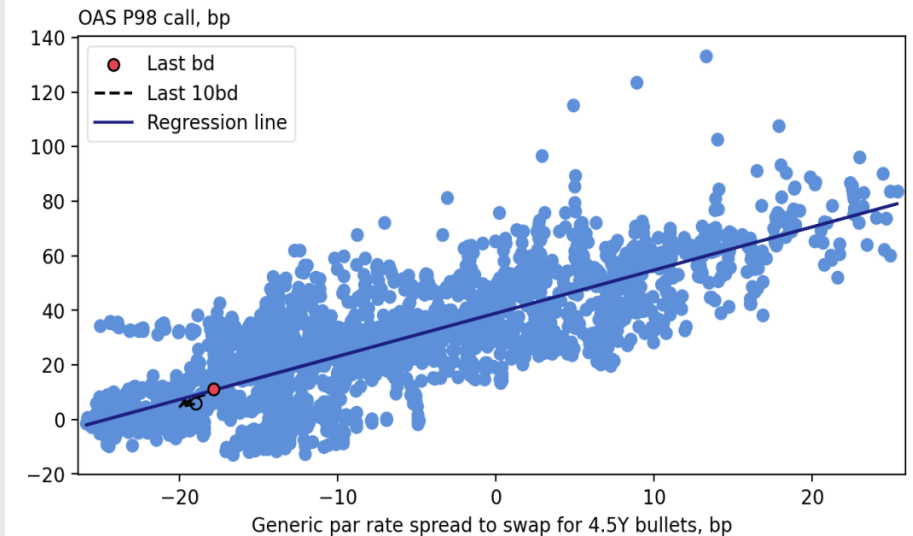
Total return, 4'56 vs RTL5 composed, % 26. jan 2026= 0



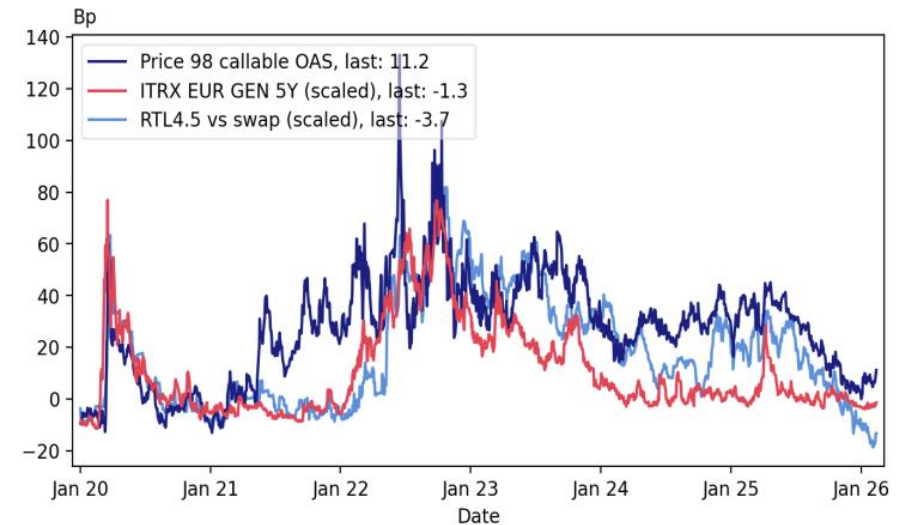
Prisfastsættelse – Relativ

- Efter de konverterbares seneste tab synes prisfastsættelsen mellem RTL og konverterbare nu mere balanceret.
- Investors valg må afhænge af eventuelle forventninger til yderligere risk-off i aktier (og dermed højere volatilitet), som vil ramme konverterbare relativt hårdere end RTL'erne.
- Alternativt om den nye, lidt billigere prisfastsættelse, kan tiltrække yderligere investorer til det konverterbare segment.

OAS Price 98 callable vs. generic 5Y covered bullet



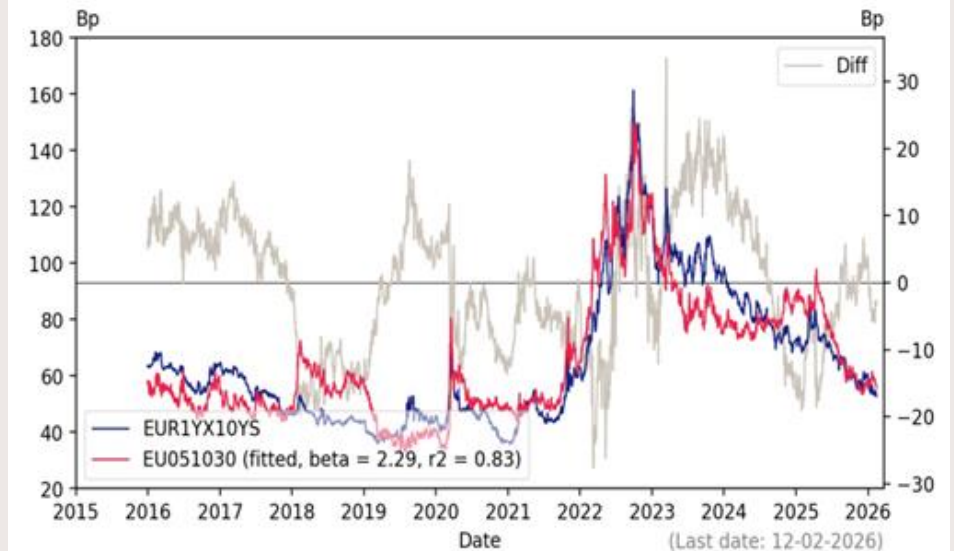
30Y Callables, iTraxx Main and Bullets



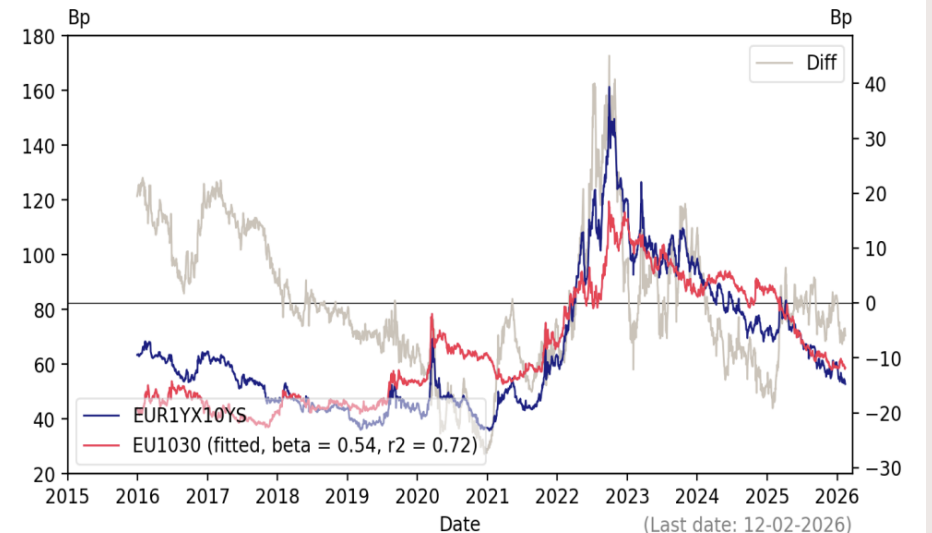
Hedge af konverterbare

- **Cowboy-hedge af vol-eksponering i OTR-konverterbare?**
- For en måneds siden skrev vi en analyse om en EU051030 (en swap barbell) som et muligt alternativ til swaptioner, hvis man ønsker at hedge vol-eksponeringen i konverterbare vha. overlays.
- Det var motiveret af, at der igennem en årrække overordnet set har været en rimelig pæn korrelation mellem EU051030 og fx EUR1Y10Y (implicit vol).
- Samtidig kan et swap overlay være et fornuftigt alternativ, hvis man ikke aktivt handler vol direkte i swaptionsmarkedet
- EU051030 barbell og 10-30 kurveflader overlays har over de sidste ti år forbedret afkast/risiko-forholdet på OTR-konverterbare
- I visse henseender er et EUR10Y10Y swaption overlay dog at foretrække
- Om man skal vælge det ene eller det andet overlay kan afhænge af, hvilket risikoscenarie man bekymrer sig mest om:
 - Hvis det er stigende vol, trækker det i retning af EU051030 (eller EUR10Y10Y, hvis man har muligheden).
 - Hvis det er en kurvefladning, som leder til øget udstedelsespres i det konverterbare segment, trækker det i retning af 10-30 kurveflader.

EUR1Y10Y og EU051030: Lineært fit



EUR1Y10Y og EU1030: Lineært fit



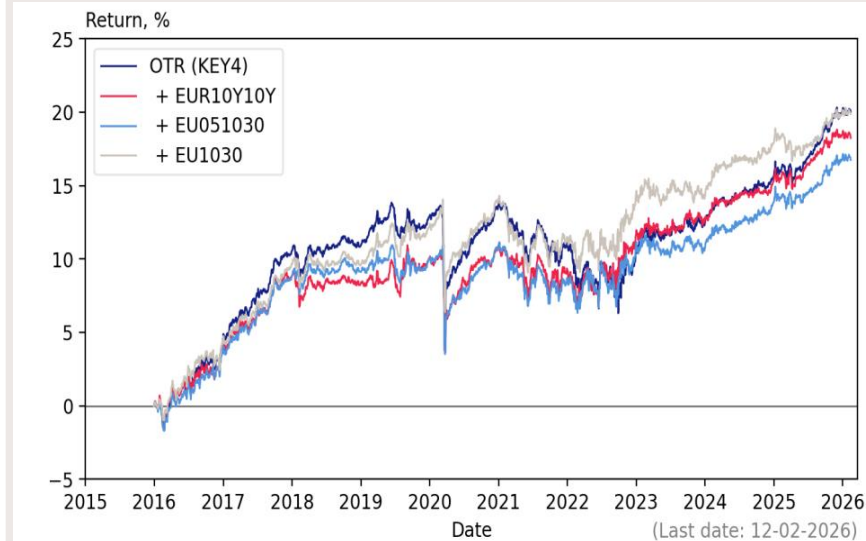
Figur forklaring

- "OTR (KEY4)" angiver en funded on-the-run konverterbar delta(vektor)hedget med 2-, 5-, 10- og 30-års swaps. "+ XXX" angiver OTR (KEY4), hvor der yderligere er lagt et swap eller swaptions overlay på.
- For EUR10Y10Y er der anvendt nominelt 150 (omregnet til DKK) pr. 100 kr. investeret i OTR, mens der for EU051030 og EU1030 er anvendt hhv. nominelt 100 og 50 af benet med den 10-årige payer swap (sidstnævnte er altså vendt som en kurveflader).
- OTR-konverterbar, deltahedging og de tre overlays er beskrevet nærmere i analysen

I tabellen angiver "RetA" annualiseret afkast. "SDw", "SDm" og "SDq" angiver annualiserede standardafvigelser på afkastet på baggrund af henholdsvis ugentlige, månedlige og kvartalsvise afkast. "SRw", "SRm" og "SRq" skarpe ratios opgjort på baggrund af de tilsvarende standardafvigelser.

- "MD" og "MDw" angiver maksimale drawdowns henholdsvis for hele tidsserien og inden for én uge. "MDx" angiver det maksimale drawdown over hele tidsserien og inden for én uge. "MDx" angiver det maksimale drawdown over hele tidsserien, hvor der ses bort fra den værste uge under coronanedlukningen.

EUR1Y10Y og EU051030: Lineært fit



OTR + OL	RetA	SDw	SDm	SDq	SRw	SRm	SRq	MD	MDw	MDx
OTR (KEY4)	1.83	3.39	3.17	2.74	0.54	0.58	0.67	-8.75	-5.87	-7.67
+ EUR10Y10Y	1.68	3.33	2.85	2.18	0.51	0.59	0.77	-7.31	-5.82	-5.02
+ EU051030	1.55	3.17	2.80	2.21	0.49	0.55	0.70	-7.42	-5.32	-4.93
+ EU1030	1.82	3.35	2.96	2.37	0.54	0.62	0.77	-7.68	-5.76	-5.25

Anbefalinger

- Vores anbefalinger har generelt påtrods af spændudvidelser i primært konverterbare haft en fornuftig uge

Current recommendations

Opened	Position	Return incl. costs
25-Aug-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.02
27-Nov-25	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.04
15-Dec-25	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	0.72
12-Jan-26	RTL5 vs. RTL3	-0.05
15-Jan-26	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 15'53 IO	0.12
15-Jan-26	RTL vs FRN	0.32
26-Jan-26	4'56 vs RTL5	0.12

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