

Kort realkreditupdate

Uge 42

Veronica Bergstrøm

Jakob Friis Frand-Madsen

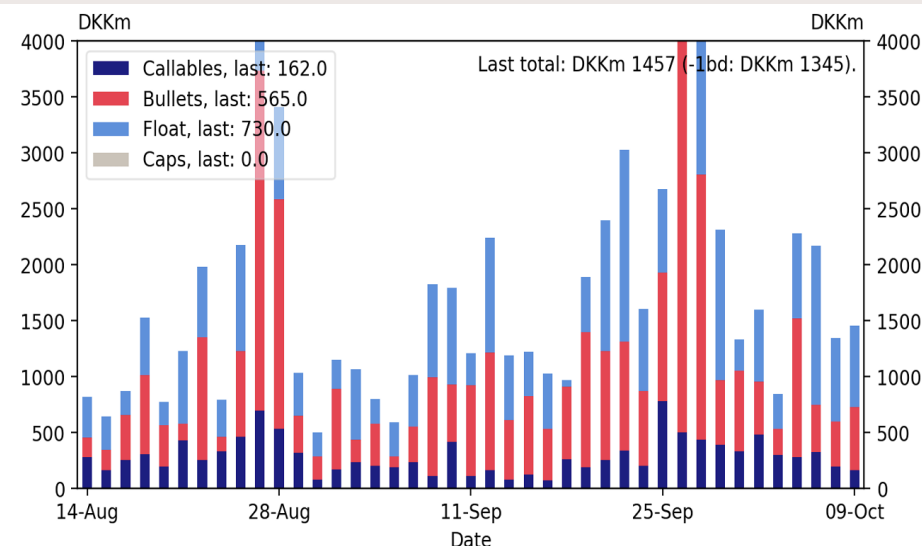
Nykredit



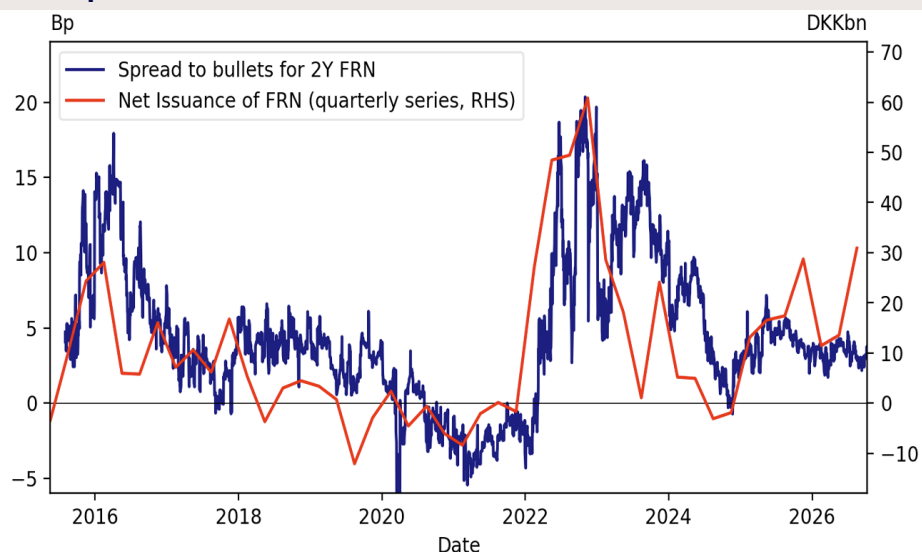
Udstedelsen omkring efterårsferien

- Mandag og tirsdag i sidste uge bød på pæn udstedelse i både FRN og RTL, og det så ud til at sætte sig i spændene, der gik ud disse dage.
- Hen mod slutningen af ugen faldt udstedelsen lidt igen, men det gav ikke anledning til en reversering af spændene, der gik fladt.
- Det er vores indtryk, at den større udstedelse, skyldes afvikling af lånesager inden efterårsferien.
- Vi forventer, at efterårsferien lægger en midlertidig dæmper på udstedelsen, ligesom den plejer. Men ikke i en sådan grad, at det isoleret set giver anledning til RTL- og FRN-spændperformance (se [her](#)).
- Efter efterårsferien skal vi sandsynligvis tilbage på samme niveau som sidste uge på 1,5-2 mia.
- Den samlede udstedelse for oktober ligger indtil nu på ca. 11 mia., herunder 4,9 mia. FRN, 4,1 mia. RTL og 2.1 mia. konverterbare.
 - FRN-udstedelsen forbliver høj hos NYK, NDA og DLR, mens den accelerere hos JRK og RD.
 - Fortsætter udviklingen i den løbende udstedelse, og kommer der desuden noget ekstra dryppende fra de snarlige RTL-refinansieringsauktioner, så kan det meget vel betyde relativ spændudvidelser i FRN henover Q4.

Daily issuance (OMX)



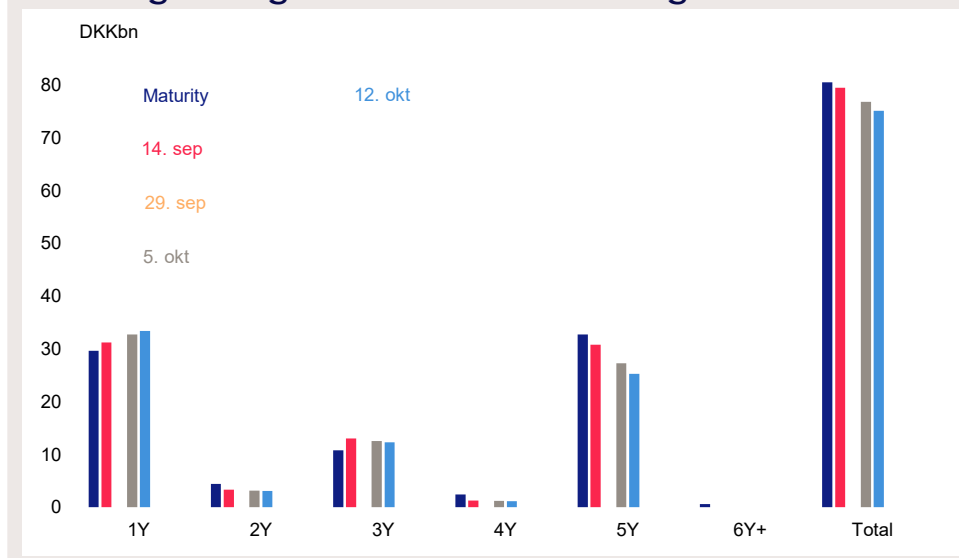
FRN spreads to RTL and Net Issuance



Refinansiering i november

- Vi står overfor en snarlig refinansieringsauktion i forbindelse med udløbet af RTL-obligationer for 160 mia. kr. i 1. januar.
- Som vanligt kommer RD ugentligt med foreløbige auktionsmængder, hvilket kan give en indikation af, det endelige udbud
- De første foreløbige mængder, har som sædvanligt, i høj grad afspejlet udløbet.
- Som forventet, ser det ud til at låntager fortsat søger ind af kurven i forbindelse med refinansiering, men i modsætning til før, tyder de foreløbige mængder på, at låntager denne gang går hele vejen i F1, hvor bevægelsen før har været ind i F3.
 - Den udvikling er umiddelbart modsat hvad vi ser i den løbende udstedelse, hvor låntager foretrækker længere rentebinding.
- Forklaringen er sandsynligvis den betydelige renteforøgelse man ser ind i som RTL5-låntager, hvor man tilbage i 2021 låste renten til omkring 1%, så står man i dag overfor ca. 4,5%.
- Det kan også tale for at FRN-udstedelsen kan tage yderligere til pba. af refinansieringsauktionen.

Foreløbige mængder fra RD til refinansiering 1/1/2027



Average YTM at Time of Issuance

Payment date	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
2027-01-01	1.93	2.14	3.05	3.24	0.85
2027-04-01	1.97	2.08	2.73	3.18	1.33
2027-07-01	2.44	1.95	2.56	3.41	2.20
2027-10-01	2.65	2.24	2.36	3.27	3.06
2028-01-01	2.98	2.13	2.19	2.98	3.23
2028-04-01		2.35	2.17	2.58	3.20
2028-07-01		2.67	2.12	2.57	3.42
2028-10-01		3.21	2.21	2.19	3.38
2029-01-01		3.19	2.29	2.28	2.96
2029-04-01			2.50	2.35	2.76
Current par rate	2.84	3.10	3.24	3.34	3.43

Omlægning af offentlige enheders realkreditlån til direkte statslån

- I regeringens forslag til finanslov 2027 lægges der op til at undersøge mulighederne for at omlægge offentlige enheders realkreditlån til direkte statslån.
- Formålet er at reducere finansieringsomkostningerne, og regeringen skønner en årlig besparelse på ca. 300 mio. kr. fra 2028.
- For så vidt angår omlægning af FRN og RTL-lån, vil vi forvente, at det vil ske i forbindelse med refinansiering af lånene.
- I det konverterbare segment, kan det dog medføre et tilbagekøb, der i så fald primært vil ske i obligationer, der i dag handler betydeligt under kurs 100.
 - Tilbagekøb vil således kunne medføre pæne kapitalgevinster (der dog skal beskattes)
- Der er betydelig usikkerhed om både omfanget og i hvilke obligationer, der er offentligt finansierede realkreditlån.
- I tabellen har vi samlet de obligationer, som har den største andel af kontantlån til erhverv, som umiddelbart kan give indikation af obligationer med større andel af offentlige lån.

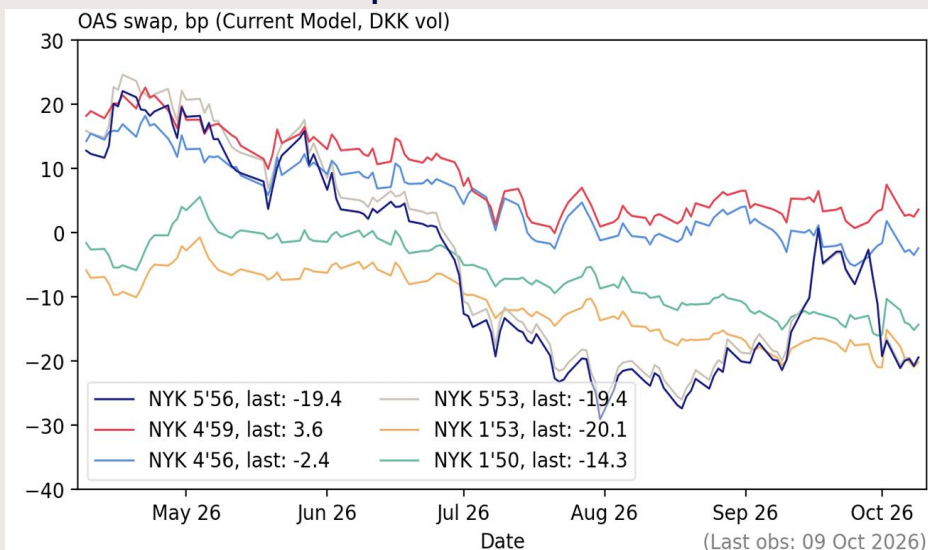
Obligationer med størst andel af kontantlån til erhverv

Fondskode	Name	Andel erhverv K-lån	Outstanding (DKKmio)	OAS
954470	1% NYK 2056 A	100.0%	6512	34.98
941379	1% BRF 2056 A	100.0%	3527	34.64
462985	1% RD 2056 A	100.0%	2668	35.23
939897	0.5% BRF 2050 A	93.8%	6216	23.99
461660	0.5% RD 2053 A	88.8%	7568	22.34
461318	0.5% RD 2050 A	82.3%	9141	13.96
941611	3.5% BRF 2046 A	77.7%	2458	14.06
939994	1% BRF 2053 A	76.9%	3343	-16.33
636177	3.5% DLR 2046 A	74.3%	2078	7.22
953024	0.5% NYK 2053 A	70.4%	8483	21.07
939706	1% BRF 2050 A	66.2%	7327	2.77
461628	1% RD 2053 A	63.4%	6383	-21.78
952508	0.5% NYK 2050 A	62.5%	8566	10.05
634867	0.5% DLR 2040 A	61.8%	2839	16.50
952931	1% NYK 2043 A	59.8%	4203	-8.82
461296	0.5% RD 2040 A	58.0%	5928	7.31
461245	1% RD 2050 A	57.4%	21483	2.71
939781	0.5% BRF 2040 A	55.1%	2182	17.41
461636	0.5% RD 2043 A	54.8%	2464	1.76

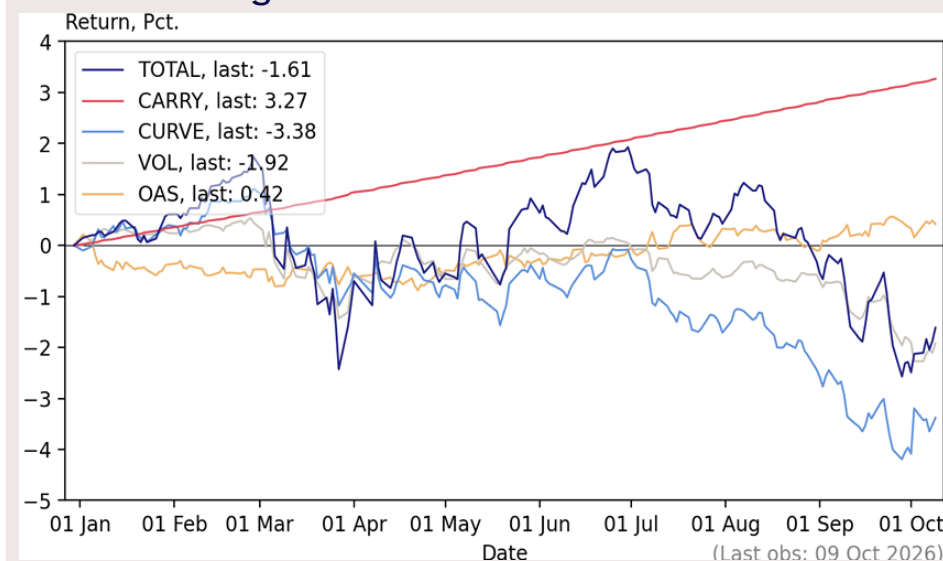
Konverterbare kan få en god uge

- De konverterbare gav sig en anelse ud i spænd hen mod slutningen af sidste uge.
- Vi tænker spændudvidelserne primært skyldes manglende indprisering af vol-faldet i slutningen af sidste uge.
- Det har således sat sig i OAS-udvidelser i stedet (se nederste graf).
- Såfremt vol ikke stiger igen, vil vi forvente, at det indprises henover ugen, og således give anledning til spændperformance.
- Sidste uges vol- og rentefald har endvidere resulteret i lukningen af alle 5'59 A og derudover også i lukningen af NYK og RD's 5'59 IO.
- Lånetilbud skal således for alle institutter, på nær JRK, gives i 4'59'erne, som handler pænt under kurs 100.
 - NDA giver ikke lån med afdrag i deres 5'59 IO serie, men kan fortsat give tilbud til låntager der ønsker 10-års afdragsfrihed her.
- Udover lavere aktivitet fra efterårsferie, tænker vi, at dette kan give anledning til lavere udstedelse af konverterbare henover måneden og samle den konverterbare udstedelse i måneds/kvartalsultimo tilsvarende, hvad vi så i september.
- Vi forventer samlet set, at de konverterbare kan få en fornuftig uge.

30Y Callables: OAS Swap



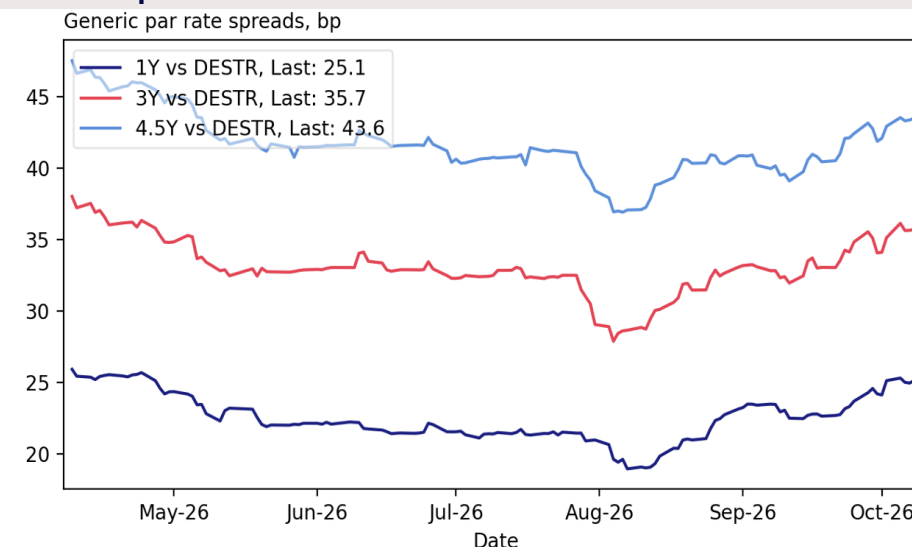
NYK 4'56: Outright



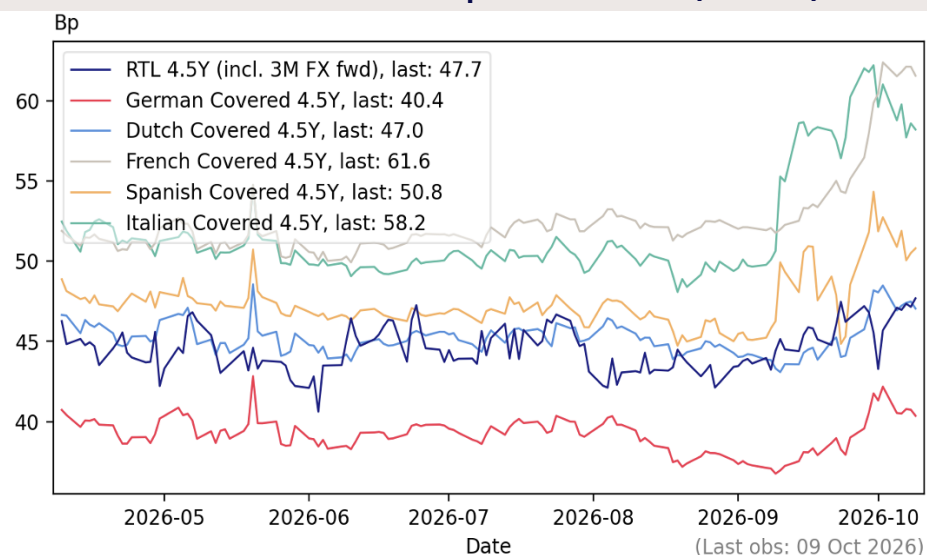
Forventer ro på RTL-spændene for nu

- RTL'erne fortsatte ud i spænd i sidste uge, men vi synes også, at de så for dyre ud. ved indgangen af uge.
- Efter sidste uges spændudvidelser, ser prisningen af længere RTL'er mere balanceret ud, både relativt til europæiske covered bonds, og mod konverterbare.
- RTL(5) udstedelsen lå noget højere i starten af sidste uge, og som vi tidligere har pointeret, kan dette blive et generelt tema frem mod november refinansieringsauktioner, som følge af refinansiering uden for auktioner.
- Vi åbnede derfor en anbefaling af RTL1 vs. RTL5 i sidste uge (endvidere også på udsigt til midlertidig bedring af likviditeten), som indtil videre er gået fladt.
- Vi forventer ikke større spændbevægelser i segmentet i denne uge.

Bullets: Spread to DESTR



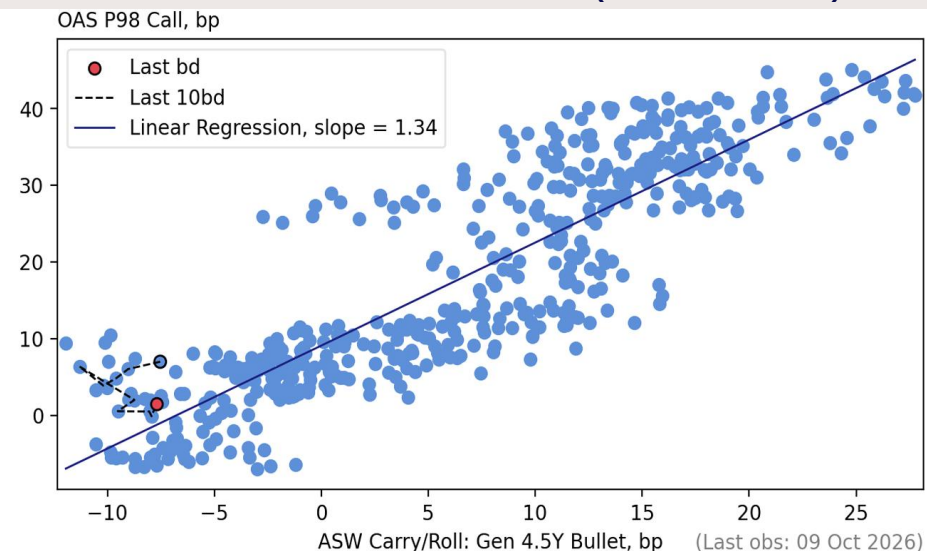
RTL and EUR covered bonds: Spread to ESTR (FX fwd)



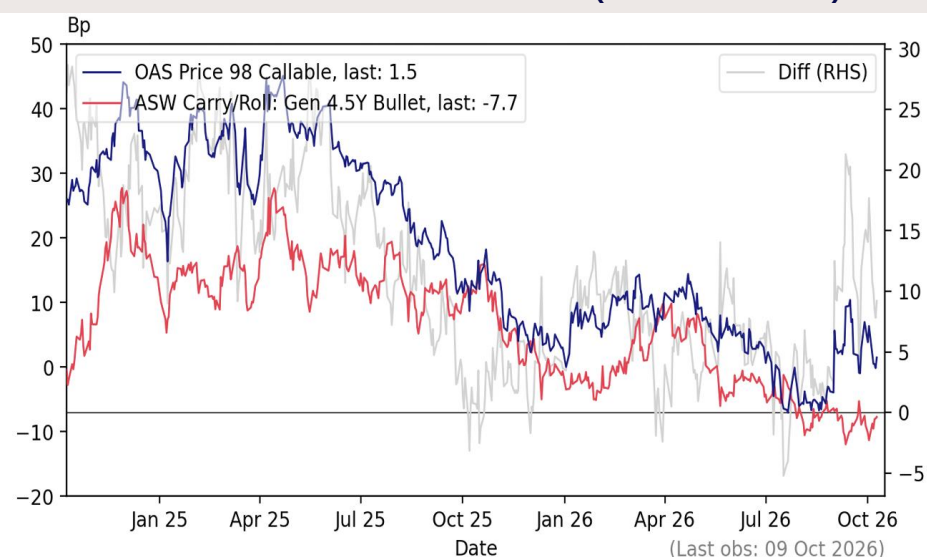
Foretrækker stadig konverterbare over længere RTL'er

- Prisningen af RTL5 mod konverterbare ser efter spændudvidelser i længere RTL og performance i konverterbare mere balanceret ud.
- Vi har fortsat en svag præference for OTR-konverterbare, hvis man skal placere penge.
- Dels som følge af udbudsudsigterne, der kan give medvind til konverterbare og modvind til længere RTL'er
- Dels som følge af udsigt til spændperformance i konverterbare fra indprisning af vol fald.
- Fortsætter vol endvidere med at falde i denne uge, vil det ligeledes være positivt for de konverterbare.

OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 09 Oct 24)



OAS Price 98 Callable vs. Gen 5Y Bullet (Start 09 Oct 24)



Anbefalinger

- Vores nye anbefaling af RTL1 vs. RTL5 har indtil videre lige akkurat tjent nok til at dække transaktionsomkostningerne.
- Vores anbefaling af 4'59 vs. RTL5 er fortsat lidt hårdt ramt af de store vol-stigninger i slutningen af september.
- Vi ser fortsat bedre værdi i konverterbare mod længere RTL'er og tænker, at indprisning af vol-faldet kan give anbefalingen en fornuftig uge.

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	0.01	-0.05	-1.54
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	0.00	0.03	0.02
2026-09-02	1'59 vs 4'59	-0.03	-0.03	0.32
2026-09-10	4'59 vs. RTL5	0.15	0.62	-0.57
2026-10-05	RTL1 vs RTL5	0.00		0.00

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.01	0.01
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	0.06	0.13	-1.70
2026-01-26	4'56 vs RTL5	0.21	0.59	-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 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.

Nykredit Bank A/S – Sundkrogsvej 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34