

FRN-refinansieringsauktioner, august 2026

Hvad skal rentetillæggene være?

14. august 2026 09:24

Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63

- NYK har fire DKK-FRN for 33,1 mia. kr. og tre EUR-FRN for 1,3 mia. euro på refinansieringsauktioner den 19. til 21. august
- Vi forventer et OAS til RTL-kurven på omkring 5 bp for "benchmark FRN" fra NYK
- På auktionerne skal investor byde på rentetillægget – vi gennemgår relevante forhold og giver vores bud

I næste uge udbydes fire DKK-FRN og tre EUR-FRN på auktioner i forbindelse med refinansieringen af udløbet til oktoberterminen, og de skal alle have fastlagt rentetillæg. Vi giver i denne analyse vores forventninger til OAS, og gennemgår hvordan disse omsættes til rentetillæg. Den aktuelle prisning tilsiger umiddelbart, at "benchmark FRN" (SDO/SDRO, LCR-1B, inkonverterbare og ikke-grønne) fra NYK skal gå med et OAS til RTL-kurven på 5 bp afhængig af udsteder. Dette forekommer fair i lyset af, at vi ikke forventer, at FRN-RTL spændene skal længere ud end dette i år. RTL-obligationerne ser dog aktuelt en anelse dyre ud, hvilket kan give anledning til mindre spændudvidelser for både RTL og FRN på auktionerne.

Den 19. til 21. august udbyder NYK fire DKK-FRN for i alt 33,1 mia. kr. på refinansieringsauktioner. Tre CIBOR 3M SDO okt29 "trillinger" står for størstedelen (28,2 mia. kr.) af dette udbud, mens en CIBOR 3M RO apr29 står for resten (4,9 mia. kr.).

Det samlede udbud af DKK-FRN på 33,1 mia. kr. er noget mindre end det niveau på ca. 43 mia. kr. vi har set på augustauktionerne de sidste tre år. Ligesom det gør sig gældende for RTL-udbuddet, er der altså tale om forholdsvis overskuelige mængder.

Ud over udbuddet af DKK-FRN, er der tre EUR-FRN fra NYK på auktion for samlet set 1,3 mia. euro. Heraf står én EURIBOR SDO okt29 for knap 1,2 mia. euro. Det fulde overblik over auktionstidspunkter mv. (både RTL og FRN) kan findes i auktionskalenderen på vores hjemmeside [her](#).

Refinansieringsgrader, aktuel prisning og udstedelse

Tendensen til høje refinansieringsgrader for NYK FRN fortsætter, og der er dermed (som forventet) ingen tendens til, at eksisterende FRN-låntagerne skulle fravælge FRN-lån til fordel for lån med længere rentebinding i forbindelse med refinansiering.

I går (torsdag) afholdt vi en teams-præsentation om refinansieringsauktionerne (både FRN og RTL), hvor vi blandt andet beskrev vores syn på relativ værdi og OAS på RTL/FRN. Plancher fra præsentationen kan findes [her](#), og vi har derudover et afsnit af vores podcast på trapperne, hvor vi også diskuterer auktionerne (kan findes [her](#), når det er ude).

Grundlæggende ligger FRN fornuftigt priset *relativt* til RTL, og herfra forventer vi snarere, at FRN-RTL spændene over de kommende måneder skal et punkt eller to ind, end at de skal ud. Efter sommerens performance ser RTL'erne dog en anelse dyre ud i lyset af udsigten til aftagende likviditetsrigelighed samt tiltagende RTL-udstedelse (fra det aktuelle "sommerferieniveau").

Vi forventer, at RTL'erne i den kommende tid kan give sig 2-4 bp ud på denne bekostning, og at FRN skal følge med om end ikke helt 1:1.

For os at se, er et sandsynligt scenarie, at FRN giver sig et punkt eller to ud på auktionerne i næste uge (sammenlignet med den aktuelle prisning), og at RTL'erne giver sig en anelse mere ud på auktionerne i næste uge igen.

Sidst i denne analyse har vi opstillet en tabel, som giver vores bud på rentetillæggene for de syv nye FRN, der er på auktion. Derudover indeholder tabellen en udspecificering af, hvordan disse bud er fremkommet. I det følgende gennemgås de vigtigste elementer.

Der er i denne analyse – og tabellen nedenfor – taget udgangspunkt i den aktuelle RTL-kurve. Vi opdaterer tabellen nedenfor, hvis RTL-kurven rykker sig frem mod onsdag, hvor FRN-auktionerne starter.

OAS til RTL-kurven

Udgangspunktet for fastlæggelsen af rentetillæggene er det OAS, man ønsker at opnå – og vi tager udgangspunkt i et ønsket OAS mod RTL-kurven. De elementer, der indgår i fastlæggelsen af dette OAS, er angivet i den midterste blok af tabellen nedenfor.

Udgangspunktet er en fair OAS til RTL-kurven for "benchmark FRN" – dvs. SDO/SDRO, LCR-1B, inkonverterbare og ikke-grønne. Dette forventer vi vil blive ca. 5 bp for NYK's DKK-FRN. Vi finder det sandsynligt, at de tre EUR-FRN skal gå op til 5 bp billigere end en prisning på linje med tilsvarende DKK-FRN ville tilsige. Konkret har vi sat "benchmark FRN" præmien 2 bp højere for disse (derudover prises EUR-FRN som DKK-FRN via en basisswap).

Har en given FRN karakteristika, der afviger fra en "benchmark FRN", kan dette give anledning til højere eller lavere OAS.

For så vidt angår de FRN, der skal have fastlagt rentetillæg i denne omgang, er der for det første tre RO (række B i tabellen), hvilket vi tillægger 4 bp højere OAS. For det andet er to LCR-NC, hvilket vi tillægger 4bp højere OAS (række C i tabellen). For det tredje er én konverterbar til kurs 100, hvilket vi (ligeledes) tillægger 4 bp højere OAS (række D i tabellen). Ingen af de syv FRN er grønne eller har for os at se det store indlåsningspotentiale (række E og F i tabellen).

Fra OAS til rentetillæg

Når man har lagt sig fast på et krav til OAS mod RTL-kurven, skal det omsættes til et rentetillæg, der rent faktisk resulterer i dette OAS. "Omregningen" fra OAS til rentetillæg kan opdeles i en række skridt, som er angivet i nederste blok af tabellen nedenfor.

Udgangspunktet er naturligvis det ønskede OAS til RTL-kurven, som giver en næsten tilsvarende "startværdi" for rentetillægget (række G i tabellen).

Derudover skal der for det første tages højde for forskellen på RTL-kurven og den referencekurve, som den pågældende FRN fixer til. Dette fremgår i tabellen som et yield curve spread (YCS), der som udgangspunkt beregnes under forudsætning af, at cashflowet ikke indeholder afdrag (række H i tabellen). For EUR-FRN er YCS opgjort via basisswap fra EURIBOR 3M til CIBOR 3M.

For det andet skal der tages højde for, at cashflowet for de fleste FRN må forventes at indeholde afdrag. Dette gøres via en forventet prepayment rate, som fastlægges på baggrund af de afdrag, vi har set i de obligationer, som de nye FRN erstatter. Afdrag reducerer længden af cashflowet, hvilket typisk giver anledning til en nedadrettet korrektion af YCS (række I i tabellen). For de fleste FRN er de forventede afdrag – og dermed også de nedadrettede korrektioner – meget beskedne. NYK RO EURIBOR 3M okt30 (DK0009554503) erstatter dog en FRN, hvor afdragene har været 4-9% pr. termin de sidste to år. Afdrag i denne størrelsesorden giver en større korrektion af YCS og dermed rentetillægget.

For det tredje skal der for CITA-FRN tages højde for, at det anvendte YCS tager udgangspunkt i en *mid*-kurve, mens CITA-

fixinger fastsættes ud fra *offers* på DESTROIS (række J i tabellen). Der er imidlertid ingen af de FRN, der er på auktion denne gang, som er CITA-FRN.

For det fjerde udbydes alle de syv FRN til kurs 100,20. En auktionskurs over 100 giver anledning til en synlig korrektion af rentetillægget mhp. at opnå det ønskede OAS (række K i tabellen). Denne korrektion er alt andet lige mindre, jo længere løbetiden er.

For det femte skal der foretages eventuelle korrektioner for forskellen på pengemarkeds- og obligationskonventionen. Referencerenterne, som obligationerne fixer mod, er opgjort efter pengemarkedskonventionen, mens fem af de syv FRN anvender obligationskonventionen i rentetilskrivningen. For disse fem obligationer tages der i vidt omfang højde for denne forskel ved at der ganges med 365/360-faktoren i kuponberegningen. Korrektionen via 365/360-faktoren svarer imidlertid ikke præcist til forskellen på act/act- og act/360-rentetilskrivning. Endvidere ganges 365/360-faktoren for NYK's tilfælde på både referencerenten og rentetillægget for de pågældende FRN. Givet den måde vores opgørelse af rentetillægget er stillet op på (herunder det anvendte YCS), er det imidlertid alene referencerenten, der er behov for at korrigeres med 365/360-faktoren. Disse forhold leder dog samlet set kun til beskedne korrektioner (række L i tabellen nedenfor).

Ingen af de syv FRN har cap eller floor på kuponen (række M i tabellen).

Øvrige forhold

Alle de fem FRN har en afsætningstrigger, og vi vurderer dens værdi til at være stort set nul, da sandsynligheden for, at en auktion fejler, er ekstremt lille.

FRN offered at refinancing auctions August 19 to 21 (week 34)

ISIN	DK0009553885	DK0009554180	DK0009553968	DK0009554263	DK0009554347	DK0009554503	DK0009554420
------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Characteristics

Capital centre	NYK H	NYK H	NYK H	NYK G	NYK H	NYK G	NYK G
Type	SDO	SDO	SDO	RO	SDO	RO	RO
Maturity	01-Oct-29	01-Oct-29	01-Oct-29	01-Apr-29	01-Oct-29	01-Oct-30	01-Apr-29
Auction day	19-Aug-26	19-Aug-26	20-Aug-26	20-Aug-26	21-Aug-26	21-Aug-26	21-Aug-26
Auction closing time	10:30	11:30	10:30	11:30	10:30	11:30	13:00
Expected supply	10,100 DKKm	9,100 DKKm	9,000 DKKm	4,900 DKKm	1,175 EURm	70 EURm	60 EURm
Auction price	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20
Fixing curve	CIBOR 3M	CIBOR 3M	CIBOR 3M	CIBOR 3M	EURIBOR 3M	EURIBOR 3M	EURIBOR 3M
Green bond	-	-	-	-	-	-	-
Coupon until 1 October	0.0000%	0.0000%	0.0000%	0.0000%	0.0000%	0.0000%	0.0000%
Convention	Act/act	Act/act	Act/act	Act/act	Act/360	Act/act	Act/360
365/360 correction*	Yes (RR+RS)	Yes (RR+RS)	Yes (RR+RS)	Yes (RR+RS)	-	Yes (RR+RS)	-
Fixing day	-5B	-5B	-5B	-5B	-2B	-5B	-2B
Rate cap	-	-	-	-	-	-	-
Rate floor	-	-	-	-	-	-	-
Interest rate trigger	-	-	-	-	-	-	-
Failed refinancing trigger	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Callable (price)	-	-	-	-	-	Yes (100)	-
LCR	1B	1B	1B	1B	1B	NC	NC

Expected/realised OAS to RTL-curve

A. FRN-premium	5.0 bp	5.0 bp	5.0 bp	5.0 bp	7.0 bp	7.0 bp	7.0 bp
B. RO	-	-	-	4.0 bp	-	4.0 bp	4.0 bp
C. LCR-premium	-	-	-	-	-	4.0 bp	4.0 bp
D. Callable	-	-	-	-	-	4.0 bp	-
E. Green	-	-	-	-	-	-	-
F. Lock-in	-	-	-	-	-	-	-
OAS to RTL-curve (sum A-F)	5.0 bp	5.0 bp	5.0 bp	9.0 bp	7.0 bp	19.0 bp	15.0 bp
Implied OAS to DEST	35.9 bp	35.8 bp	35.7 bp	37.0 bp	37.9 bp	52.1 bp	43.1 bp

Updated: 2026-08-14 at 08:45

OAS → Rate spread

G. Exp. OAS to RTL-curve	4.9 bp	4.9 bp	4.9 bp	8.8 bp	6.9 bp	18.6 bp	14.7 bp
H. YCS**	-18.4 bp	-18.4 bp	-18.4 bp	-20.0 bp	9.8 bp	13.8 bp	8.6 bp
I. Repayments/cash flow	0.0 bp	-0.1 bp	-0.1 bp	-0.2 bp	-	-4.2 bp	-0.1 bp
J. CITA fixes on ask	-	-	-	-	-	-	-
K. Price > 100	7.1 bp	7.1 bp	7.2 bp	8.7 bp	7.0 bp	7.6 bp	8.4 bp
L. 365/360-correction	0.4 bp	0.4 bp	0.4 bp	0.8 bp	-	0.0 bp	0.5 bp
M. Cap/floor	-	-	-	-	-	-	-
Total (sum G-M)	-6.1 bp	-6.1 bp	-6.0 bp	-1.7 bp	23.7 bp	35.8 bp	32.1 bp

Expected/realised rate spread	-7 bp to -5 bp	-7 bp to -5 bp	-7 bp to -5 bp	-3 bp to 0 bp	22 bp to 25 bp	35 bp to 37 bp	31 bp to 33 bp
--------------------------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

* Indicates whether the 365/360-factor is used in calculation of the coupon, and whether it is multiplied on both the reference rate (RR) or both the reference rate and rate spread (RR+RS).

** YCS is incl. a basis swap for EURIBOR 3M FRN

Kilde: Udstedere og Nykredit Markets

DISCLOSURE

Investeringsanalyser

Dette materiale er udarbejdet af analytikere i Nykredit Markets' analysefunktioner og anses for at være en investeringsanalyse.

Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner inkl. covered bonds

Obligationsanbefaling

Obligations- & derivatanalysens investeringsanalyser 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.). I modsætning til outright-anbefalinger er der derfor ofte tale om både en købs- og en salgsanbefaling i vores investeringsanalyser.

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.

Anbefaling om porteføljeallokering

Obligations- & derivatanalysens anbefalinger tager udgangspunkt i en porteføljeinvestor (long-only-investor) i statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner.

OVERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være større end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

NEUTRAL: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være på niveau med afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

UNDERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være mindre end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

Anbefalingsfordeling

Fordelingen af Obligations- & derivatanalysens direkte investeringsanbefalinger fremlagt inden for årets seneste kvartal fremgår af hhv. tabel 1 og tabel 2. Andel I angiver vores anbefalingsfordeling, hvorfor det summer til 100%. Andel II angiver andelen af udstedere inden for hver kategori, som Nykredit Bank A/S har udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for i de foregående 12 måneder.

Historiske afkast og kursudvikling

I det omfang analysen indeholder oplysninger om historisk kursudvikling og/eller afkast henvises til [Historiske afkast og kursudvikling](#), på nykredit.dk, der indeholder oplysninger om kursudvikling og afkast de seneste fem år (eller så længe det pågældende instrument har eksisteret, hvis dette er under fem år) for de finansielle instrumenter, som Obligations- & derivatanalysen har direkte investeringsanbefalinger på.

Oplysninger om Nykredit

Denne investeringsanalyse er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiell virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet. Nykredit Bank A/S er et helejet dansk datterselskab af Nykredit Realkredit A/S. Nykredit Bank A/S har betydelige finansielle interesser i forhold til Nykredit Realkredit A/S i form af sædvanlige bankforretninger og investeringer i covered bonds og realkreditobligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S. Investeringsanalysen er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalingerne fra Kapitalmarked Danmark.

Inden for de seneste 12 måneder har Nykredit Bank A/S udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for – herunder ageret som manager i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer udstedt af Ringkjøbing Landbobank A/S, P/F BankNordik, Spar Nord Bank, Sparekassen Kronjylland, Sparekassen Sjælland-Fyn, Lån&Spar Bank, Vestas, Danfoss Fin 2 BV, Danish Crown A/S, NKT A/S, CMARK, Nykredit Realkredit A/S, Bank of New York, SEB, CFF, BNP.

Nykredit Markets deltager i markedet maker-ordningen for danske statsobligationer, danske covered bonds og danske realkreditobligationer og kan i sin egenskab heraf have positioner i disse værdipapirer. Nykredit Markets agerer også som primary dealer for svensk statsgæld og svenske covered bonds.

Nykredit Markets 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 Markets er forpligtede til at overdrage enhver henvendelse, der kan påvirke en investeringsanalyses objektivitet og uafhængighed, til chefen for analyseafdelingen samt til compliance-funktionen. Nykredit Bank A/S har en interessekonfliktpolitik om identificering, håndtering og oplysning om interessekonflikter i forbindelse med værdipapirhandel, som Nykredit Bank A/S udfører for kunder. Medarbejdere i Nykredit Markets skal til enhver tid være opmærksomme på interessekonflikter mellem Nykredit Bank A/S og kunder, mellem kunderne indbyrdes og mellem medarbejderen på den ene side og Nykredit Bank A/S eller kunder på den anden side og skal bestræbe sig på at

undgå interessekonflikter. Hvis medarbejdere i Nykredit Markets bliver bekendt med forhold, der kan udgøre en interessekonflikt, skal de videregive informationen til deres chef samt til compliance-funktionen, der herefter afgør, hvordan situationen skal håndteres.

Fixed income and Quantitative Research i Nykredit Markets arbejder uafhængigt af Debt Capital Markets og Financial Institutions Group afdelingerne og er organiseret uafhængigt af og refererer ikke til andre forretningsområder i Nykredit-koncernen. Analytikere er delvist aflønnet på baggrund af Nykredit Bank A/S' 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 investeringsanalyser, modtager ikke vederlag, som er knyttet til investeringsbanktransaktioner udført af selskaber i Nykredit-koncernen.

Denne analyse blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den på forsiden af analysen angivne dato.

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.

Medmindre andet er angivet, er kursoplysninger indeholdt i denne analyse fra kl. 15.40 på handelsdagen før den på forsiden angivne dato.

Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i denne analyse. Sådanne risici, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger, er angivet i analysen. 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 analyse.

DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets 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 Markets 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. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. 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 A/S 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 Markets.

Ansvarshavende redaktør: Chefanalytiker Jacob Skinhøj, Nykredit Markets – Kalvebod Brygge 47 – 1780 København V – Tlf. 44 55 11 27