

Kort realkreditupdate

Uge 15

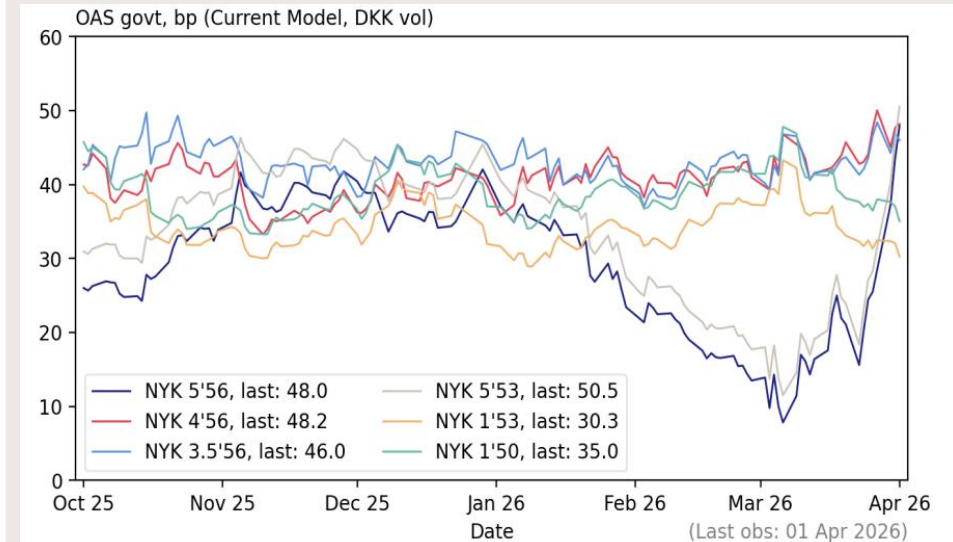
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



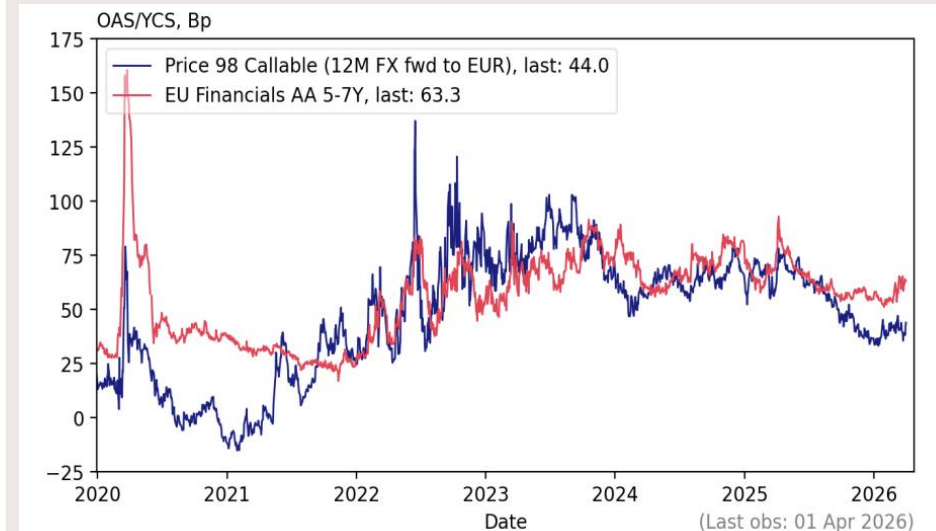
Konverterbare

- De konverterbare har – på nær 5 %-segmentet – i store træk ignoreret den igangværende krig (i hvert fald ift. OAS).
- Lave kuponer er ikke kommet langt ned i pris i forbindelse med, at ordinære afdrag er gået fra, hvilket har gjort segmentet dyrt målt på OAS. Omsætningen i dette segment er dog beskeden, og bevægelserne sker således primært over skærmpriser, der ikke bliver flyttet.
- Selv om kredit, anført af iTraxx-indekset, har nydt godt af nogle relativt stille påskedage, er der fortsat en vis dekobling mellem kredit og realkredit. Se figuren nederst på denne side.
- Bemærk i den forbindelse, at mens bruttoudstedelsen af konverterbare fortsat er moderat/begrænset, så er nettovæksten i segmentet ikke længere nævneværdigt negativ (se også nedenfor).

30Y Callables: OAS Govt



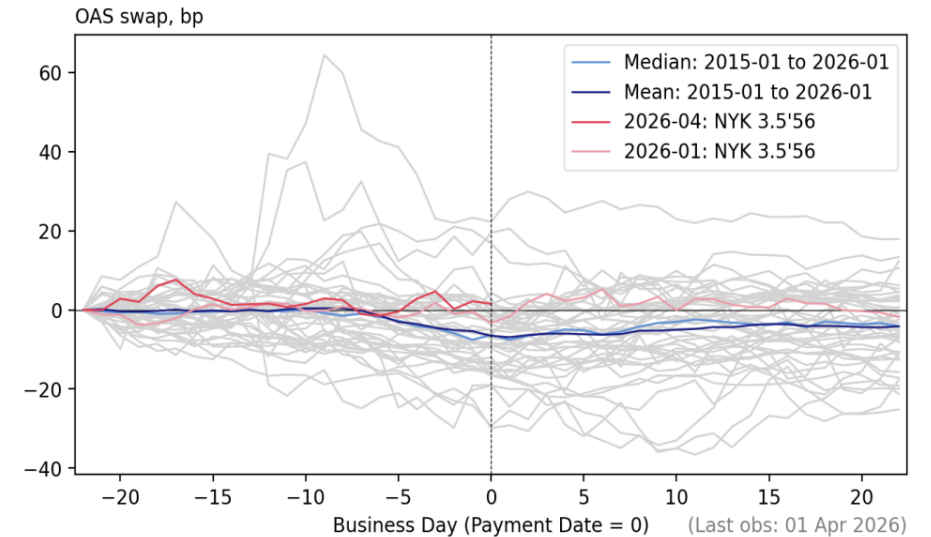
Spread to swap: Callables and European Credit



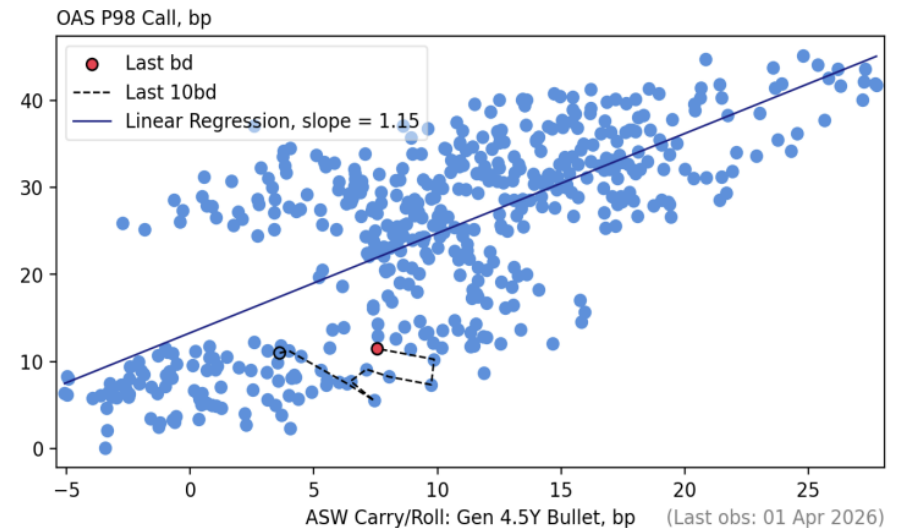
Konverterbare, del II

- Vi har tidligere skrevet, at vi ikke forventede terminsperformance ved denne termin, eller snarere at en eventuel terminsperformance ville blive kamufleret af, at vi ellers ville have set spændudvidelser.
- Konverterbare har ganske vist en god dag i dag med et par bp OAS-performance, men hvorvidt dette skyldes genplaceringsperformance eller performance som følge af, at kreditspænd kører ind, er uvist.
- **Relativ prisfastsættelse:**
Den relative prisfastsættelse mellem konverterbare og RTL er i RTL'ernes favør, og konverterbare mangler at give sig mindst 10 bp ud, før de to segmenter igen er i vatter.

Reinvestment Performance in Callables



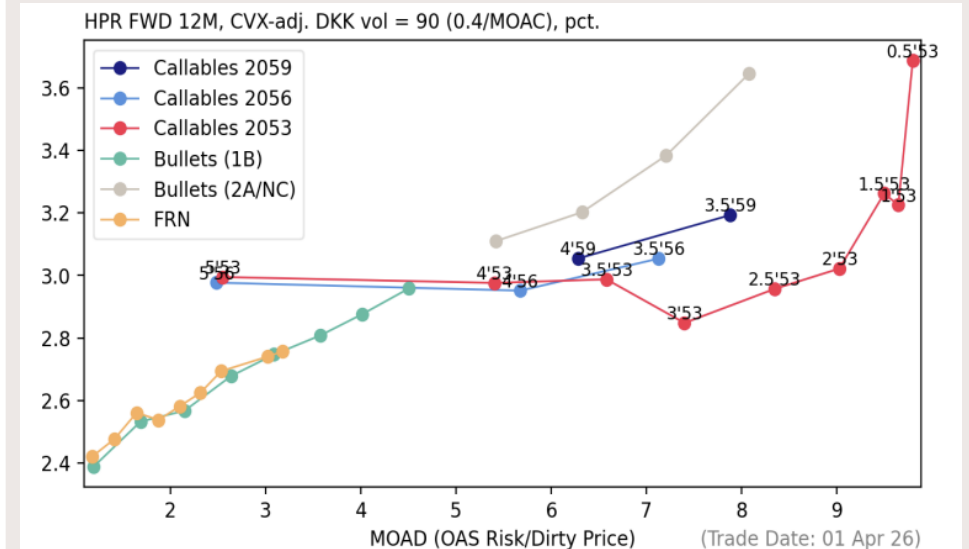
OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 01 Apr 24)



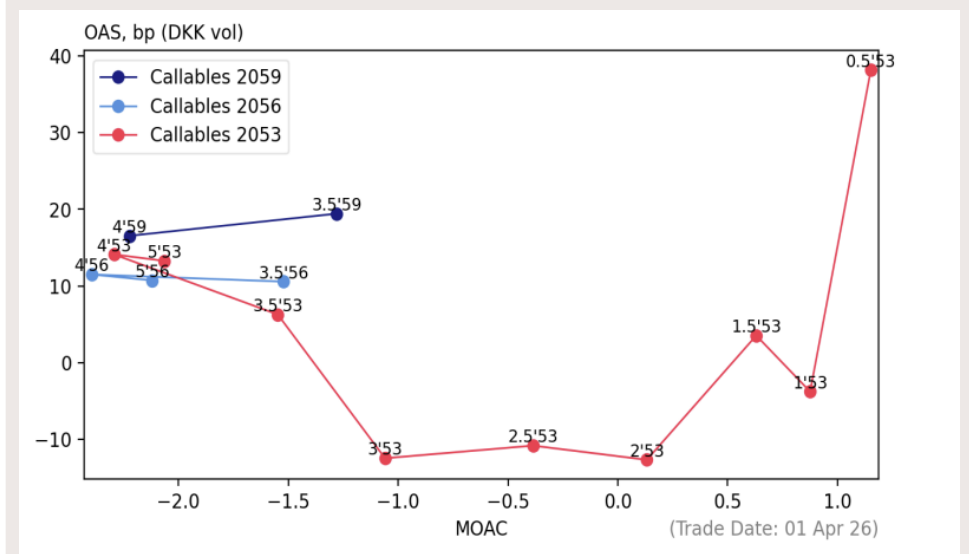
Konverterbare, del III

- Korrigeres det forventede afkast på de konverterbare for den negative konveksitet ved hjælp af den aktuelle volatilitet, er der ikke noget merafkast i de konverterbare relativt til de længste RTL'er.
- Korrektionen ved hjælp af DKK-volatilitet er relativt aggressiv, men giver omvendt en indikation af det fremtidige afkast, hvis den kvoterede volatilitet realiseres.
- Figuren nederst viser OAS vs. negativ konveksitet, og den pointe, vi tager med fra denne figur, er, at der ikke er ekstra betaling i 4'56 relativt til 3,5'56, selv om 4'56 qua den højere kurs har en noget større negativ konveksitet.

HPR FWD 12M (DKK vol), CVX-adj. by vol level



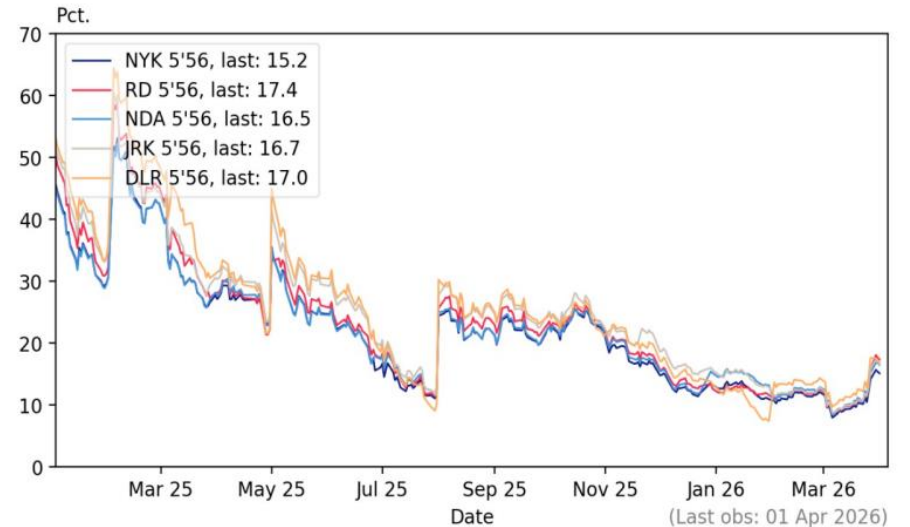
OAS vs MOAC (DKK vol)



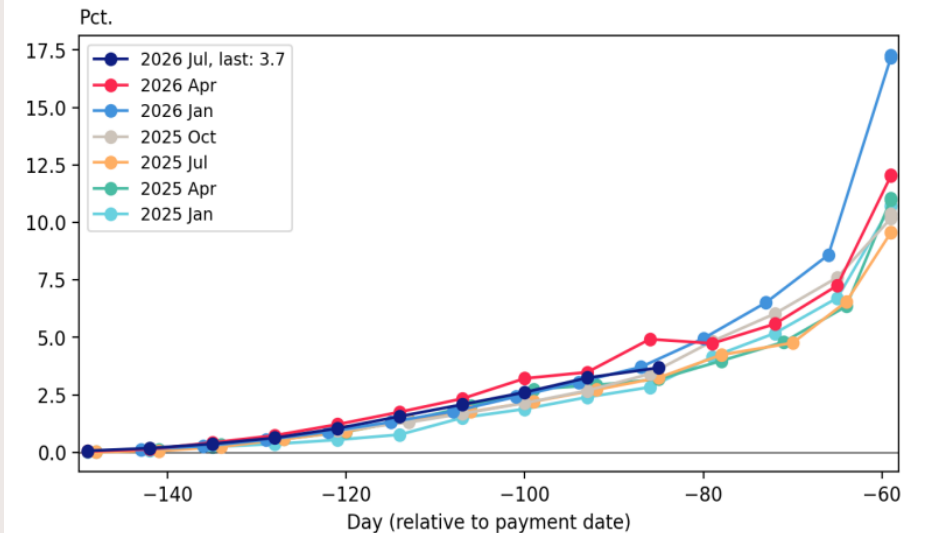
5%’erne (og CK93)

- 5%’erne har været ude i en priskorrektion, som nu gør, at de ser mere fair prissat ud.
 - Således er der – i modsætning til tidligere – kommet en smule luft mellem på den ene side break even trækket på fx 5’56 A, som nu er på 15-18% vs. varighedsækvivalente RTL-obligationer, og på den anden side de forventede udtræk til juliterminen på omkring 10%.
 - Dvs. at man nu igen får lidt kompensation for den større risiko i 5%’erne.
 - Se i øvrigt også [denne analyse](#)
- Dagens CK93 ændrer ikke på billedet af, at udtrækkene til juliterminen formodentlig lander omkring 10% for 5%’erne under ét.
 - Indfrielsestempoet var en anelse lavere end sidste uge, hvilket dog formodentlig skyldes påsken.

Break even udtræk vs. MOAD ækvivalente RTL



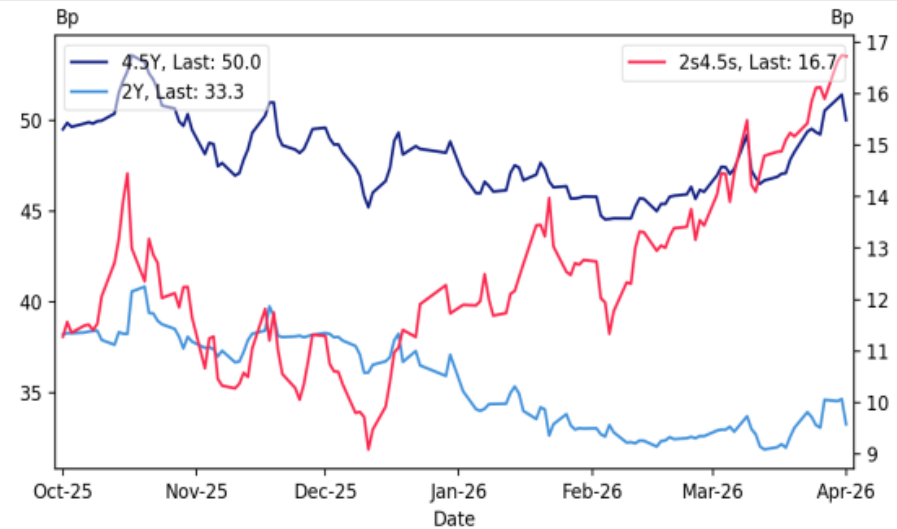
Foreløbige førtidige indfrielse i 5% konverterbare under ét



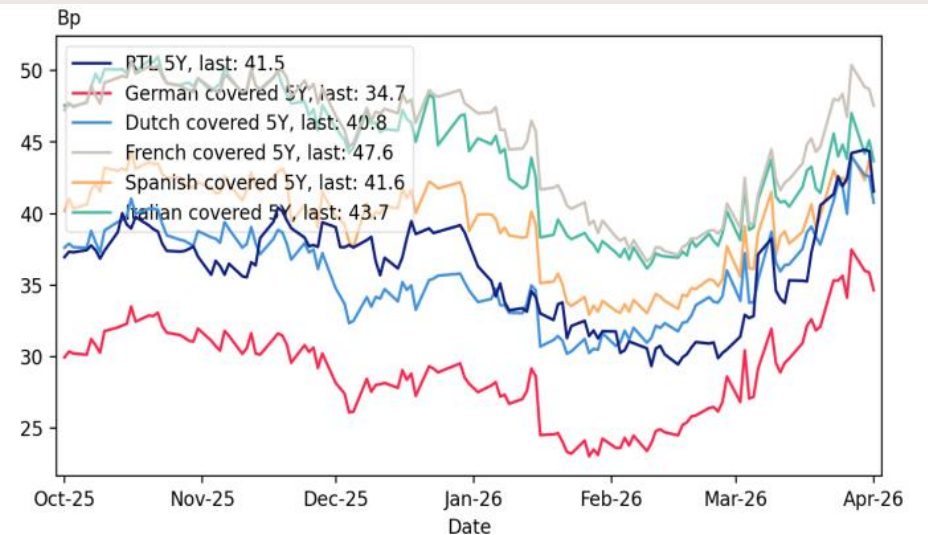
RTL – ser stadig fornuftigt ud!

- RTL-obligationerne havde en god dag i onsdags, hvilket er i tråd med det sædvanlige "terminsmønster", hvor RTL'erne performer en smule, når vi kommer over en termin og den dertil hørende ultimoudstedelse.
- De femårige RTL-obligationer ser dog fortsat fornuftige ud når man kigger på stejlheden af RTL-DESTR spændkurven (se øverste figur)
 - Den seneste måneds spændudvidelse i RTL5'erne har grundlæggende fulgt EUR-covered bonds, når man ser på spænd til DGB/DBR – og på dette punkt ser RTL5'erne altså fair ud.
 - Det samme gør sig gældende når man ser på spænd til EUR-swap på RTL (inkl. basisswap) vs. EUR-covered bonds.

RTL: Spænd til DESTR

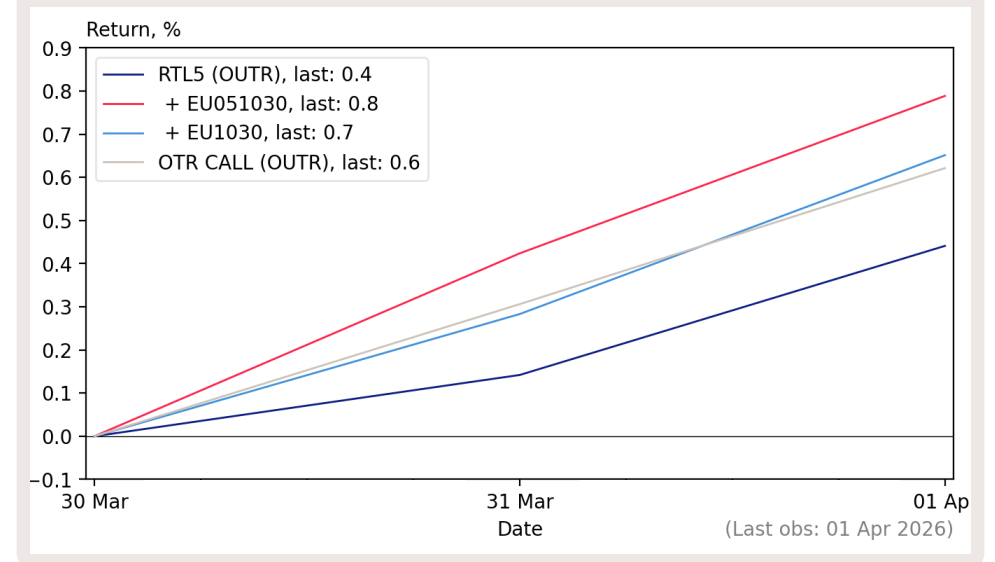
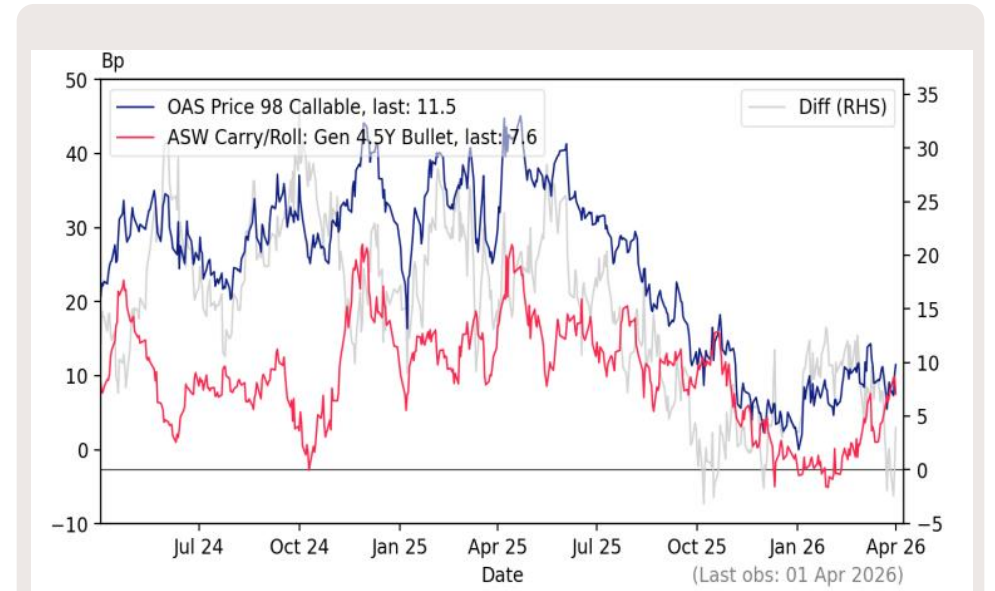


RTL og EUR covereds: Spread to DGB/DBR



RTL vs konverterbare

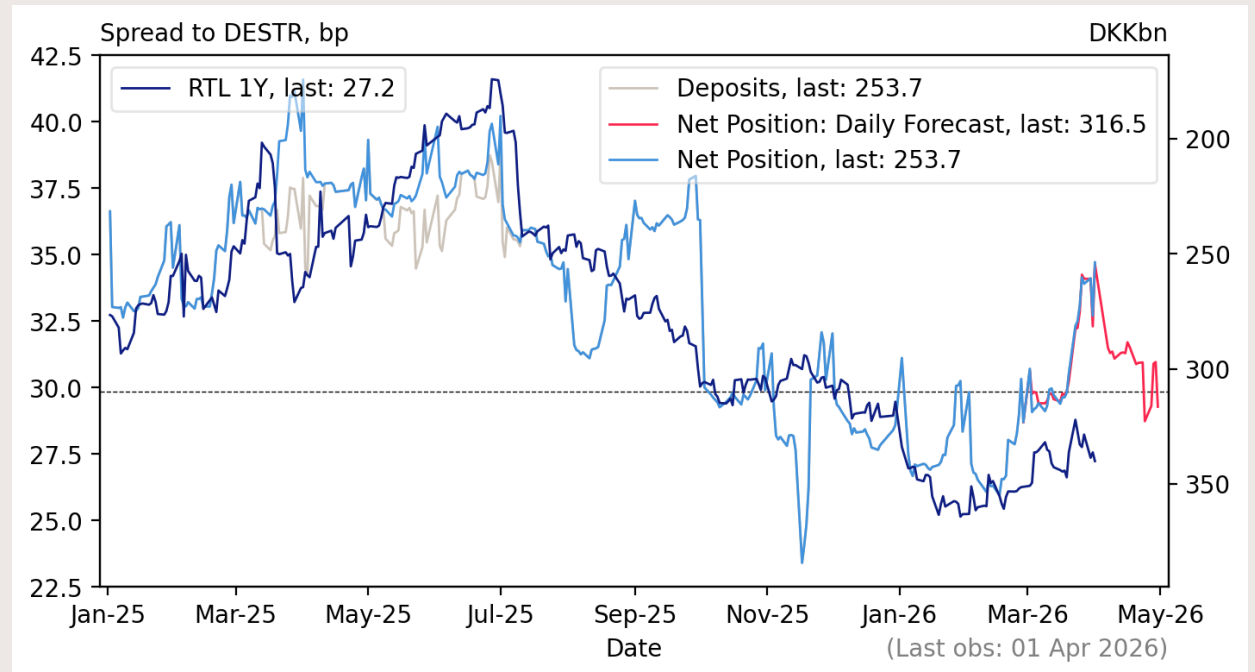
- RTL5'erne ser imidlertid billige ud mod de konverterbare, når man sammenligner ASW carry/rul på en RTL5 med OAS på OTR konverterbare (se øverste figur).
 - Eller rettere: Så ser de konverterbare dyre ud.
- Det er også grunden til, at vi i mandags åbnede en anbefaling af RTL5 over konverterbare – hvor RTL5 kombineres med en EU1030-kurvestejler (eller EU051030 swap barbell) for at hedge – eller replikere – normaliseringspotentialiet i konverterbare
 - I de få dage, der er gået siden åbningen, har denne anbefaling klaret sig fint – og vi ser fortsat værdi i den.



Nettostillingen har nået bunden!

- Nettostillingen nåede i onsdags ned på 254 mia. kr., hvilket forventes at være "bunden" for 2026.
 - I den kommende måned forventes nettostillingen at stige til godt 300 mia. kr. – et niveau, som den forventes at holde frem til sommerferien (herefter stiger den yderligere)
- Mens de etårige RTL-obligationer er gået ud mod DESTR siden midten af januar, er det ikke sket i et omfang, der svarer til korrelationen mellem nettostillingen og 1Y RTL-DESTR spænd siden starten af januar 2025 (se figuren).
 - Mens dette givetvis er relateret til, at det aktuelle "dyk" i nettostillingen er forholdsvis kortvarigt (og forventet på forhånd), så tilsiger likviditetssituationen umiddelbart, at de korte RTL-obligationer kunne tabe et par punkter yderligere mod DESTR.

Sammenhæng mellem nettostillingen og 1Y RTL-DESTR spænd siden jan 2025



Ultimoudstedelse overstået

- Ultimoudstedelsen af RTL og FRN endte en anelse højere end forventet (vi skrev om vores forventning på side 8 [her](#))
 - Det var ingen overraskelse, at der kom flere RTL end FRN (rundt regnet 15 mia. kr. vs 8,5 mia. kr.), eller at det blandt RTL'erne var RTL5, der med 8 mia. kr. var den mest populære løbetid blandt låntagerne
 - Ses RTL1 og FRN under ét, lå de korte varer (knap 10,5 mia. kr.) dog fortsat foran RTL5 (8 mia. kr.).
 - RTL3 fyldte mindre med ca. 4 mia. kr.

End-of-quarter issuance: 20260401

Issuer	Callables	Bullets	Float	Caps	Total
NYK	-60	4186	5518	0	9643
RD	92	1517	1025	0	2634
NDA	-85	4441	727	0	5082
BRF	121	4097	392	0	4610
DLR	143	700	807	0	1650
Total	210	14940	8469	0	23619

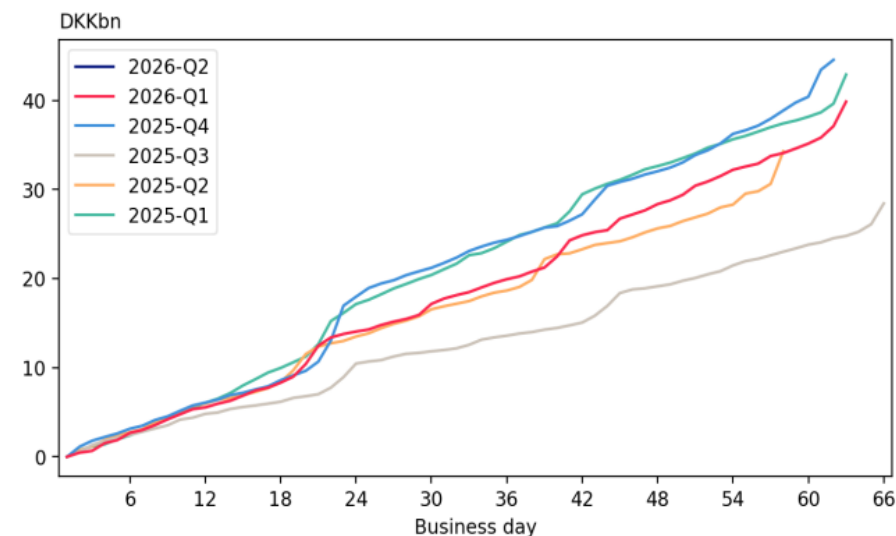
End-of-quarter issuance - Bullets by maturity: 20260401

Issuer	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	+6Y	Total
NYK	29	82	1283	-0	2830	-38	4186
RD	455	153	99	100	602	108	1517
NDA	100	110	1533	85	2622	-10	4441
BRF	1371	150	980	71	1525	0	4097
DLR	0	0	138	60	502	0	700
Total	1955	496	4033	315	8081	60	14940

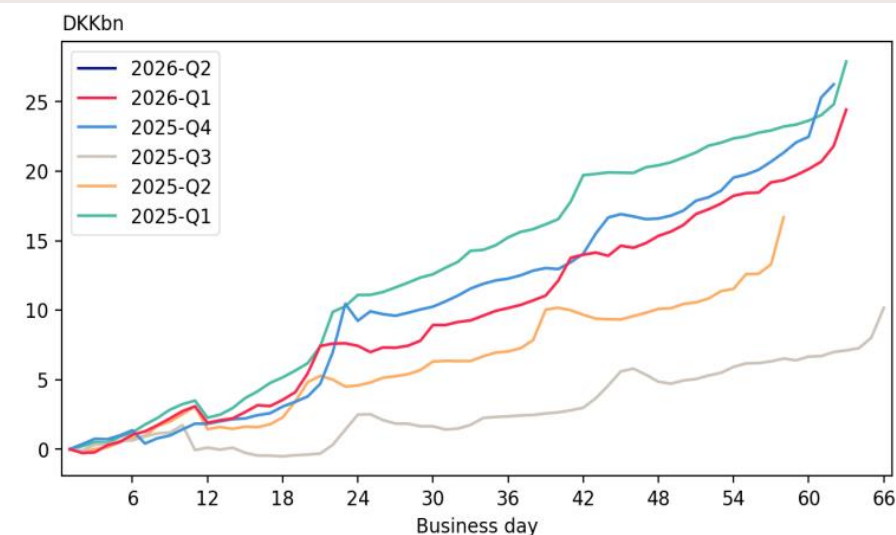
Udstedelsen i øvrigt: Konverterbare

- Bruttoudstedelsen af konverterbare i Q1 2026 lander lidt lavere end vi så i Q4 2025
 - Forskellen skyldes dog primært en højere ”månedsumtoudstedelse” i første måned af Q4 2025 (dvs. oktober) end i første måned af Q4 2026, jf. også figuren (omkring handelsdagene 18-24)
 - Den større ”månedsumtoudstedelse” i første måned af Q4 2025 kan formodentlig tilskrives det større omfang af ekstraordinære indfrielse i 5%-konverterbare til januarterminen, hvilket gav større udstedelse af konverterbare (fastkursaftaler) op til opsigelsesfristen ultimo oktober.
 - Ses bort fra denne forskel, er tempoet i den konverterbare udstedelse i Q1 2026 omtrent uforandret ift. Q4 2025.
- Nettoudstedelsen i løbet af kvartalet (bruttoudstedelsen fratrukket tilbagekøb) lander umiddelbart på knap 25 mia. kr. i Q1 2026 – ikke langt fra niveauet i Q4 2025
 - Med samlede indfrielse (ordinære og ekstraordinære under ét) på 28 mia. kr., bliver nettovæksten i det konverterbare segment altså kun lige akkurat negativ.
 - Den negative nettovækst i segmentet på 16-18 mia. kr. pr. kvartal, som vi så i andel halvdel af 2025, er altså lagt bag os – helt som vi forventede!

Bruttoudstedelse af konverterbare (pba. cirk. mængder)



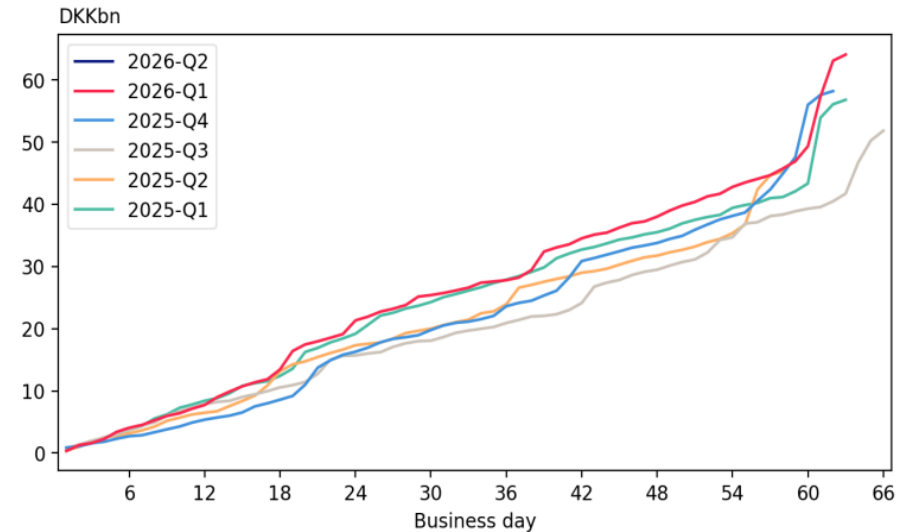
Løbende nettoudstedelse af konv. (pba. cirk. mængder)



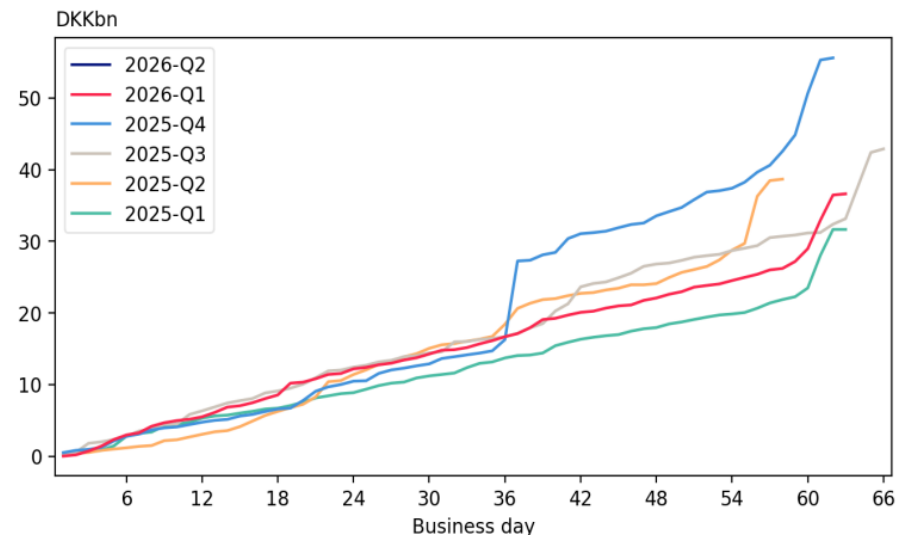
Udstedelsen i øvrigt: RTL og FRN

- Bruttoudstedelsen af RTL (ekskl. refinansieringsauktioner) landede en anelse højere i Q1 2026 end vi så i Q4 2025
 - Dette var primært drevet af 4-5 årige RTL-obligationer, hvor udstedelsen i Q1 2026 faktisk overgik Q4 2025, på trods af et lavere omfang af indfrielse i 5% konverterbare.
 - Udstedelsen af 5 årige RTL-obligationer i Q1 2026 har dog formodentlig fået et boost af "tidlig" refinansiering af RTL5-lån (dvs. forud for auktionerne i februar) – og vi forventer dermed ikke, at RTL'erne kan holde helt samme udstedelsesniveau i Q2 2026. Der bliver dog sandsynligvis heller ikke tale om et markant fald.
- Bruttoudstedelsen af FRN lander en anelse lavere end de seneste kvartaler (Q4 2025 er påvirket af udstedelse af 10 mia. kr. i JRKs CITA 12M FRN).
 - Vi forventer lidt mere FRN i løbet af Q2 2026 – blandt andet relateret til refinansiering af udløbet til juliterminen, men heller ikke her bliver der formodentlig tale om store ændringer.

RTL: Bruttoudstedelse ex refi-auktioner (pba. OMX)



FRN: Bruttoudstedelse ex refi-auktioner (pba. OMX)



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