

Kort realkreditupdate

Uge 19

Jakob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



FRN auktioner i sigte

- Næste uge igen begynder majs refinansieringsauktioner, der som vanligt domineres af FRN
 - I fredags udsendte vi en analyse med et overblik over, hvad vi ved om udbuddet fra de forskellige udstedere p.t. – den kan læses [her](#)
 - Vi vender tilbage med yderligere dækning i takt med, at vi får endelige auktionsmængder mv. fra udstederne
 - **Vi holder vores sædvanlige teamspræsentation om auktionerne onsdag den 13. maj kl. 9:30 – så sæt kryds i kalenderen!**
- Med et forventet auktionsudbud af FRN på 80 mia. kr. er der FRN-auktioner i maj i år dog mindre end vi har været vant til (udbuddet har de sidste tre år ligget på 105-115 mia. kr.)
 - Den mindre store FRN-auktionsrunde i år afspejler til dels en indsats fra udstedernes side for at nedbringe størrelsen af deres refinansieringsterminer bl.a. ved at refinansiere og udstede i (lidt) længere FRN. Dette betyder også, at udløbet af FRN på juliterminen næste år p.t. er mindre stort end det plejer at være (knap 77 mia. kr.).
 - I maj 2028 kan vi til gengæld se frem til ”floatergeddon”, idet udløbet af FRN til juliterminen 2028 p.t. er historiske 194 mia. kr., hvilket primært skyldes, at denne termin er blevet en stor FRN-termin for alle udstederne.

Udestående FRN efter udløbstermin

Payment date	Total	NYK	RD	NDA	BRF	DLR
2026-07-01	88,885	29,230	37,359	8,017	3,909	10,369
2026-10-01	37,905	37,905	0	0	0	0
2027-01-01	65,560	17,629	0	35,142	0	12,789
2027-04-01	38,269	38,269	0	0	0	0
2027-07-01	76,703	28,085	19,295	0	19,309	10,015
2027-10-01	66,109	65,959	150	0	0	0
2028-01-01	61,269	33,008	0	15,336	0	12,925
2028-04-01	17,733	17,733	0	0	0	0
2028-07-01	194,191	66,864	64,454	35,753	16,779	10,341
2028-10-01	47,371	47,371	0	0	0	0

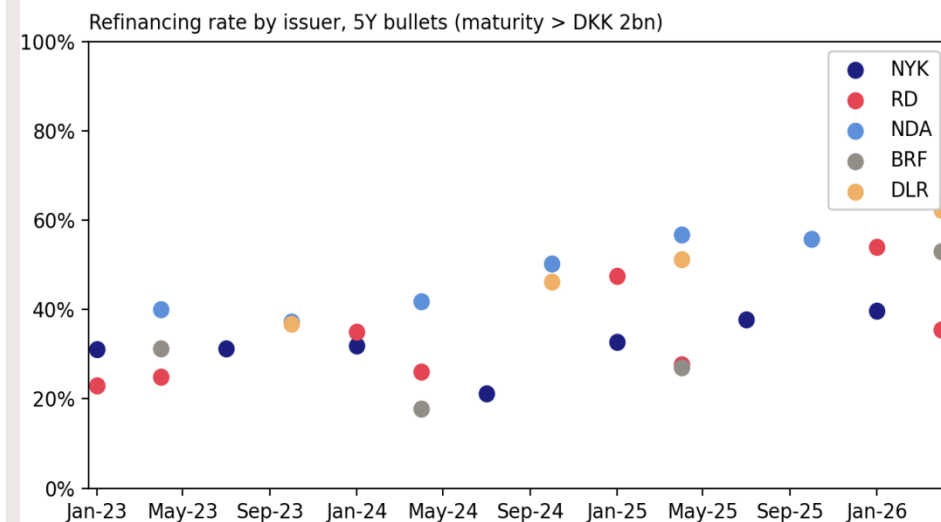
Forventede RTL-auktionsmængder

- RTL-udløbet til 1. juli er på godt og vel 35 mia. kr. primært fra NYK, der har udløb for 34 mia. mens JRK har et mindre udløb på 1 mia. kr.
- Størstedelen af udløbet er i oprindeligt 5-årige RTL-obligationer.
- De sidste mange auktsionrunder har vi set en bevægelse væk fra RTL5, som følge af at låntager er kommet fra en mærkbart lavere rente, hvilket også er tilfældet denne gang.
 - RTL5-låntagere kommer denne gang fra en rente på omkring 0%, mens den aktuelle rente på RTL5 ligger på knap 3%.
- NYK har haft tendens til lavere refinansieringsgrader i RTL5 end de øvrige institutter (se nederste graf). Det taler for færre RTL5'er.
- Omvendt har vi set stærkere låntager præference for RTL5 på det seneste, og størstedelen af marts ultimo udstedelsen kom i RTL5.
 - Vi formoder, at den seneste tids uroligheder og rentestigninger kan have motiveret flere låntagere til at låse renten i længere periode.
 - Det taler for at refinansieringsgraden i RTL5 bør være højere.
- Vi forventer derfor 10-12 mia. i RTL5, 6-8 mia. i RTL3 og 1-2 mia. i RTL1.
- RTL1-udbuddet kan dog ende nærmere de 1 mia. såfremt JRK's låntagere refinansierer i deres nye produkt Jyske Frihed, der finansieres med CIBOR 3M FRN

RTL-udløb til 1. juli 2026

Issuer	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	34,232	886	872	8,233	1,997	22,245	0
RD	0	0	0	0	0	0	0
NDA	0	0	0	0	0	0	0
BRF	1,167	1,167	0	0	0	0	0
DLR	0	0	0	0	0	0	0
LRF	0	0	0	0	0	0	0
Total	35,399	2,053	872	8,233	1,997	22,245	0

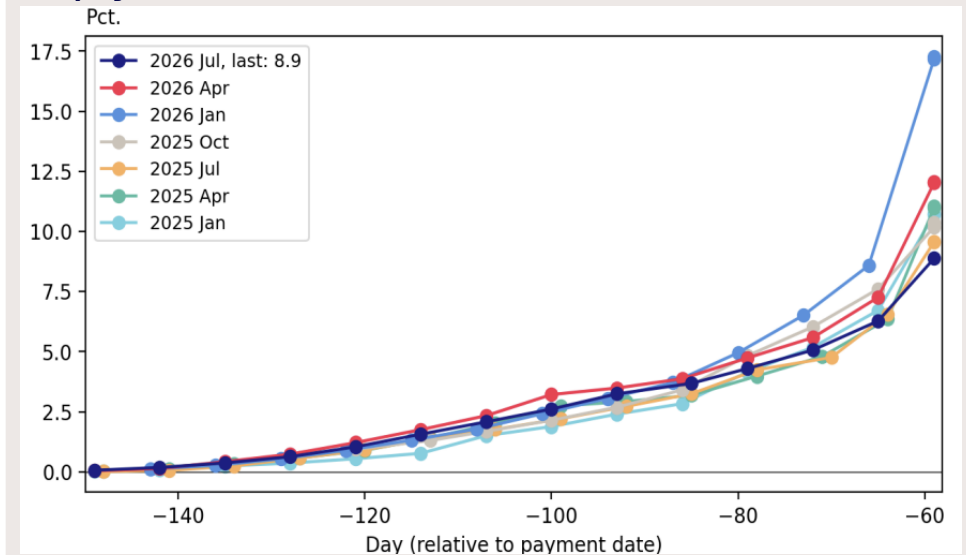
Historiske refinansieringsgrader i RTL5



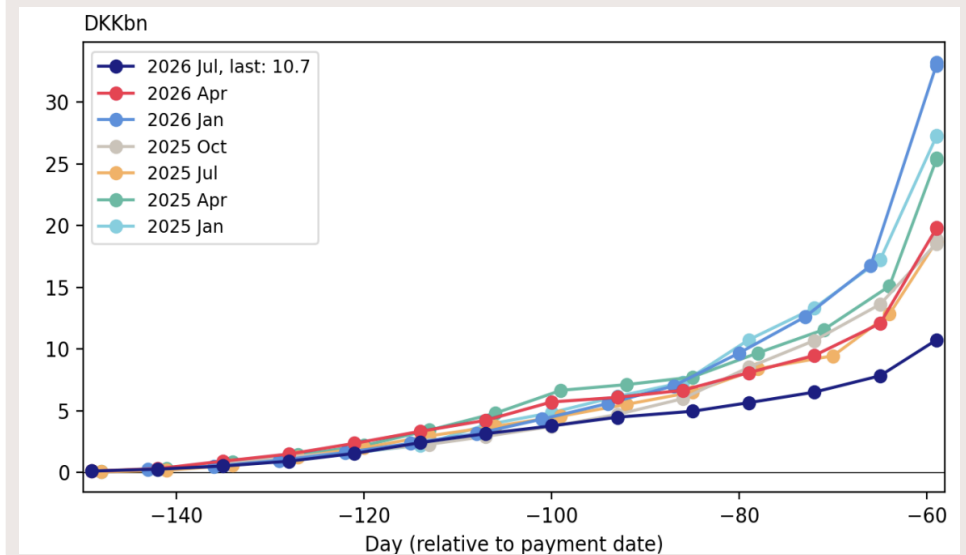
CK93 helt som forventet

- Vi er nu på den anden side af opsigelsesfristen til juliterminen, og dagens CK93 giver derfor et billede af de endelige træk
 - P.t. har vi tal for alle institutter bortset fra DLR
 - Kort sagt ender udtrækkene til 1. juli som forventet.
- Procentvis ender udtrækkene i 5% 'erne på omkring 9% i gennemsnit, hvilket er i tråd med vores forventning om, at udtræksprocenterne vil aftage gradvist.
 - RD's udtræk i 5%'erne endte til gengæld højere – på godt og vel 15% – hvilket var præcis som vi forudsagde i sidste uge (se side 3 [her](#)).
 - De lave udtræk samlet set er således drevet af lave udtræk hos NYK, JRK og NDA.
 - Realiseringen af endnu en omgang håndterbare udtræk i 5% kan måske give segmentet lidt medvind givet den aktuelt relativt billige prisfastsættelse.
- Samlet set lander udtrækkene i konverterbare på omkring 11 mia. kr.
 - Dette er markant lavere end de foregående terminer, hvilket både skyldes lavere træk i 5%'erne samt meget begrænsede træk i 4%'erne (der som bekendt har ligget under kurs 100 i den periode, hvor udtrækkene typisk kommer).

Prepayments, 5% 30Y



Total preliminary prepayments



Lavere indfrielse, højere nettovækst?

- Giver de lavere samlede udtræk af konverterbare i Q2'26 udsigt til højere nettovækst for segmentet?

- Det korte svar er nej!

- Det (lidt) længere svar:

Nettovækst = Nettoudstedelse i løbet af kvartalet

- ekstraordinære indfrielse
- ordinære indfrielse/afdrag

- P.t. er der udsigt til:

Nettoudstedelse i løbet af kvartalet på 15-20 mia. kr.

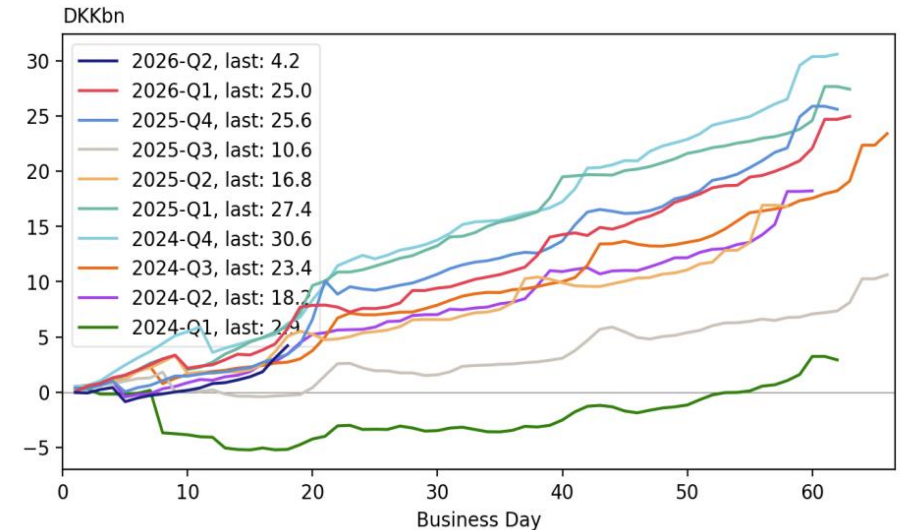
Ekstraordinære indfrielse på 11 mia. kr.

Ordinære indfrielse/afdrag på knap 8 mia. kr.

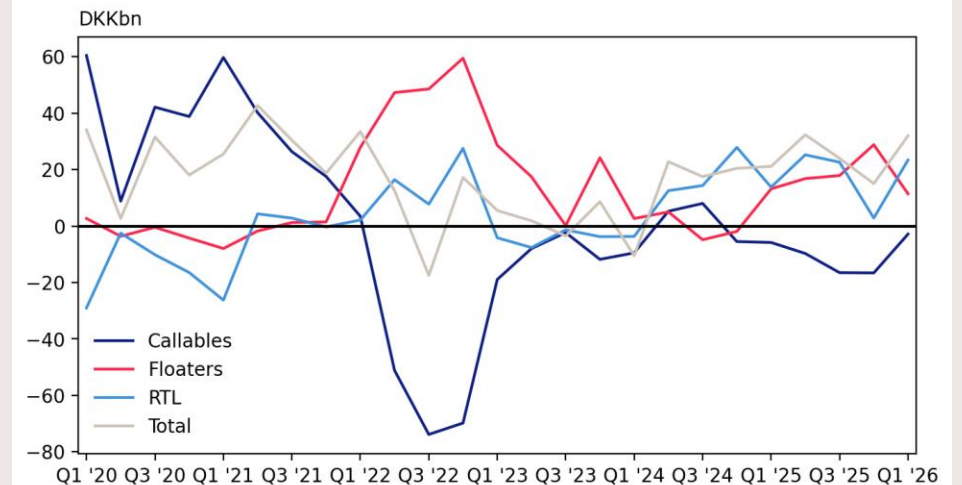
= Nettovækst i Q2'26 i omegnen af -4 til 1 mia. kr.

- Dvs. der er udsigt til gentagelse af nettovæksten fra Q1'26

Løbende nettoudstedelse af konverterbare (pba. cirk.mgd.)



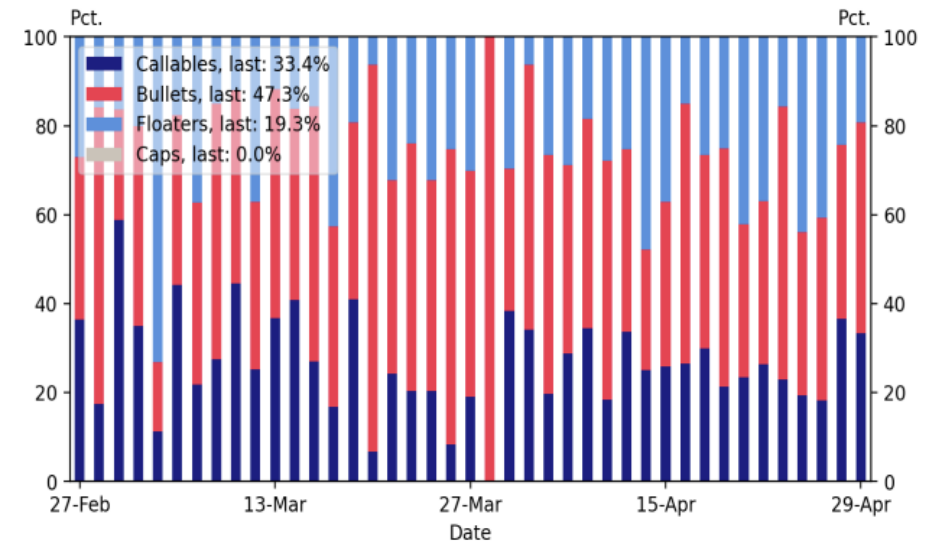
Nettovækst i hovedsegmenterne



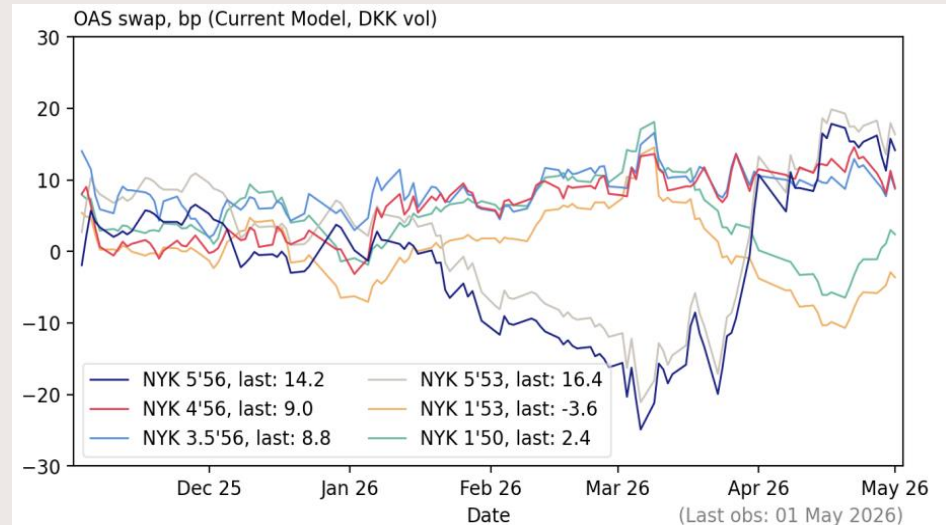
Konverterbare

- Den, der lever stille, lever godt – siger et gammelt mundheld.
 - Og de konverterbare lever stille.
- Udstedelsen er fortsat under 30% (bortset fra dagene op til ultimo, hvor den er lidt over 30%) af den daglige realkreditudstedelse ...
 - ... og den fortsat marginalt negative nettoudstedelse hjælper helt sikkert segmentet.
- De konverterbare synes da også at have været mere eller mindre immune over for krigen mellem USA og Iran (i OAS-termer).
 - Rente- og volændringerne er blevet indpriset, mens de højere kreditspænd, bl.a. iTraxx, er blevet næsten komplet ignoreret.

Composition of issuance by day (Outst.)



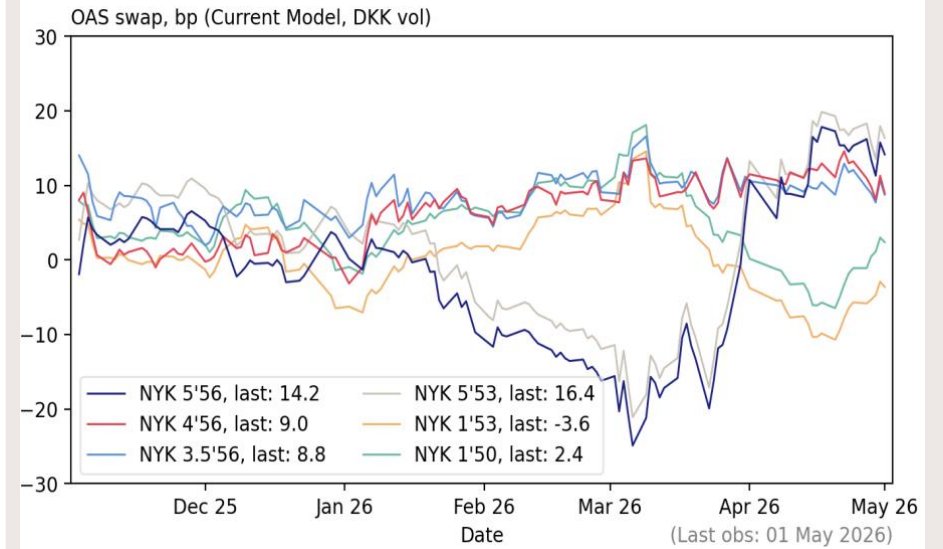
30Y Callables: OAS Swap



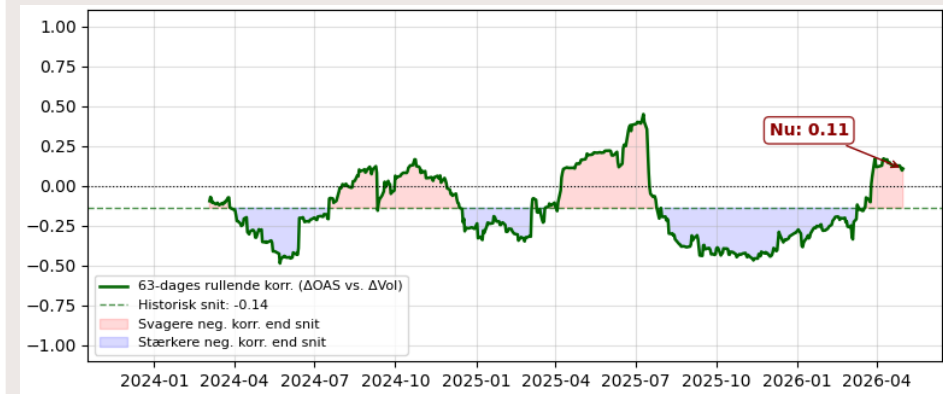
Konverterbare

- Faktisk har konverterbare indpriset volændringer under den igangværende krig hurtigere, end det historisk har været tilfældet.
- Vi tolker dette som et tegn på, at marked makerne aktuelt er mere opmærksomme på de større markedsbevægelser, der påvirker prisfastsættelsen ...
- ... og ikke lige tør vente og se, om det kører tilbage i morgen.

30Y Callables: OAS Swap



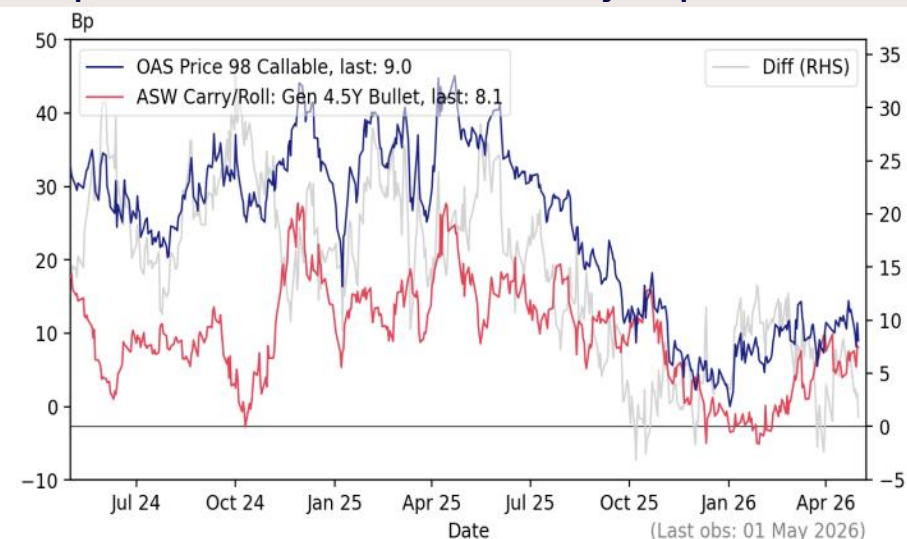
Korrelation Δ OAS vs. Δ EUNE310 Norm Vol



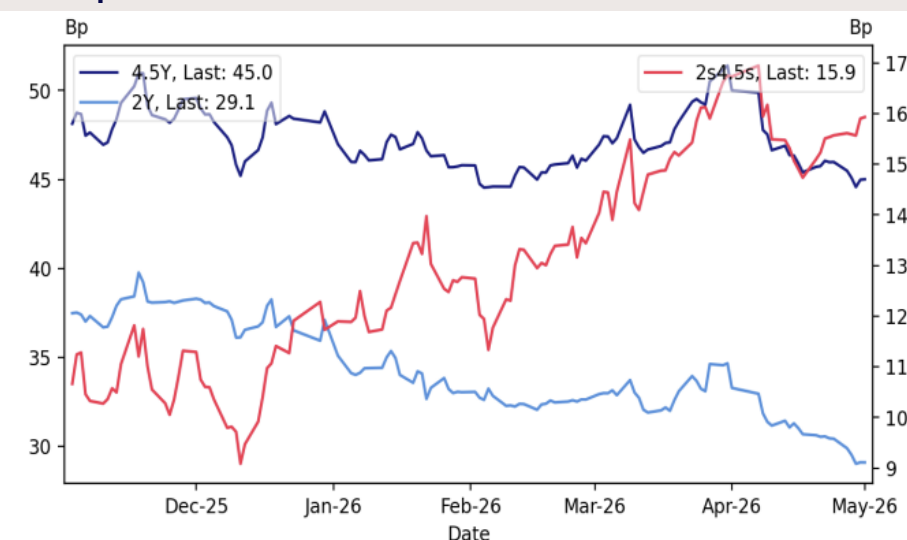
RTL5 > konverterbare

- Efter sidste uge ser de konverterbare igen dyre ud mod RTL5'erne, når man sammenligner carry/rul mod swap på RTL5 med OAS på konverterbare, jf. øverste figur.
 - Dette er primært en konsekvens af stejlheden af RTL-spændkurven
 - Vi ser en risiko for spændudvidelser i konverterbare relativt til RTL5 (eller større potentiale for OAS-performance i RTL5 frem mod slutningen af kvartalet).
- Vi åbner derfor en anbefaling af RTL5 mod konverterbare (markedsværdi 1:1, hedget og funded), men hvor RTL5 kombineres med overlays for at replikere/hedge vol-eksponeringen i konverterbare. Enten:
 - EUR1Y10Y swaptionsstraddle: Short nominelt 200 (100 i både payer og receiver-swaptionen)
 - EU051030 swap barbell: nominelt 250 i en 10-årig receiver swap (og 50:50 varighedsækvivalent i 5- og 30-årige payer swaps)
 - Disse forhold er fastsat ud fra, hvad der har fungeret godt som replikering/hedge i 2026.

OAS på OTR-konverterbar vs. ASW carry/rul på RTL5



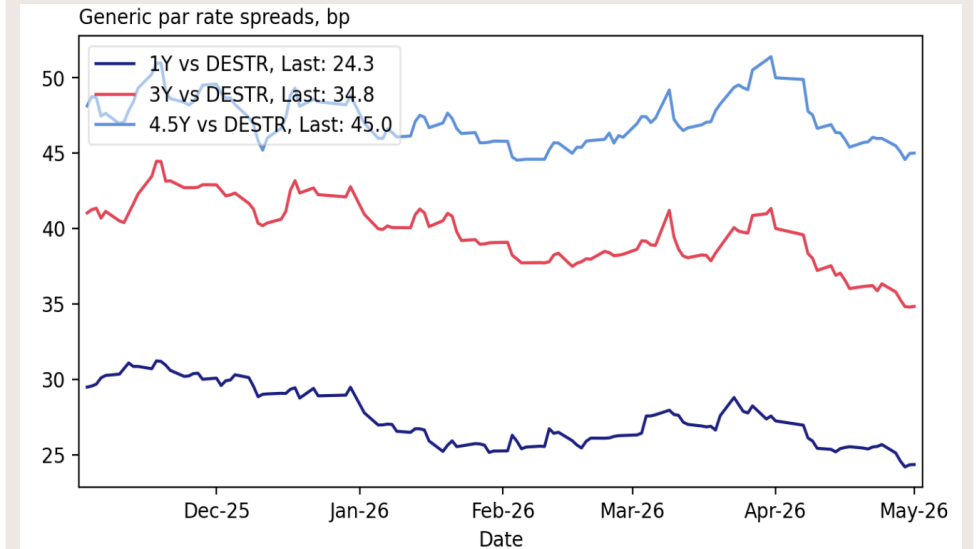
RTL: Spænd til DESTR



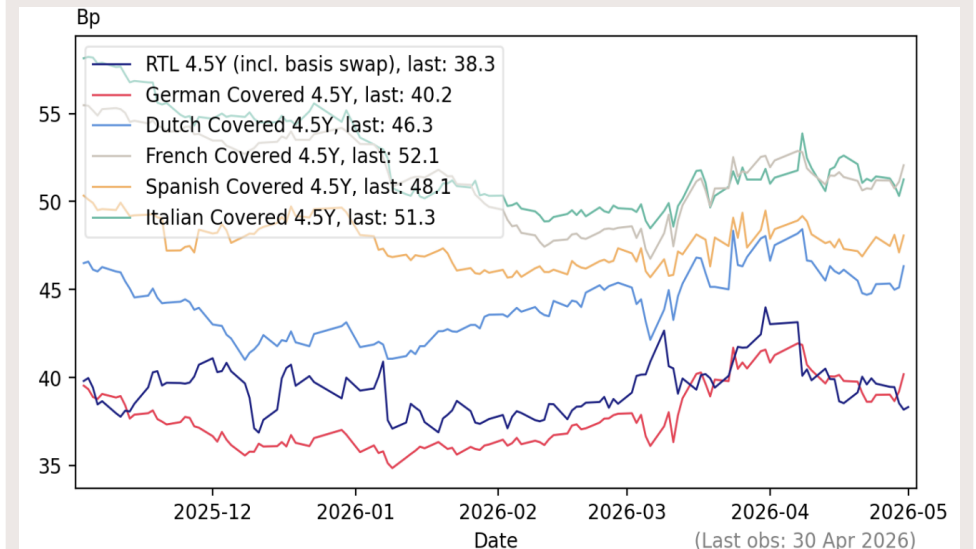
Mulighed for spændudvidelser i RTL denne uge

- RTL'erne performede omkring 1-2bp i starten af sidste uge. Hen mod slutningen af ugen tabte 5-årige RTL'er så marginalt igen (0,5bp) mens RTL3 og RTL1 holdt niveauet.
- RTL-DESTR spændkurven fortsatte således med at stejle i sidste uge og 2Ys4.5Y er næsten tilbage på samme høje niveau, som gjorde sig gældende da det toppede i starten af april (16 bp nu vs. 17bp i starten af april).
- RTL5-udstedelsen fortsatte i april, men vi forventer forsat et fald i resten af Q2 (se også næste side).
- Europæiske covered bonds taber mod ESTR i sidste uge og det kan tale for at 5-årige RTL-obligationer skal give sig lidt ud i denne uge.
- Samtidig er det fortsat vores forventning, at RTL-spændkurven skal flade hen mod slutningen af kvartalet.
- Taber RTL5 yderligere i denne uge, vil vi derfor også forvente, at det skal trække de kortere RTL'er med ud i spænd.

Bullets: Spread to DESTR



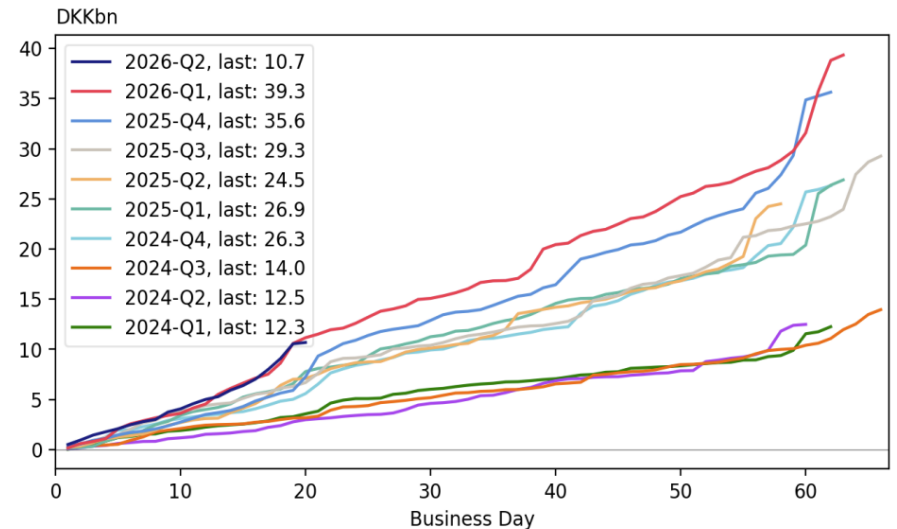
RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR



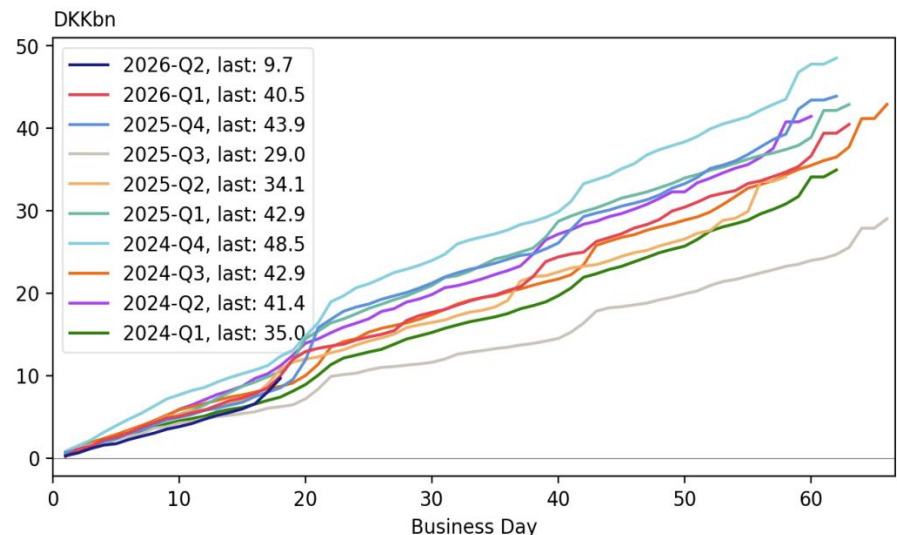
Udstedelse – RTL5 fylder stadig

- Indtil videre er der kommet omtrent lige så mange RTL5 i andet kvartal 2026, som på tilsvarende tidspunkt i første kvartal
 - Som forventet er RD kommet med færre, idet de ikke har RTL-udløb til juliterminen (og derfor heller ikke har kunne tage forskud på refinansiering forud for auktionerne).
 - NDA og DLR er til gengæld kommet med lidt flere.
- Resten af kvartalet forventes (fortsat) lavere udstedelse af RTL5
 - Det lavere udløb af RTL i almindelighed og (oprindelige) RTL5 i særdeleshed, giver dels lavere RTL5-udbud på refinansieringsauktionerne i maj, dels udsigt til mindre RTL5-udbud ifm. ultimoudstedelsen i juni.
 - Derudover er vi nu på den anden side af opsigelsesfristen til juliterminen, hvilket bør give lavere RTL5-udbud relateret til skrå nedkonverteringer.
- Udstedelsen af konverterbare tabte lidt tempo i løbet af marts og ligger fortsat til den lave side.

Udstedelse af RTL5 ekskl. refi-auktioner (pba. OMX)



Udstedelse af konverterbare (pba. cirkulerende mængder)



Anbefalinger

- Flere af de anbefalinger, som har afsæt i vores outlook for 2026, er blevet ramt af uroen i forbindelse med krigen i mellemøsten
 - 4'56 vs 5'56 og 1,5'53 IO har vundet den seneste uge pga. spændudvidelser i lavkuponerne, som fortsat ser dyre ud.
 - Ift. RTL vs. FRN ser vi begrænset downside, og en potentiel upside, idet der er mulighed for at FRN-spænd til RTL skal lidt ud frem mod auktionerne.
 - Vi vil fortsat følge alle disse anbefalingers performance frem til at vi laver outlook for andet halvår 2026.
- Vi fastholder alle vores anbefalinger igen i denne uge.
 - Derudover åbner vi RTL5 + overlays vs konverterbare.

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.00
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	-0.01	0.05
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.01	-0.10
2026-01-15	RTL vs FRN	-0.00	-0.04
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.17	-0.52
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.00	-0.16

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	-0.00	-0.04
2026-04-23	5'56 vs RTL	-0.07	-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