

# Kort realkreditupdate

## Uge 16

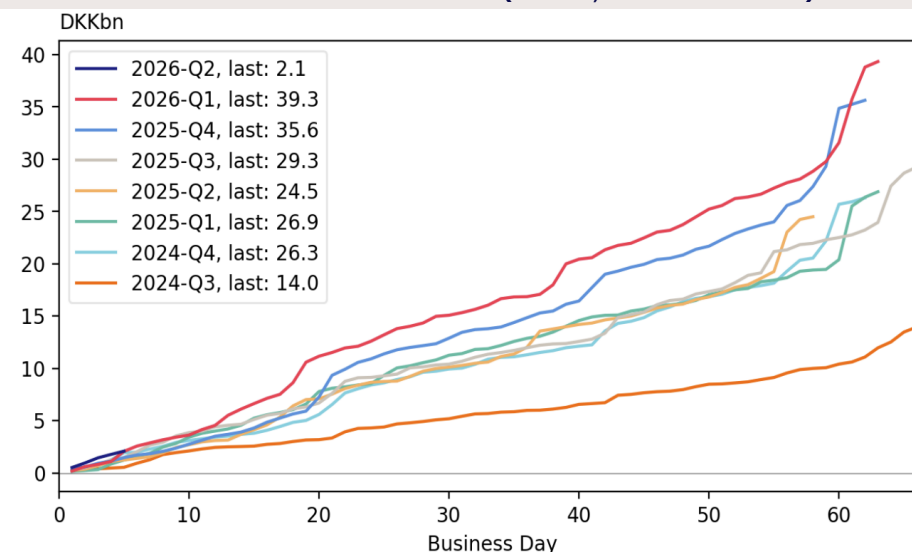
Peter Bache  
Veronica Bergstrøm



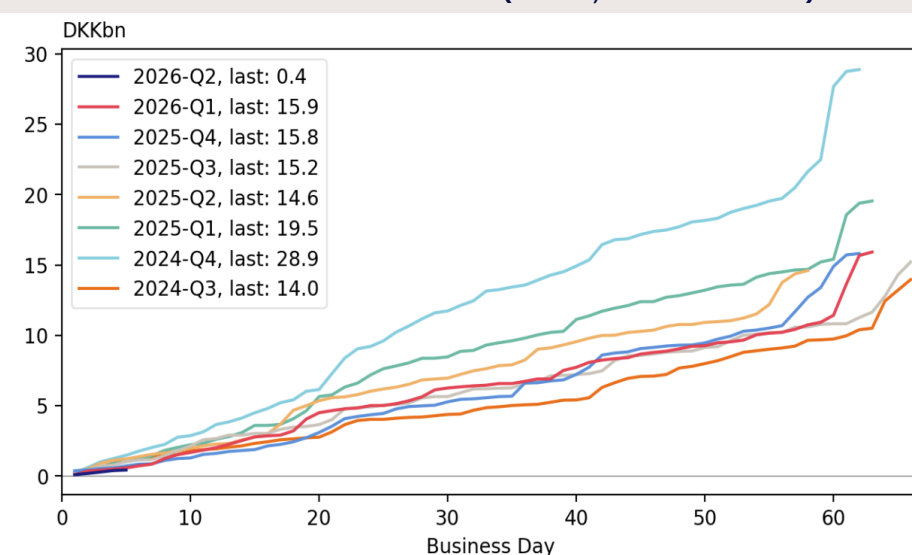
# Vi drukner i RTL5

- Vi har før pointeret, at der skulle komme færre RTL5'er, som følge af færre skrå nedkonverteringer.
- Men Q1'26 bød på den højeste RTL5-udstedelse vi har set det sidste halvandet år.
- Vi ser det som overvejende sandsynligt, at den høje RTL5-udstedelse i Q1 skyldes refinansiering af det (ekstra) store RTL-udløb til 1. april, som er sket uden for refinansieringsauktionerne. Vores konklusion skyldes:
  - Samlet set lav refinansieringsgrad på februar auktionerne (67%)
  - RD kom (som vi har set før) med en pæn mængde RTL5 i januar, som ligner tidlig refinansiering.
  - Stor del af den resterende RTL5-udstedelse kom som ultimoudstedelse i marts.
  - Den udestående mængde af RTL'er er ikke steget med mere i Q1 (og Q4'25) end i de foregående kvartaler.
- Flere låntagere har formentlig søgt mod RTL5 denne gang som følge af uroen på de finansielle markeder i forbindelse med krigen og det faktum, at et RTL3 og RTL5-lån koster det samme.
- RTL3-udstedelsen er i mellemtiden faldet tilbage til det niveau, vi så før, at boostet fra skråkonverteringer fik den til at stige.

## Akkumuleret udstedelse af RTL5 (OMX, net auktioner)



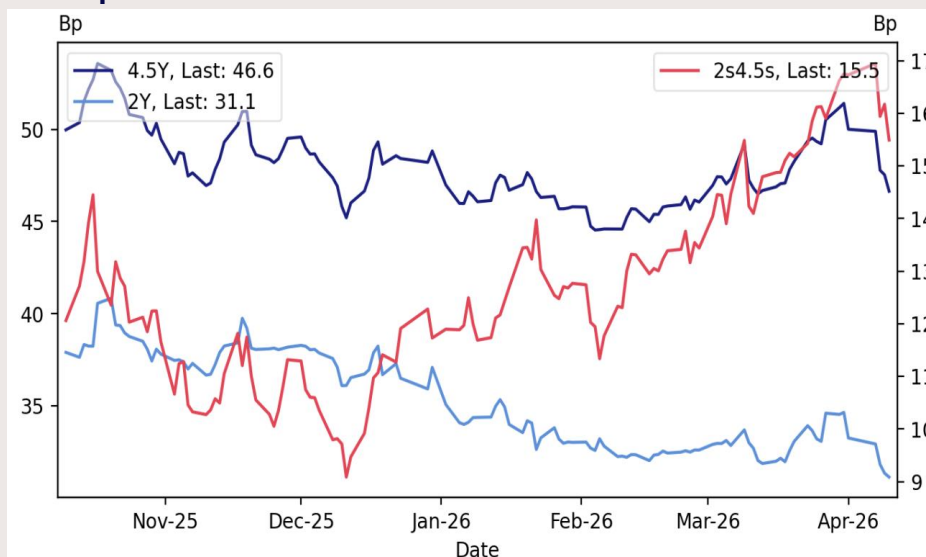
## Akkumuleret udstedelse af RTL3 (OMX, net auktioner)



# Men det skal ikke fortsætte

- Den store RTL5-udstedelse har formentlig været en medvirkende faktor til den stejling af RTL-DESTR-spændkurven, vi har set i de seneste måneder
- RTL-udløbet til de to kommende terminer er som vanligt temmelig begrænset, og der er dermed udsigt til færre RTL-obligationer, som skal refinansieres.
- Samtidig skal der fortsat komme færre RTL(5)-obligationer, som følge af færre skrå nedkonverteringer.
- Samlet set peger pilen ned af for udstedelsen af RTL(5)-obligationer det næste halve år.
- Vi forventer, at dette vil medvirke til at RTL-DESTR-spændkurven flader 2-3 bp (4,5Y-2Y)
- Vi har en åben anbefaling af RTL5 mod RTL3, som vi fastholder på ryggen af denne forventning.
- Udstedelsen kan stige igen hen mod slutningen af året, som følge af store RTL-udløb til januar og april-terminerne 2027.

RTL-spænd til DESTR



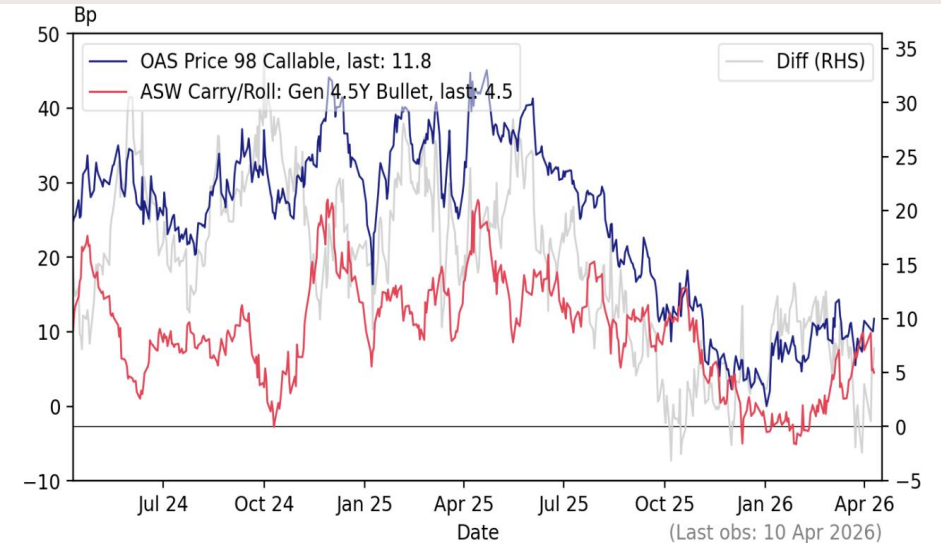
RTL-udløb til kommende terminer efter oprindelig løbetid

| Termin   | Total   | 1Y     | 2Y    | 3Y     | 4Y    | 5Y     | 6Y+   |
|----------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 01/07/26 | 35,532  | 2,005  | 876   | 8,277  | 2,008 | 22,365 | 0     |
| 01/10/26 | 43,373  | 20,954 | 687   | 5,374  | 368   | 15,989 | 0     |
| 01/01/27 | 168,513 | 60,346 | 7,534 | 27,711 | 3,625 | 66,317 | 2,980 |
| 01/04/27 | 145,446 | 44,745 | 7,789 | 33,438 | 2,999 | 50,987 | 5,488 |
| 01/07/27 | 44,703  | N/A    | 1,120 | 17,152 | 1,758 | 24,646 | 0     |

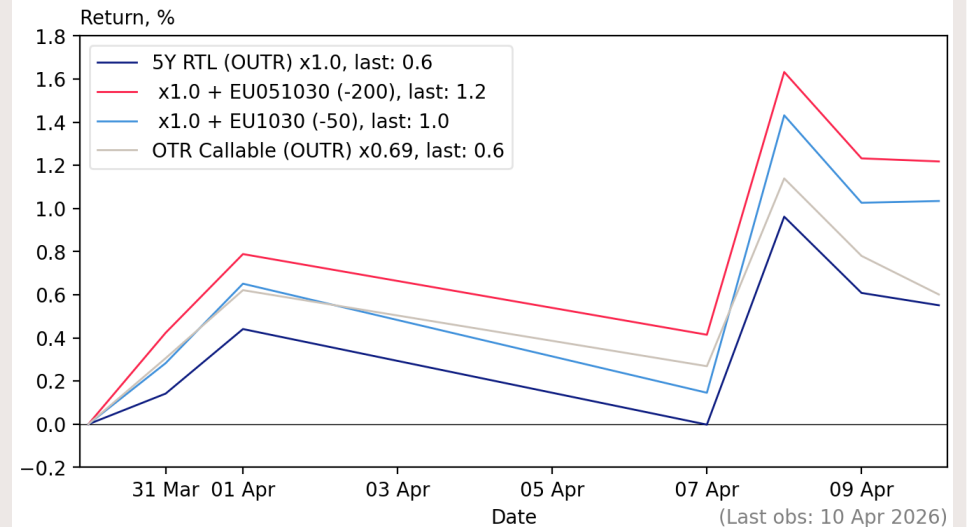
# RTL5 vs konverterbare

- Vi åbnede forrige mandag en anbefaling af RTL5 over OTR-konverterbare, hvor RTL5 kombineres med en EU1030-kurvestejler (eller EU051030 swap barbell) for at hedge – eller replikere – normaliseringspotentialiet i konverterbare
  - Pr. EOD fredag var anbefalingen i pengene (for begge swap overlays). Dette fremgår af figuren nederst til højre, hvor fortjenesten på anbefalingen udgøres af forskellen på den røde eller lyseblå kurve og den grå.
  - Havde anbefalingen ikke inkluderet et af de to swap overlays, ville den have været ude af pengene, idet konverterbare har haft medvind fra lavere vol i et omfang, som modsvarer/overgår den relative OAS-performance i RTL5.
- Efter sidste uges performance i RTL5 er prisningen af OTR-konverterbare vs. RTL5 blevet mere fornuftig
  - Vi ser dog fortsat mere værdi i RTL5 (inkl. overlays) og fastholder anbefalingen!

OAS på kurs 98 konverterbare vs. ASW carry/rul på RTL5



RTL5 + overlays vs. OTR konverterbar har performet



# FRN: Auktioner i sigte!

- Vi begynder så småt at nærme os refinansieringsauktionerne i Maj, der som vanligt primært vil byde på FRN
  - Udløbet af FRN til 1. juli er p.t. på lige knap 88 mia. kr.
  - Årets store FRN-auktioner bliver dermed mindre end vi har set de sidste tre år, hvor udløbet har ligget på 115-130 mia. kr.
  - Udbuddet af FRN på dette års majauktioner forventes at lande omkring 80 mia. kr. svarende til en refinansieringsgrad på 90 pct.
- RTL-udløbet til 1. juli er en anelse større end sidste år
  - Dette er primært drevet af, at udløbet af oprindeligt femårige RTL-obligationer i år er godt 22 mia. kr., hvor det sidste år var knap 17 mia. kr.
  - Refinansiering af RTL-obligationer (både på og uden for refinansieringsauktionerne) vil dog blive en væsentlig mindre kilde til udstedelse af RTL(5) i indeværende kvartal end vi har set de to foregående.
- Vi kender endnu ikke auktionstidspunkter mv., men vi forventer, at auktionerne (primært) vil finde sted i uge 21, dvs. 18. til 22. maj
  - Vi ved dog, at NYK refinansierer deres udløb af CITA 6M FRN med to nye CITA 6M FRN med udløb i juli 2029.

## Udløb af FRN 1. juli

| Issuer | Total  | CITA 3M | CITA 6M | CIBOR 3M | CIBOR 6M |
|--------|--------|---------|---------|----------|----------|
| NYK    | 28,078 | 0       | 28,078  | 0        | 0        |
| RD     | 37,370 | 0       | 10,967  | 0        | 26,403   |
| NDA    | 8,018  | 0       | 0       | 0        | 8,018    |
| BRF    | 3,912  | 0       | 0       | 3,912    | 0        |
| DLR    | 10,395 | 0       | 3,296   | 0        | 7,099    |
| LRF    | 0      | 0       | 0       | 0        | 0        |
| Total  | 87,773 | 0       | 42,341  | 3,912    | 41,520   |

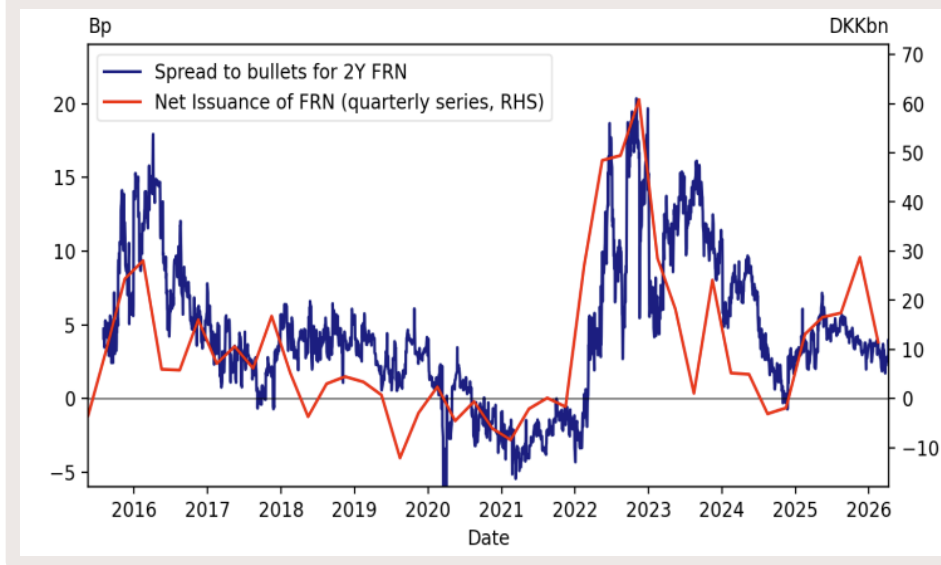
## Udløb af RTL 1. juli

| Issuer | Total  | 1Y    | 2Y  | 3Y    | 4Y    | 5Y     | 6Y+ |
|--------|--------|-------|-----|-------|-------|--------|-----|
| NYK    | 34,417 | 891   | 876 | 8,277 | 2,008 | 22,365 | 0   |
| RD     | 0      | 0     | 0   | 0     | 0     | 0      | 0   |
| NDA    | 0      | 0     | 0   | 0     | 0     | 0      | 0   |
| BRF    | 1,114  | 1,114 | 0   | 0     | 0     | 0      | 0   |
| DLR    | 0      | 0     | 0   | 0     | 0     | 0      | 0   |
| LRF    | 0      | 0     | 0   | 0     | 0     | 0      | 0   |
| Total  | 35,532 | 2,005 | 876 | 8,277 | 2,008 | 22,365 | 0   |

# FRN vs. RTL

- FRN-spændene til RTL-kurven er overordnet set gået sidelæns de seneste måneder
  - For Q1 forekommer spændet endvidere i overensstemmelse med den historiske korrelation med niveauet for nettoudstedelsen af FRN (jf. figuren)
  - Dette har generelt været tilfældet siden slutningen af 2024 (i hvert fald hvis man korrigerer FRN udstedelsen for Q4'25 for de 10 mia. kr., som JRK udstedte i den nye CITA 12M FRN).
- Vi havde i starten af året en forventning om, at FRN-spændene til RTL-kurven skulle lidt ud – og åbnede i den forbindelse en anbefaling af RTL (hedged) mod FRN.
  - Dette var på baggrund af forventet modvind til FRN (relativt til RTL) fra lavere nettostilling i Q1 samt udbuddet på de store FRN auktioner i maj.
  - FRN-spændene til RTL-kurven har taget faldet i nettostillingen med ophøjet ro, og anbefalingen er gået sidelæns.
  - Vi ser dog fortsat en mulighed for, at FRN-spændene kan gå lidt ud mod RTL frem mod majauktionerne (og har svært ved at se FRN performe mod RTL fra det aktuelle niveau).
  - Vi fastholder derfor anbefalingen.

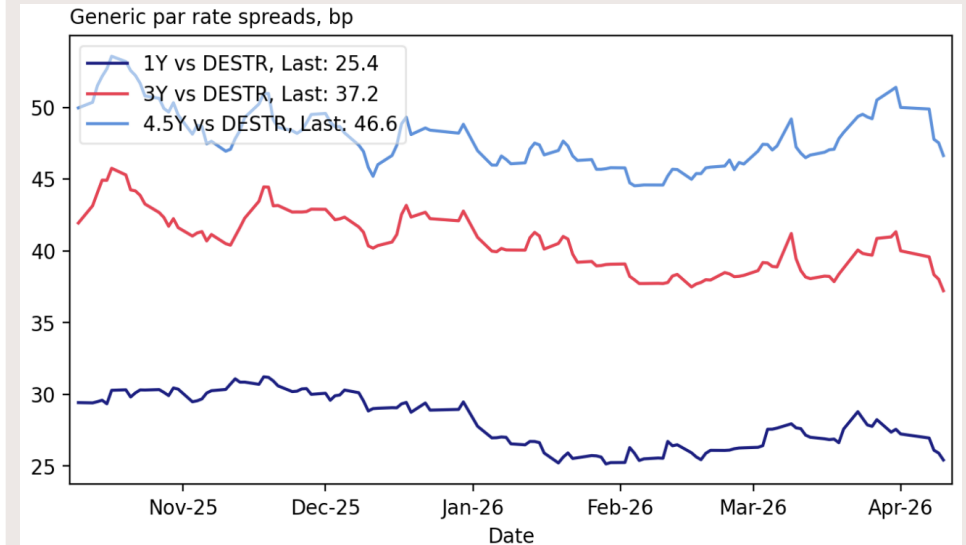
FRN-spænd til RTL vs. nettoudstedelse af FRN



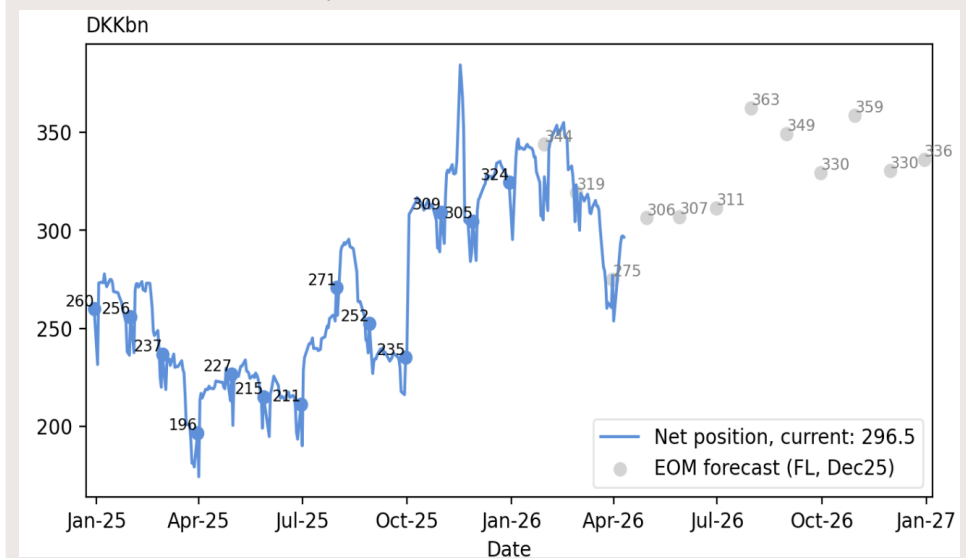
# It was not the net-position...

- Vi forventede spændudvidelser i korte RTL'er hen mod d. 1 april, som følge af mindre likviditetsrigelighed, samt pres fra ultimoudstedelsen.
- De korte RTL'er gik dog på uændrede spænd henover påsken og har efterfølgende performet igen.
- Den kortvarige lavere nettostillingen har således ikke haft den negative påvirkning på spændene, som vi forventede.
- I stedet ser det ud til, at performance i længere RTL'er som følge af mere ro på situationen i Mellemøsten har smittet af på de korte RTL'er.
- Vi synes stadig RTL er prissat til den dyre side, men lukker vores anbefaling af DESTR vs. RTL (med tab), som følge af at nettostillingen nu står til at stige støt igen, og vi samtidig er på den anden side af ultimoudstedelsen.

## Bullets: Spread to DESTR



## Danish Central Bank, Net Position forecast



# Anbefalinger

- For at skabe større klarhed over vores anbefalinger, opdeler vi dem i kortsigtede (tidshorisont: få uger) og langsigtede anbefalinger (tidshorisont: kvartaler).
- Vores anbefaling af DESTR vs. RTL1 var baseret på en forventning om, at den lavere nettostilling ville give spændudvidelser i RTL1. Det har ikke været tilfældet og da nettostillingen står til at stige støt igen herfra lukker vi anbefalingen med tab.
- Vi fastholder vores resterende anbefalinger.
- Vi fastholder desuden vores (kortsigtede) anbefaling af RTL5 + overlays vs. konverterbare (fremgår ikke af tabellen til højre).

## Kortsigtede anbefalinger

| Opening date | Name           | Return 5bd | Total return |
|--------------|----------------|------------|--------------|
| 2026-02-23   | DESTR vs. RTL1 | -0.02      | -0.05        |
| 2026-02-23   | RTL5 vs. RTL1  | 0.03       | -0.04        |

## Langsigtede anbefalinger

| Opening date | Name                                | Return 5bd | Total return |
|--------------|-------------------------------------|------------|--------------|
| 2025-08-25   | CITA vs CIBOR 3M FRN                | -0.01      | 0.01         |
| 2025-11-27   | CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN            | -0.00      | 0.06         |
| 2026-01-12   | RTL5 vs. RTL3                       | 0.01       | -0.10        |
| 2026-01-15   | RTL vs FRN                          | 0.03       | -0.01        |
| 2026-01-15   | NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO | 0.10       | -0.74        |
| 2026-01-26   | 4'56 vs RTL5                        | 0.02       | -0.16        |

# 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