

1'56 vs. 4'56

David mod Goliat²

2. september 2026 13:11

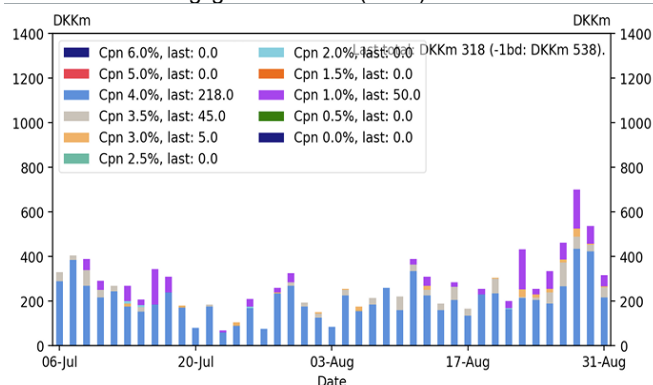
Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Jacob Skinhøj, jsi@nykredit.dk, 44 55 11 27

- Årgangsskiftet har øget udstedelsen af både 4'56 og 1'56 og dermed også interessen for 1'56
- I denne analyse sammenlignes NYK's 4'56 (107 mia.) med NYK's 1'56 (ca. 7 mia.)
- Vi åbner en anbefaling af 1'59 vs. 4'59 i forholdet til 1:1 swaphedget og hvis muligt også inkl. swaptions-overlay.

I et realkreditmarked præget af behersket likviditet er der særligt to obligationsserier, der diskuteres og omsættes lige i øjeblikket – 1'56 og 4'56 – og selv om begge obligationer indgik i institutternes udstedelsesvifter indtil i mandags, er der tale om meget betydelige forskelle i de to obligationernes respektive risikonøgletal. Men hvilken bør investor vælge? Det er vores vurdering at det høje OAS i 1'56 relativt til 4'56 (tilsvarende for de nye årgange) mere end kompenserer investor for den dårligere likviditet, høje varighed og manglende indeksrepræsentation. Vi åbner derfor en anbefaling af 1'59 vs. 4'59 1:1 swaphedget og hvis muligt inkl. Swaptions-overlay for at håndtere vekselsponeringen i anbefalingen.

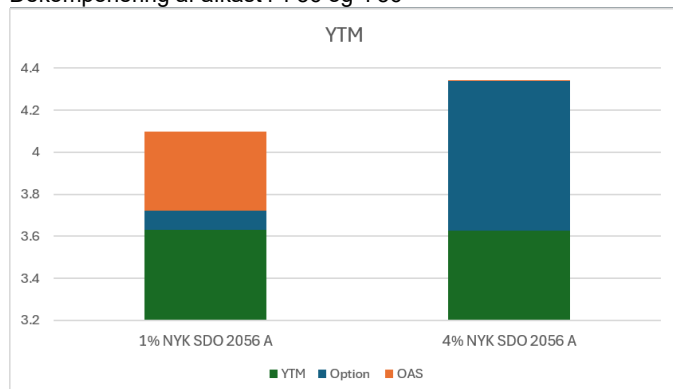
Konverterbare: Daglige udstedelse (OMX)



Sidste uge var præget af et par store låneudbetalinger i 1'56'eren

Kilde: Nykredit Markets

Dekomponering af afkast i 1'56 og 4'56



Betaling i form af OAS i 1'56 og optionen i 4'56

Kilde: Nykredit Markets

To forskellige dyr

4'56'eren giver ca. 37 bp mere i 1-årig HPR end 1'56'eren, hvis forwardkurven realiseres, men har til gengæld markant negativ konveksitet og omkring tre gange så stor vega. 1'56 har derimod varighed – massere af varighed – men til gengæld positiv konveksitet.

Hvad skal man vælge som investor?

Et spørgsmål, flere investorer stiller sig selv, er, om de ca. 37 OAS-bp ekstra i 1'56 kompenserer tilstrækkeligt for den lavere likviditet.

For at sammenligne to så forskellige obligationer mere direkte bør man i princippet afdække deres rente- og volatilitetsrisici på tværs af de relevante buckets. Når forskelle i varighed, kurveeksponering og vega er elimineret/reduceret, kan man bedre vurdere den relative værdi.

OAS er et naturligt udgangspunkt for denne sammenligning, fordi spændet er optionsjusteret. OAS udtrykker netop det forventede merafkast efter hedging, såfremt realkreditmodellen beskriver obligationens cashflows, konverteringsadfærd og optionsrisici korrekt og her er merbetaling i 1'56 meget betydelig. Et OAS på 37bp i 1'56 mod 0bp i 4'56 er i vores optik mere end rigeligt til at kompensere for den (meget) høje varighed, manglende indeksrepræsentation og dårligere likviditet.

En anden sammenligning kan ske ved at lave en dekomponering af YTM. Figur 2. viser, at YTM fra det inkonverterbare cashflow groft sagt er identisk for de to obligationer (grøn). Omkring 16% af mer-carryen i 4'56 kommer fra optionen (blå), mens det tilsvarende tal for 1'56 blot er 2%. Til gengæld bidrager OAS med omkring 10% af carryen i 1'56 (orange). Spørgsmålet er derfor groft sagt, om man som investor foretrækker at få sin mer-carry som en betaling for optionen eller "gratis" fra OAS'et.

Overvurderer vi optionen?

Et yderligere argument for 1'56 – ud over det højere OAS – kan være, at modellen reelt overvurderer værdien af konverteringsoptionen.

Låntagere, der vælger 1'56, må forventes at tillægge konverteringsoptionen relativt lille værdi og efterspørger i højere grad en 30-årig finansiering med en option langt ude af pengene.

Dette giver typisk en lav effektiv rente, hvilket er et centralt pejlemærke ved lånoptagelse for alment byggeri.

1'56'ers konverteringsoption er aktuelt så langt ude af pengene, at forskellen mellem en fiktiv inkonverterbar 1'56 og den faktiske konverterbare 1'56 kun svarer til omkring 9 bp.

Hvis modellen overvurderer værdien af denne option, vil den modelberegnete OAS tilsvarende undervurdere obligationens reelle relative værdi. I dette tilfælde vil den effektive merbetaling i 1'56 kunne være tættere på 48 bp end de observerede ca. 37 OAS-bp.

Køb 1'59 mod 4'59

Selvom likviditeten er betydeligt dårligere, bør 37bp være rigeligt til at kompensere for de 2-5 OAS-bp, vi vurderer det kan koste ekstra at komme ind og ud af 1'56 relativt til 4'56'erne. Vi ser 1'56 som attraktive ned til et OAS på ca. 25 bp. og ser dermed et meget betydeligt OAS potentiale i 1'56'erne.

Vi vurderer derfor, at lang de fleste konverterbare porteføljer med fordel kan allokere i hvert fald en mindre del fra 4'56 til 1'56'er.

Udstedelsen er i denne uge flyttet til de nye årgange, og 1'59 handler aktuelt i knap 45 bp, mens 4'59 handler til et OAS på 1bp, og ovenstående argumenter kan i lighed fremføres for de nye årgange. Eftersom udstedelsen fremover sker her, åbner vi en anbefaling af 1'59 mod 4'59 1:1 swaphedget, men anbefalingen kan ækvivalent laves i 1'56 vs. 4'56.

Den primære risiko i anbefalingen er vol-eksponeringen, i det at 4%'erne vil vinde pænt relativt til 1%'erne på et vol-fald. Således vil et vol fald på bare 5-7bp kunne spise hele det forventede OAS performance potentiale på 10-15 bp. Den seneste måned har vi set vol stige med 5bp og bevægelser i den størrelsesorden forekommer derfor ikke urealistiske.

Såfremt man har mulighed for det, anbefaler vi derfor at afdække vol-eksponeringen. Det kan eksempelvis gøres ved at sælge en swaptionsstraddle EUR1Y10Y for nominelt 150 (i alt) eller ved hjælp af en swapbarbell EU051030, hvor der tages en position for 100 nominelt i en 10-årig receiver swap, hvis BPV matches med positioner i en 5-årig og 30-årig payer swap (i forholdet 50/50 i BPV-termer).

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