

Kort realkreditupdate

Uge 23

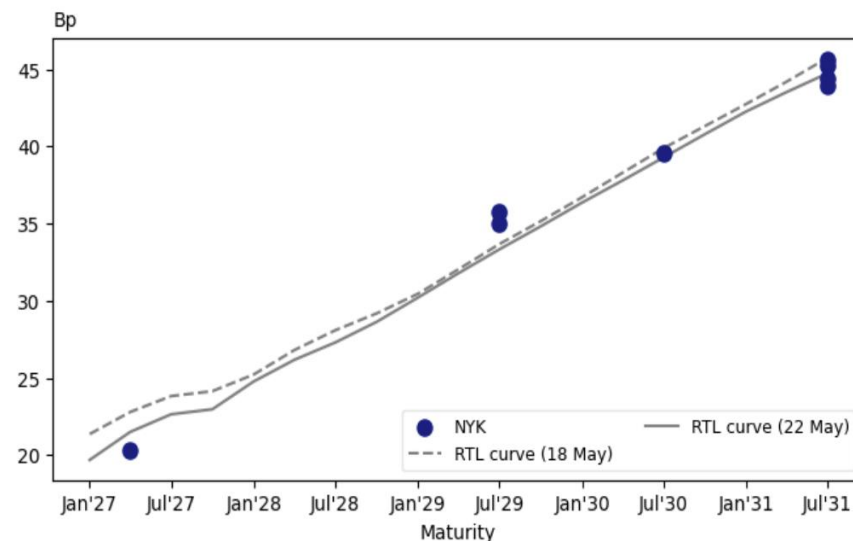
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm



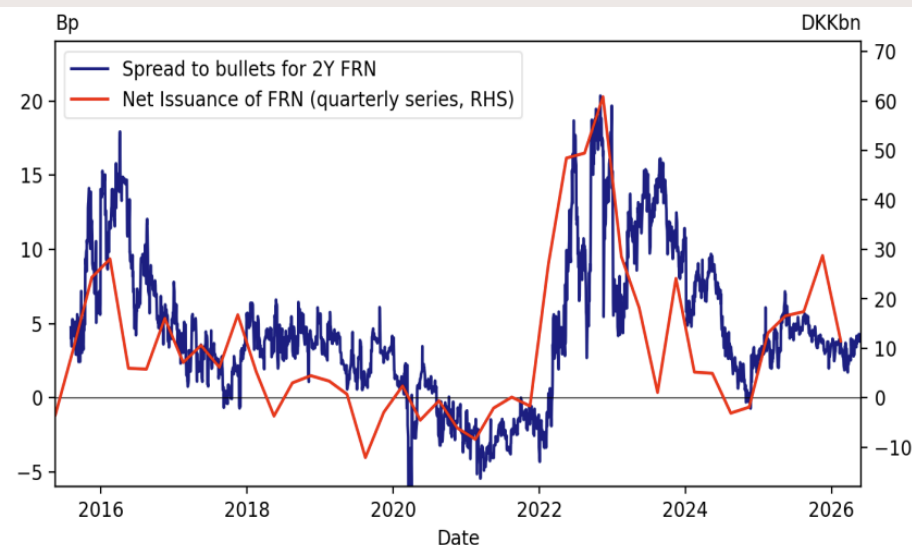
Refinansieringsauktioner uden de store overraskelser

- På de netop overståede refinansieringsauktioner var der ikke store reprisinger af hverken RTL eller FRN
 - De treårige (jul 29) RTL-obligationer gik et par bp svagere mod DESTR end de lå op til auktionerne, mens de ét- og femårige gik et par bp stærkere, jf. øverste figur.
 - Dette satte sig dog ikke fuldt ud i prisningen af RTL-obligationerne, om end RTL-DESTR kurven er fladet fra tre- til femårspunktet.
- Stort set alle FRN gik som forventet
 - Spænd til RTL-kurven for "standard-FRN" på 3-6 bp (afhængig af farve) er således blevet cementeret – og forekommer i øvrigt afstemt med udstedelsesniveauet. Dermed fik vi ikke en nævneværdig spændudvidelse i FRN vs. RTL, som vi ellers har set de seneste par år.
 - Én undtagelse er CF jul'34 fra NYK, som gik væsentligt dyrere end forventet – og på et niveau, som tyder på en investorforsigtighed om markant indlåsnings-effekt fsva. fremtidige tilbagekøbskurser.
- De grønne FRN gik med "auktionsgreeniums" på omkring 1 bp
 - Som forventet var der altså begrænset rift om de grønne FRN. Det skal dog også ses i lyset af, at udbuddet af grønne FRN var historiske 21 mia. kr., mens udbuddet af ikke-grønne var begrænset (ca. 55 mia. kr. mod lige knap 100 mia. kr. på majauktionerne de seneste tre år).

RTL-DESTR kurve før/efter auktioner samt auktionsresultater



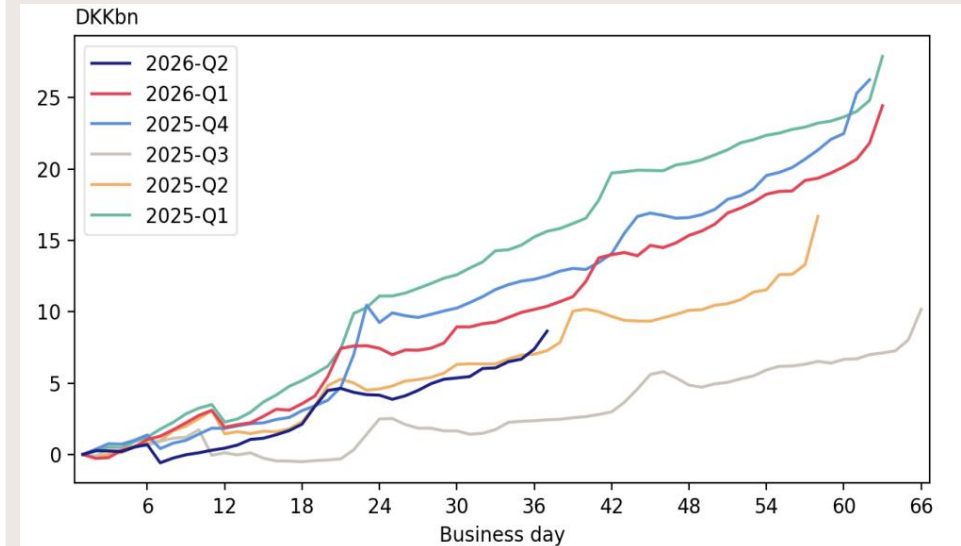
FRN spænd til RTL og nettoudstedelse af FRN



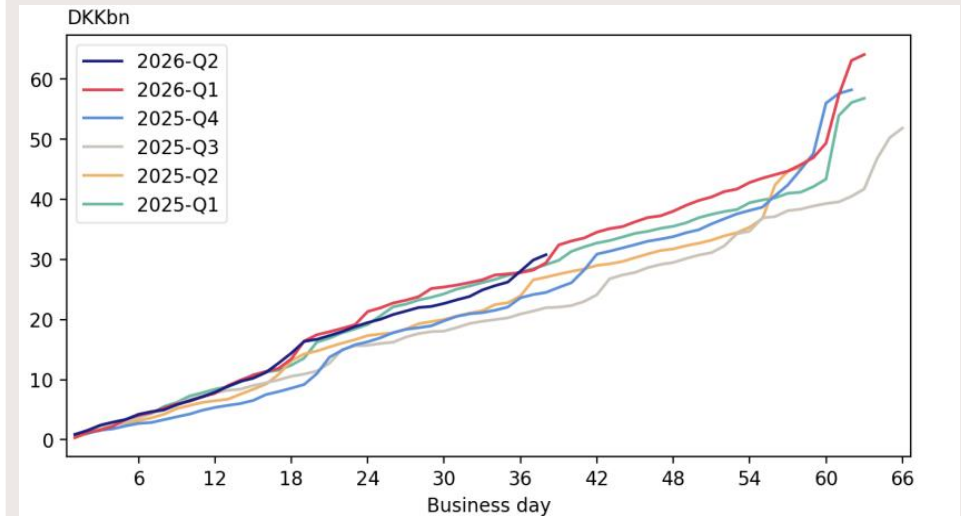
Udstedelsen

- Både udstedelsen af RTL og konverterbare bærer præg af den netop overståede termin, som altid medfører lidt ekstra udstedelse.
- Nettoudstedelsen af konverterbare er dog fortsat så beskeden, at de konverterbare fortsat kan balancere omkring marginalt negativ vækst.
- RTL-udstedelsen er fortsat den primære fundingkilde i dansk realkredit.

Callables: Acc. net issuance (CIRMIL)



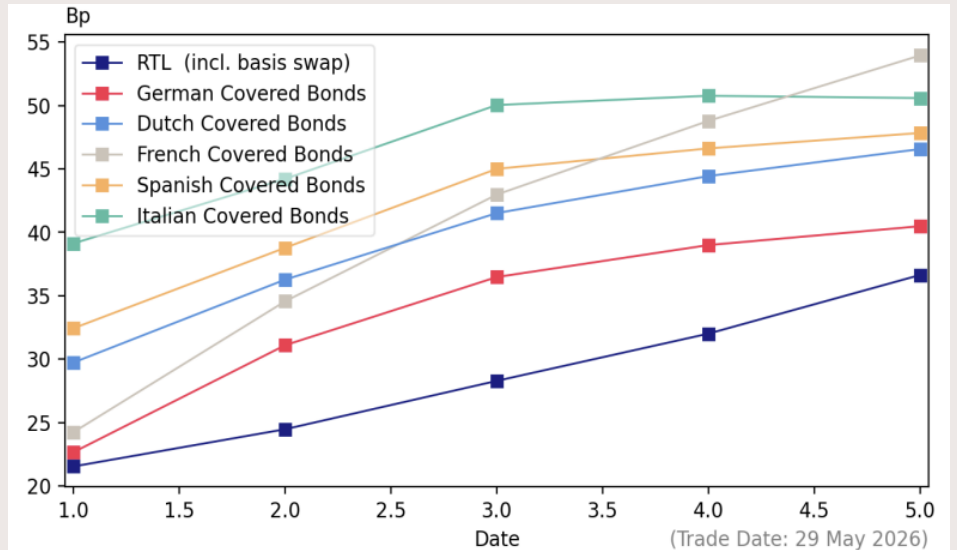
Bullets: Accumulated issuance (OMX)



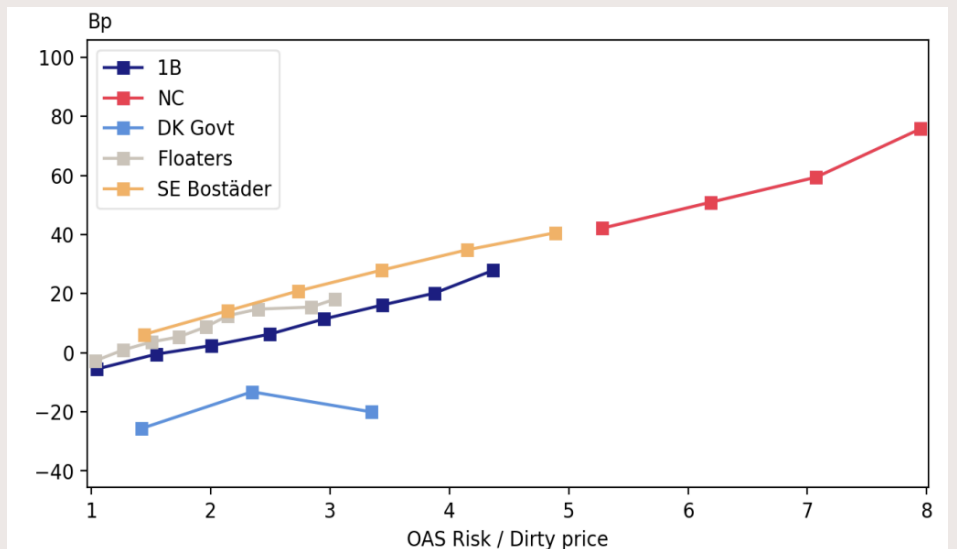
Dyre RTL'er...

- RTL'erne ser fortsat dyre ud efter den seneste uge, hvor de gik på omtrent uændrede spænd (til DESTR) fra ugen før.
- De handler aktuelt dyrere end tyske covered bonds målt i swapspænd (inkl. basisswap).
- RTL'erne giver også fortsat et lavere hedget og fundet 12M HPR end svenske bostäder (omtrent 10-15bp afhængigt af løbetid).
- Oven på de seneste ugers rentefald, er RTL'erne ligeledes blevet mindre attraktive for en outright investor.

RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR



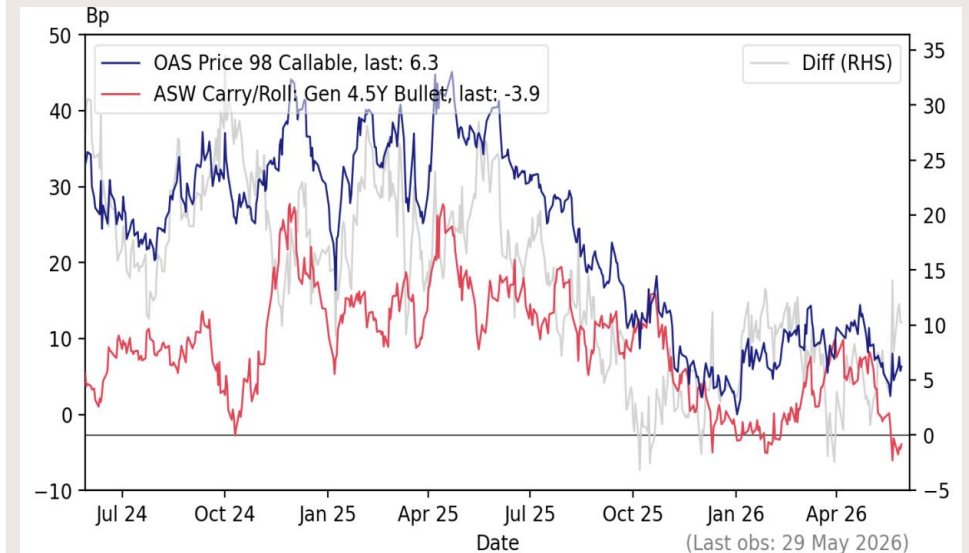
Hedged and funded HPR (vs 3M swap)



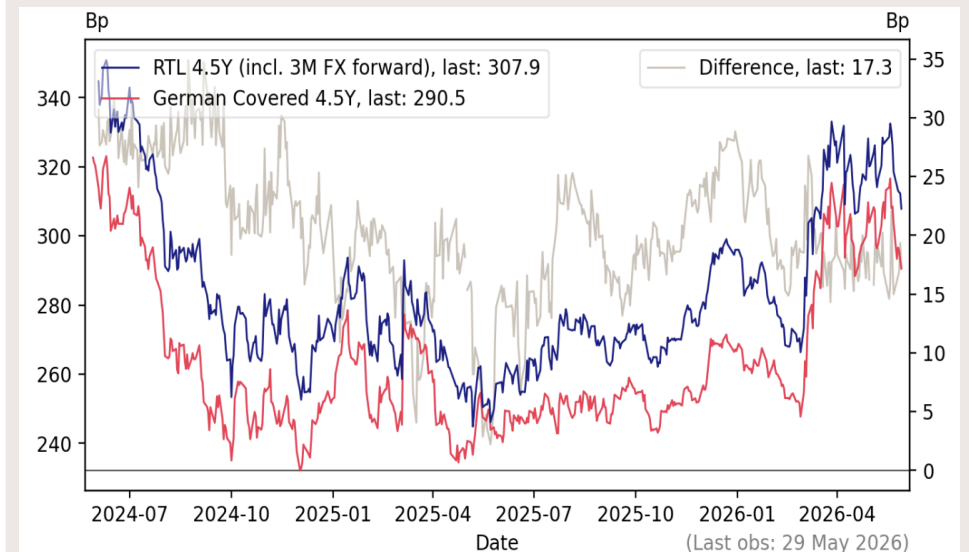
Men måske ikke SÅ dyre igen?

- Set mod konverterbare, ser lange RTL'er heller ikke længere billige ud, primært som følge af de seneste ugers performance i lange RTL'er.
- Noget af forklaringen bag den aktuelle prisning af RTL'er, kan være at der endnu engang er likviditetsrigelighed, hvilket har haft afsmitning til FX-terminerne, jf. også næste side.
- Håndteres valutarisiko via 3M FX forwards fremfor en (maturity matched) basis swap, ser RTL'erne ikke nær så dyre ud relativt til tyske covered bonds.
 - Set på denne måde har RTL'erne omtrent samme pickup, som de har haft siden starten af marts (se nederste graf).
- Dette kunne tyde på, at de seneste rentestigninger har fået nye investorer på banen som de marginale ift. RTL-obligationerne
 - I givet fald bør en korrektion i FX-markedet (og/eller eventuelle rentefald) give anledning til spændudvidelser i RTL'erne.
- Samlet set synes vi, at prisningen ser noget tight ud og anbefaler tyske 4-5 årige covered bonds vs. RTL mod ESTR (inkl. basisswap).

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet



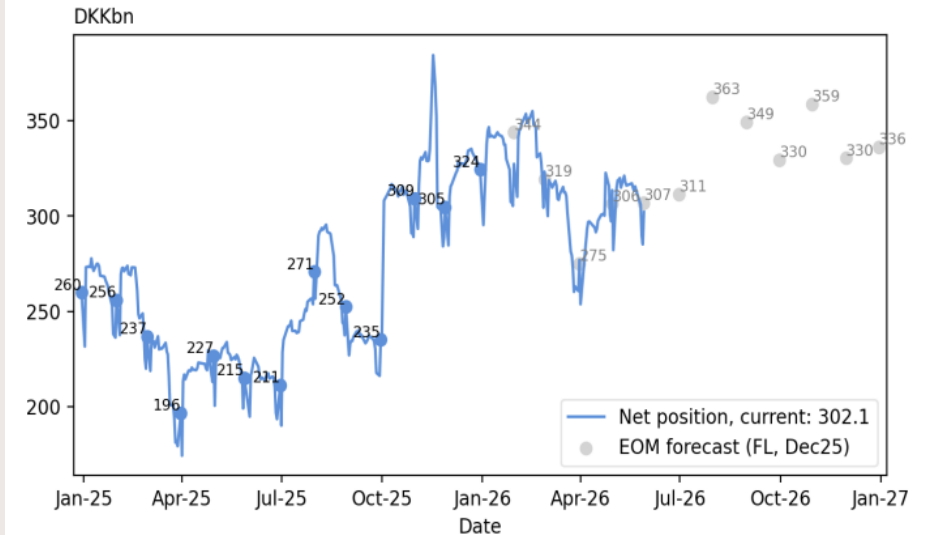
Hedged and funded HPR / spread risk (vs 3M swap)



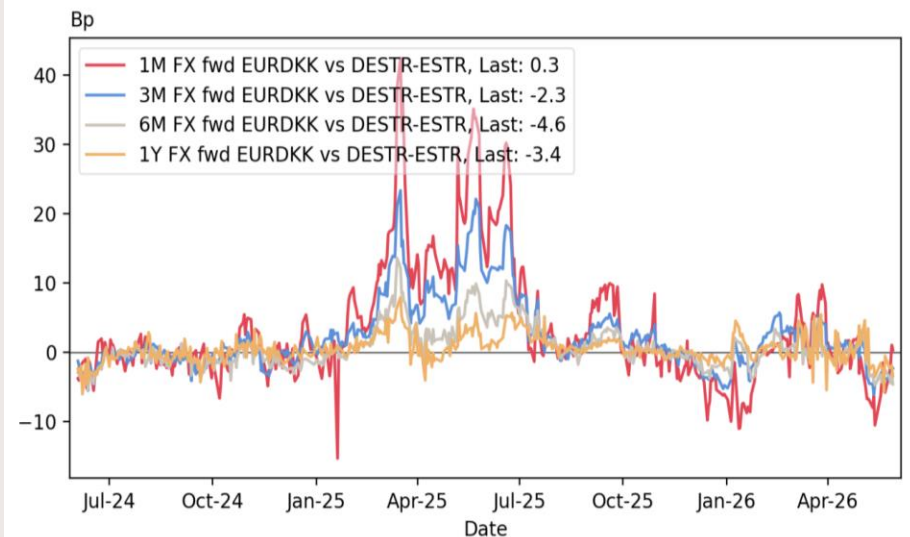
Nettostilling og FX terminerne

- Nettostillingen har i maj igen været over 300 mia. kr., og vi har i den forbindelse igen set tegn på likviditetsrigelighed i FX forwards
 - Således er den implicite renteforskel mellem DKK- og EUR-renter i FX forwards 2-5 bp lavere (større absolut renteforskel) end DESTR-ESTR spændet på 3-6 måneders sigt.
 - Dette minder om situationen omkring årsskiftet, hvor vi ligeledes havde en nettostilling over 300 mia. kr.
- FX terminerne ser ud til at have sat sit aftryk på den aktuelle prising af RTL-obligationerne, jf. også ovenfor.
 - Frem mod slutningen af juli står nettostillingen til at stige til over 350 mia. kr. – og vores seneste månedsfordelte prognose peger på, at niveauet derfra bliver 330-360 mia. kr. resten af året.
 - Der er således ikke umiddelbart udsigt til, at den aktuelle likviditetsrigelighed skulle vendes til likviditetsknaphed.

Nettostillingen: Pilen peger opad?



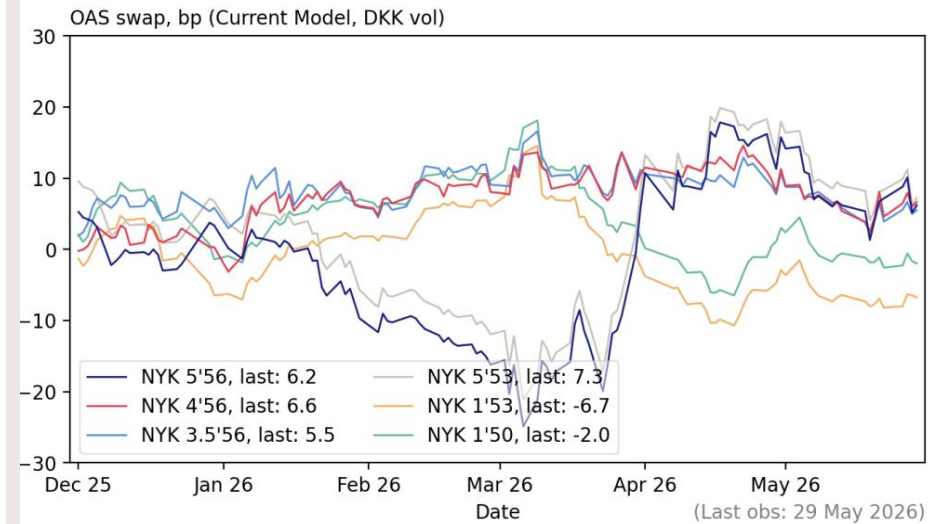
FX forward EURDKK vs DESTR-ESTR



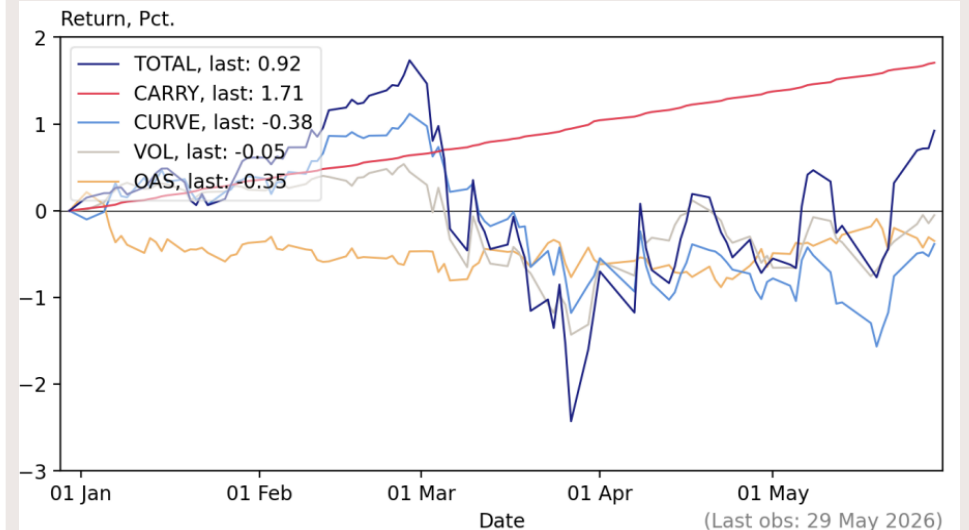
Konverterbare – robust prisfastsættelse

- 4% konverterbare tabte 5-6 bp medio forrige uge...
- Men dette var tilstrækkeligt til at lokke købere frem.
- Og de konverterbare har efterfølgende handlet lidt op og ned på de aktuelle niveauer.
- Vi vurderer, at der skal et ændret udstedelsesmønster eller geopolitiske nyheder til for alvor at flytte OAS'erne herfra.
- Vi så en fladning af kurven i sidste uge — eller måske snarere et generelt rentefald fra 1 år og ud ad kurven. Det gavnede de konverterbare, som fra medio maj igen har leveret et positivt afkast YTD.

30Y Callables: OAS Swap



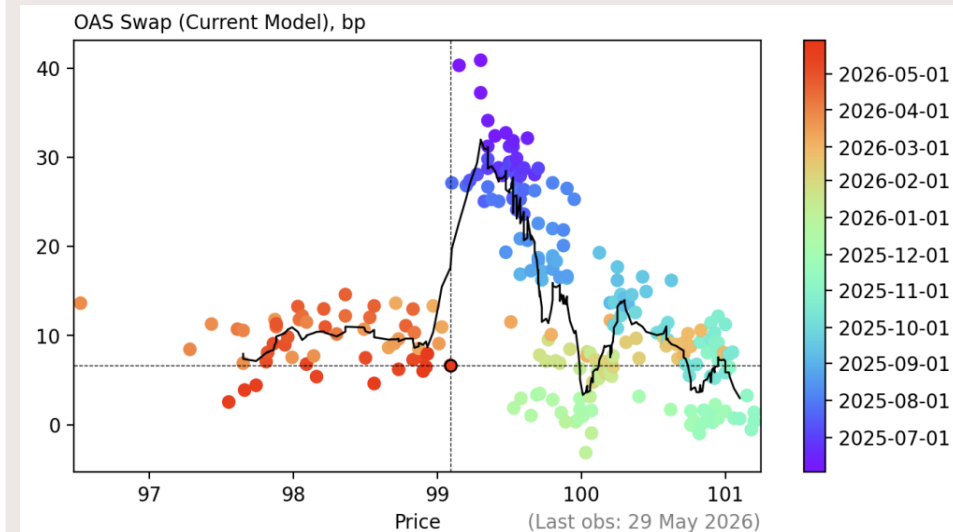
NYK 4'56: Outright



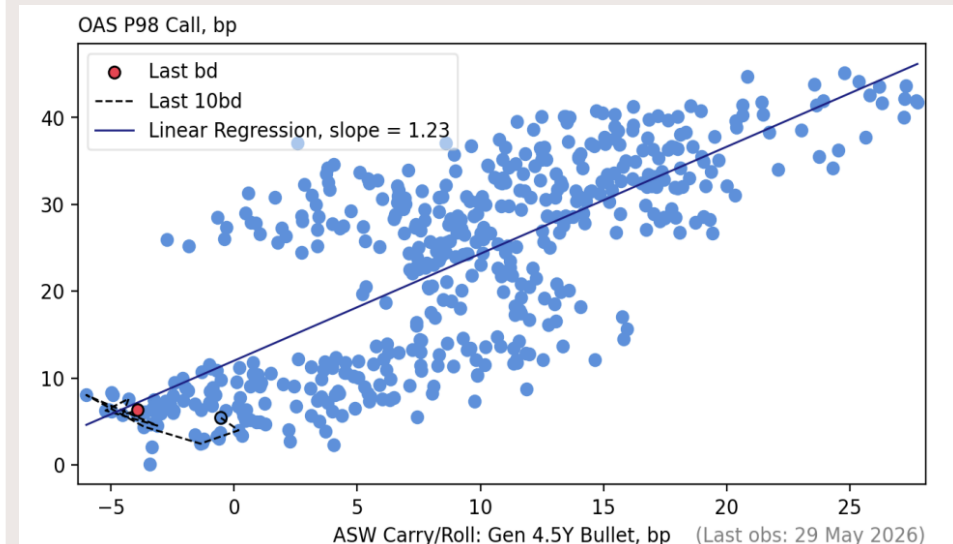
Yderligere performance kan blive tungt?

- Med 4'56 tilbage i kurs 99 (det boligøkonomer kalder for en drømmekurs) kan yderligere kursperformance måske blive vanskelig.
- Historien viser i hvert fald, at den forrige kursstigning herfra var ledsaget af en pæn OAS-udvidelse.
- Dette skyldes forventeligt bekymringer for større udstedelse som følge af nedkonverteringer fra 5%.
- Men dels er 5%-segmentet blevet halveret det seneste år som følge af nedkonverteringer og skrå konverteringer.
- Dels var ultimo april sidste gang, der kunne indgås en fastkursaftale i 4'56 ved nedkonverteringer pga. årgangsskiftet.
- Så risikoen for, at stor udstedelse kan presse spænd ud, er begrænset.

NYK 4'56: OAS vs Price



OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 29 May 24)



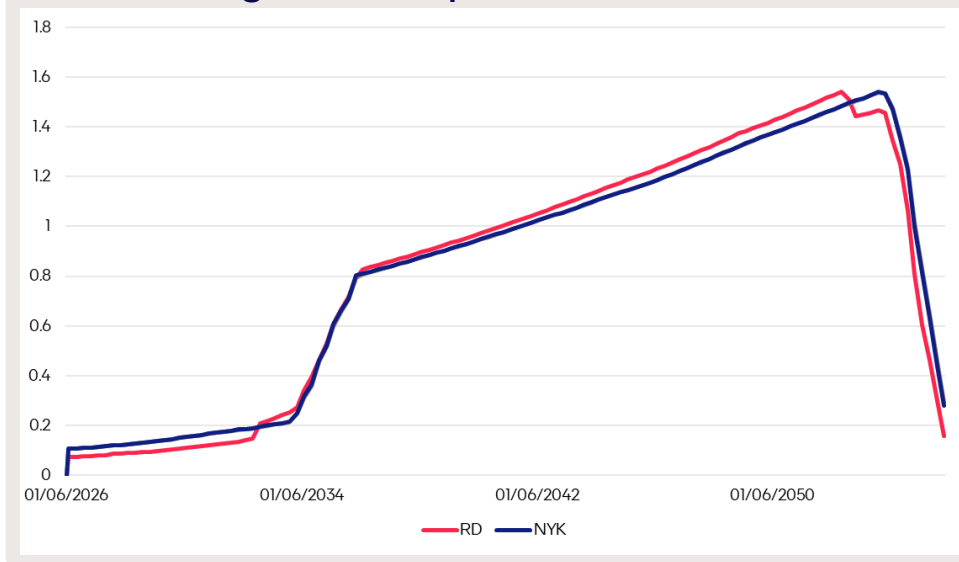
Lukkeeffekt

- Vi har tidligere skrevet om potentielle lukkeeffekter som følge af det kommende årgangsskifte, hvor vi konkluderede:
 - Udsigt til mere begrænsede lukkeeffekter i denne omgang.
 - Primært lukkeeffekt i 20-årige konverterbare og andre mindre serier.
 - Dårlig likviditet kan gøre det svært at realisere gevinst fra lukningen.
 - Læs evt. mere [her](#).
- RD's 4'56IO står til at vinde omkring 30 øre på lukningen og her er der – i modsætning til de andre obligationer, som har udsigt til lukkeeffekt – en cirkulerende mængde på knap 17 mia. kr.
- Den bedre likviditet i RD 4'56IO bør gøre det lettere at realisere en gevinst fra lukkeeffekt, og skal man købe 4'56IO, bør man vælge RD's farve.
- I og med at 4'56IO pt. handler omkring kurs 98, er udtræk ikke lige i nærheden, og dermed er vi mindre bekymrede for den ekstra trækrisiko, der er i RD's 4'56IO ift. de andre institutter.
- Vi åbner derfor en anbefaling af RD 4'56IO i mod NYK 4'56IO.
 - NYKs 4'56IO står også til lukkeeffekt, men mindre end RDs og har i modsætning til NDA og DLR's 4'56IO en tilstrækkelig udestående mængde.

Potentielle lukkeeffekter i 4'56IO

Obligation	Potentiel lukkeeffekt (kurs)	Cirkulerende mængde
RD 4'56IO	0,34	17.354
JRK 4'56IO	0,22	8.274
NYK 4'56IO	0,20	48.871
NDA 4'56IO	0,16	13.120
DLR 4'56IO	0,05	1.627

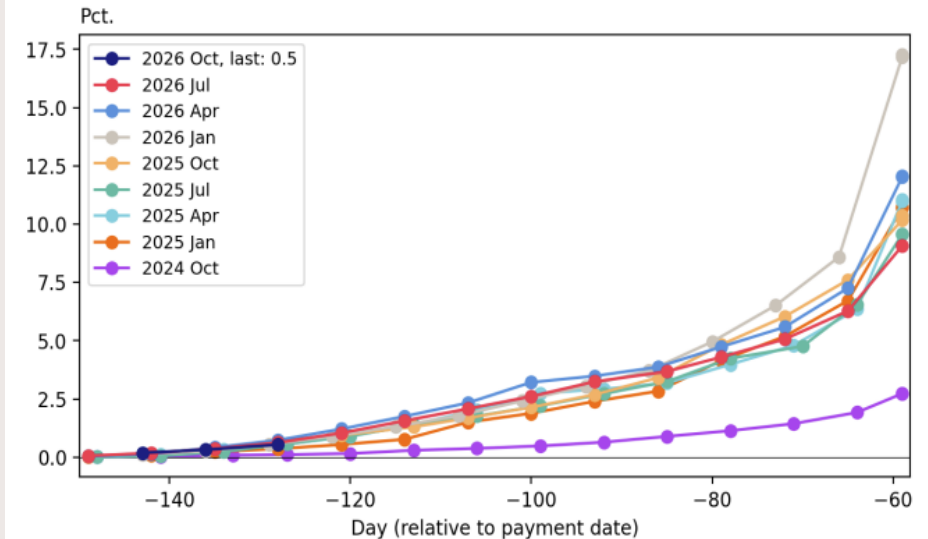
Cashflow RD og NYK 4'56IO pba. CK94



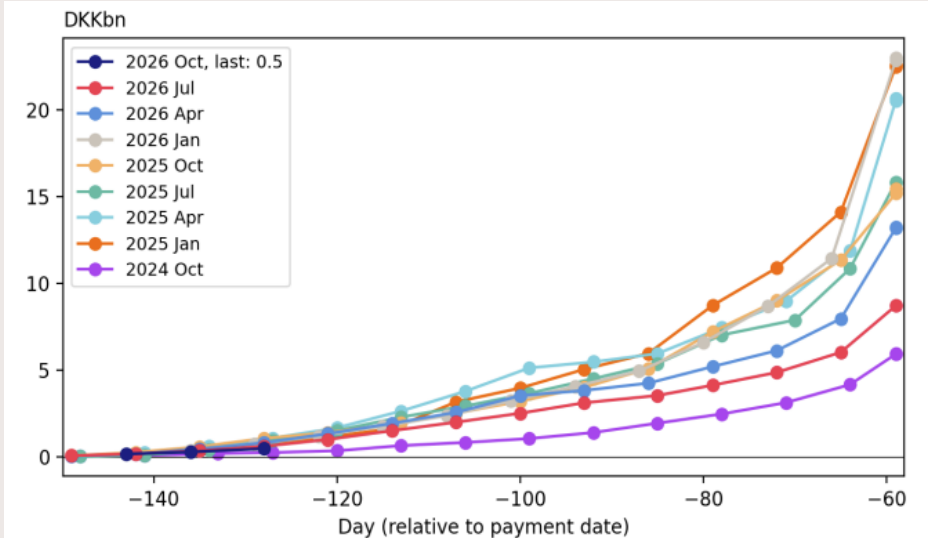
CK93 – kun for connoisseurs?

- De ugentlige CK93 er aktuelt primært for de særligt interesserede ejere af 5%-konverterbare
 - For det første er der endnu et stykke tid næste opsigelsesfrist (ultimo juli for opsigelser til oktoberterminen)
 - For det andet er mængden af 5%-konverterbare efterhånden er så begrænset, at udstræksprocenterne ikke længere er så afgørende for markedet som helhed
 - For det tredje er 4%-konverterbare under kurs 100, så de kommer ikke til at bidrage med udtræk
- 5%-erne har med en enkelt undtagelse (januarterminen 2026) trukket i omegnen af 10% siden januarterminen 2025.
 - Selvom de på nuværende tidspunkt ser ud til at være på sporet til også at trække omkring 10% til oktoberterminen 2026, betyder den reducerede mængde af 5%-konverterbare, at det i kroner og øre ikke bliver meget over niveauet fra før de skrå nedkonverteringer startede og udtræksprocenterne var omkring 2,5%.
- Break even træk på 5'53/56 A mod varighedsækvivalente RTL-obligationer ligger aktuelt omkring 15-17% afhængig af udsteder.
 - Dette forekommer fornuftigt i den aktuelle situation, dog i mindre omfang for RD end for øvrige udstedere.

Gennemsnitlig indfrielsesprocent i 5%-konverterbare



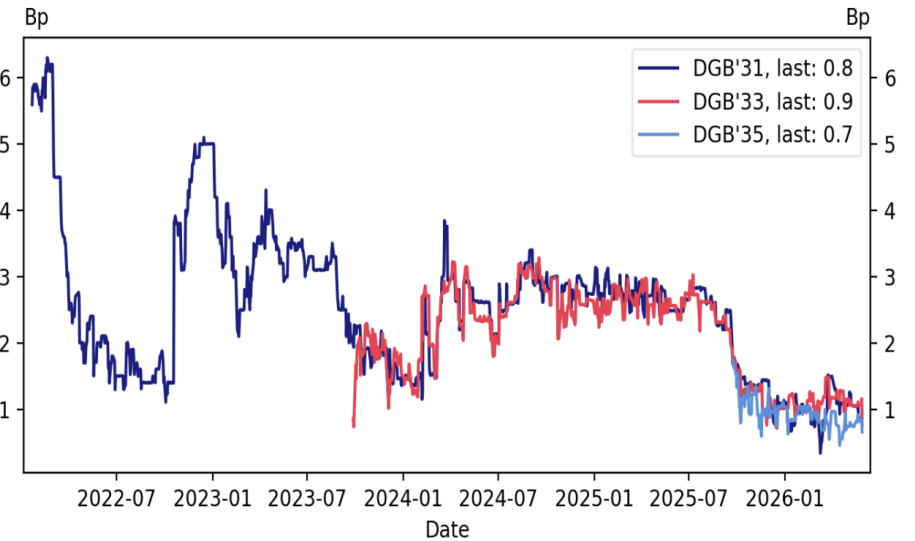
Indfrielser af 5%-konverterbare (mia. kr.)



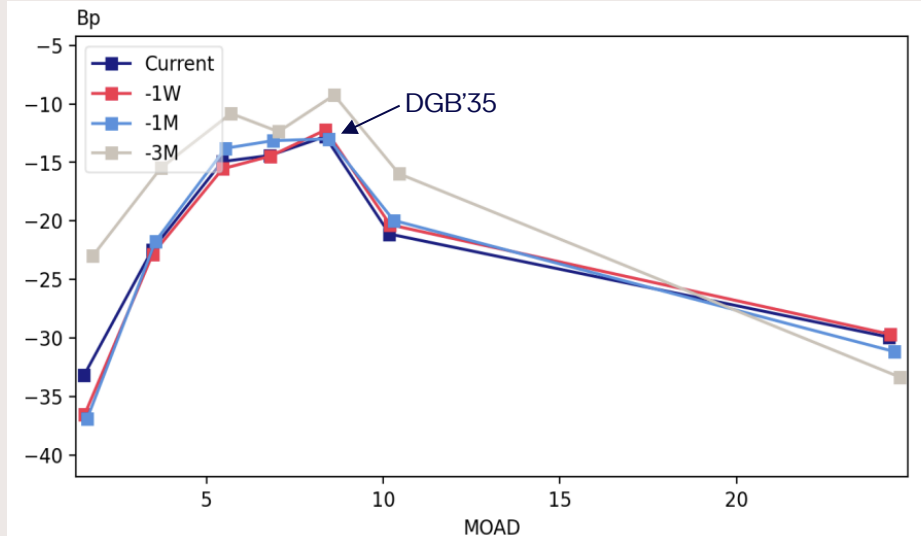
DGB'35G på auktion (igen)

- På onsdag (den 3. juni) er DGB'35 Green og DGB'52 på auktionsmenuen.
 - Maksimal udstedelse i DGB'52 på 1,5 mia. kr. (nominelt)
 - Der er således tale om en "gentagelse" af auktionen den 22. april
- På auktionen den 22. april blev der solgt 1.075 mio. kr. af DGB'35G
 - Med mindre interessen for DGB'35G på auktionerne tager til, ser udstedelsen af grønne statsobligationer ud til at lande lavere end den øvre grænse på 10 mia. kr. (jf. *Strategi for statens låntagning i 2026*)
- Siden syndikeringen af DGB'35 Green i september 2025, har greenium på de grønne på stater ligget forholdsvis lavt ($\leq 1,5$ bp)
 - På det seneste har greenium på danske stater ligget omkring 1 bp.
- Ved de netop overståede FRN-refinansieringsauktioner blev der solgt grønne FRN for 21 mia. kr. på greeniums, der ligeledes lå omkring 1 bp.
 - Vi forventer en greenium på DGB'35G på onsdag på 1 bp.
- DGB'35G ligger i det punkt på statskurven, der tilbyder det højeste spænd til både DESTR og tyske stater, samt et af de højeste hedgede og fundede HPR (vDESTR) pr. spread risk enhed (kun overgået af DGB'33, som har bedre rul).

Greenium på danske statsobligationer



DGB: Spænd til DBR



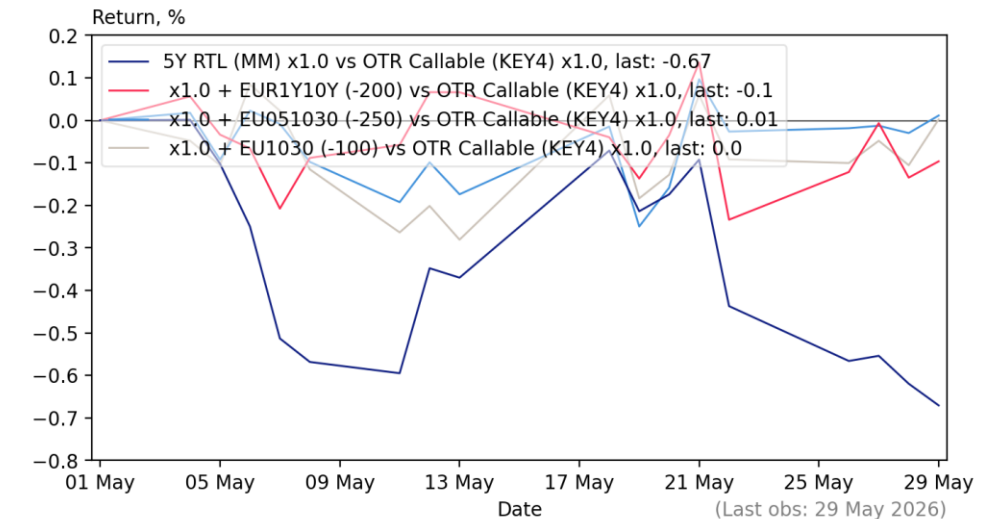
Anbefalinger

- Vi åbner en anbefaling af RD 4'56IO mod NYK 4'56IO på forventning om lukkeeffekt (se forrige side)
- Vi åbner en anbefaling af 4-5 årige tyske covered bonds vs RTL mod ESTR (inkl. basisswap)
- Vi lukker vores anbefaling af RTL over FRN, som overordnet set er gået sidelæns, da den forventede udvidelse af FRN-RTL spænd i løbet af første halvår 2026 er udeblevet.
- Vi fastholder vores øvrige anbefalinger.

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-02-23	RTL5 vs. RTL1	0.01	-0.01
2026-04-23	5'56 vs RTL	0.17	0.40

RTL5 vs. OTR callable incl. swap/swaption overlay



Outlook-anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.03
2025-11-27	CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN	-0.01	0.08
2026-01-12	RTL5 vs. RTL3	-0.02	-0.08
2026-01-15	RTL vs FRN	0.01	-0.03
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.47	-0.03
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.58	0.37

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