

Ultimoudstedelse og terminsperformance

Bliver næppe den sommerfest, man kunne ønske sig

9. juni 2026 09:16

Markedsføringsmateriale

Analytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

- Vi forventer ultimoudstedelse på 15-17 mia. kr. med en overvægt af RTL'er, lidt færre FRN og meget få konverterbare
- RTL'er ser dyre ud og spændpåvirkningen fra terminen afhænger af udviklingen i outright renteniveau og likviditet herfra
- Vi tror ikke på stor terminsperformance i konverterbare denne gang

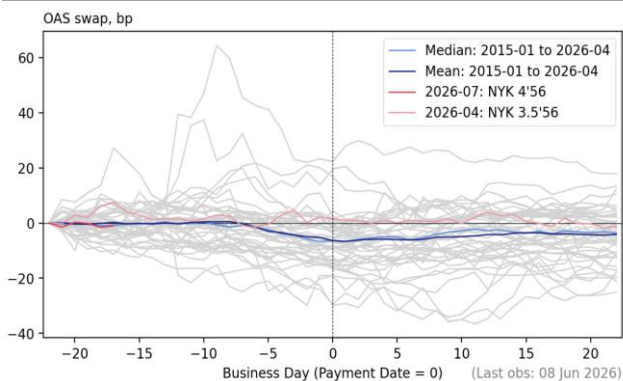
Omkring 23 mia. kr. udestår fra ekstraordinære udtræk, samt RTL- og FRN-udløb, der ikke er blevet refinansieret på majauktionerne. Noget af dette vil allerede være kommet i den løbende udstedelse og vi forventer ultimoudstedelse på 15-17 mia. kr. fordelt på 7-9 mia. kr. RTL'er, 6-8 mia. kr. FRN og 1 mia. kr. i konverterbare. Hvorvidt RTL'erne skal tabe de sædvanlige 1-2 bp i forbindelse med ultimoudstedelsen og genvinde det efterfølgende, afhænger i høj grad af om likvidetsrigeligheden og de højere outright renter fortsætter frem til ultimo. I de konverterbare forventer vi ikke væsentlig terminsperformance, som følge af den allerede dyr prisfastsættelse og mindre negativ nettovækst i segmentet.

Vi forventer flest RTL'er i ultimoudstedelsen

Forventet ultimoudstedelse	
RTL	7-9 mia. kr.
FRN	6-8 mia. kr.
Konverterbare	1 mia. kr.
Total	15-17 mia. kr.

Kilde: Nykredit markets

Vi forventer ikke terminseffekt i konverterbare til 1. juli



Terminseffekt i OTR-konverterbare

Kilde: Nykredit Markets

Udtræk og udestående refinansiering

Ekstraordinære udtræk til 1. juli løber kun op i 11 mia. kr. Dertil udløber ca. 35 mia. kr. RTL-obligationer til 1. juli, heraf blev kun 19 mia. kr. refinansieret på de netop overståede majrefinansieringsauktioner. Antager vi, at omtrent 85% af RTL-udløbet skal refinansieres, efterlader det et udestående på ca. 11 mia. kr.

Refinansieringsgraden for FRN'erne var samlet set høj på 86%. RD og JRK havde dog hver især en FRN med en refinansieringsgrad på 75% (hhv. en CITA FRN og en CIBOR 3M FRN), hvilket er til den lave side og der kan være et udestående på 1-2 mia. kr. fra denne front.

Dermed er der samlet set ca. 23 mia. kr., som potentielt kan komme i ultimoudstedelsen oven i den almindelige månedsultimo fra bolighandel med overtagelse til 1 juli. Vi forventer at ultimoudstedelsen vil finde sted henover fredag d. 26 juni og mandag d. 29 juni.

Forventet ultimoudstedelse

Noget af det udestående vil være kommet i den løbende udstedelse, som følge af førtidige opsigelser med fastkursaftale og refinansiering uden for auktionerne. Vi forventer derfor en ultimoudstedelse på 15-17 mia. kr.

I lighed med ultimoudstedelsen i marts forventer vi en overvægt af RTL-obligationer, lidt færre FRN'er og få konverterbare. Specifikt forventer vi 7-9 mia. kr. RTL'er, 6-8 mia. kr. FRN'er og omkring 1 mia. kr. konverterbare. Vi forventer lidt over halvdelen af RTL-udbuddet vil komme i RTL5.

Endnu en aflysning af terminseffekten?

Vi har tidligere skrevet en del om terminseffekt i både RTL'er og konverterbare. Tilbage i marts "aflyste" vi midlertidig april-terminsperformance i de konverterbare på grund af krigen mellem USA og Iran, som var brudt ud i februar, og de – på trods af krigen – lave OAS niveauer.

Dette viste sig at holde stik, og de konverterbare performede ikke op til april terminen. Det har de til gengæld gjort efterfølgende, med performance i OTR-konverterbare på omkring 5bp og med det aktuelle OAS-niveau, tvivler vi på, at der er plads til yderligere terminsperformance.

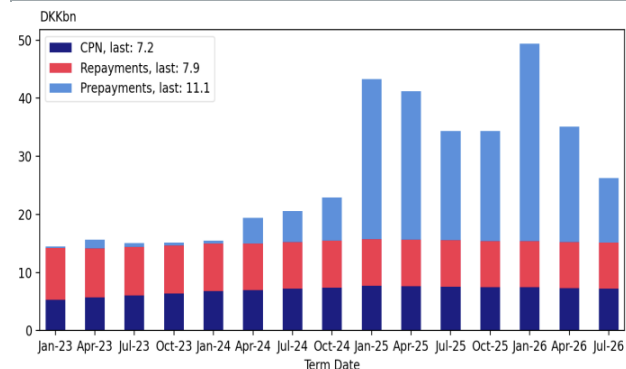
Ordinære afdrag til 1. juli forventes at ende på knap 8 mia. kr. og dermed ender genplaceringsbehovet fra udtræk og afdrag på 19 mia. kr. Den løbende nettoudstedelse for kvartalet (udstedelse fratrukket tilbagekøb) har kurs mod 15 mia. kr. og nettovæksten for det konverterbare segment ser således ud til at lande omkring - 4 mia. kr. ca. samme niveau som ved april terminen. Dette taler ligeledes for, at juliterminen bliver en gentagelse af aprilterminen med begrænset til ingen terminseffekt i de konverterbare.

I RTL'erne forventer vi generelt spændudvidelser, som følge af deres aktuelt dyre relative prisfastsættelse til europæiske covered bonds og svenske bostäder. Givet, at RTL'erne taber tilstrækkeligt de næste uger til igen at handle over tyske covered bonds i swapspænd, vil vi forvente en gentagelse af det sædvanlige mønster: spændudvidelser på 1-2bp henover ultimoudstedelsen, som reverseres igen efterfølgende (se nederste graf på siden).

Fastholdes den relative prisning af RTL'erne derimod på nuværende niveauer, kan ultimoudstedelsen blive anledning til en større priskorrektion. Omvendt var auktionsudbuddet på 19 mia. kr. ikke nok til at give spændudvidelser, selvom RTL'erne allerede så dyre ud relativt under auktionerne. Det kan pege i retning af, at der skal mere til for at korrigerer spændene.

Vi tilskriver den aktuelt dyre prisfastsættelse af RTL'erne en kombination af højere outright renter og likviditetsrigelighed. Det taler for, at vi skal se et fald i mindst én af de to, for at få varige spændudvidelser i RTL'erne. Falder det sammen med ultimoudstedelsen, kan det give større og længerevarende spændudvidelser end de 1-2bp vi normalt ser i forbindelse med ultimo og genplacering. Omvendt hvis likviditetsrigelighed og høje outright renter fortsætter, kan det medføre, at der ikke bliver "billige" RTL'er at hente i ultimoudstedelsen denne gang.

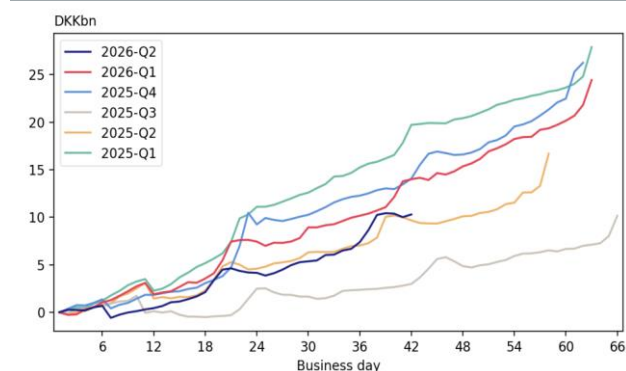
Mindre genplaceringsbehov fra udtræk og afdrag



Udtræk, afdrag og kuponbetalinger i konverterbare

Kilde: Nykredit Markets

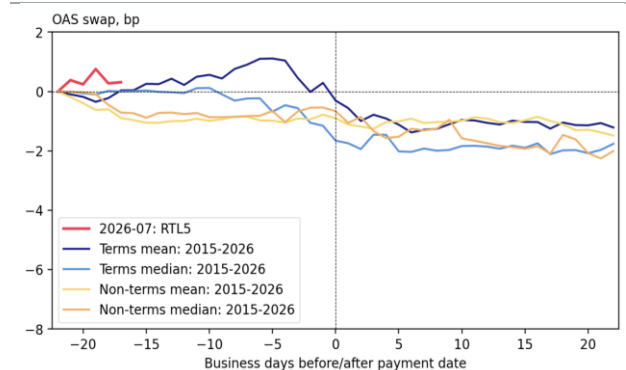
Løbende nettoudstedelse i konverterbare er også mindre



Akkumuleret udstedelse for kvartalet fratrukket tilbagekøb pba. cirkulerende mængde

Kilde: Nykredit Markets

Forventer normal terminsperformance i RTL'erne



Viser performance i termins og ikke-terminsmåneder i RTL5

Kilde: 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 investeringsservices 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 økonometriske 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.