

Kort realkreditupdate

Uge 32

Peter Bache
Veronica Bergstrøm

Nykredit



Refinansieringsauktioner i sigte!

- I august skal der refinansieres et oktoberudløb af DKK FRN på knap 37 mia. kr. samt EUR FRN på 1,5 mia. euro
 - NYK står for hele FRN-udløbet
 - Udløbet af EUR FRN udgøres hovedsageligt af en EURIBOR 3M SDO (inkonverterbar) på 1,25 mia. euro
 - Udløbet af DKK FRN er udelukkende CIBOR 3M FRN
- Derudover skal der refinansieres et oktoberudløb af DKK RTL på godt 44 mia. kr.
 - Heraf udgør 5Y RTL ca. 15,5 mia. kr. Vi forventer et udbud på 9-10 mia. kr. svarende til en refinansierungsgrad på godt 60 pct.
 - Derudover udgør 1Y RTL fra JRK 20 mia. kr. Det bliver interessant at se, hvorvidt en væsentlig andel af disse låntagere ender med at refinansiere med Jyske Frihed (CIBOR 3M FRN)
- Vi forventer, at udstederne vil komme med nærmere oplysninger om auktionerne i denne eller starten af næste uge

Next payment date: 01-10-2026

Floater maturity (DKKm)

Issuer	Total	CITA 3M	CITA 6M	CITA 12M	CIBOR 3M	CIBOR 6M
NYK	36,762	0	0	0	36,762	0
RD	0	0	0	0	0	0
NDA	0	0	0	0	0	0
BRF	0	0	0	0	0	0
DLR	0	0	0	0	0	0
LRF	0	0	0	0	0	0
Total	36,762	0	0	0	36,762	0

RTL Maturity (DKKm)

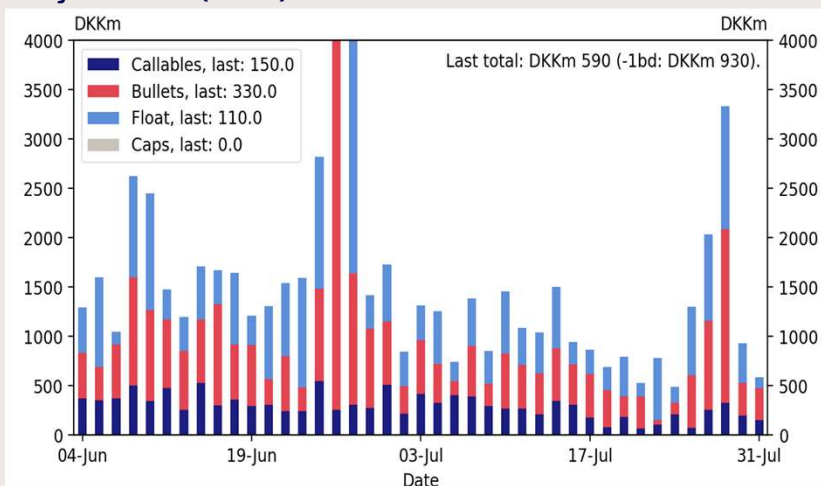
Issuer	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	0	0	0	0	0	0	0
RD	0	0	0	0	0	0	0
NDA	24,077	2,293	678	5,219	358	15,528	0
BRF	20,063	20,062	1	0	0	0	0
DLR	0	0	0	0	0	0	0
LRF	0	0	0	0	0	0	0
Total	44,140	22,355	679	5,219	358	15,528	0

Lavt udstedelsesniveau henover sommerferien

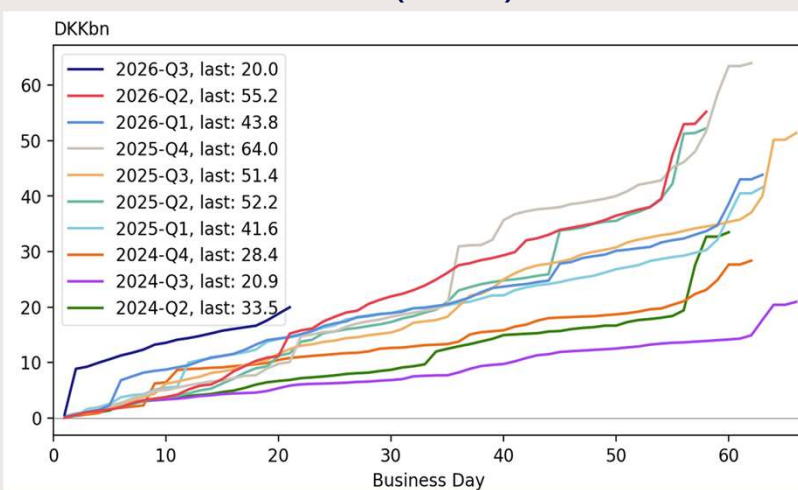
- Bortset fra torsdag i sidste uge – som var præget af månedsultimo – har den daglige udstedelse ligget lavt henover juli på ca. 1 mia. kr. i snit.
- Udstedelsen har været domineret af FRN, primært drevet af, at NYK har øget deres FRN-udstedelse.
- Men også JRK, NDA og DLR har øget deres FRN-udstedelse ift. samme tidspunkt i de sidste par kvartaler.
- Over halvdelen af FRN-udstedelsen i juli er kommet i CIBOR3M FRN.
- Heraf har NYK stået for størstedelen (knap 9 mia. kr.) mens det resterende primært er kommet fra JRK (knap 3,5 mia.).

- Det tyder på, at JRK fortsat har godt gang i Jyske Frihed.
- Hvad NYK angår anvendes CIBOR3M FRN primært til finansiering af erhvervsudlån.

Daily issuance (OMX)



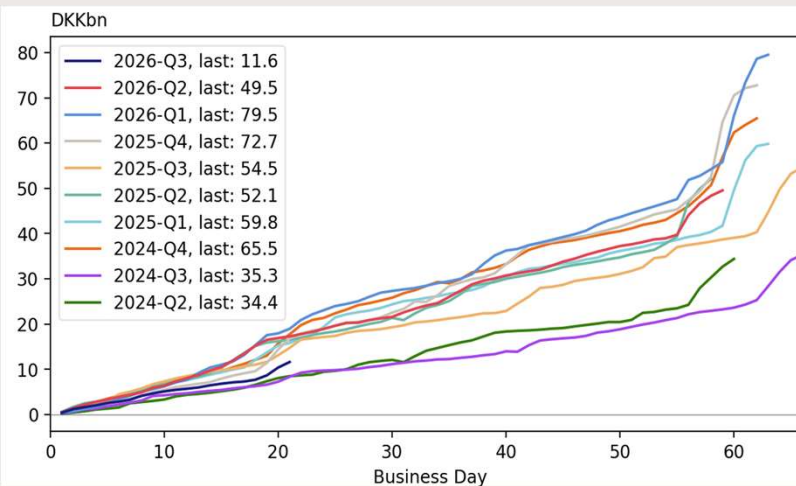
FRN: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



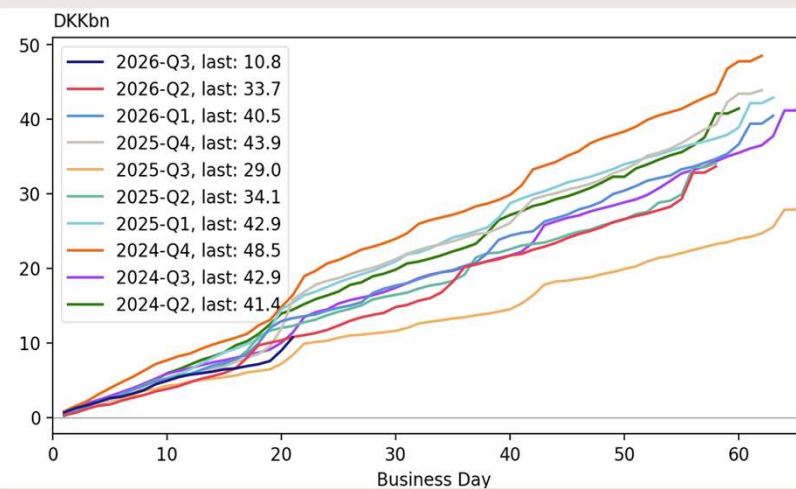
Større FRN-udstedelse har været på bekostning af RTL-udstedelsen

- Den større FRN-udstedelse er kommet på bekostning af lavere RTL-udstedelse.
- RTL-udstedelsen er faldet på tværs af løbetider, men især udstedelsen af RTL1 og RTL3 ligger indtil videre lavt.
- Den konverterbare udstedelse ligger på omtrent samme (lave) niveau, som har gjort sig gældende de sidste mange kvartaler.

RTL: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



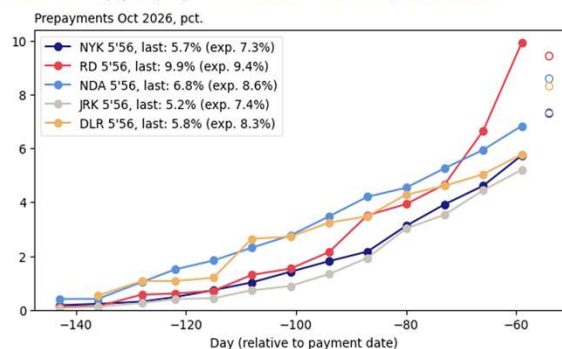
Callables: Iss. Net of Refi Auctions (CIRMIL)



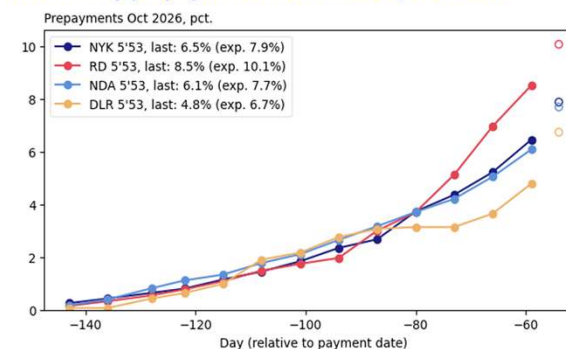
Endelige udtræk i 5%-erne fortsætter med at aftage gradvist

- De endelige udtræk i 5%-erne lander på 6,4% til oktoberterminen.
- Udtrækkene fortsætter således, som forventet, med at aftage gradvist.
- De største træk er at finde i RD's 5'56/5'53 der trækker hhv. 9,9% og 8,5%.
- Det er lige akkurat under deres breakeven træk i mod varighedsækvivalente RTL'er.

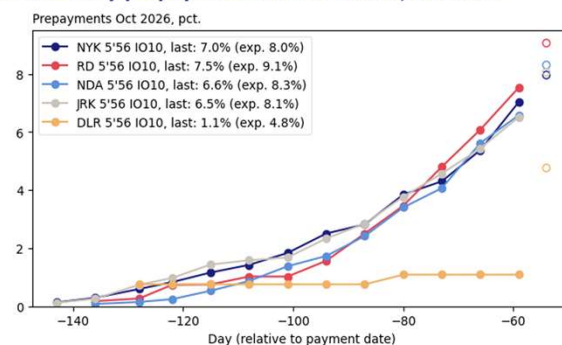
Preliminary prepayment rates in 5'56A, Oct 2026



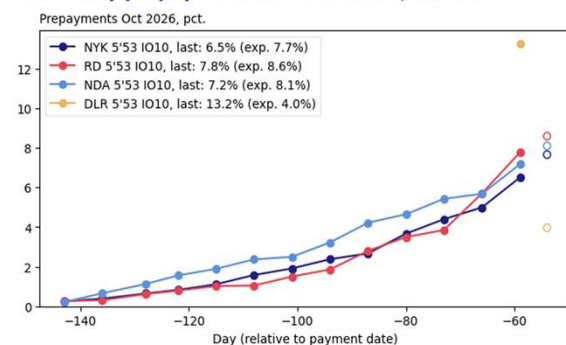
Preliminary prepayment rates in 5'53A, Oct 2026



Preliminary prepayment rates in 5'56IO, Oct 2026



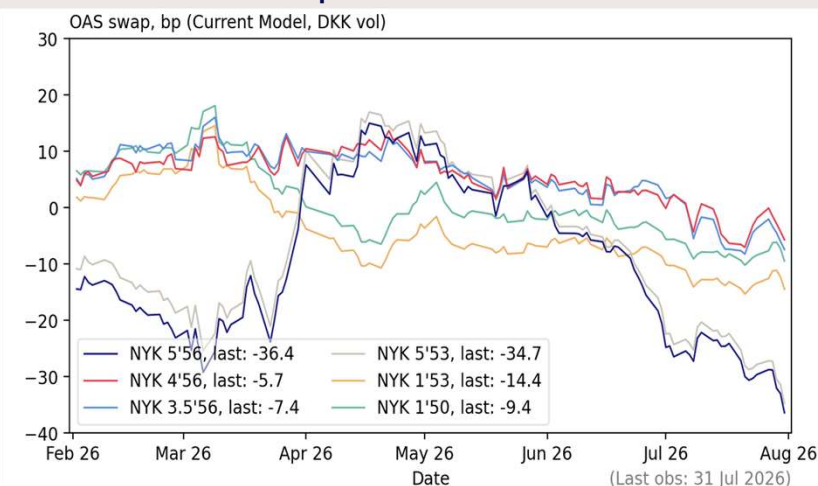
Preliminary prepayment rates in 5'53IO, Oct 2026



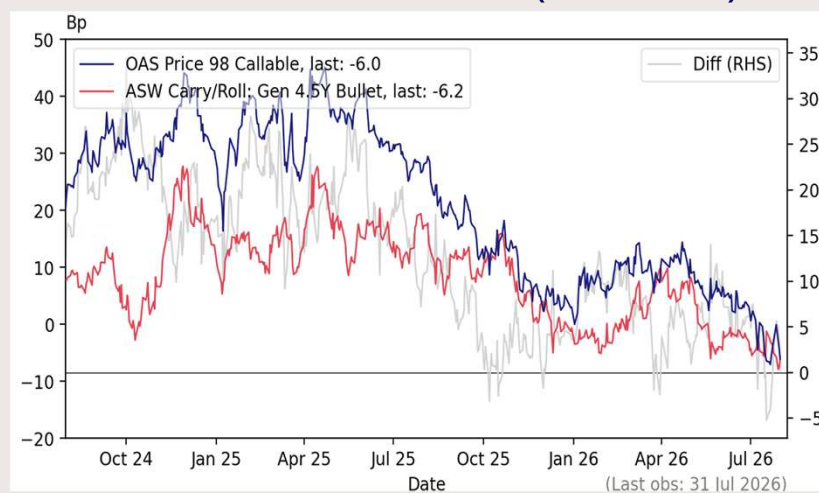
Dyre konverterbare

- Konverterbare har fortsat deres OAS-performance gennem juli, selvom vi allerede ved indgangen af juli synes de så dyre ud.
- Slutningen af sidste uge bød på yderligere OAS-performance, delvist drevet af en stigning i vol, som ikke blev fuldt indpriset.
- Det har skævvredet den relative prisfastsættelse af 4%’erne ift. længere RTL’er yderligere (til trods for, at de også havde en god uge i sidste uge).
- Det er vores forventning, at de kommende uger vil byde på en priskorrektion af hele det konverterbare segment og vi forventer spændudvidelser på tværs af kuponer.

30Y Callables: OAS Swap



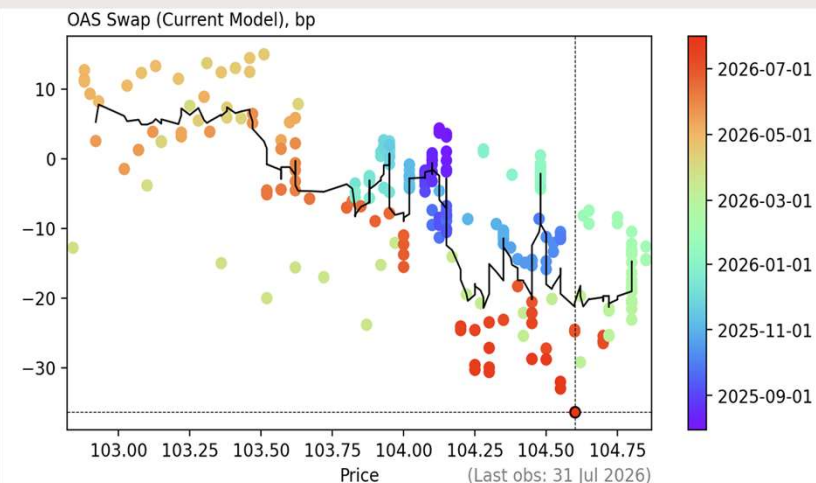
OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 31 Jul 24)



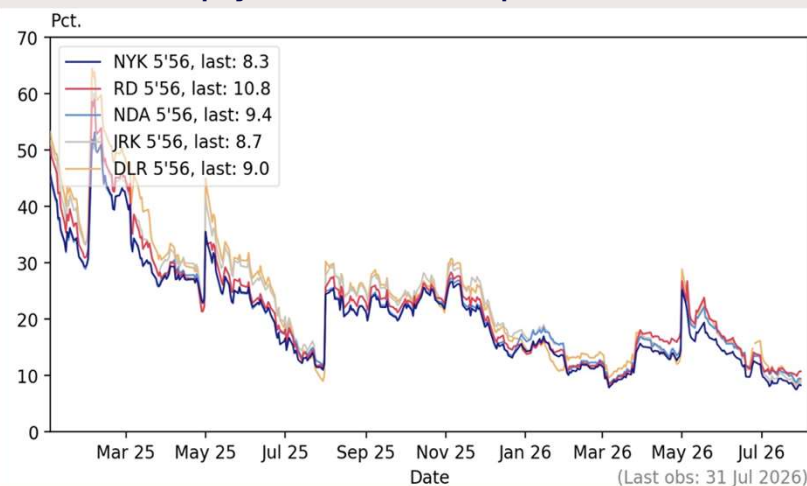
Breakeven prepayments i 5%erne ligger lige på vippen

- Den sidste uges performance i 5%erne har reduceret break-even prepayments mod varighedsækvivalente RTL'er til omkring 8-10% for 5'56'er (tilsvarende billede gør sig gældende for 5'53)
- Selvom oktoberterminen har budt på lave træk, og vi forventer at udtræk vil fortsætte med at aftage gradvist, virker de aktuelle breakeven træk til den lave side.
- Vi synes, at sidste uges performance i 5%erne virker overgjort og de ser dyre ud på aktuelle niveauer.
- Vi har en åben anbefaling af 4'56 mod 5'53 & 1'50, som vi fastholder på denne baggrund.

NYK 5'56: OAS vs Price



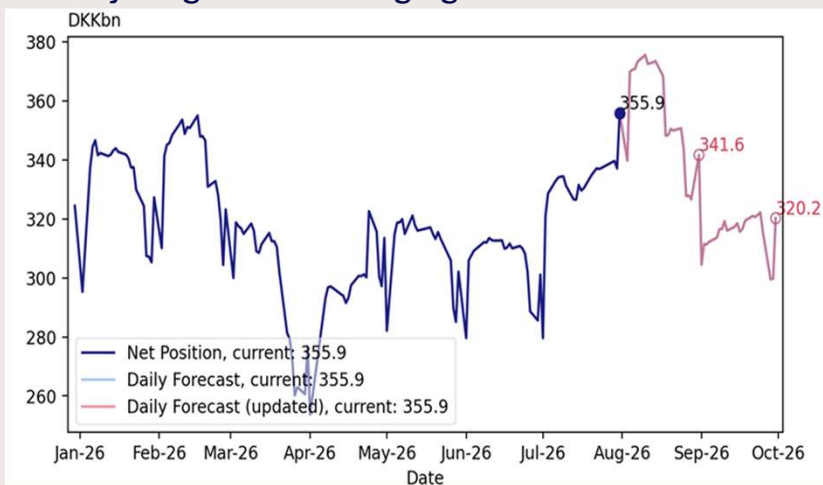
Break Even Prepayments vs MOAD Eq. Bullets



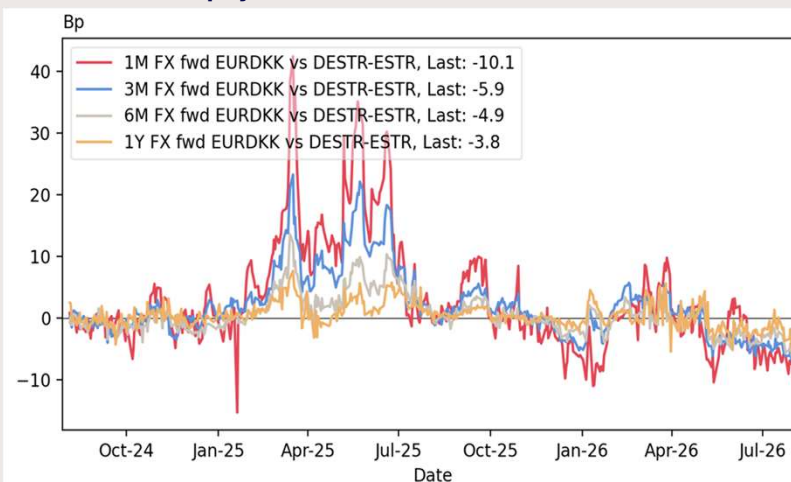
Likvidtetsnyt: Et nøk op!

- Nettostillingen er som forventet steget i juli og ligger p.t. på 356 mia. kr.
- I første halvdel af august, vil den nå endnu højere op, før den falder tilbage til et niveau omkring 320 mia. kr. i september
- De 320 mia. kr. forventes umiddelbart også at være niveauet ved udgangen af året.
- I slutningen af august får vi opdaterede skøn for statens nettofinansieringsbehov, som potentielt kan flytte lidt på billedet.
- Det højere likviditetsniveau afspejles endnu engang i de korte FX-forwards
- For en EUR-investor er pick up'et i et 3M FX forward (EURDKK) således ca. 6bp højere end 3M DEST-ESTR umiddelbart tilsiger
- Den seneste stigning i likviditeten ses navnlig i 1M FX forwards, som må forventes at falde tilbage i løbet af august.
- Der var ikke klare tegn på interventioner i juli (vurderet ud fra daglige afvigelser fra forecastet)
- Hvis der har været interventioner, har de sandsynligvis været begrænsede

Aktuelt yderligere likviditetsrigelighed

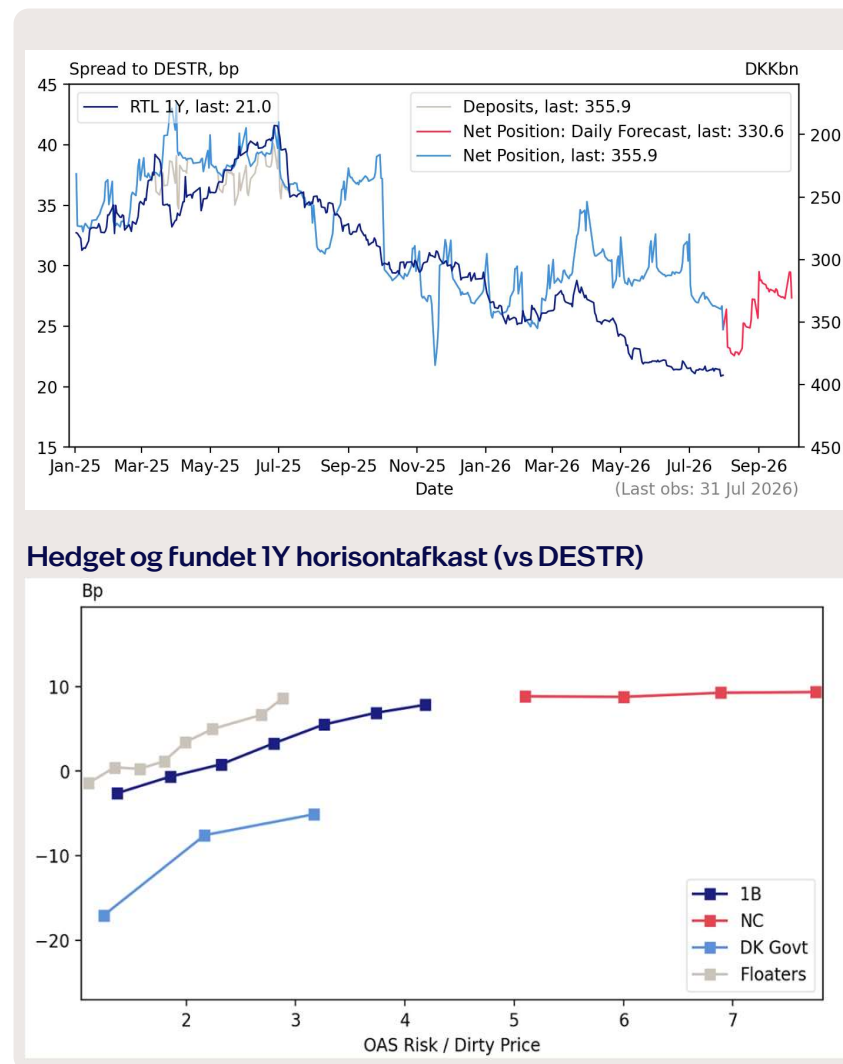


Likviditeten afspejles (fortsat) i FX-forwards



RTL: Er de for dyre?

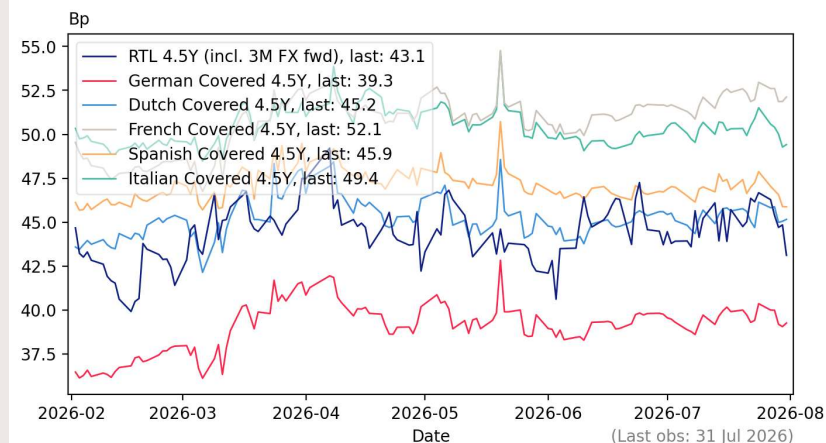
- 1Y RTL har ligget rimelig stabilt mod DESTR siden første halvdel af maj, mens de længere RTL-obligationer har performet pænt i juli
- Holdt op imod likviditeten – og likviditetsudsigterne – ser RTL1 dyre ud (se øverste figur), men de er, som vi har skrevet om før, understøttet af outrightrenteniveauet
- Den performance vi har set i de længere RTL-obligationer har fået de 2-3 årige RTL-obligationer til at se dyre ud mod de 4-5 årige i en hedget og funded betragtning (se nederste figur)
- Med den aktuelle spændkurve forekommer fladning af RTL4-5 vs RTL2-3 DESTR-spændene mere sandsynligt end det modsatte.
- Vi foretrækker p.t. RTL5 over RTL2-3 (begge som ASW-pakker)
 - Vi har allerede en åben anbefaling af RTL5 vs RTL3, som vi altså fastholder!



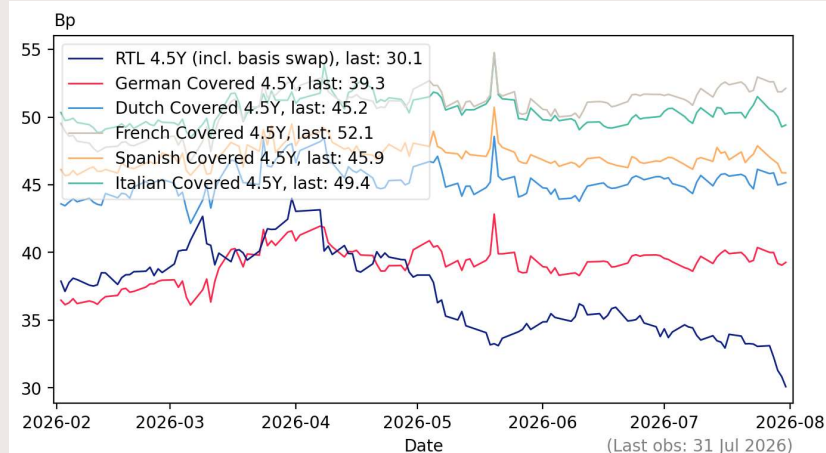
... afhænger fortsat af øjnene, der ser

- Det er stort set kun, hvis man sammenligner 4-5 årige RTL'er med EUR-covereds inkl. 3M FX forward, at de ikke ser dyre ud (se øverste figur)
- Den performance mod DESTR, vi har set i juli, har ikke i afgørende omfang rykket på den relative prisning i dette perspektiv
- Set mod EUR-covered inkl. en maturity matched basisswap (nederste figur) har den seneste performance imidlertid kun gjort de 4-5 årige RTL-obligationer endnu dyrere
- I det lys er det ikke kun prisningen af de korte RTL-obligationer, men også prisningen af de 4-5 årige RTL-obligationer, som er klart påvirket af likviditetssituationen.
- Endvidere er prisningen af de længere RTL-obligationer kun blevet mere afhængig af, hvordan den marginale investor håndterer FX risiko/tilvejebringer funding.

EUR covereds og 4.5Y RTL (inkl. 3M FX fwd): Spænd til ESTR

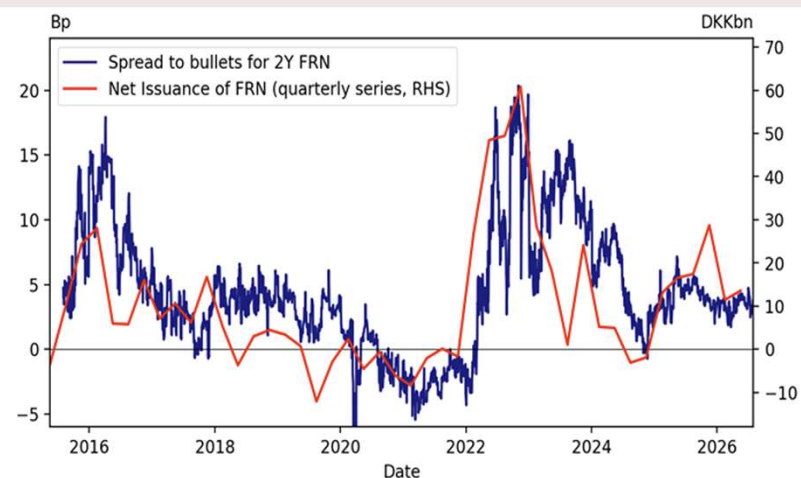
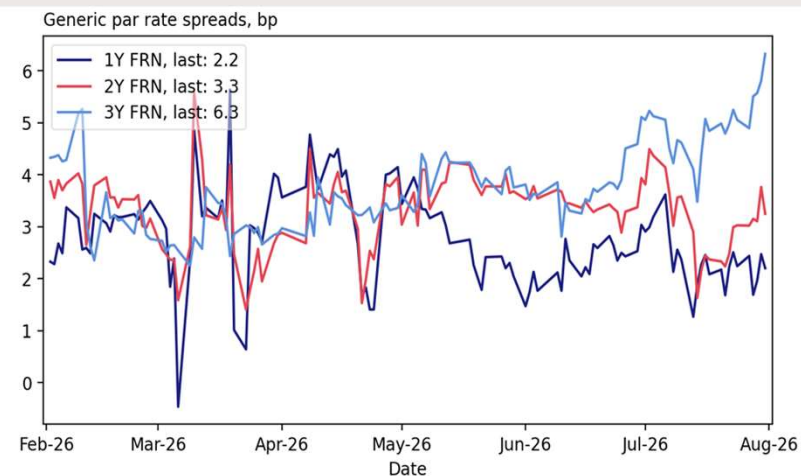


EUR covereds og 4.5Y RTL (inkl. basisswap): Spænd til ESTR



FRN: Ikke helt så dyrt

- De treårige FRN har ikke fulgt den seneste performance i RTL-obligationerne 1:1
- Dermed er FRN-spændet til RTL-kurven steget til godt 6bp i treårspunktet
- Vi forventer ikke, at dette spændniveau er den nye normal, men snarere at det skal korrigeres ind igen
- I 3-årspunktet foretrækker vi derfor FRN over RTL på de nuværende niveauer
- Åbner anbefaling af 3Y FRN mod 3Y RTL (vs DESTRO), fx 955280 vs 954519 i forholdet 1:1



Anbefalinger

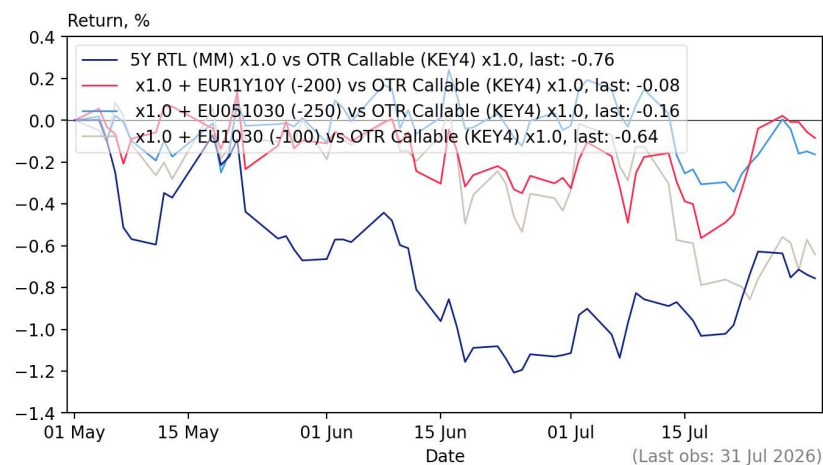
- Vores anbefaling af FRN vs. RTL2 har performet flot siden vi åbnede den i starten af juli. Vi tager profit og lukker anbefalingen.
- Vi åbner i stedet en anbefaling af 3Y FRN mod 3Y RTL (hedget), se også side forrige side.
- Vores anbefaling af 4'56 mod 5'53 og 1'50 har tabt siden vi åbnede den i starten af juli, vi fastholder for nu, pba. en forventning om, at spændudvidelser i 5%’erne.
- Vi fastholder øvrige anbefalinger.

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 5bd	Total return
2026-06-01	RD 4'56IO vs NYK 4'56IO	0.00	0.01
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	0.11	-0.95
2026-06-26	RTL5 vs RTL3	-0.04	-0.05
2026-07-01	FRN vs. RTL2	-0.06	0.49
2026-07-07	4'56 vs 1'50 & 5'53	0.09	-0.46

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	0.13
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.01	-0.99
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.04	0.47



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 markedet 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 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