

Kort realkreditupdate

Uge 11

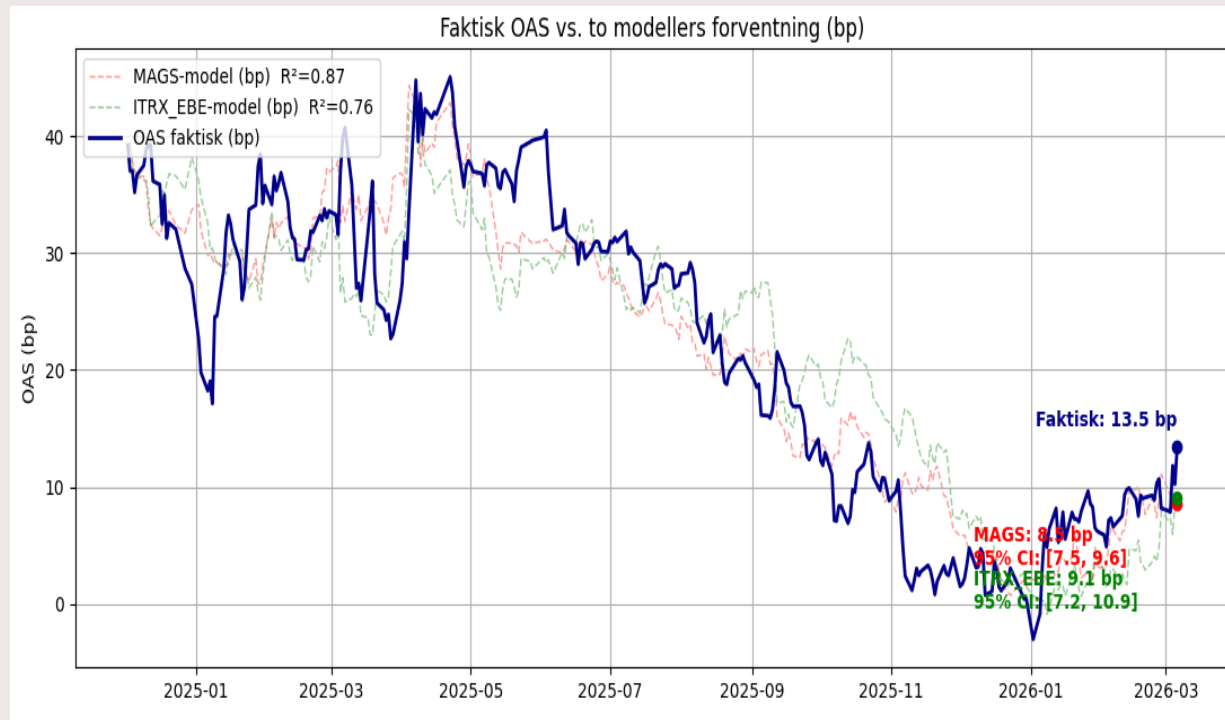
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



Konverterbare marginalt billige?

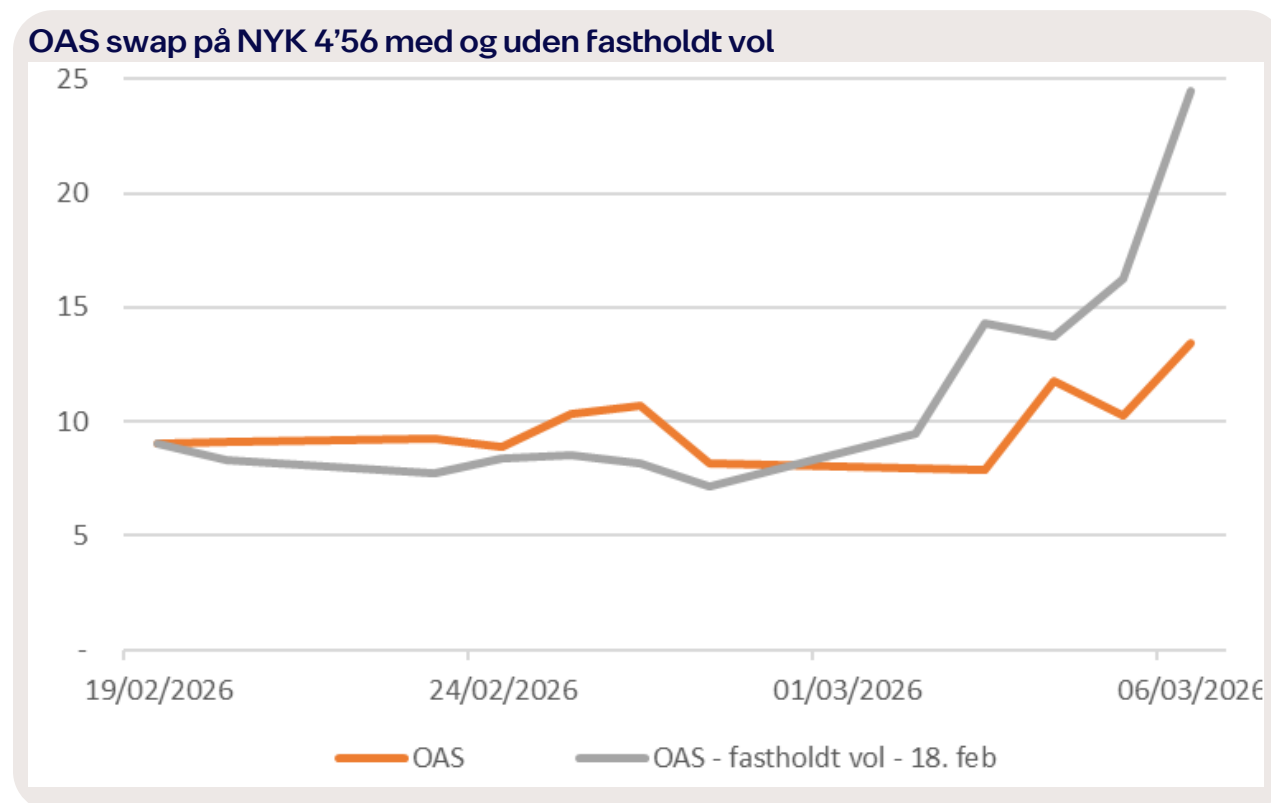
- Voldsomme OAS-udvidelser torsdag og fredag i sidste uge.
- Konverterbare ligger marginalt til den billige side sammenlignet med renter, vol og iTraxx.
- Massive rente- og volstigninger fra morgenstunden i dag
- Vol-stigninger vil blive indpriset i de konverterbare over de kommende dage.

OAS (4'56) vs Itraxx



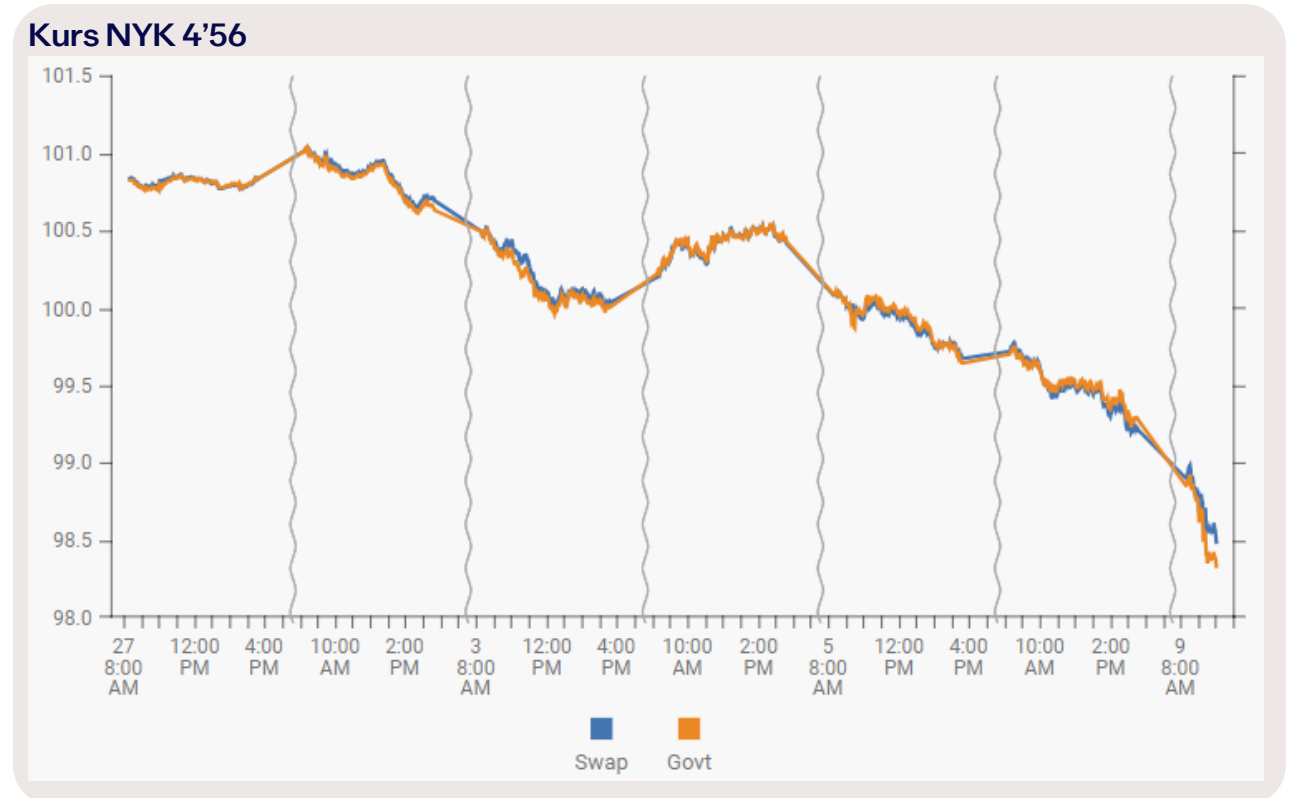
Kort vol stiger voldsomt fra morgenstunden

- Morgenens stigning i den korte vol (EUNE110) fra 63,6 til 76,1 (19,65 %) er blandt de største procentvise stigninger, der nogensinde har været.
- Kort vol har dog meget beskednen indflydelse på de konverterbare, der typisk har deres vol-eksponering på længere expiries.
- Den meget voldsomme stigning i de korte volatiliteter vil derfor primært få indflydelse på de konverterbare, hvis den forplanter sig i længere vol.
- Ser man på de konverterbare med volatiliteten fastholdt på niveauet umiddelbart inden krigen brød ud, ville OAS-niveauet på en 4'56 være knap det dobbelte af det aktuelle niveau.



Store kursfald i konverterbare sidste uge

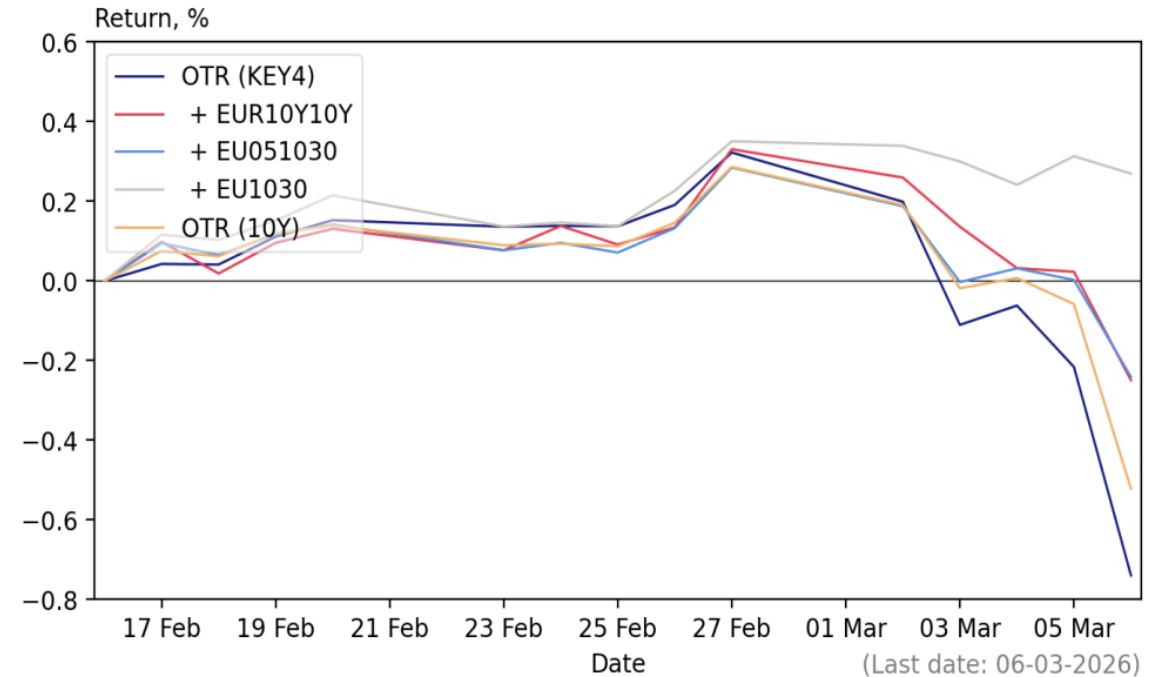
- 4'56 er faldet fra at koste ca. 101 i begyndelsen af sidste uge til aktuelt at koste 98,5.
- Et kursfald på 2,5 kroner på blot en uge hører til de absolutte sjældenheder.
- Vi er dog endnu et godt stykke fra at få åbnet en 5'59-obligation, der aktuelt vil koste ca. 102,5.
- Det er ikke kutyme, at institutterne åbner halvkuponer, når vi er over 4 %.



Swap-swap-swaption?

- Vi har i de seneste uger kigget på muligheden for at hedge volatilitet, CVX og OAS i konverterbare vha. swap-overlays (læs [her](#) og lyt [her](#))
 - EU051030 (swap barbell) og EU1030 (en 10-30 kurveflader) har over de sidste 10 år kunnet forbedre afkast/risiko-forholdet i OTR-konverterbare i et omfang, der minder om EUR10Y10Y (ATM swaptionsstraddle).
 - De tre overlays er bedre til at hedge lavfrekvente end højfrekvente udsving på de finansielle markeder, og de har primært været til gavn i perioder betydelig uro på de finansielle markeder (navnlig i årene 2020-2022)
 - De tre overlays evner til at hedge dag-til-dag udsving under kortere episoder med uro på de finansielle markeder er mere blandede
- I sidste uge har 10-30 kurvefladeren været meget effektiv til at hedge mod de tab, en (deltavektor-hedget) OTR-konverterbar har oplevet – sammenlign den mørkeblå og grå kurve i figuren.
 - EU051030 og EUR10Y10Y overlays har også hjulpet pænt, men dog kun omkring halvt så meget (hhv. lyseblå og rød kurve)

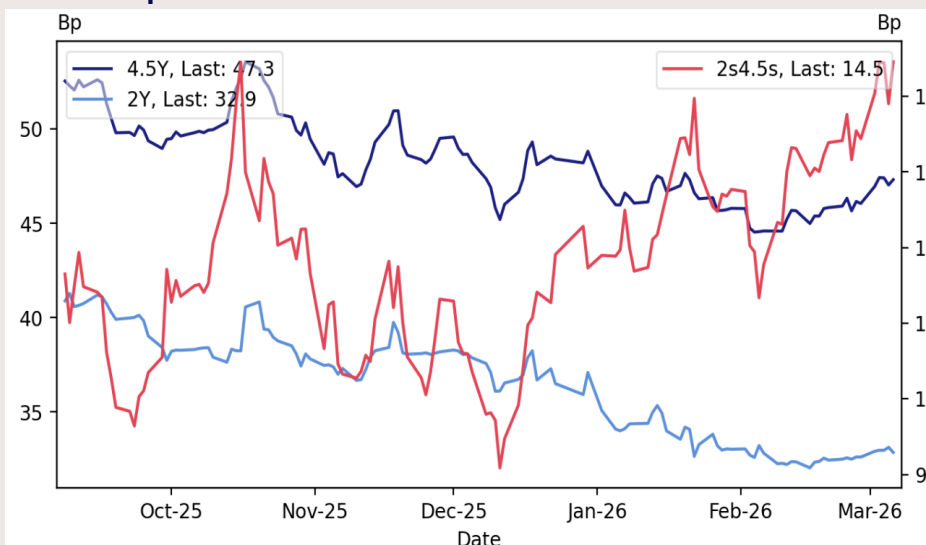
OTR Callable with KEY4 + Overlays



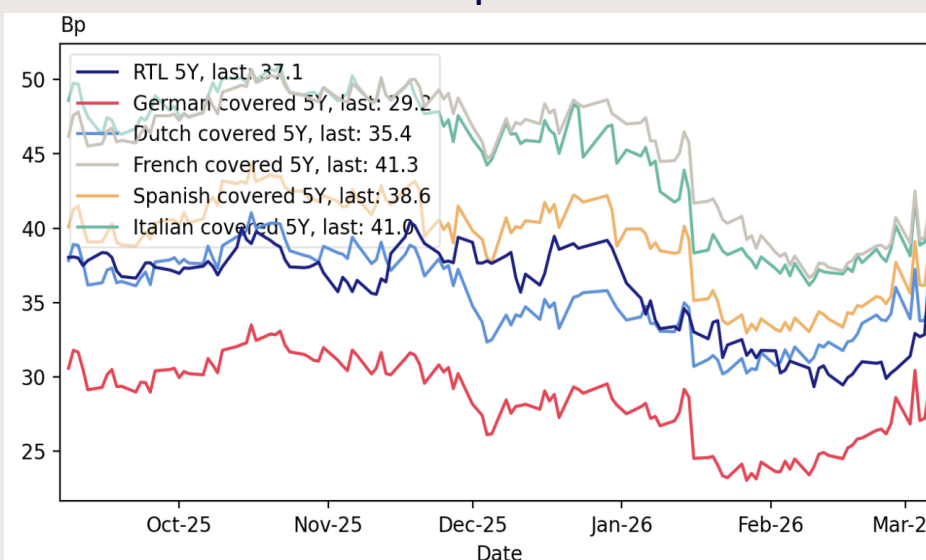
RTL'erne går ikke fri

- RTL'erne taber fra midten af sidste uge.
 - Vi så de største spændudvidelser i RTL5 og RTL-spændkurven er således stejlet yderligere op.
- De længere RTL'er tabte også relativt mere end tilsvarende europæiske covered bonds (vs. stater)
- Selvom fortsat tab i europæiske covereds i denne uge forventeligt vil smitte af på RTL'erne, forventer vi det bliver i mindre grad end sidste uge.
- Fortsætter den negative udvikling på aktiemarkedet, kan nogle investorer dog være nødt til at sælge ud af deres obligationer for at stille yderligere kollateral på deres aktiefutures.
- Det vil forventeligt ske i de korte varer og kan dermed lægge pres på RTL1-spændene i denne uge.
- Vi syntes i forvejen, at RTL1 så dyre ud, og vi forventede spændudvidelser som følge af den aftagende nettostilling – den aktuelle udvikling har ikke gjort os mere positive på dem.
- På den længere bane taler lavere udstedelse fortsat for de 5-årige RTL'er, og med den aktuelle prisning ser de også billige ud relativt til både kortere RTL'er, europæiske covered bonds og konverterbare.
- Vi foretrækker fortsat længere RTL'er over kortere.

Bullets: Spread to DESTR



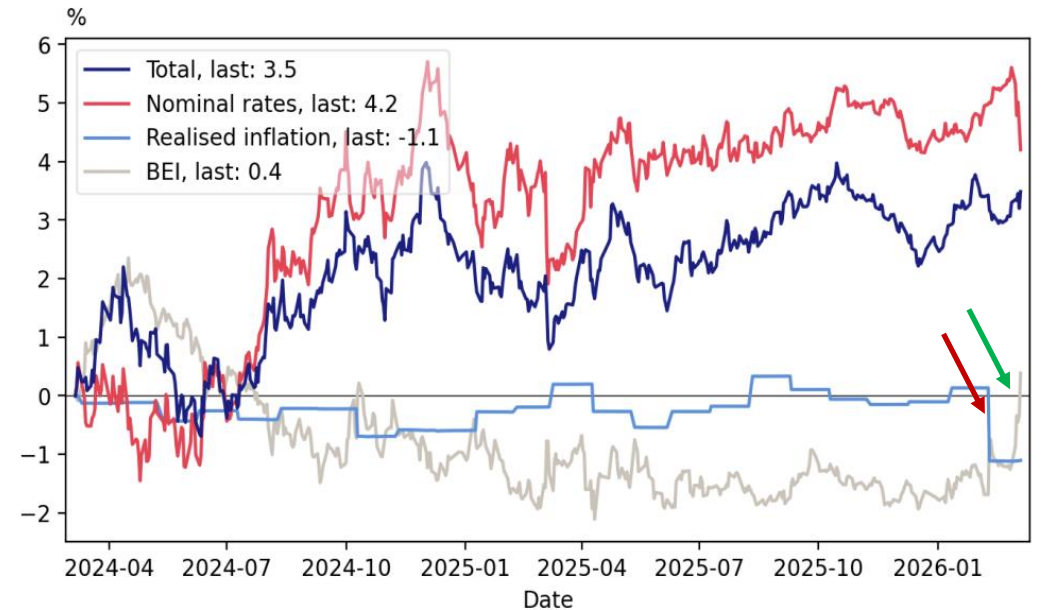
RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



Linkers kommer igen

- DGBi'30 har været på lidt af en rutschebanetur på det seneste
 - I sidste del af 2026 havde den en god periode (ift. de nominelle stater) som følge af lav og stigende BEI
 - I forlængelse af den lave danske inflation i januar 2026 – som følge af lempelse af navnlig elafgiften – tabte den imidlertid igen (se den røde pil i figuren)
 - I forbindelse med den seneste uro og olieprisstigninger – som har løftet inflationsforventningerne bredt – er BEI steget fra ca. 1,40 til ca. 1,75, og DGBi'30 er performet pænt (se den grønne pil)

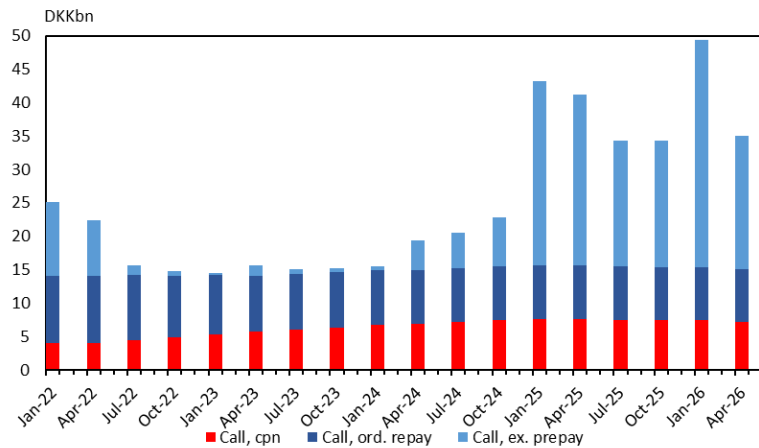
Dekomponeret afkast på DGBi'30 (sæsonjusteret BEI)



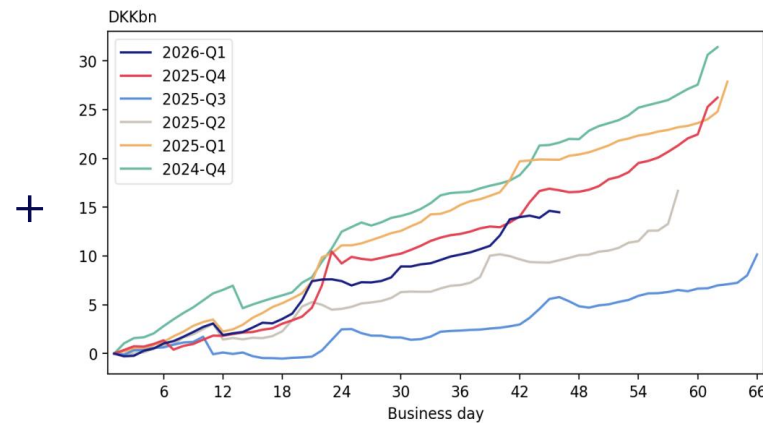
Konverterbare fortsat på skrump – men mindre end i 2025!

- Konverterbare er fortsat på sporet til en løbende nettoudstedelse i løbet af 2026Q1 (udstedelse fratrukket tilbagekøb) på 20-25 mia. kr.
- Med samlede afdrag (ordinære og ekstraordinære) til aprilterminen på ca. 28 mia. kr., resulterer dette i en nettoudstedelse for kvartalet som helhed på -3 til -8 mia. kr.
 - Det er (i absolutte termer) noget mindre end den nettoudstedelse på -16 til -18 mia. kr. vi har set de seneste to kvartaler

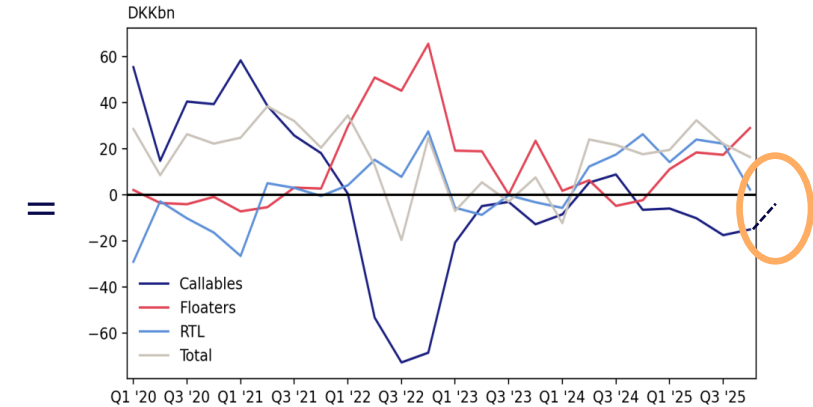
Udtræk tilbage på niveau fra 2025Q2-Q3



Løbende nettoudstedelse uændret ift. 2025Q4



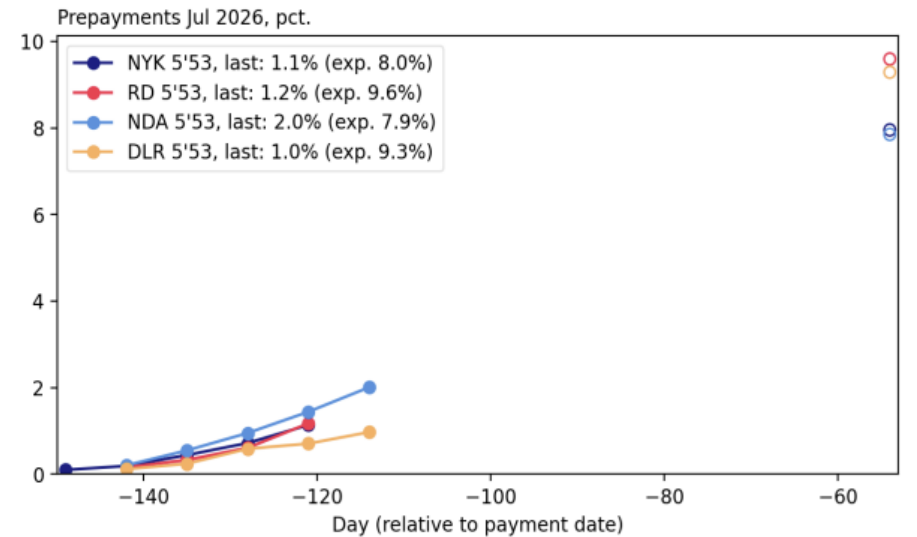
Konverterbare segment skrumper mindre...



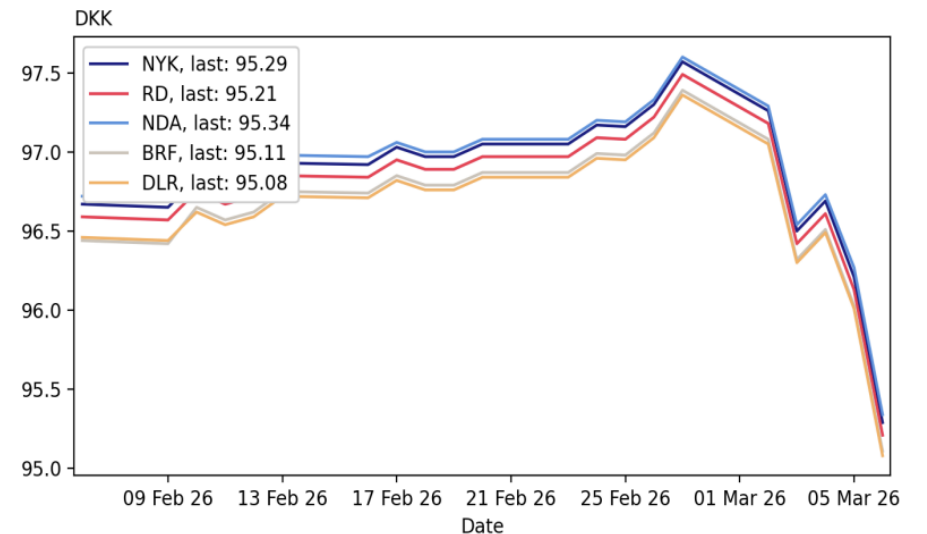
CK93: Spændingen er nu til at overskue

- Hvor kursen på 3,5'56 A op til og med forrige uge havde nærmest sig 97,5 – dvs. niveauet som gav udtrækkene i 5%’erne et boost til januarterminen – så gik det i sidste uge hurtigt den anden vej.
 - I dag falder kursen yderligere – og ligger i skrivende stund på godt 94,5
- Med opsigelsesfristen først i slutningen af april – og der kan således stadig nå at ske meget – så må man sige, at der lige nu er langt til en situation, hvor udtrækkene til juliterminen bliver et problem for 5%’erne.
- Vi har derfor valgt ikke at afvente CK93 fra alle udstederne i denne uge – dem, vi har fået (NDA, DLR og BRF), peger ikke på, at der er sket noget afgørende

Foreløbige udtræk i 5'53 A (i pct.)



Kursen på 3,5%’erne har lagt afstand til konverteringsniveauer



Den store maj FRN-auktion bliver mindre stor...

- Samlet set er der udløb af DKK FRN til juliterminen for 91 mia. kr.
 - I 2023, 2024 og 2025 var udløbet til juliterminen 115-130 mia. kr.
 - Faldet afspejler institutternes bestræbelser på at reducere terminernes størrelse – ved at (re)finansiere FRN-lån med (lidt) længere FRN
 - Terminsstørrelsen er nu tilbage på niveau med 2022
- Hvad kommer der?
 - NYK kommer med to CITA 6M FRN jul29 plus en CIBOR 6M CF jul34 (cap på 5%)
 - Vi ved endnu ikke noget nærmere om de øvrige udstedere

Next payment date: 01-07-2026

Floater maturity (DKKm)

Issuer	Total	CITA 3M	CITA 6M	CIBOR 3M	CIBOR 6M
NYK	28,465	0	28,465	0	0
RD	39,607	0	11,052	0	28,556
NDA	8,070	0	0	0	8,070
BRF	4,264	0	0	4,264	0
DLR	10,556	0	3,359	0	7,197
LRF	0	0	0	0	0
Total	90,962	0	42,876	4,264	43,822

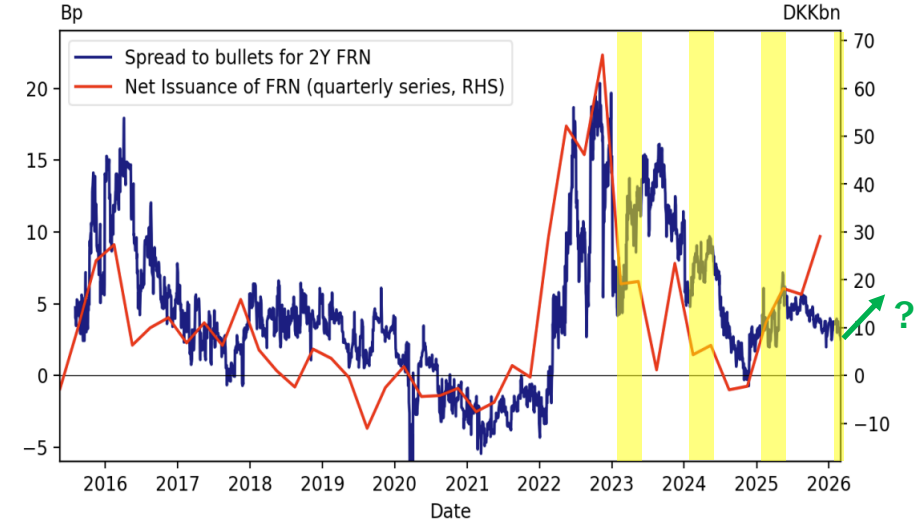
RTL Maturity (DKKm)

Issuer	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	34,501	893	878	8,297	2,013	22,419	0
RD	0	0	0	0	0	0	0
NDA	0	0	0	0	0	0	0
BRF	1,136	1,136	0	0	0	0	0
DLR	0	0	0	0	0	0	0
LRF	0	0	0	0	0	0	0
Total	35,637	2,030	878	8,297	2,013	22,419	0

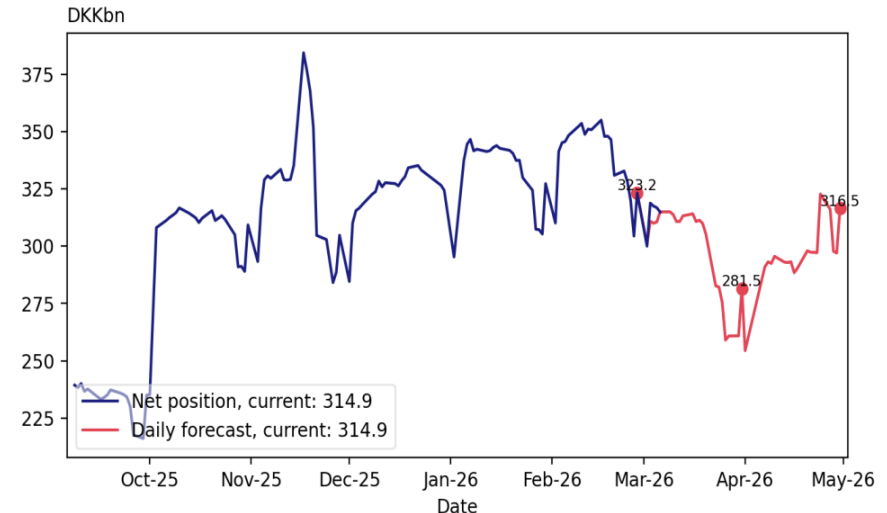
Sæson i FRN?

- FRN har holdt sig pænt mod RTL igennem den aktuelle uro
- Vi er dog ved at nå det tidspunkt på foråret, hvor vi de seneste år har set udvidelser af FRN-RTL spændet (se øverste figur)
 - Dette kan skyldes, at de store FRN-auktioner i maj begynder at nærme sig og/eller at nettostillingen falder på denne tid af året
- Denne gang står nettostillingen ikke til at blive decideret lav (se nederste figur), og de store maj-auktioner er ikke så store som de har været (jf. ovenfor)
 - Ikke desto mindre ser vi mulighed/risiko for, at FRN skal give sig lidt ud mod RTL i marts/april

FRN spreads to RTL and Net Issuance



Danish Central Bank, Net Position forecast



Anbefalinger

- Vores anbefaling af 4'56 mod RTL5 er kommet bedre igennem sidste uge end man kunne have frygtet
 - Det, som 4'56 taber på vol, er i vid udstrækning modvirket af en gevinst relativt til RTL5 sfa. den kurvefladning, vi har set. Anbefalingen har tabt moderat på OAS-bevægelserne.
 - Vi fastholder anbefalingen.
- Vores anbefaling af 4'56 mod 5'56 og 1,5'53 IO har tabt både som følge af OAS, kurve og vol.
 - Den aktuelle uro ændrer dog ikke på, at vi ser større værdi i 4'56
- Den aktuelle uro – og afledte stigninger i inflationsforventninger – har givet DGBi'30 noget af et comeback!
 - Vi tager profit og lukker denne anbefaling
- Vores anbefalinger af RTL5 mod hhv. RTL3 og RTL1 taber fortsat en smule.
 - Vi tror stadig på værdi i begge anbefalinger og fastholder.
- Vi er ikke mere positive på RTL1 efter den seneste uges udvikling og fastholder derfor også vores anbefaling af DESTR vs. swap.
 - Anbefalingen er et udtryk for, at vi synes RTL1 er for dyre. Skal man placere penge, bør man købe RTL5 (se ovenfor)

Åbne anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.01	0.02
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.06
2025-12-15	DGBi'30 vs DGB'29 and DGB'31	1.42	0.97
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.02	-0.08
2026-01-15	RTL vs FRN	-0.03	-0.07
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-1.09	-0.80
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.30	0.06
2026-02-23	DESTR vs. RTL1	-0.00	-0.02
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	-0.01	-0.03

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