

Kort realkreditupdate

Uge 18

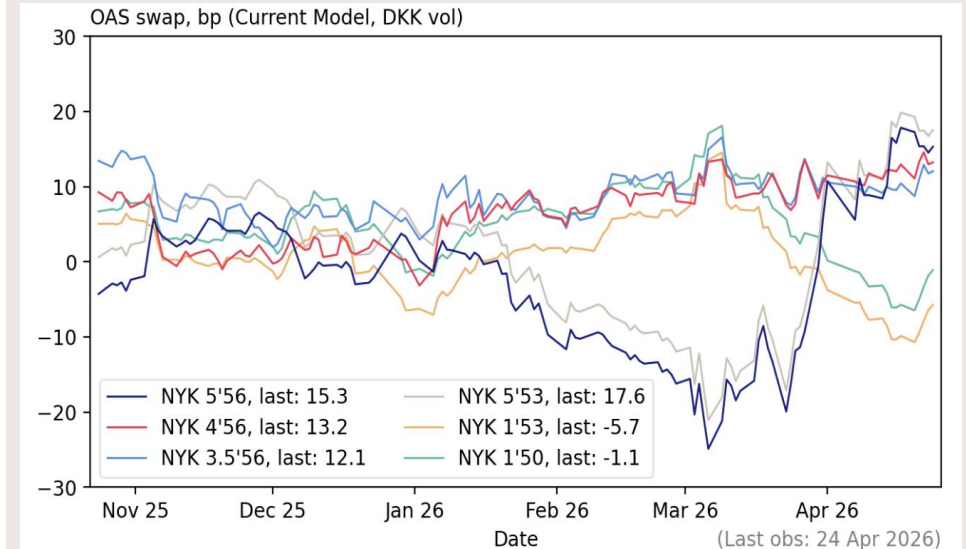
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



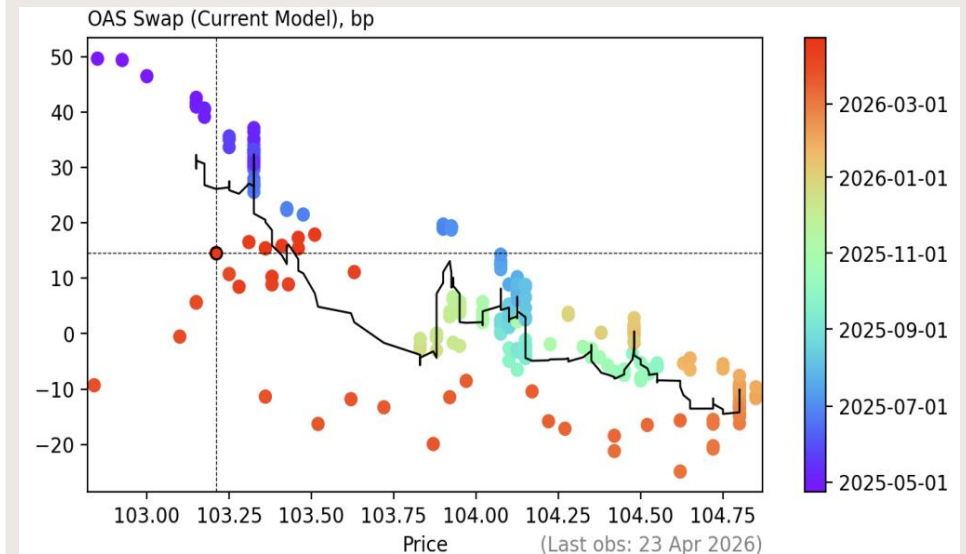
Carry casen i 5%'ere ser fornuftig ud

- Selvom 5%'erne performede en smule henover sidste uge – både før og efter vi åbnede vores købsanbefaling – så har de tabt godt og vel 40 OAS-punkter siden starten af marts.
- Inden sidste uges performance, var 5%'erne tilbage på OAS- og kursniveau svarende til sidste sommer.
- Havde man dengang købt 5%'ere mod varighedsækvivalente RTL'er havde det som bekendt været et godt køb.
- I torsdags åbnede vi derfor en anbefaling af 5%'erne mod korte RTL'er, primært på baggrund af carry og i mindre grad troen på OAS-performancepotentiale.
- En vigtig forskel ift. sidste år er, at 5%'erne nu har en del mere varighed. Det skyldes en kombination af rentekurven, mindre attraktive refinansieringsalternativer og poolfaktor.
 - Skulle renter stige igen, vil det således ramme 5%'erne hårdere.
- Udtræk ser dog ud til at lande på 10% igen til juliterminen (se også næste side), og vi forventer, at udtræk vil aftage gradvist til de kommende terminer.
 - Dette er under de aktuelle break-even prepayments på 13-15% (med undtagelse af RD)
 - Vi synes derfor stadig carry-casen i 5%'erne er fornuftig, og foretrækker dem over varighedsækvivalente RTL'er.

30Y Callables: OAS Swap



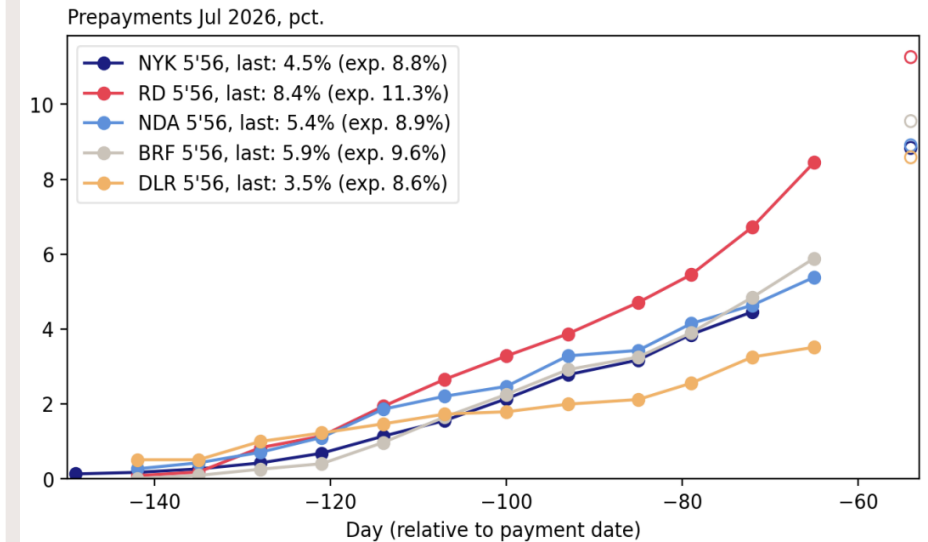
NYK 5'56: OAS vs Price



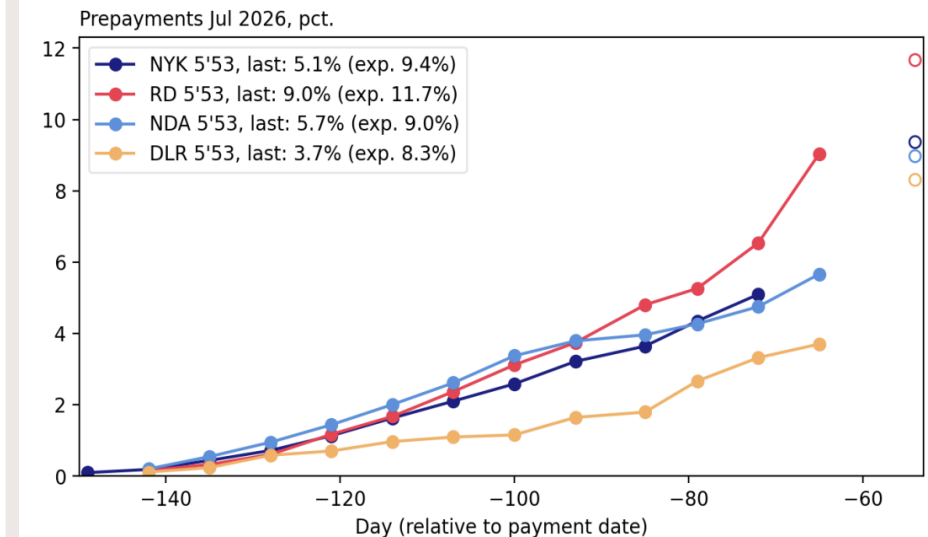
CK93: RD i front

- Opsigelsesfristen er nu kun et par dage væk og dagens CK93 ligger fortsat lavt for de fleste udstedere.
- M.a.o fortsat på sporet til endnu en termin med moderate udtræk i omegn af 10%
 - Bemærk: NYK tal er ikke opdateret i graferne, men NYK's træk er på linje med udviklingen for de resterende udstedere, bort set fra RD.
- RD ligger dog højere end øvrige udstedere – og vil formodentlig snarere lande omkring 15%

Preliminary prepayment rates in 5'56A, Jul 2026



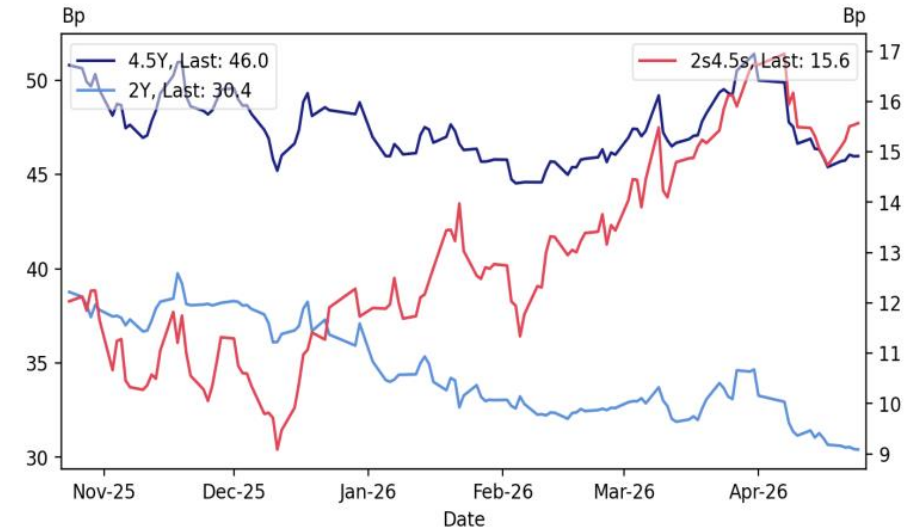
Preliminary prepayment rates in 5'53A, Jul 2026



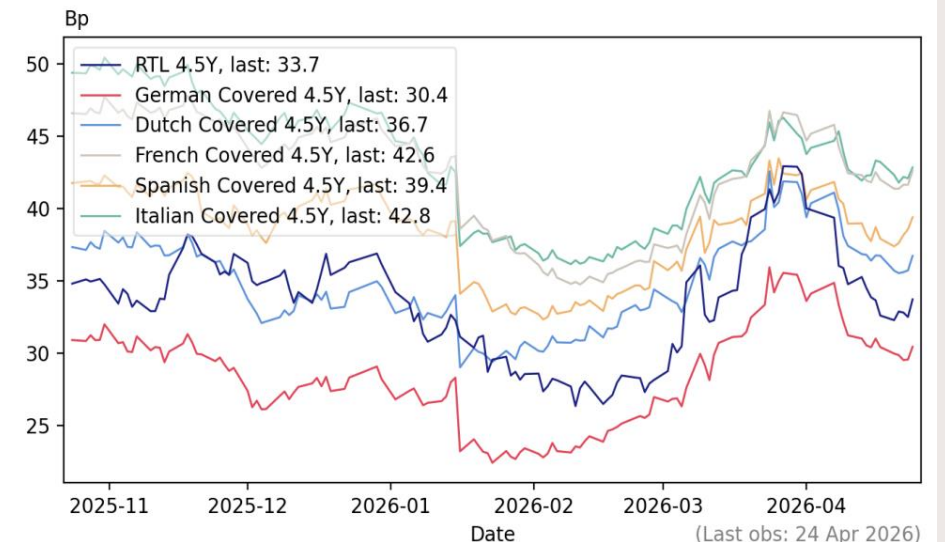
RTL-DESTR står stejlt!

- RTL-DESTR spændene stejlede (2Y-4,5Y) en smule igen i sidste uge – og fortrød dermed noget af den fladning, vi har set siden slutningen af marts
- De 4-5 årige RTL'er tabte en smule mod stater – i lighed med den bevægelse vi så i Europæiske Covered bonds
 - De 4-5 årige RTL-obligationer ser p.t. fair prissat ud mod EUR covered bonds
 - Set mod både stater og (EUR) swap er RTL-kurven dog fortsat stejlere end det er tilfældet for EUR-covered bonds
- Vi synes fortsat at spændet på korte RTL'er ser lavt ud og vi tror at RTL-spændkurven skal flade, men det kræver givetvis at vi rent faktisk ser en lavere udstedelse af RTL5.
 - Det får vi første test af i denne uge (se næste side)

RTL-DESTR har fortrudt noget af den seneste fladning



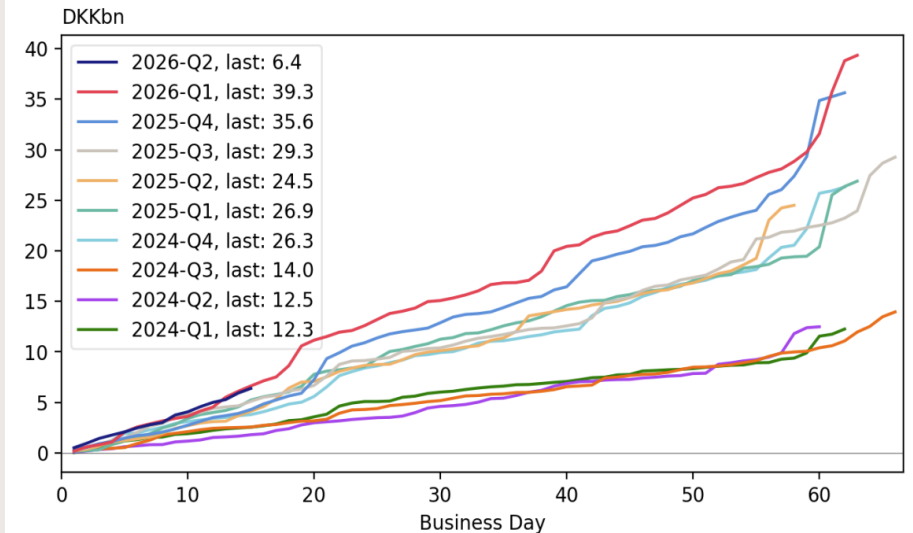
RTL and EUR covered bonds: Spread to DGB/DBR



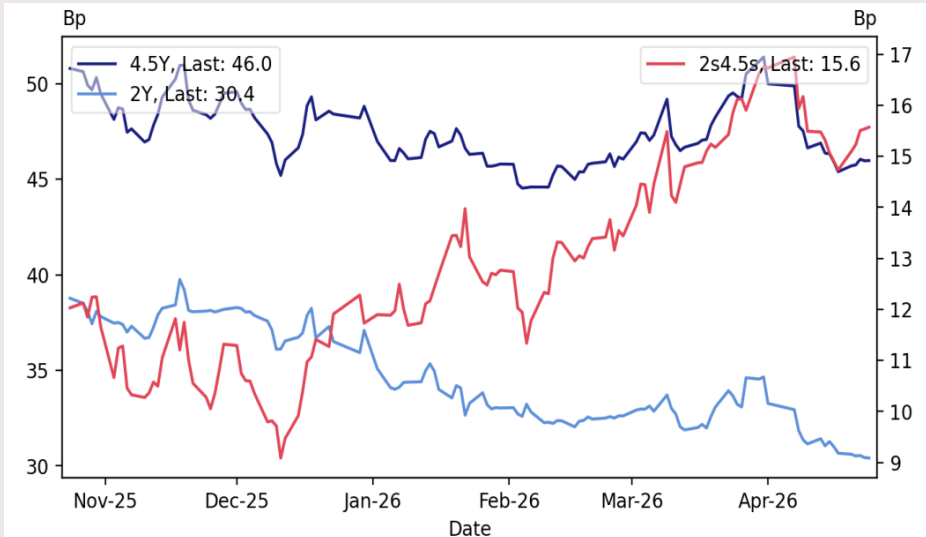
Forsat RTL5 udstedelse og stejl RTL5-kurve

- RTL-udstedelse udgør fortsat omkring 50 % af den samlede realkreditudstedelse...
 - ...og RTL5 udgør ca. 60 % af denne udstedelse.
- I denne uge får vi første tegn på, om vi får ret i vores forventning om lavere udstedelse af RTL5 i Q2'26.
 - Indtil videre har RTL5-udstedelsen i Q2'26 været på niveau med Q1'26.
 - Vi forventer dog mindre RTL5-udstedelse sfa. refinansiering uden for refinansieringsauktionerne (begrænset RTL-udløb til juliterminen) samt færre skrå nedkonverteringer fra 5% konverterbare.
 - Første test af denne forventning kommer i denne uge ifm. udstedelsen op til ultimo april (som er fristen for opsigelser til juliterminen).
 - Holder vores forventninger, bør ultimoudstedelsen af RTL5 i april ikke blive meget mere end 2 mia. kr.
- Den fortsatte udstedelse af lange RTL-obligationer har bidraget til den aktuelt relativt stejle RTL-DESTR kurve
 - Det er fortsat vores forventning, at kurven skal flade i takt med lavere RTL5-udstedelse hen over foråret og sommeren.

Akkumuleret udstedelse af RTL4-5 (pba. OMX)



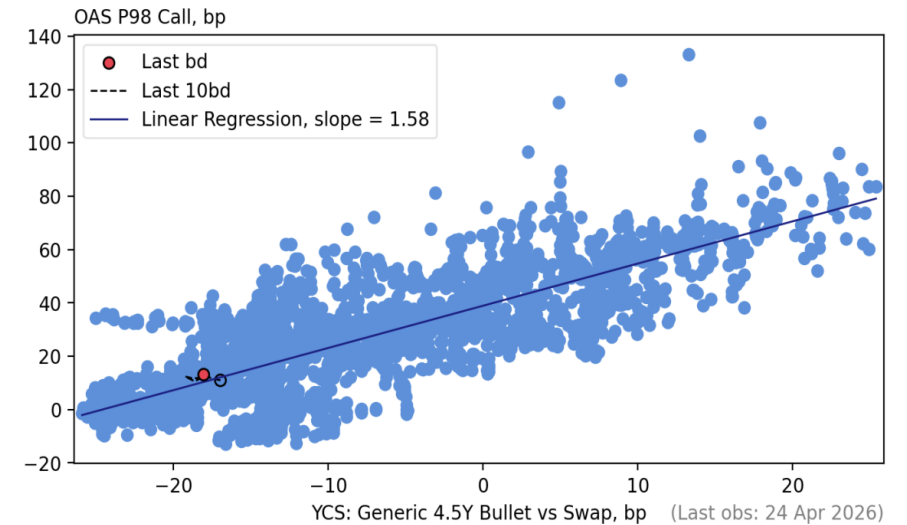
Bullets: Spread to DEST



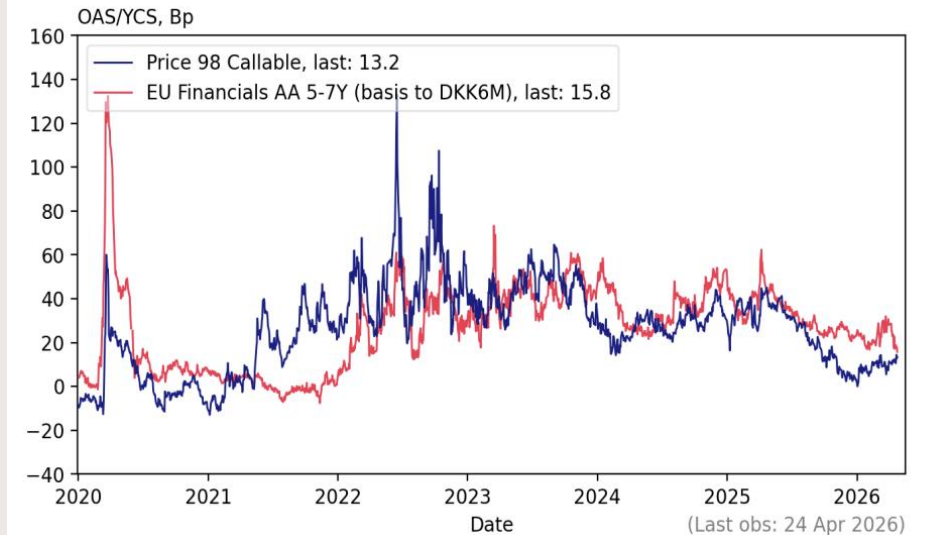
4%’erne tilbage i balance?

- Både vurderet mod spænd på 4-5 årige RTL-obligationer og EU Financials (AA) er prisingen af konverterbare kommet tættere på balance, jf. figurerne til højre
- Den aktuelle stejlehed af RTL ASW kurven betyder imidlertid, at ASW carry+rul på 4-5 årige RTL-obligationer ligger til den høje side sammenlignet med OAS på konverterbare
 - Vi ser ikke det store OAS-performancepotentiale i konverterbare mod RTL5 (nok mere sandsynligt at de kan tabe en anelse yderligere)
- Indtil videre har udstedelsen af konverterbare ligget en anelse til den lave side i Q2'26, hvilket givetvis skyldes, at rentestigningerne i marts har fået låntager til i højere grad at kigge mod RTL(5)
 - Dette virker formodentlig svagt understøttende for de konverterbare p.t.

OAS på kurs 98 konverterbar vs. 4,5-årig RTL



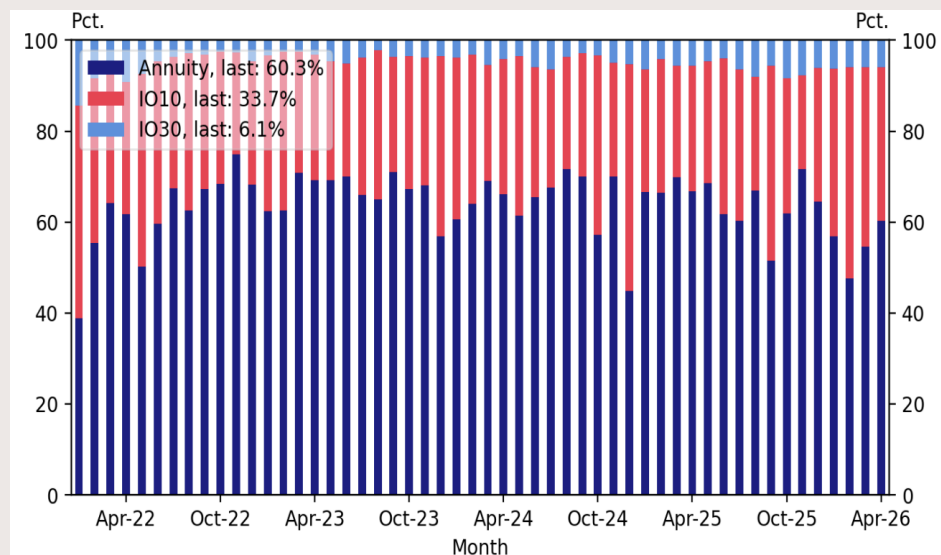
Konverterbare og EU Financials AA: Spænd til DK swap



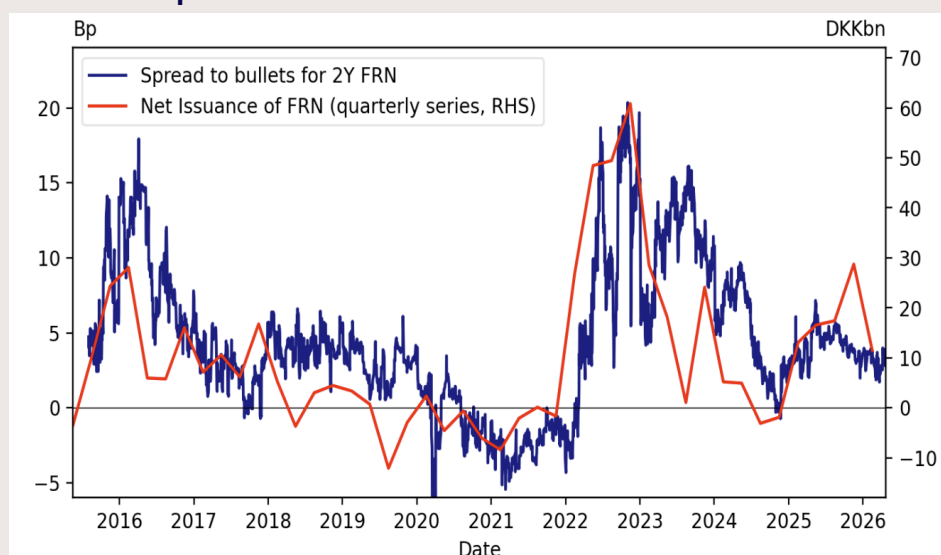
Nye produkter fra Danske Bank og Jyske Bank

- RD åbner for FlexLife kombineret med banklån til førstegangskøbere (op til 75% med FlexLife og 20% banklån)
 - FlexLife kan laves enten med fast rente (IO30 obligationer) eller variabel rente (RTL-obligationer)
- JRK's nye produkt Jyske Frihed kommer med mulighed for fast ydelse – selvom renten er variabel – udbetaling og indfrielse uden kurstab, og ingen ekstra omkostninger i form af kurstillæg og kursfradrag.
 - Funding af Jyske Frihed vil aktuelt ske i 3M CIBOR jul'29 FRN
- Flere IO30-obligationer fra RD bør være negativt for den aktuelle prisfastsættelse, men vi tror ikke, at udstedelsen vil stige markant.
 - Bidragssatsen på FlexLife er 0,15 højere end tilsvarende lån med afdrag. Såfremt låntagere ikke kompenseres med en lavere banklånsrente, vil det derfor være billigere for låntagere at vælge IO10 og håbe på at kunne få en ny IO10-periode, når den første er opbrugt.
 - Vi forventer, at versionen med variabel rente (baseret på RTL-obligationer) vil blive den mest populære variant af FlexLife.
- Jyske Frihed kan give anledning til større FRN-udstedelse, primært på bekostning af RTL1.
 - Stiger Jyskes FRN-udstedelse væsentligt kan det give anledning til spænd udvidelser i FRN-RTL-spændet i niveauet 1-2bp.

Lav udstedelse af IO30 de seneste år



RTL-FRN spændet er korreleret med FRN-udstedelsen



Anbefalinger

- Flere af de anbefalinger, som har afsæt i vores outlook for 2026, er blevet ramt af uroen i forbindelse med krigen i mellemøsten
 - Vi ser dog fortsat værdi i dem herfra, og vil under alle omstændigheder følge deres performance frem til at vi laver outlook for andet halvår 2026.
- Derudover har vi aktuelt anbefalinger af 5% vs varighedsækvivalente RTL-obligationer samt RTL5 vs RTL1
 - Vi fastholder disse.

Outlook anbefalinger

| Åbnet | Navn | Afkast 5hd | Afkast total |
|------------|-------------------------------------|------------|--------------|
| 2025-08-25 | CITA vs CIBOR 3M FRN | 0.00 | -0.01 |
| 2025-11-27 | CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN | -0.00 | 0.06 |
| 2026-01-12 | RTL5 vs. RTL3 | 0.01 | -0.09 |
| 2026-01-15 | RTL vs FRN | -0.02 | -0.03 |
| 2026-01-15 | NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO | -0.23 | -0.69 |
| 2026-01-26 | 4'56 vs RTL5 | -0.26 | -0.16 |

Aktuelle anbefalinger

| Åbnet | Navn | Afkast 5hd | Afkast total |
|------------|---------------|------------|--------------|
| 2026-02-23 | RTL5 vs. RTL1 | -0.00 | -0.03 |
| 2026-04-23 | 5'56 vs RTL | N/A | -0.09 |

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