

Kort realkreditupdate

Uge 14

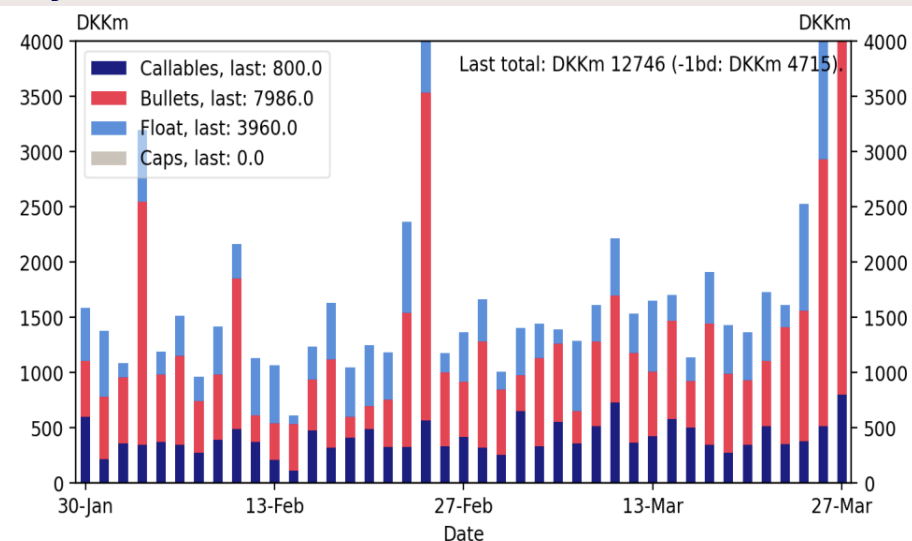
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



Pæn ultimo udstedelse

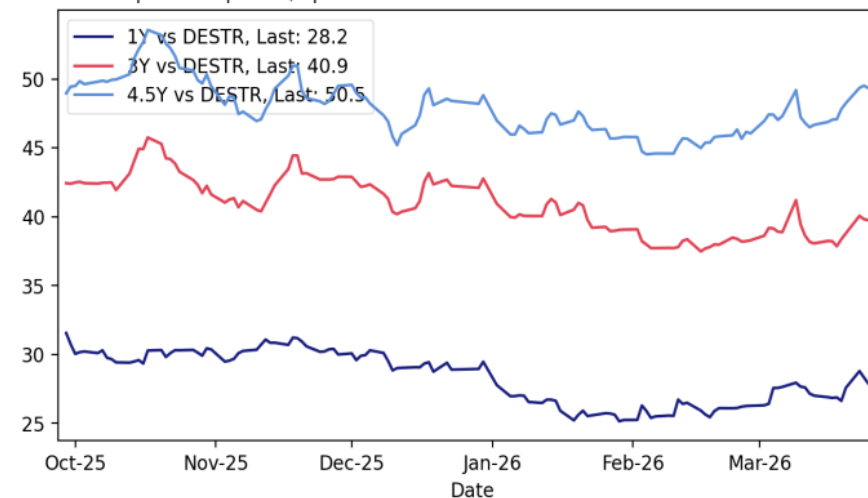
- Fredagens ultimoudstedelse bød på ca. 8 mia. RTL og 4 mia. FRN, hvilket var færre FRN, end vi havde forventet.
- Vi har derfor en formodning om, at institutterne “håndvarmer” nogle FRN’er, og at disse kan komme til markedet i dagene op til påske.
- Generelt tog markedet – som altid – ultimoudstedelsen pænt, og der var kun marginale spændudvidelser, på trods af at iTraxx gav sig ud med 4 bp fredag.
- Dermed deler danske RTL’er skæbne med EUR covered bonds, der generelt har stået relativt godt imod i den seneste uges uro.
- Den primære undtagelse fra dette billede er Bostäder, der har tabt pænt i spænd relativt til andre covered bonds.

Daily issuance (OMX)



Bullets: Spread to DESTR

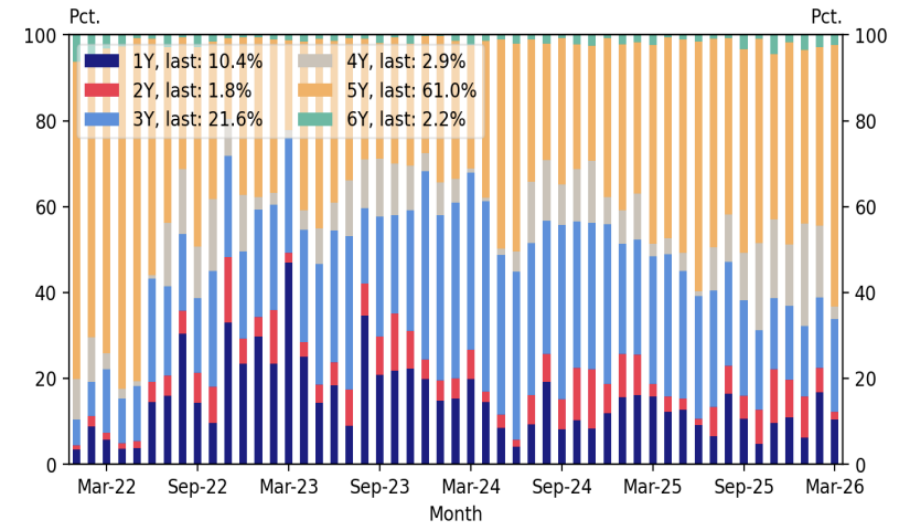
Generic par rate spreads, bp



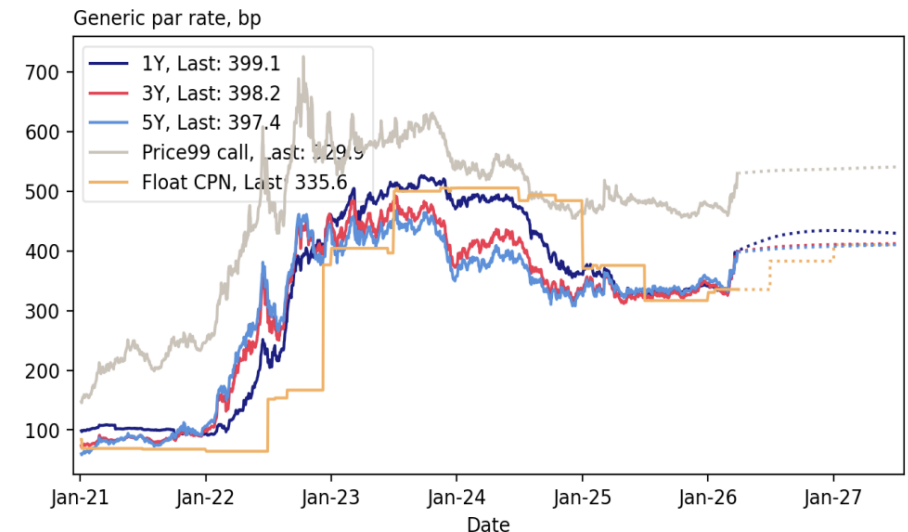
RTL-udstedelse

- Både låntagere og institutter fastholder en klar præference for udstedelse i RTL5.
- For institutternes vedkommende kan præferencen bl.a. hænge sammen med, at RTL5 efter Finanstilsynets God Skik kan klassificeres som et ikke-risikabelt lån.
- For låntagerne er forklaringen formentlig mere simpel: Ydelsen er aktuelt den samme på RTL1, RTL3 og RTL5, hvilket gør RTL5 til det oplagte valg.

Bullets: Composition of issuance by month (OMX)



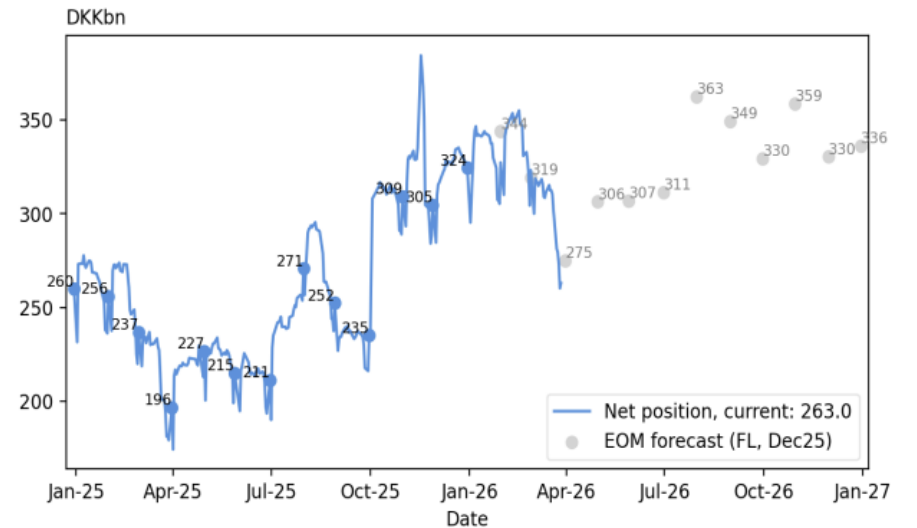
Yields and coupons adj. for margins etc.



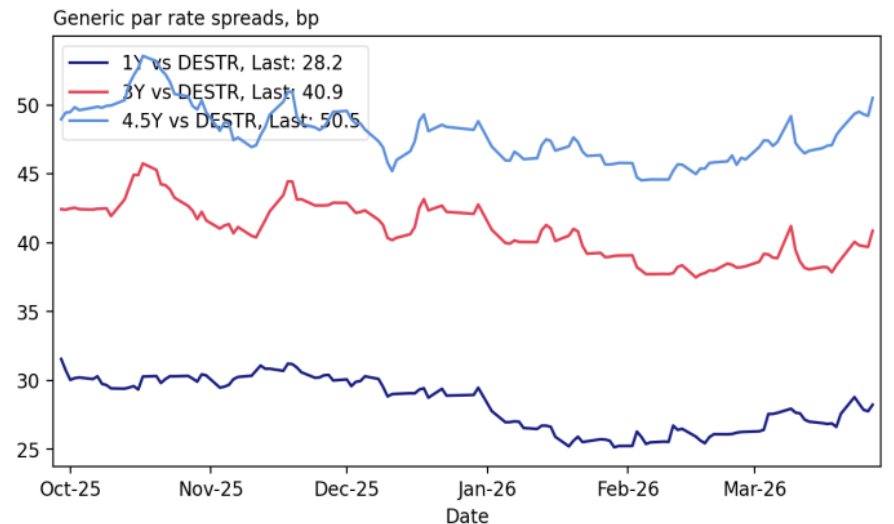
Korte RTL'er

- Vi beskrev i sidste uge i en analyse: [Læs analyse](#) hvordan udviklingen i nettostillingen siden starten af 2025 har haft pæn betydning for korte RTL.
- En mulig forklaring er, at større repobalancer og en stigende inaktiv del af nettostillingen gør, at udsving i nettostillingen rammer de korte RTL-spænd.
- Nettostillingen faldt i sidste uge, og dette bør give anledning til, at RTL1 skal yderligere 2-4bp ud mod DESTR
- RTL1 har i slutningen af sidste uge tabt marginalt, men vi tror der er yderligere i vente.

Danish Central Bank, Net Position forecast



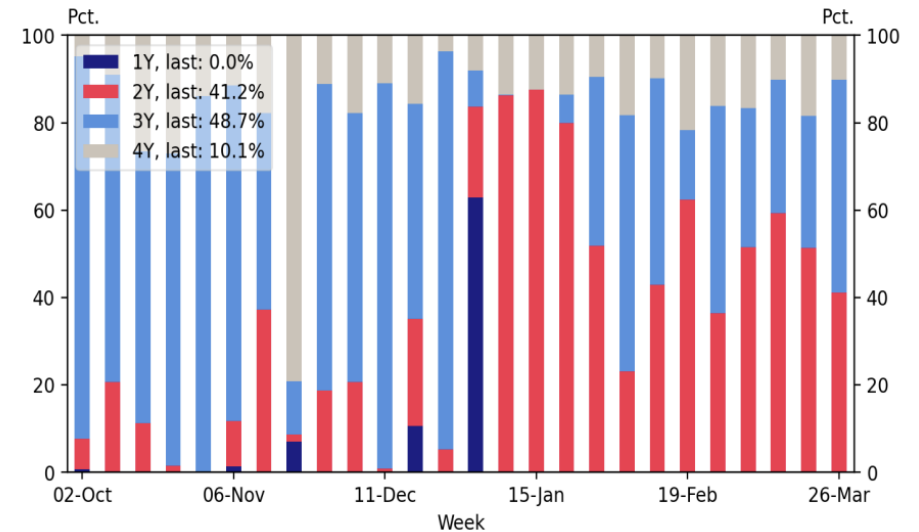
Bullets: Spread to swaps (basis)



FRN-udstedelse

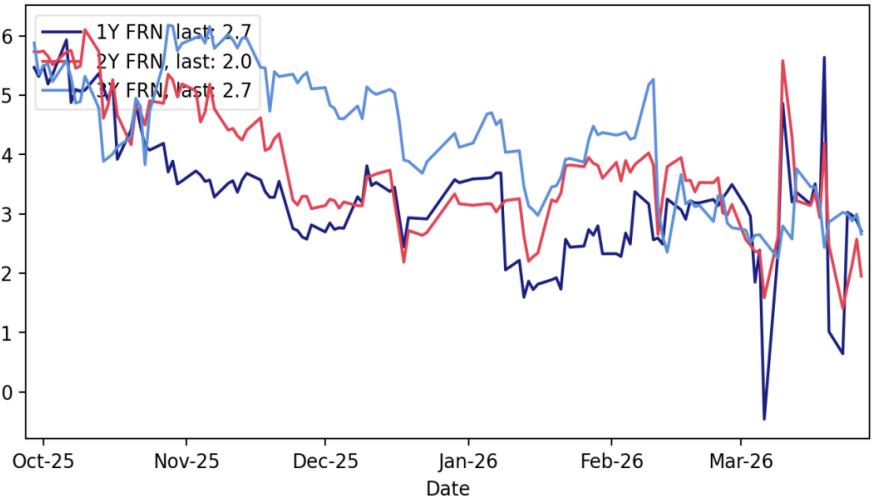
- Udstedelsen af FRN-lån er koncentreret omkring 2-3 årige Cita 6M obligationer
- Spændene på FRN ligger fortsat 2-3bp over tilsvarende RTL-obligationer.
- FRN tilbyder en form for forsikring mod rentestigninger, men ikke mod spændudvidelser.

Floaters: Composition of issuance by week (OMX)



FRN: Spread to bullets

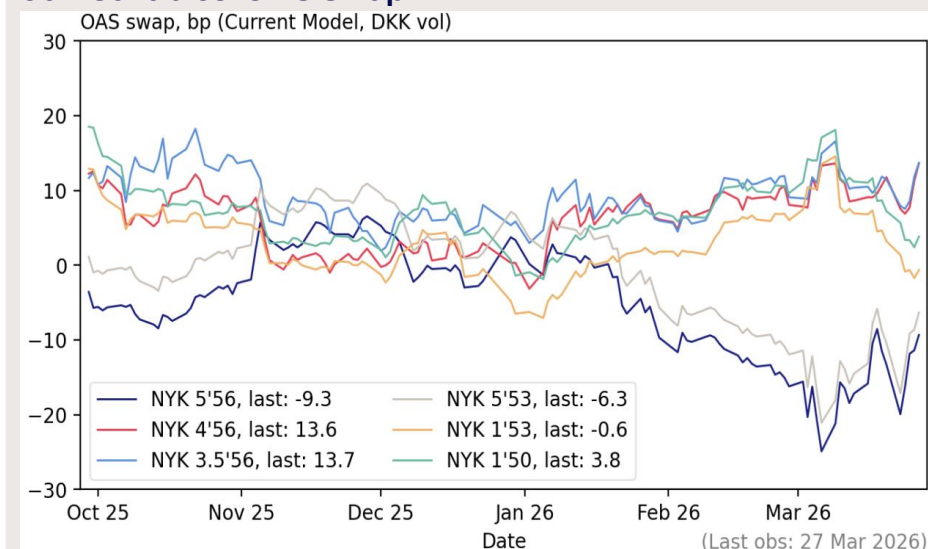
Generic par rate spreads, bp



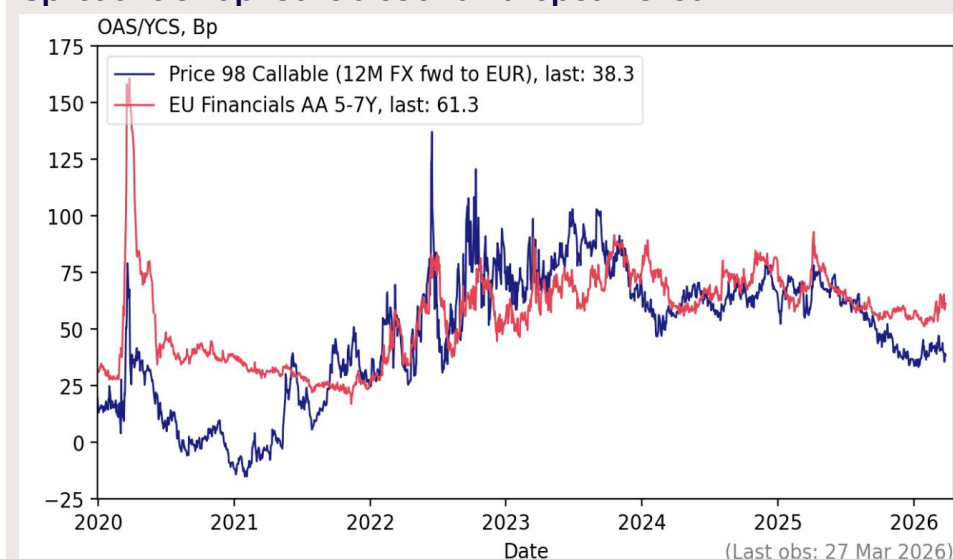
Konverterbare er blevet for dyre

- Indtil slutningen af sidste kunne 4%’erne tab alene henføres til de rente- og vol-stigninger, vi har set ovenpå den igangværende krig i mellemøsten.
- Højere vol samt kurvefladningen havde således ikke sat sig i OAS’erne, som ellers plejer at være tilfældet.
- Slut på sidste uge gik den ikke længere og OTR-konverterbare tabte omkring 5 bp. vs. swap såvel som til stater.
- Her til formiddag er det meste af bevægelsen dog reverseret igen og vi er således tilbage til at konverterbare ligger på omtrent samme OAS som før krigen.
- Fortsætter krigen mangler de konverterbare i vores optik stadig at give sig ud i spænd.
 - Konverterbare ser fortsat dyre ud mod Euro Financials (AA), se nederste graf.
 - Konverterbare handler dyrt mod 5-årige RTL’er (se mere næste side).
 - Varig volstigning og kurvefladning bør give anledning til højere kreditpræmier.
- Genplacering i forbindelse med terminen kan muligvis være årsagen til, at OAS’erne har holdt sig relativt pænt.
- Forventer man, at Hormuzstrædet snart åbner igen og dermed en reversering af kurvefladningen og rentevolatilitet, vil konverterbare opleve kursperformance, men OAS-performance potentialet er begrænset.

30Y Callables: OAS Swap



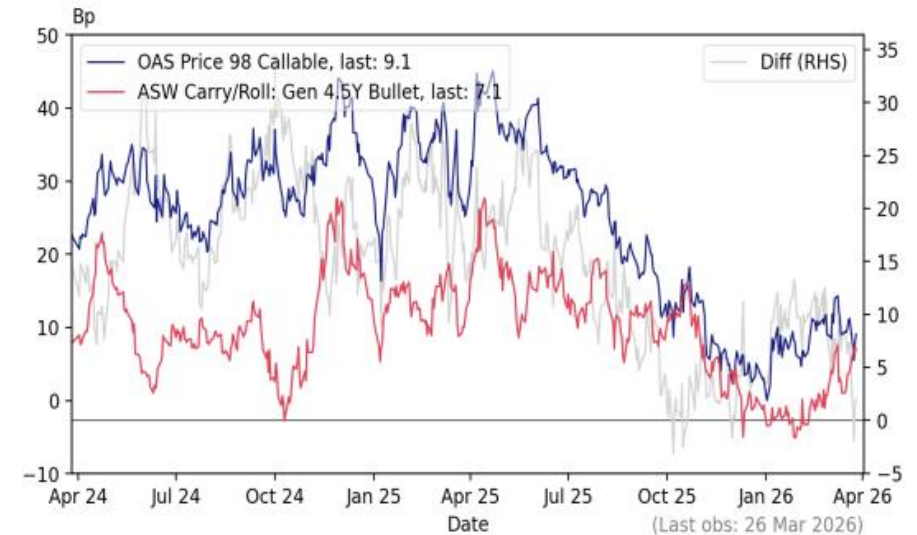
Spread to swap: Callables and European Credit



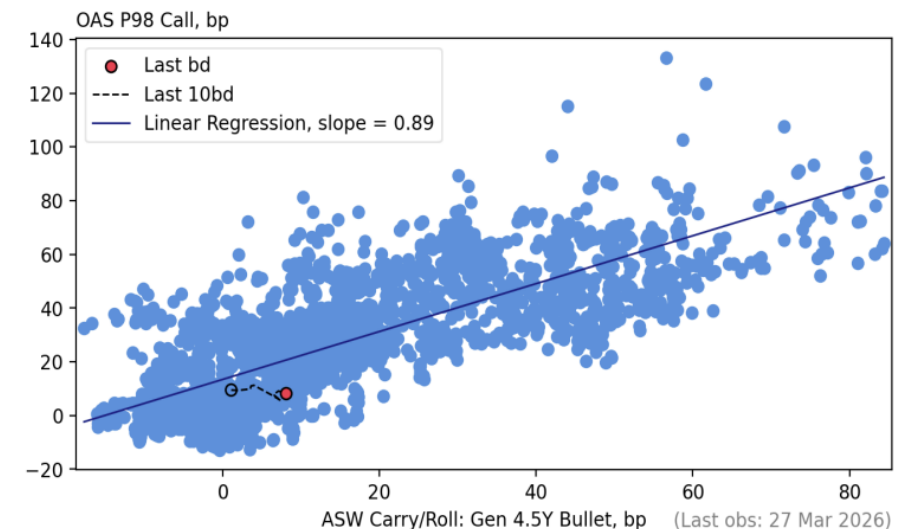
Køb RTL5 mod 4'56!

- I mens at OAS på 4%'erne har holdt sig pænt, har RTL5'erne tabt og RTL-spændene til swaps er stejlet.
- P.t. er der primært OAS-downside på 4'56 relativt til RTL5, jf. øverste figur.
 - Forsætter krigen bør 4%'erne tabe yderligere i OAS.
 - Kommer der ro på situationen i Mellemøsten, er spænd performance potentialet større i RTL5 vs. 4'erne.
- Risikoen ved at købe RTL5 mod 4'56 er primært relateret til scenariet, hvor situationen i mellemøsten deeskalerer, og vi får en "normalisering" af vol
 - I givet fald kan man ende med at få ret ift. at vinde på OAS, men sætte det hele – og mere til – over styr på vol.
- Vi anbefaler derfor at man køber RTL5 mod 4'56 (spread risk neutralt) inkl. en EU1030-kurvestejler eller EU051030 swap barbell, som hedger det potentielle tab som følge af "normalisering" af primært vol'en.
 - Dvs. enten inkl. 10Y receiver swap (50nom) plus 30Y payer swap (BPV ækvivalent)
 - Eller inkl. 10 receiver swap (200nom) plus 5Y og 30Y payer swaps (50:50 BPV ækvivalent)
 - Disse skaleringer passer omtrent med, at de to overlays ville have tabt svarende til hvad 4'56 har tabt mod RTL5 på rente/vol siden slutningen af februar – og således forventes at vinde på rente/vol ved normalisering.

Konverterbare er for dyre!



OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 01 Jan 14)



5'59 ikke længere så langt væk

- NYK har indtil videre kun åbnet 4% og 3,5%'er i forbindelse med det kommende årgangsskifte.
- De seneste ugers rente- og volstigninger har dog øget sandsynligheden for at åbning af 5'59IO bliver aktuelt.
- Givet nuværende niveauer, ville en 5'59 IO ligge lige over kurs 100.
- En yderligere parallelforskydning af rentekurven på +25bp vil bringe 5'59IO under kurs 100.
- Alternativt kan en stigning på 25bp i korte renter kombineret med 10bp OAS-udvidelse også gøre det.
-

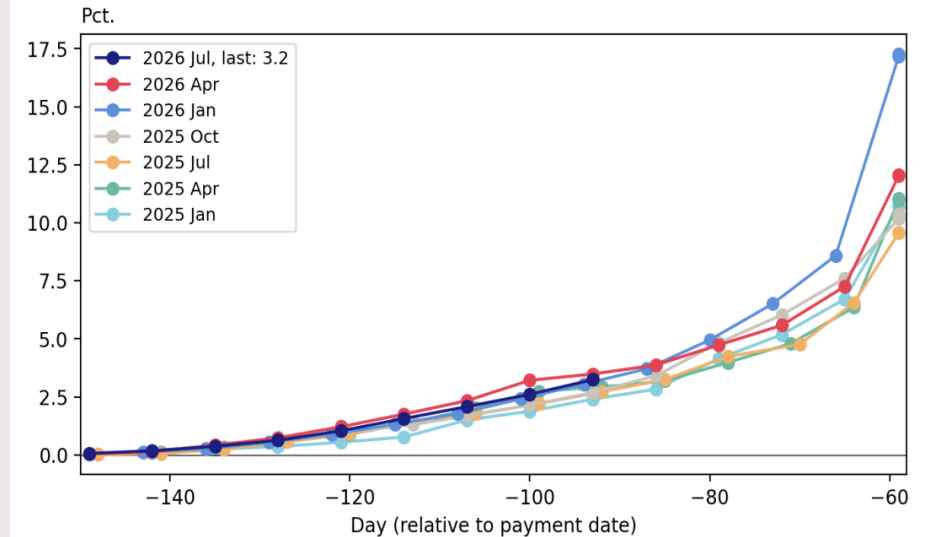
Forventet pris på 5'59 Alm./IO

Name	OAS range		Price range		Price range (Rates +25/+25bp)		Price range (Rates +25/+0bp)		Price range (Rates +25/+0bp, OAS +10bp)	
5 59 A	11	15	101.26	101.44	100.31	100.51	100.65	100.84	100.18	100.37
5 59 IO	7	11	100.65	100.82	99.61	99.82	100.01	100.21	99.53	99.73

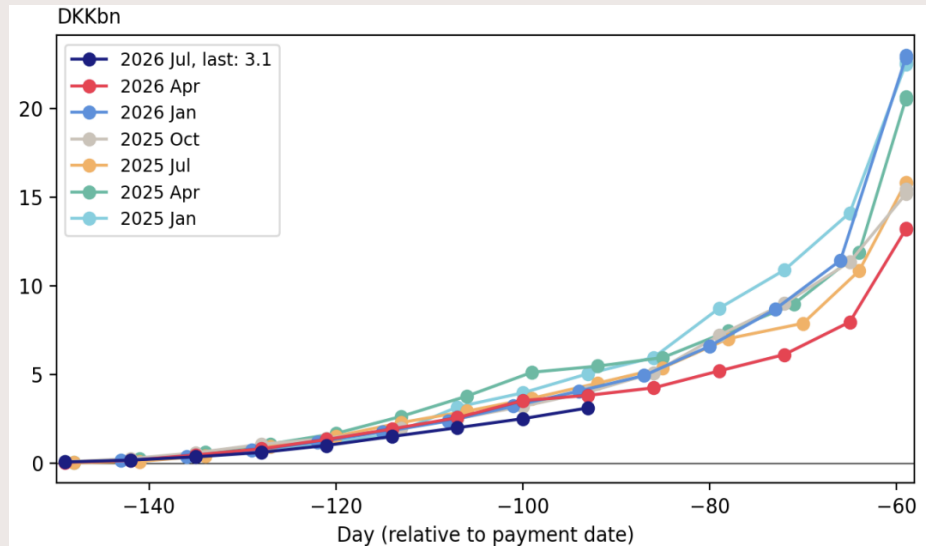
CK93 business as usual

- Intet nyt i dagens CK93. Udtræk i 5%’erne til juli terminen er fortsat på sporet til 10%.
- I absolutte tal ligger udtrækkene en anelse lavere, grundet den mindre cirkulerende mængde af 5%’er.

Preliminary prepayments, 5% 30Y (Pct)



Preliminary prepayments, 5% 30Y (DKKbn)



Anbefalinger

- Vi fastholder alle vores anbefalinger i denne uge, selvom vi forventer at 4'56 kan tabe i den kommende tid.
- Vores anbefaling af 4'56 vs. RTL5 er en anbefaling for 2026 som helhed, hvor vi forventer, at afkastet på en 4'56 vil være højere grundet den bedre carry.
- Vi ser også fortsat høj og lavkuponer for dyre relativt til 4%'ere og fastholder ligeledes vores kupon barbell.
- Vi åbner en ny (kortsigtet) anbefaling af RTL5 vs. 4'56 (spread risk neutralt) inkl. en EU1030-kurvestejler eller EU051030 swap barbell, med udgangspunkt i den aktuelt dyre prisning af 4%'er.
 - EU1030-kurvestejler: 10Y receiver swap (50nom) plus 30Y payer swap (BPV ækvivalent)
 - EU051030 swap barbell: 10 receiver swap (200nom) plus 5Y og 30Y payer swaps (50:50 BPV ækvivalent)
- For at skabe bedre klarhed med vores anbefalinger, opdeler vi fremadrettet vores anbefalinger i kortsigtede og langsigtede anbefalinger.

Kortsigtede anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-02-23	DESTR vs. RTL1	-0.00	-0.02
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	-0.02	-0.05

Langsigtede anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.02	0.01
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	0.00	0.07
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.00	-0.10
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	-0.47	-1.69
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.84	-0.97

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