

Kort realkreditupdate

Uge 9

Veronica Bergstrøm

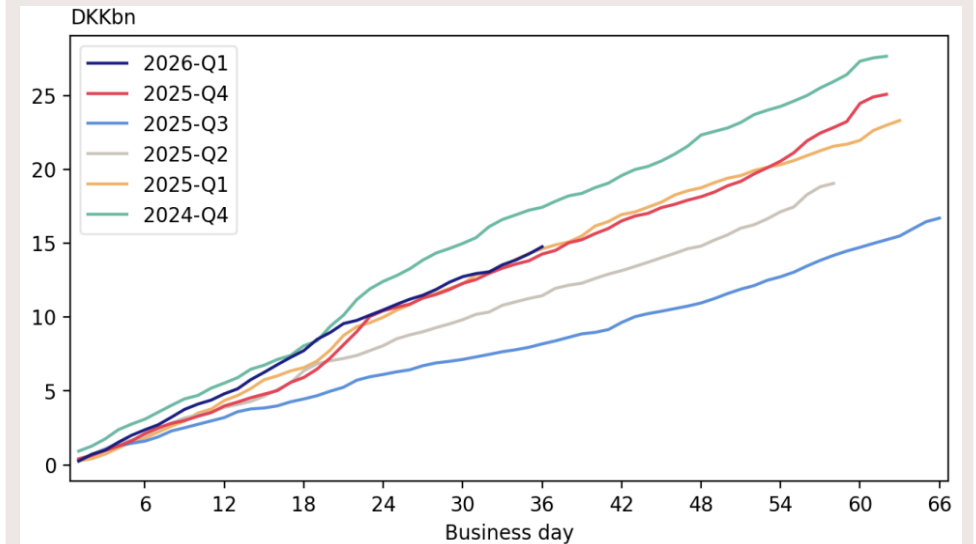
Jacob Skinhøj



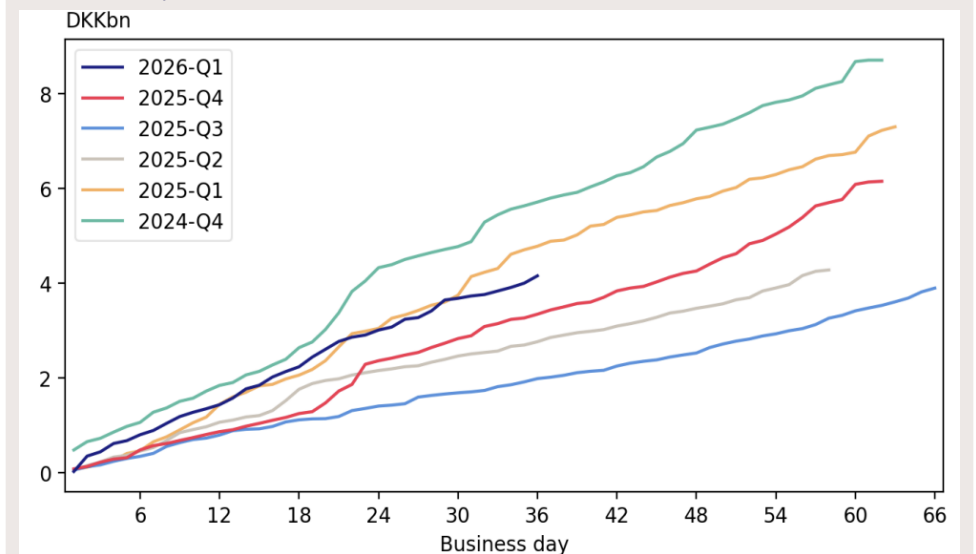
Slut med prioritetslån?

- Den konverterbare udstedelse for Q1'26 er indtil videre på niveau med hvad der gjorde sig gældende i Q4'25.
- Det pæne udstedelsesniveau af konverterbare skal ses i lyset, af at 3,5%’eren pt. ligger omkring kurs 97, mens den på samme tidspunkt i forrige kvartal lå omkring kurs 97,5.
- Dermed er det næppe et større nyudlån i konverterbare (end sidste kvartal), som driver den nuværende udstedelse i konverterbare.
- De få låntagere som allerede nu opsiges deres lån til juli terminen, tænker vi også enten afventer eller laver en skrå nedkonvertering til RTL3-5, og vi tror derfor heller ikke at udstedelsen er drevet af lodrette nedkonverteringer.
- Derimod er det vores forventning, at det primært skyldes at trafikken til Danske Boligfri er begyndt at tage af.
- RD’s udstedelse af konverterbare i Q1'26 ligger således noget højere end hvad vi har set de sidste tre kvartaler af 2025 (se nederste graf).

Callables, Accumulated issuance (OMX)



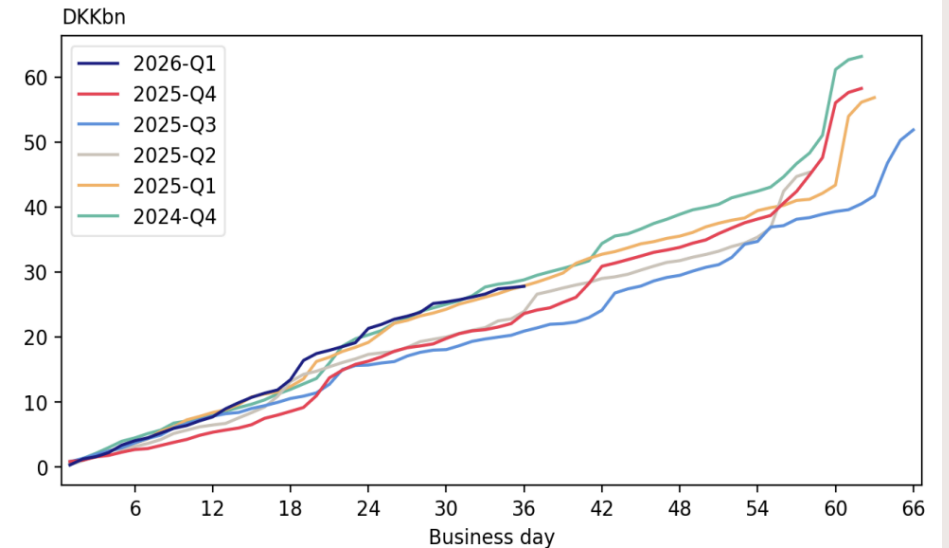
Callables, RD: Accumulated issuance (OMX)



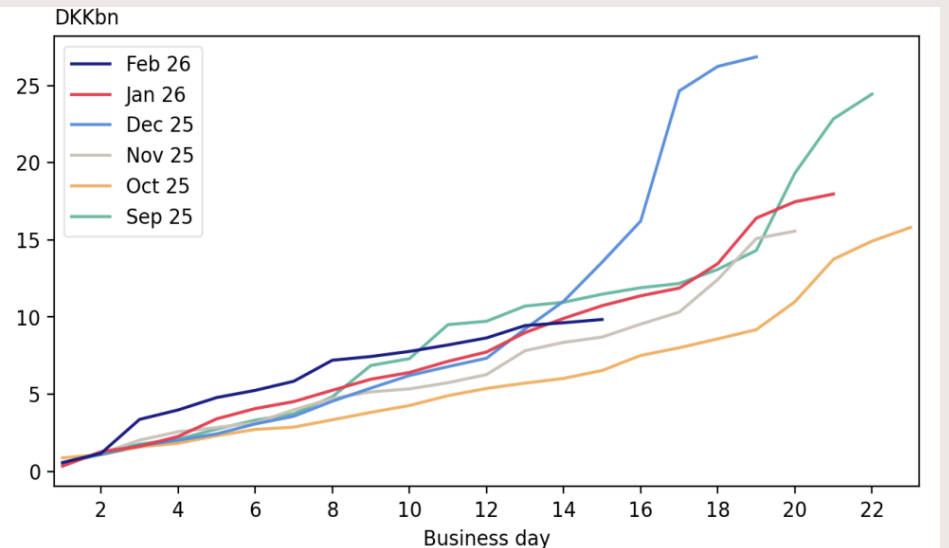
Forventer fortsat aftagende RTL5 udstedelse herfra

- Udstedelsen af RTL'er ligger indtil videre til den høje side sammenlignet med de sidste par kvartaler af 2025 (se øverste graf).
 - Det skyldes primært RD's pæne RTL5-udstedelse i januar, som vi i høj grad forventer skyldes tidlig refinansiering af april udløbet.
 - Dette understøttes også af RD's lave refinansieringsgrad i RTL5 (33%) på refinansieringsauktionerne.
- Indtil videre ligger februar udstedelsen kun marginalt under januar udstedelsen, men tempoet i RTL-udstedelsen ser ud til at begynde at tage af (se nederste graf)
- Det er fortsat vores forventning at RTL-udstedelsen skal aftage i de kommende måneder.

Bullets: Quarterly accumulated issuance (OMX)



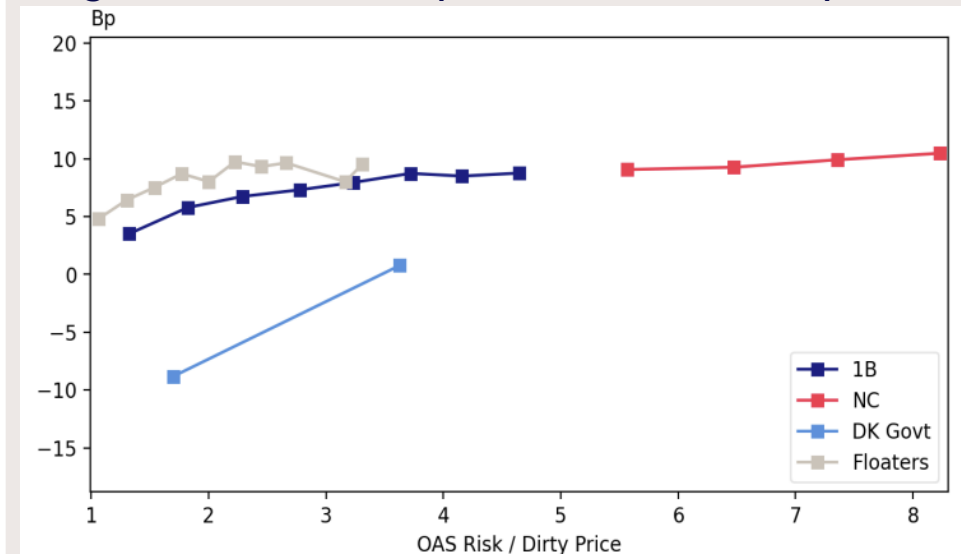
Bullets: Monthly accumulated issuance (OMX)



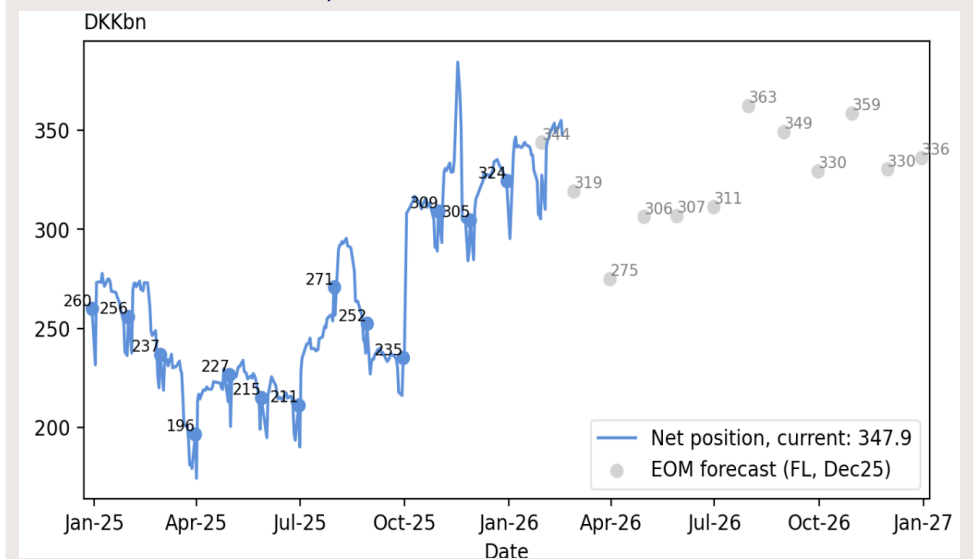
Korte RTL'er er blevet for dyre

- RTL1 har vundet omkring 4bp vs. DESTR siden årsskiftet, hvilket vi tilskriver den aktuelle likviditetsrigelighed
- Nettostillingen forventes at falde fra nu og frem mod 1. april som følge af PAL- og selskabsskattebetaling.
- Selvom der herefter er udsigt til en forbedring hen over april, bl.a. i forbindelse med udbetaling af restskat, er der ikke udsigt til, at nettostillingen vil nå samme høje niveauer igen lige foreløbig.
- Det hedgede og fundede 12HPR pr. spreadrisikoenhed indikerer da også, at de 1-årige RTL'er er blevet for dyre relativt til længere RTL'er (se mørkeblå kurve i øverste graf).
- For os at se er dette dels et resultat af, at RTL5 pt. handler billigt og dels at RTL1 handler dyrt.
- Givet dette er det vores forventning at 1-årige RTL'er kan tabe 2-3bp frem mod slutningen af marts.
- Vi åbner derfor en anbefaling af DESTR vs. RTL1 – handelsomkostninger vil formentlig sluge det meste af afkastet på anbefalingen, og den skal derfor ses som et udtryk for den aktuelt for dyre prising af RTL1.
- Har investorer et placeringsbehov, anbefaler vi længere RTL'er, udtrykt i form af en anbefaling af RTL5 vs. RTL1.

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



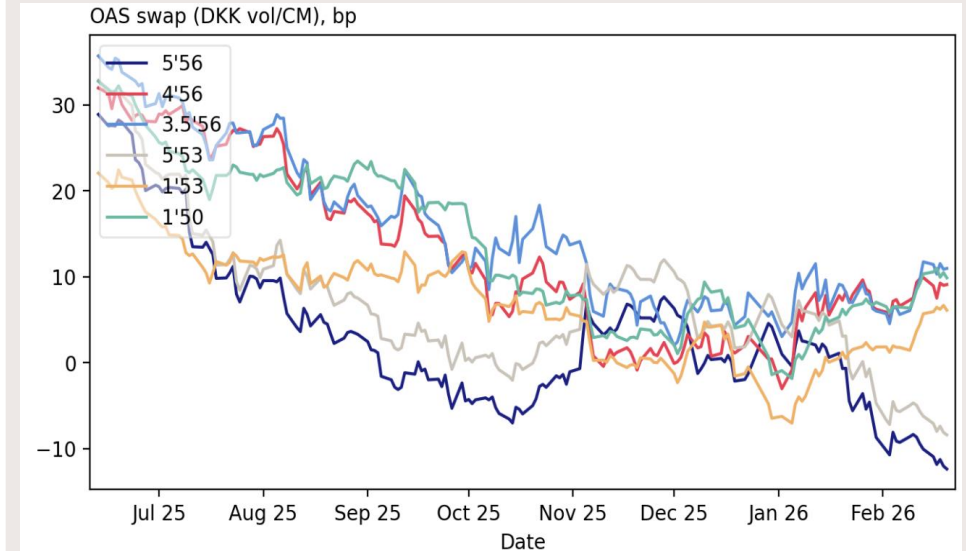
Danish Central Bank, Net Position forecast



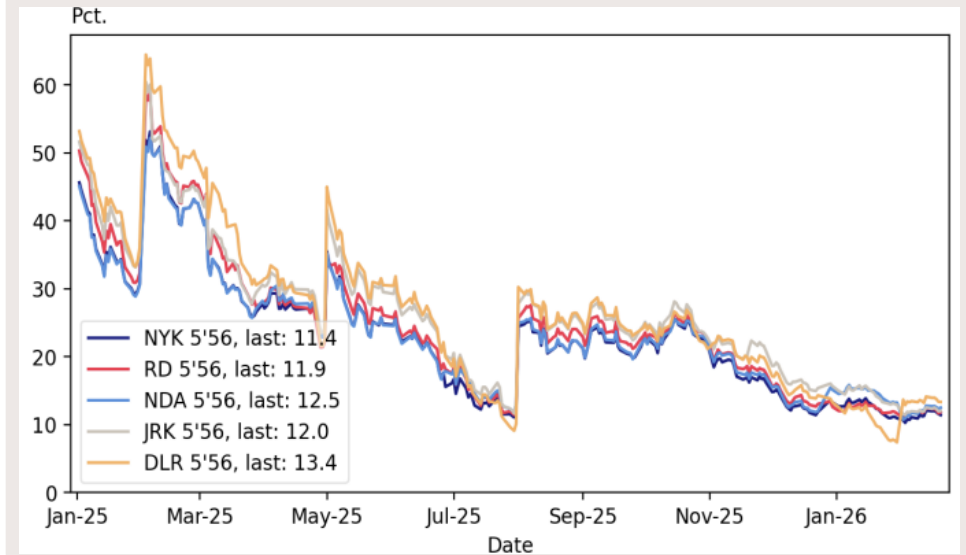
5%’erne begynder (igen) at se dyre ud

- Break-even-udtræk i 5% er reduceret til 12–14% (IO 13–16%).
- Med 3,5% i kurs 97 virker det sandsynligt med udtræk til juli-terminerne, der bliver marginalt højere end dette.
- Udtrækkene vil dog afhænge af kursen på 3,5%’erne i april måned, hvor udtrækkene for alvor vil finde sted.
- Pt. anser vi derfor potentialet i 5% for opbrugt.

OAS swap on 30Y callables



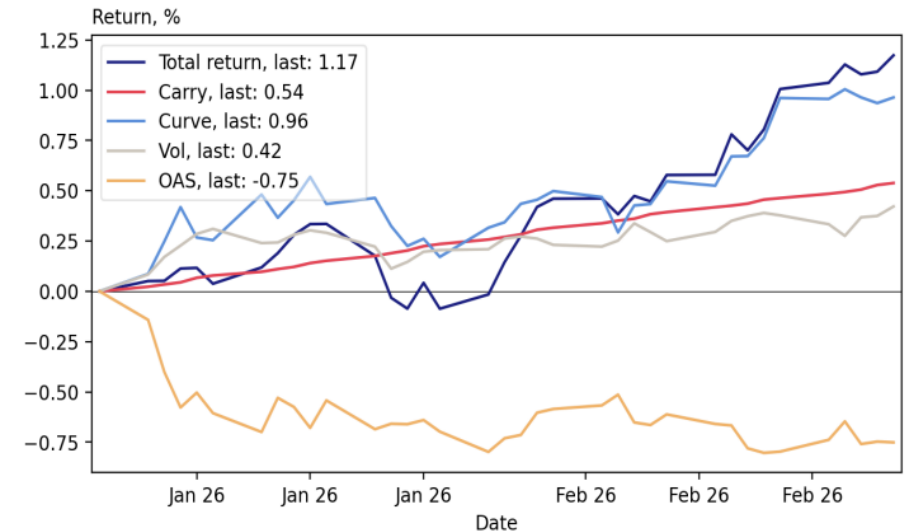
Break Even Prepayments vs. Dur. Eq. Bullets: 5% 56 A



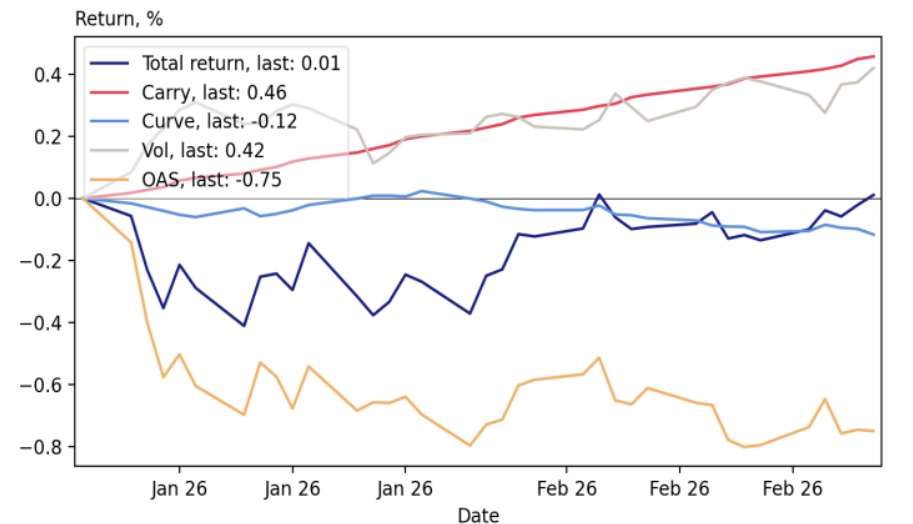
4%’erne

- Outright har on-the-run konverterbare (3,5% og 4%) leveret et pænt afkast YTD på grund af faldende renter og lavere volatilitet.
- Det hedgede afkast er dog ikke imponerende.
- Hedge af varighed med Bunds eller 10Y swap har medført et YTD-afkast på 0, svarende til at årets OAS-udvidelser har ”spist” hele afkastet fra carry og vol op.
- Vi anser konverterbare for neutralt prissat og forventer, at afkastet vil afhænge af globalt risk sentiment samt den geopolitiske udvikling.

NYK 4'56: YTD return (outright)



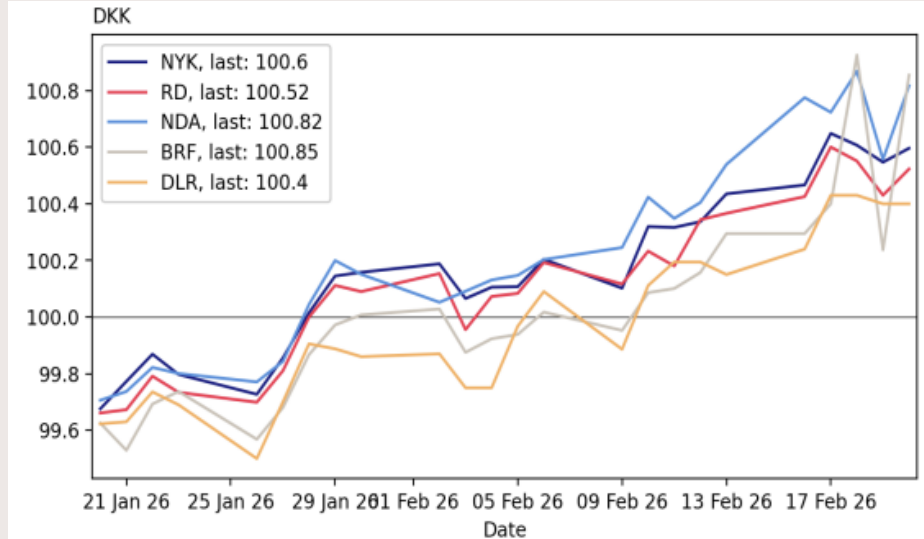
NYK 4'56: YTD return (hedged w. 10Y swap)



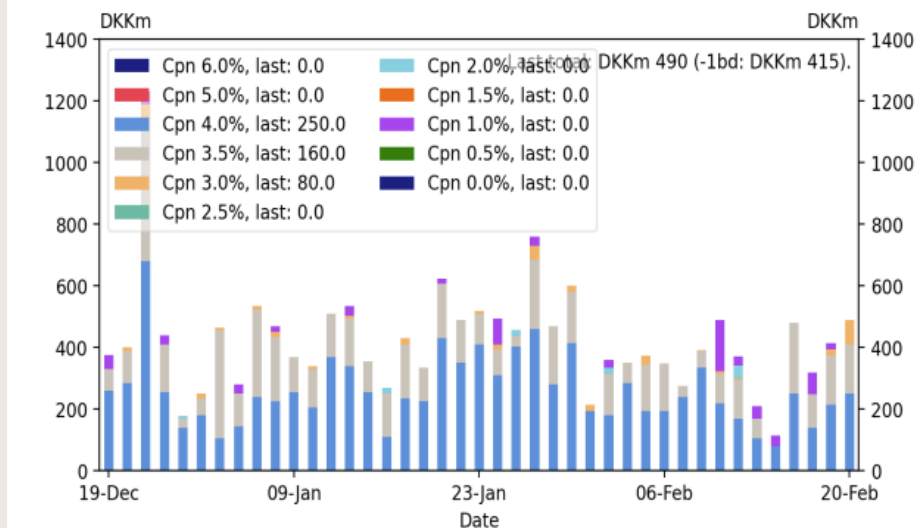
3.5%'erne

- Her knap tre uger efter lukningen af 4% 2056 er udstedelsen for alvor begyndt at flytte ned i 3.5%'erne.
- Disse udgør pt. ca. 50% af den daglige konverterbare udstedelse.
- 3.5% og 4% har fulgt hinanden tæt i OAS, og der er derfor endnu ikke opstået en udstedelsespræmie i 3.5%'erne.
- Vi forventer, at udstedelsespræmien skal være 4-6 bp mellem 3.5% og 4%.

Prices on 4% 56A (CSE)



Callables: Daily issuance(OMX)



Anbefalinger

- Vi åbner en ny anbefaling af RTL5 vs. RTL1 i et spreadrisikoneutralt forhold samt af DESTR vs. RTL1 (begge hedged og funded).
- Vi beholder vores anbefaling af "4'56 vs. RTL5" for nu, men stiger 4'56 til meget over 101, flytter vi anbefalingen ned i "3.5'56 vs. RTL5".
- Vores anbefaling af RTL5 vs. RTL3 og RTL vs. FRN har haft et par mindre gode uger. Aftagende udstedelse og aftagende nettostilling bør dog understøtte begge i de kommende uger.
- På trods af at vi mente, at DGBi30 var prissat til at "modstå" det forventede fald i inflation som følge af bortfaldet af elafgiften, har dette ikke været tilfældet, og anbefalingen har tabt yderligere. Vi fastholder dog anbefalingen for nu.

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.03
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.02	0.06
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	-0.12	-0.48
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.02	-0.06
2026-01-15	RTL vs FRN	-0.00	-0.05
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.07	0.18
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.19	0.31

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 prisen fastsat 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 prisen fastsat 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