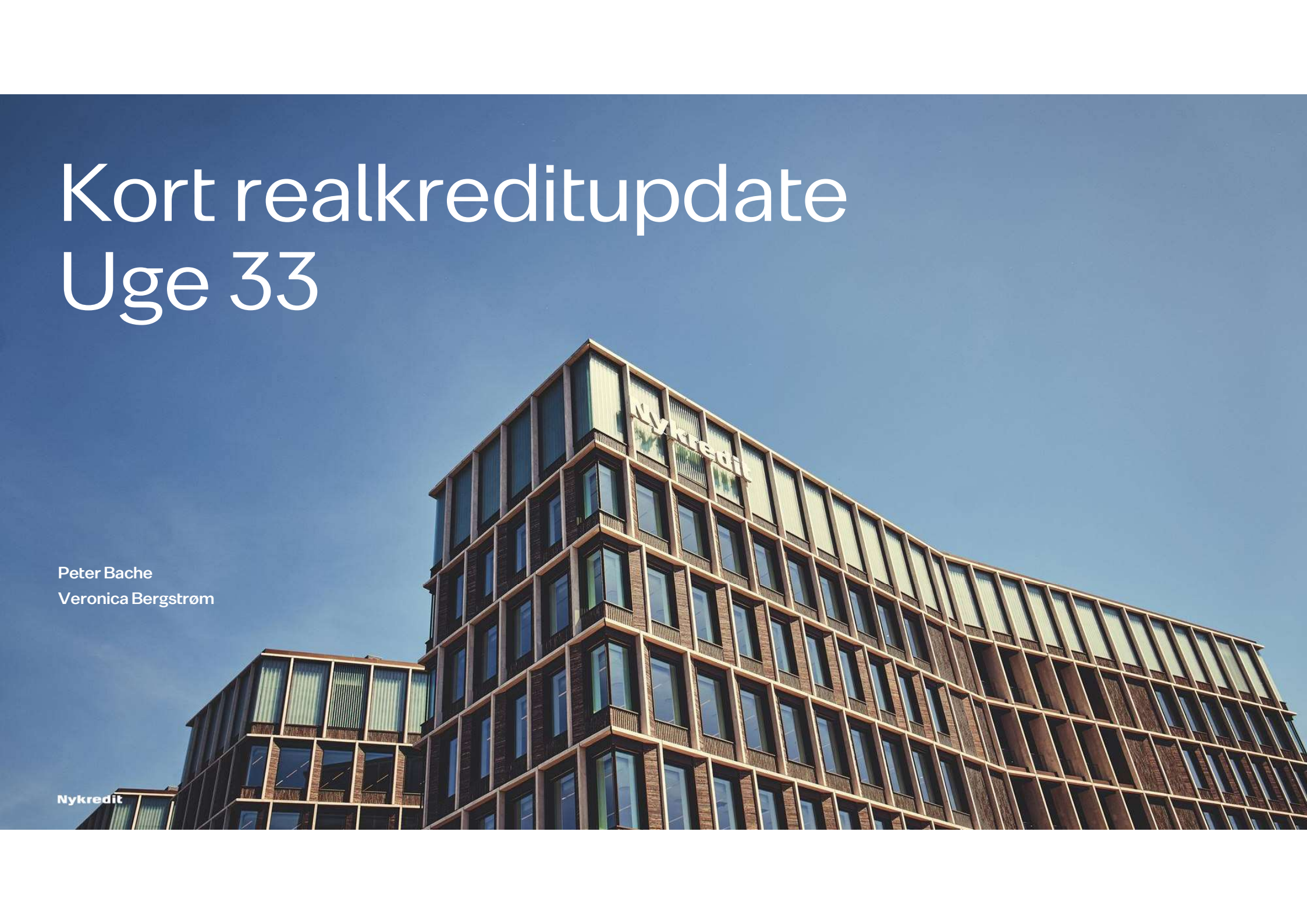


# Kort realkreditupdate

## Uge 33

Peter Bache  
Veronica Bergstrøm

Nykredit



# Refinansieringsauktionerne er nær!

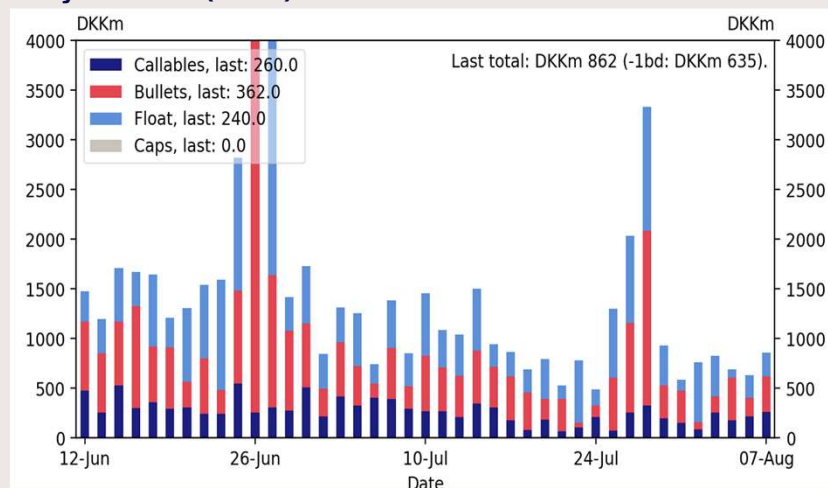
- Vi afventer fortsat nærmere information fra udstederne om de refinansieringsauktioner, der forventeligt vil finde sted i næste uge
  - Dermed ved vi ikke mere med sikkerhed, end da vi skrev om udløb mv. i sidste uge (se [her](#))
  - Vi forventer dog at få oplysninger om de præcise auktionstidspunkter, mængder etc. i første halvdel af denne uge
- Det er kun Nykredit, der har FRN på auktion i denne runde, og vi kender allerede ISINs samt løbetider og andre karakteristika på disse nye FRN, jf. tabellen til højre.
  - Det drejer sig om tre nye (og grundlæggende ens) SDO CIBOR 3M FRN. Disse "trillinger" er treårige (Okt29), inkonverterbare og vil forventeligt hver især have et aktionsudbud på omkring 9-10 mia. kr. (hvis refinansieringsgraden som vanligt ender omkring 90%)
  - EUR FRN udgøres primært af én SDO EURIBOR 3M, som ligeledes er treårig (Okt29) og inkonverterbar.
  - Derudover kommer én DKK RO samt to EUR RO FRN.
- Vi vender tilbage med mere, når vi har fået mere information fra udstederne – og husk så i øvrigt vores **teamskald om auktionerne på torsdag kl. 9.30** (kontakt os for link)

| ISIN           | Name                   | Maturity | Rate cap/floor | Auction Day | Auction Price | Offer (mio) | Maturing (old ISIN) | Refi-rate |
|----------------|------------------------|----------|----------------|-------------|---------------|-------------|---------------------|-----------|
| <i>DKK FRN</i> |                        |          |                |             |               |             |                     |           |
| DK0009553885   | NYK SDO CIBOR 3M       | Okt 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 11,519              | N/A       |
| DK0009553968   | NYK SDO CIBOR 3M       | Okt 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 10,258              | N/A       |
| DK0009554180   | NYK SDO CIBOR 3M       | Okt 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 9,598               | N/A       |
| DK0009554263   | NYK RO CIBOR 3M        | Apr 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 5,381               | N/A       |
| <i>EUR FRN</i> |                        |          |                |             |               |             |                     |           |
| DK0009554347   | NYK SDO EURIBOR 3M     | Okt 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 1,254               | N/A       |
| DK0009554503   | NYK RO EURIBOR 3M CALL | Apr 30   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 135                 | N/A       |
| DK0009554420   | NYK RO EURIBOR 3M      | Apr 29   | -              | TBA         | TBA           | TBA         | 89                  | N/A       |

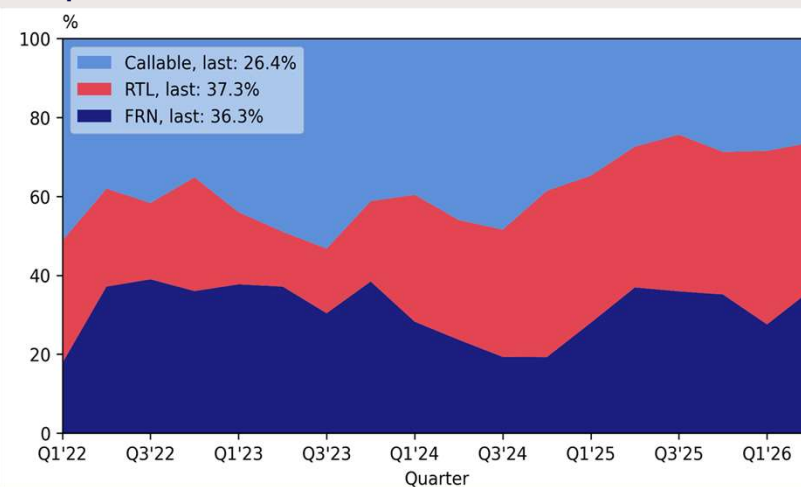
# Udstedelsen er stadig på sommerferie

- Udstedelsen lå fortsat meget lavt i sidste uge på under 1 mia. kr. om dagen.
- Fordelingen er uændret: Flest FRN, lidt færre RTL'er og få konverterbare.
- Vi tilskriver det meget lave udstedelsesniveau sommerferien, og vi forventer derfor at udstedelsen vil tage til i de kommende uger, og komme tilbage til ca. samme niveau som før sommerferien (ca. 1,5-2 mia. kr. om dagen).
- Den lave udstedelse er formentligt også en understøttende faktor for den aktuelle (dyre) prisfastsættelse af alle segmenter.

Daily issuance (OMX)



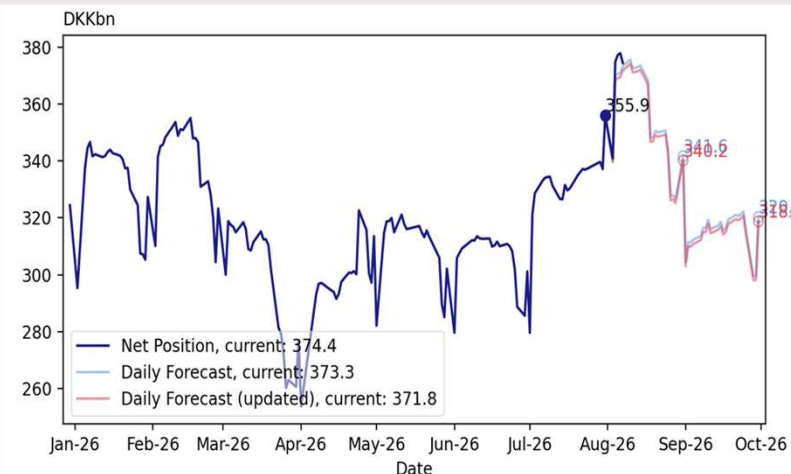
Composition of issuance (Net of refi auctions and EoQ (Cirmil))



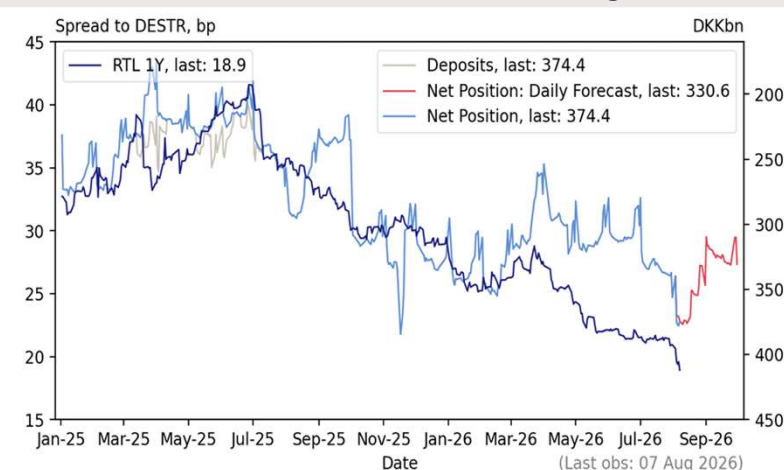
# Nettostillingen når nye højder...

- Nettostillingen nåede i sidste uge over 370 mia. kr. og vil holde dette niveau hele denne uge
- Den seneste stigning i nettostillingen har (som vi har set før) sat sig i prisningen af de korte RTL-obligationer, som har performet mod DESTR
- Ud over likviditetsudviklingen, er de korte RTL-obligationer understøttet af en aktuelt meget lav udstedelse af etårige RTL-obligationer
- I næste uge – hvor der også vil være refinansieringsauktioner – står nettostillingen til at falde til omkring 350 mia. kr.
  - Efterfølgende står nettostillingen til at falde yderligere og forventes at ligge på et niveau omkring 310-320 mia. kr. i september
  - Selvom der på ingen måde er tale om en lav nettostilling, kan det forestående fald give modvind til særligt de kortere RTL-obligationer fra det aktuelle spændniveau.
  - I det omfang faldet i nettostillingen også sætter sig i de korte FX-forwards, må det også forventes at kunne give de længere RTL-obligationer noget modvind
  - Dog forventes RTL-obligationerne fortsat at være understøttet af lavere udstedelse – og næste uges RTL-auktionsmængder er ikke noget, som bør presse markedet nævneværdigt.

Nettostillingen over 370 mia. kr. i denne uge



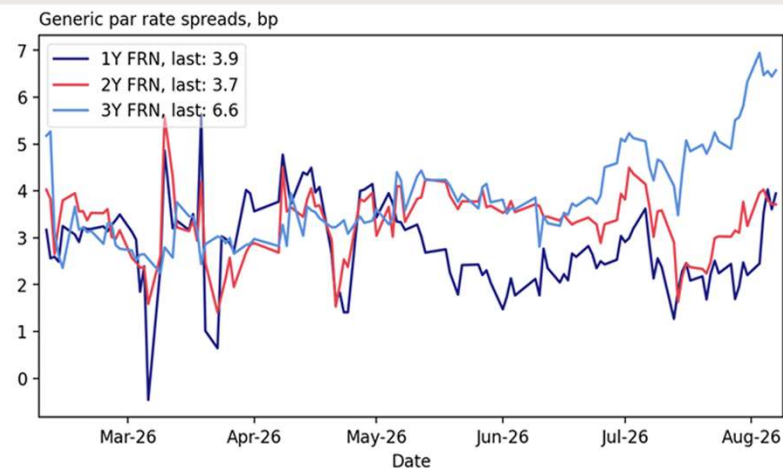
RTL1 kan møde likviditetsmodvind fra næste uge!



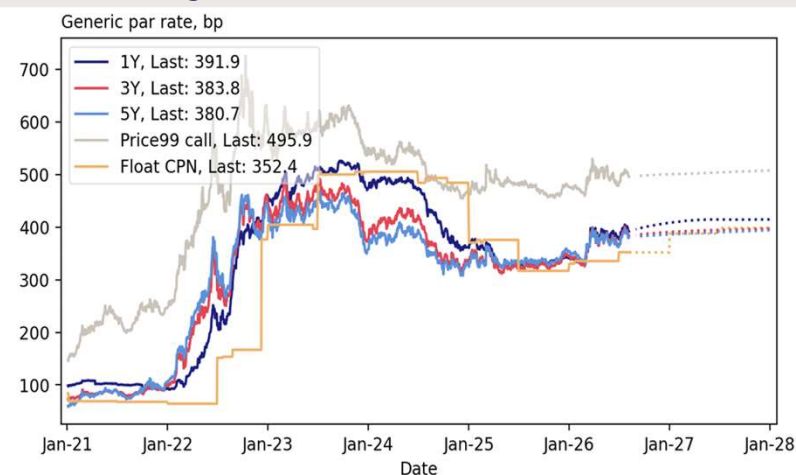
# FRN – auktionsklar?

- De treårige FRN har ikke helt fulgt RTL-obligationernes sommerperformance, og er blevet et par punkter billigere mod RTL
  - P.t. ligger 3Y NYK FRN med omkring 6 punkter til RTL-kurven
  - Vi forventer ikke, at FRN bliver billigere relativt til RTL'erne frem mod (eller på) auktionerne.
- FRN-udstedelsen ikke er ramt af sommerferiestemning på samme måde som udstedelsen af RTL og konverterbare.
  - Det er dog ikke noget, der rækker afgørende ved spændene
  - FRN forventes at holde deres "omkostningsfordel" (set fra låntagers perspektiv) relativt til RTL'erne resten af 2026, hvilket kan medvirke til en lidt større løbende udstedelse af FRN relativt til RTL.
- Der er dog udsigt til en ganske stor RTL-auktionsrunde i november
  - Udløbet af RTL-obligationer pr. 1. januar 2027 er p.t. 161 mia. kr., hvoraf 64 mia. kr. er oprindeligt femårige
  - Der er således ikke udsigt til lav samlet udstedelse af længere RTL-obligationer for 2026H2 som helhed

## 3Y FRN har givet sig ud mod RTL



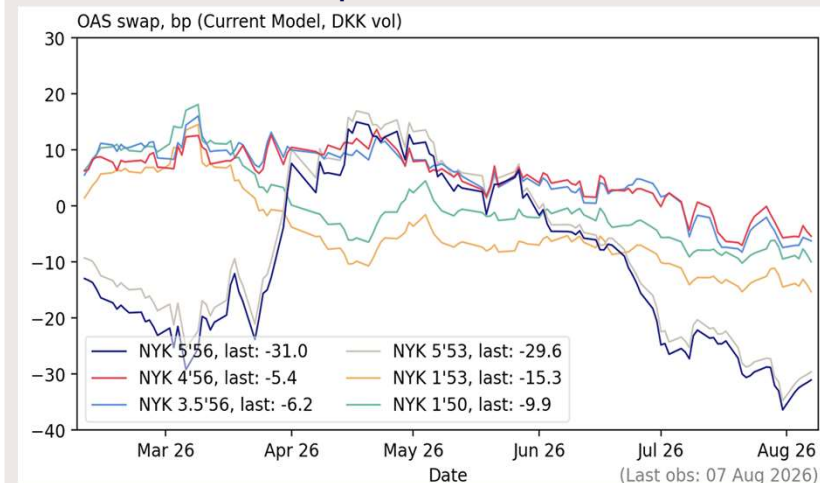
## FRN-lån er billigere end RTL-lån i 2026H2



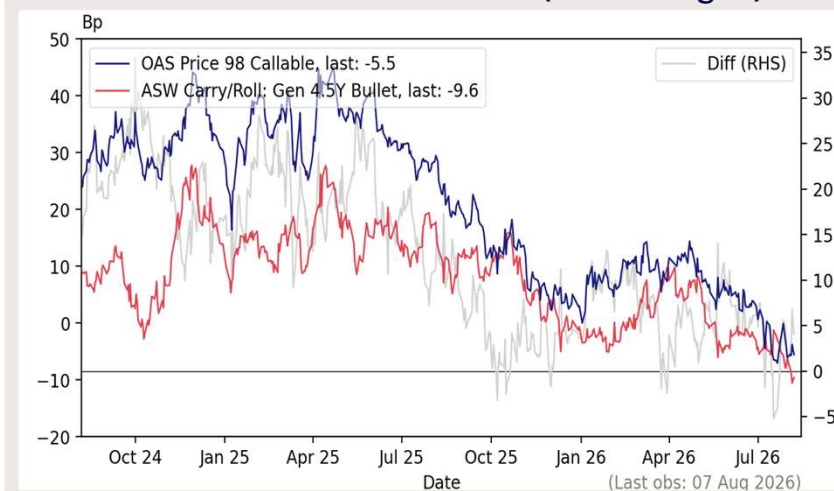
# Svag præference for konverterbare over RTL5

- OTR-konverterbare og lavkuponer gik omtrent sidelæns i sidste uge.
- Prisfastsættelsen af OTR-konverterbare relativt til RTL5, ser nogenlunde balanceret ud på det nuværende niveau.
- Det der kan tale for OTR-konverterbare er, at der forsat ikke er udsigt til større stigninger i udstedelsen, hvilket bør holde hånden under spændene, og vi ser større risiko for spændudvidelser i RTL'erne i de kommende uger (se også side 4)
- Det er i denne måned, at 4'56'erne (og de resterende 2036, 2046 og 2056'ere) lukker for udstedelse, hvilket kan give en smule ekstra medvind, som følge af cashflowet bliver kendt, og de samtidig går fra udstedelses- til tilbagekøbspapirer.
- I sidste uge skrev vi, at vi synes at den seneste performance i 5%'erne var overgjort, og at breakeven prepayments mod varighedsækvivalente RTL'er så for lav ud.
- Efterfølgende tabte 5%'erne i OAS og breakeven prepayments er steget til 10-12% igen (noget af det skyldes også, at vi nu kigger frem mod januarterminen, hvilket automatisk får breakeven prepayments til at stige pga. den ekstra carry investor når at få).
- Vi synes, at 5%'erne nu ser fair ud på de nuværende niveauer og forventer ikke større isolerede spændudvidelser herfra.

## 30Y Callables: OAS Swap



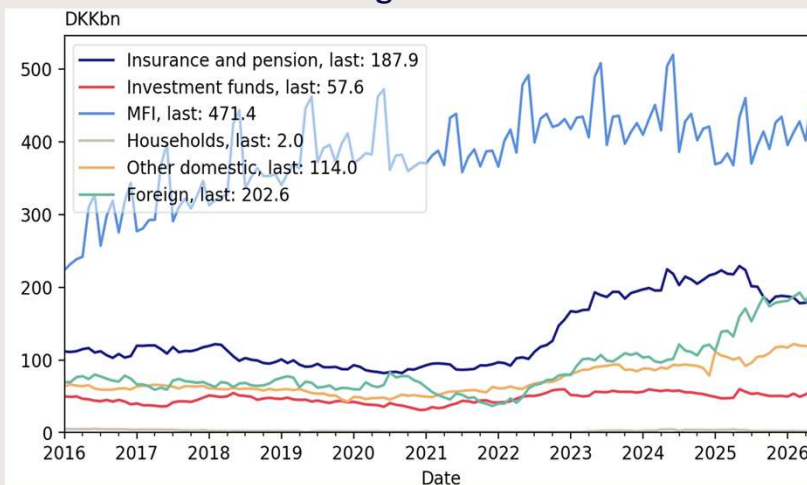
## OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 07 Aug 24)



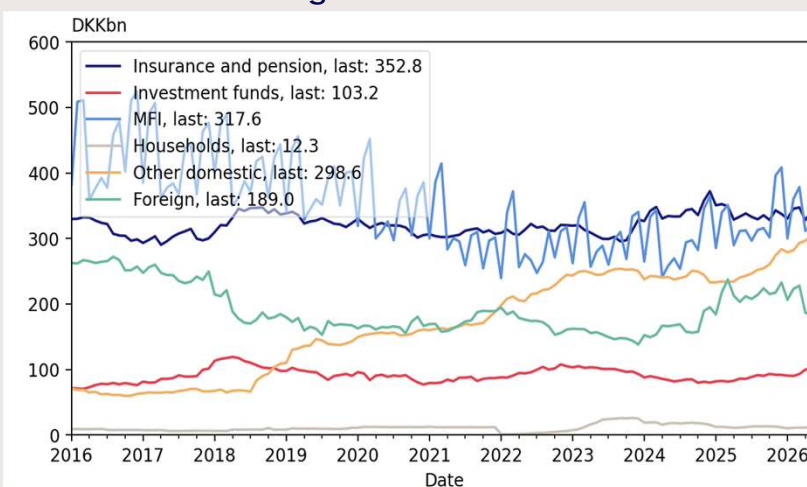
# Hedgefondene fortsætter med at købe FRN

- "Udlandet" forsætter med at øge deres beholdning af FRN i maj og juni.
- De har samlet øget beholdningen med 22 mia. kr. henover maj og juni primært i længere løbetider.
- Netto har udlandet købt for knap 10,5 mia. Jul'29 og 7 mia. Jul'30 i mens det resterende er fordelt ud over øvrige løbetider.
- Efter juni måneds køb, er den udenlandske beholdning af FRN nu større end L&P sektoren.
- I mens er den "udenlandske" beholdning af RTL'er, omtrent uforandret siden den tog et dyk på 41 mia. tilbage i april.
  - Faldet skyldes for 31 mia. vedkommende udløb til 1. april, mens de resterende 10 mia. skyldtes et aktivt frasalg af primært i Jan'27.
  - RTL-udløbet og manglende genplacering reducerede "udlandets" ejerandel med 1,7% til ca. 15% og den har ligget på ca. samme niveau siden da.

FRN and CF: Nominal holdings



Bullets: Nominal holdings



# Anbefalinger

- Stort set alle vores anbefalinger havde en god uge sidste uge og har vundet/genvundet noget af det tabte.
- Vores anbefaling af 4,5 EU CVB mod 4,5 RTL har som den eneste tabt og har pt. givet et afkast på -0,28 siden vi åbnede den 1. juni.
- Vi fastholder alle vores anbefalinger denne uge.

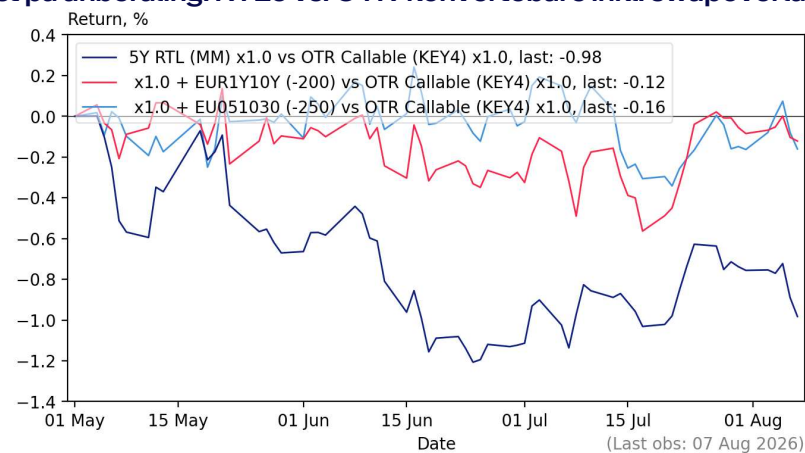
## Aktuelle anbefalinger

| 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) | 0.48       | -0.47        |
| 2026-06-26   | RTL5 vs RTL3             | 0.05       | -0.00        |
| 2026-07-07   | 4'56 vs 1'50 & 5'53      | 0.27       | -0.19        |
| 2026-08-03   | 3Y FRN vs. 3Y RTL        | N/A        | 0.01         |

## Outlook anbefalinger

| Opening date | Name                                | Return 5bd | Total return |
|--------------|-------------------------------------|------------|--------------|
| 2025-08-25   | CITA vs CIBOR 3M FRN                | -0.01      | -0.01        |
| 2025-11-27   | CIBOR 6M vs CIBOR 3M FRN            | 0.00       | 0.13         |
| 2026-01-15   | NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO | 0.38       | -0.60        |
| 2026-01-26   | 4'56 vs RTL5                        | 0.26       | 0.73         |

## Afkast på anbefaling: RTL5 vs. OTR-konverterbare inkl. swapoverlays



# 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