Kort realkreditupdate
Uge 44



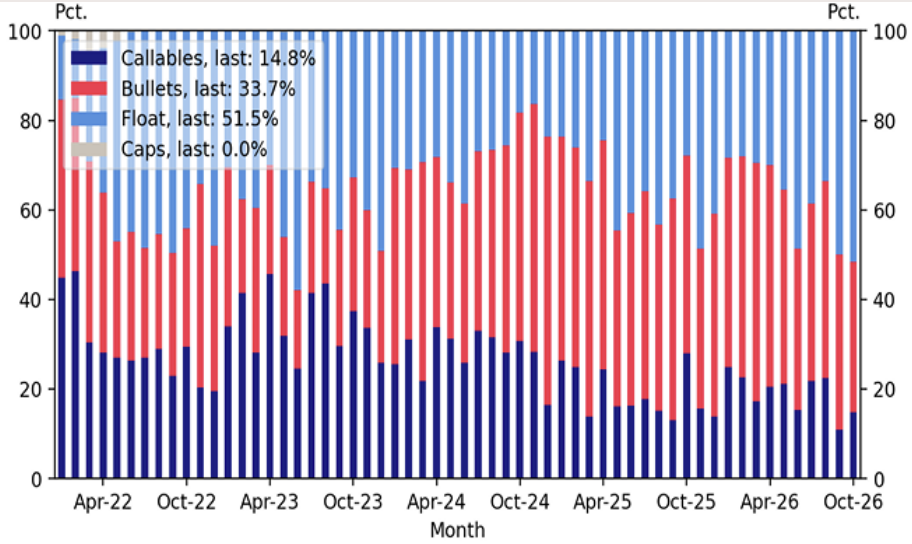
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm
Jakob Friis Frand-Madsen

Nykredit

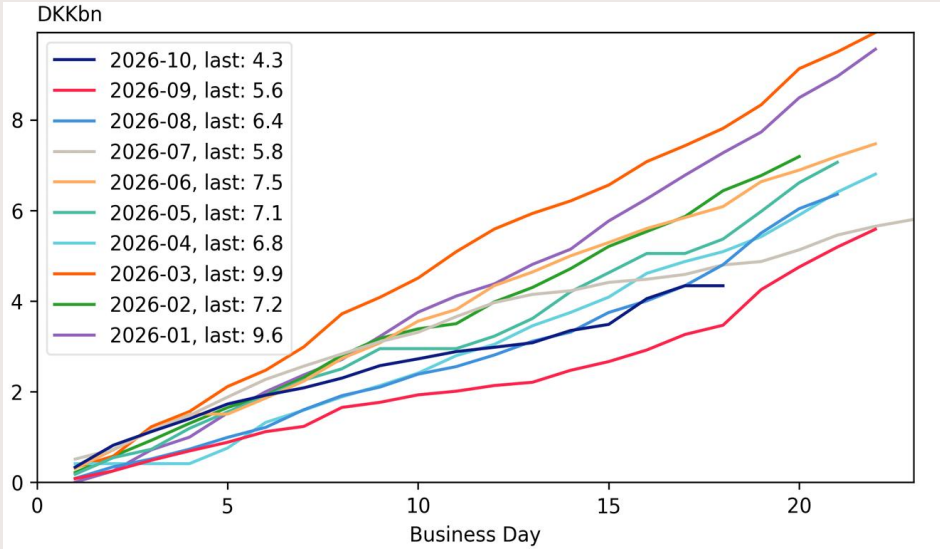
FRN udstedelse frem til 1/1-2027

- FRN fylder fortsat størstedelen af den løbende udstedelse, mens RTL-udstedelsen har ligget omtrent fladt, og udstedelsen i konverterbare obligationer fortsat er meget begrænset.
- FRN ventes at dominere udstedelsen frem til januar til næste kuponfixing, hvorefter FRN-udstedelsen forventes at køle af i takt med, at den umiddelbare rentebesparelse bliver mindre.
- Mht. de konverterbare har vi en formodning, om at den seneste lave udstedelse i dette segment kan skyldes, at låntager har udskudt lånoptagelsen til sidste øjeblik i håbet om at optage ved bedre kursniveau.
- Dvs. vi forventer en delvis gentagelse af hvad vi så i enden af september, hvor ultimoudstedelsen af konverterbare overraskede med næsten 1,4 mia. kr. i ekstra udstedelse udover den almindelige løbende udstedelse på det tidspunkt.
- Vi regner specifikt med, at der kommer ca. 1 mia. kr. ekstra i konverterbar udstedelse i denne uge ovenpå den almindelige udstedelse.

FRN'ere dominerer fortsat udstedelsen (OMX)



Konverterbar udstedelse net. refinansieringsauktioner (OMX)

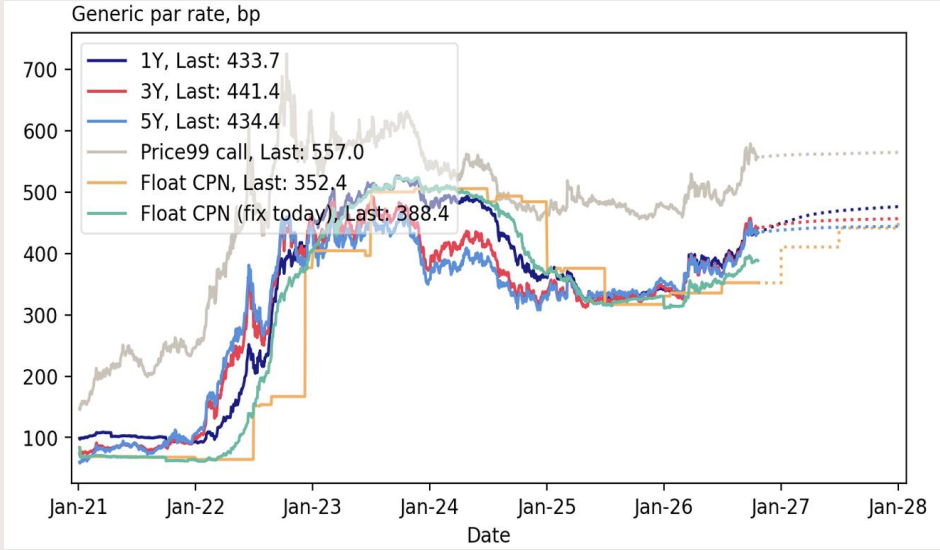


Forventet RTL-auktionsudbud

- Vi forventer et samlet RTL-auktionsudbud på omkring 100 mia. kr. ved november-auktionerne, svarende til en refinansieringsgrad på godt 60%.
- Vi regner med, at udbuddet fordeler sig med omkring 50 mia. kr. i RTL1, 22 mia. kr. i RTL3 og 25 mia. kr. i RTL5.
- Særligt RTL5 ventes at få en lav refinansieringsgrad på omkring 40%. Låntagerne står over for en betydelig rentestigning fra omkring 1% ved seneste refinansiering til omkring 3,5% i dag. Vi forventer derfor, at en del søger mod kortere rentebinding frem for at fortsætte i RTL5.
- Vi regner desuden med, at en betydelig andel af låntagerne skifter hele vejen til FRN, som følge af de aktuelt lave låneomkostninger.
- Vi forventer specifikt, at 14-16 mia. kr. af RTL-udløbet omlægges til FRN.

- Se her for en mere detaljeret gennemgang af vores forventninger til auktionsudbuddet.

Låntagerne vil være tilbøjelige til at søge ind ad kurven



Forventet auktionsudbud

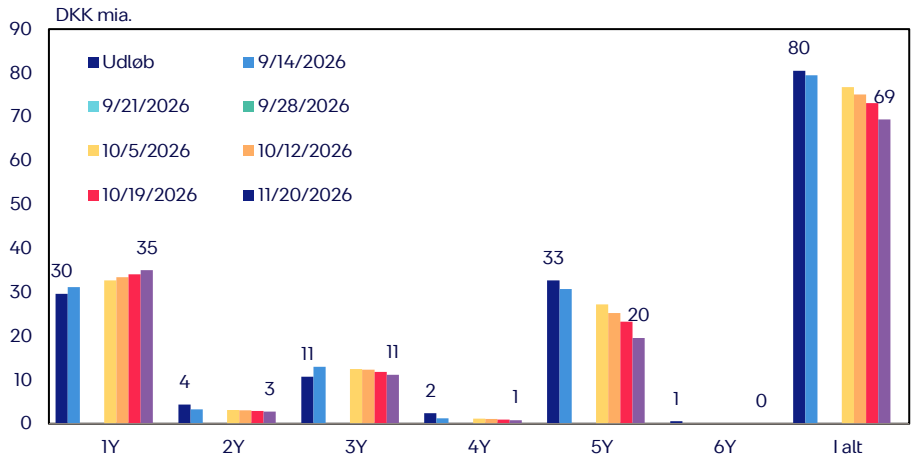
	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	6Y+
NYK	28,500	2,000	1,000	13,000	500	12,000	-
RD	53,200	28,000	2,000	9,000	1,200	13,000	-
NDA	1,300	1,000	-	300	-	-	-
JRK	17,000	17,000	-	-	-	-	-
DLR	2,475	2,200	275	-	-	-	-
Total	**102,475**	**50,200**	**3,275**	**22,300**	**1,700**	**25,000**	

RDs løbende auktionsudbud

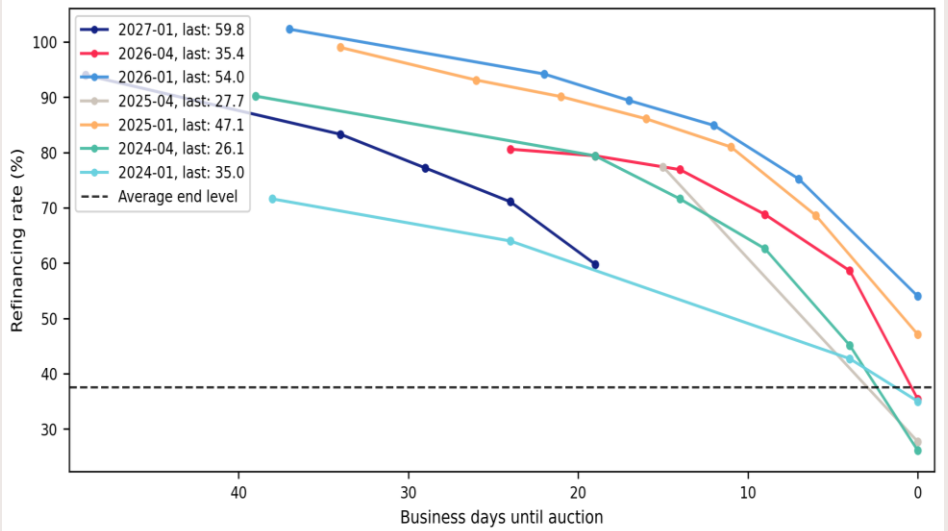
- RDs foreløbige auktionsmængder peger fortsat på en forskydning fra RTL5 mod RTL1.
- Siden september er RDs forventede udbud af RTL1 steget fra omkring 30 til 35 mia. kr., mens RTL3 ligger fladt på 11 mia. kr. og RTL5 er faldet fra omkring 33 til 20 mia. kr.
- Udviklingen er overordnet i tråd med vores forventning om, at låntagerne søger mod kortere rentebinding.
- Vi forventer, at RDs refinansieringsgrad af RTL5-segmentet lander omkring 40-45%.

- De samlede foreløbige mængder er reduceret fra omkring 80 til 75 mia. kr. Historisk har RDs løbende auktionsmængder haft en tendens til at falde frem mod auktionerne, og vi forventer, at denne udvikling gentager sig i denne omgang.
- Reduktionen kan tilskrives afdrag, flyt til FRN samt, at en andel af udløbet refinansieres i den løbende udstedelse fremfor på auktionen.

RDs løbende udbud forskydes fra RTL5 til RTL1



RDs løbende RTL5-udbud er aftagende frem mod auktionen



FRN på auktion

- Der udløber endvidere knap 61 mia. kr. og 18 mia. EUR i FRN til 1. januar.
- Vi forventer som vanligt høj refinansieringsgrad omkring de 90%, svarende til et udbud på omkring 55 mia. kr.
- Udløbet er fordelt på NYK, NDA og DLR. Nedenstående oversigt viser de FRN, der kommer på auktion.
- NYK kommer med én jul'30 CITA 6M FRN og DLR kommer med én jan'32 CIBOR 6M FRN.
- NDA kommer med fire forskellige FRN, hvoraf der både er én grøn og én konverterbar EUR FRN.

FRN på auktion

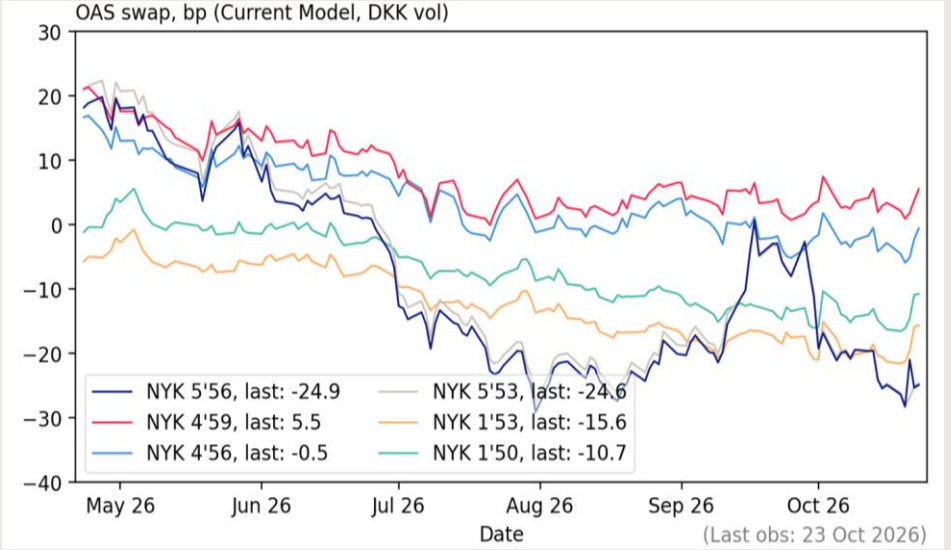
ISIN	Name	Maturity	Green	Callable	Auction Day	Auction Price	Offer (mio)	Maturing (old ISIN)	Refi-rate
DKK FRN									
DK0009555666	NYK SDO CITA 6M	Jul 30	-	-	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A
DK0002067099	NDA SDRO CIBOR 6M	Jul 30	-	-	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A
DK0002067172	NDA SDRO CIBOR 6M	Jan 30	Yes	-	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A
DK0002067255	NDA SDRO CITA 6M	Jul 30	-	-	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A
DK0006364013	DLR SDO CIBOR 6M	Jan 32	-	-	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A
EUR FRN									
DK0002067339	NDA EURIBOR 3M	Jan 31	-	Yes	N/A	N/A	N/A	#N/A	N/A

Konverterbare ved at blive for dyre?

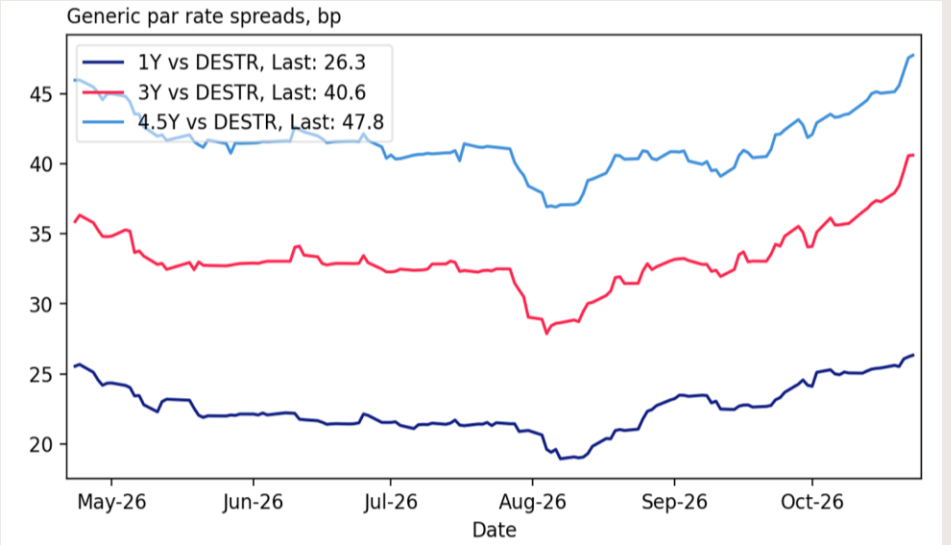
- Mens RTL og FRN har tabt i OAS-termer de seneste uger, har de konverterbare samlet set holdt sig pænt, formentligt understøttet af den aktuelt meget lave udstedelse.
  - Selvom der næppe er udsigt til meget større konverterbar udstedelse, kan denne uge byde på lidt flere konverterbare i den daglige udstedelse, hvilket potentielt kan skubbe til spændene (se også slide 2) .
- RTL'ernes spændudvidelser har i vidt omfang fulgt bevægelsen i EUR covered markedet på det seneste.
  - Vi forventer også i denne uge at RTL'ernes skæbne i høj grad afhænger af udviklingen i EUR covereds, som igen er afhængig af hvad der sker mht. udviklingen i Frankrig, oliepriser og AI-aktier.

- Spændudvidelse i RTL har fået konverterbare til at se dyre ud relativt.
  - En 4,5-årig RTL giver nu -3,5 i ASW carry/roll (CIBOR 6M), mens en 4'59 giver 5,5 i OAS.
  - Vi forventer, at de konverterbare skal tabe *relativt* til RTL i den kommende uge.
- Vi foretrækker derfor længere RTL'er over konverterbare på de aktuelle niveauer.

30Y Callables: OAS Swap



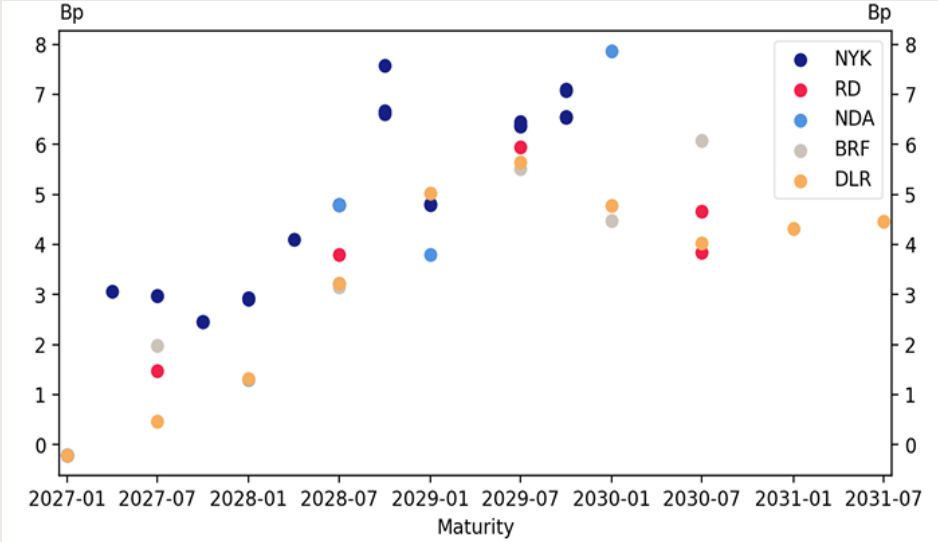
Bullets: Spread to DESTR



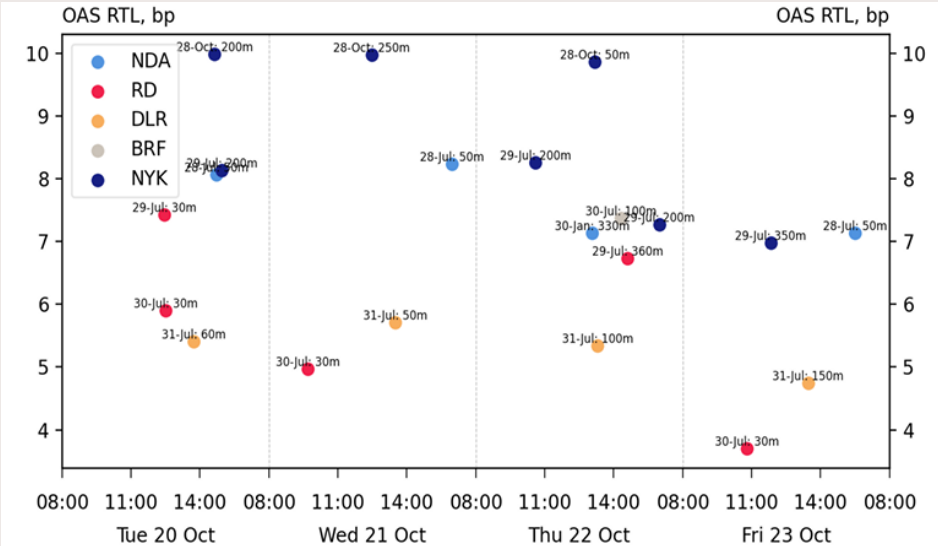
FRN: Billige?

- FRN er blevet presset ud i spænd til RTL af den seneste udstedelse
  - Fredag gik taps dog lidt bedre (se nederste figur), hvilket kan indikere, at spændudvidelsen mod RTL er ved at stabilisere sig
- Jul29 og jul30 FRN ligger p.t. med samme eller højere spænd til RTL-kurven end jul28
  - Vi ser presset på udstedelsesvarerne som en god mulighed for at rulle ud af jul28 FRN på gode niveauer – inden de 200 mia. kr. jul28 FRN bliver korte nok til, at mange gerne vil rulle ud, og denne løbetid kan komme under særskilt pres
- Vi anbefaler derfor:
  - Jul29 FRN > Jul28 FRN
  - Jul30 FRN > Jul28 FRN

FRN: Spænd til RTL



Taps af benchmark FRN: Spænd til RTL



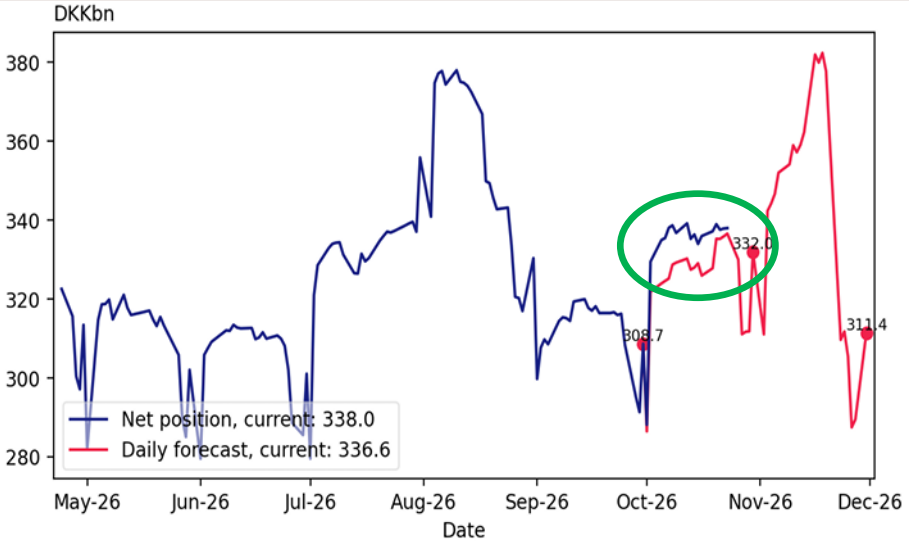
Likviditeten: Spænding til det sidste!

- Endnu engang ser nettostillingen ud til at konvergere mod den dagsfordelte prognose sidst på måneden.
  - Som mange af de seneste måneder startede nettostillingen oktober med at ligge højere end den dagsfordelte prognose tilsagde.
  - I sidste halvdel af måneden er forskellen dog indsnævret.
  - Således er der ikke udsigt til, at oktober kommer til at byde på overraskelser på likviditetsfronten.

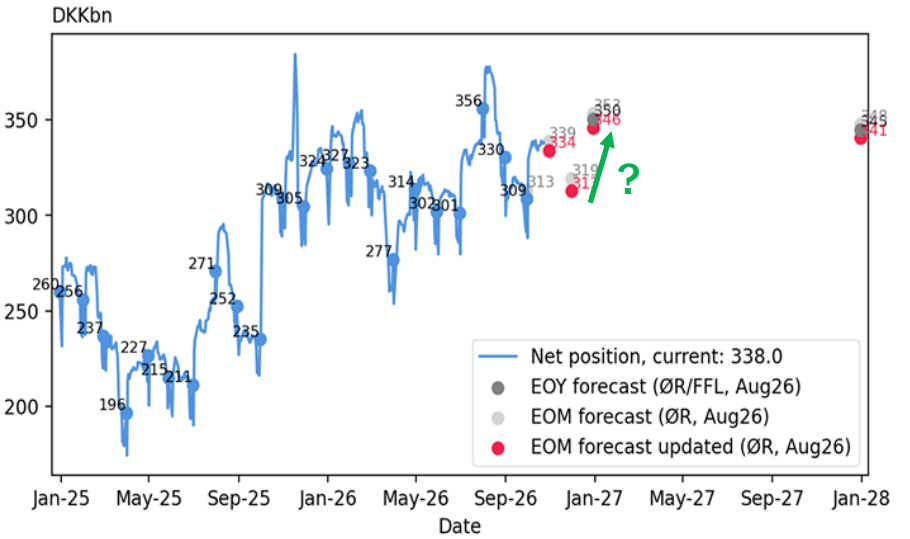
- November bliver mere begivenhedsrig på likviditetsfronten – med en nettostilling, der starter på 332 mia. kr., topper omkring 380 mia. kr. for (forventet) at slutte omkring 311 mia. kr.
  - Udviklingen afhænger bl.a. af selskabsskatteindbetalinger, som er behæftet med usikkerhed. Så vi følger udviklingen tæt!

- Udviklingen i december er mindst lige så spændende som november som følge af det pæne "catch up" i nettofinansieringsbehovet, der er forudsat i den seneste prognose fra Finansministeriet.
  - Holder dette, lander nettostillingen omkring 350 mia. kr. ultimo 2026.

Nettostillingen og dagsfordelt prognose (inkl. udstedelse)



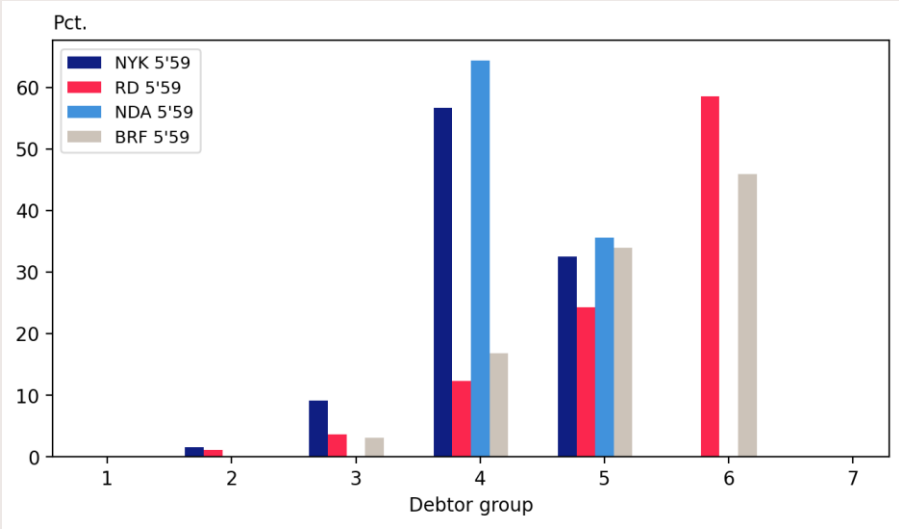
Nettostillingen og månedsfordelt prognose



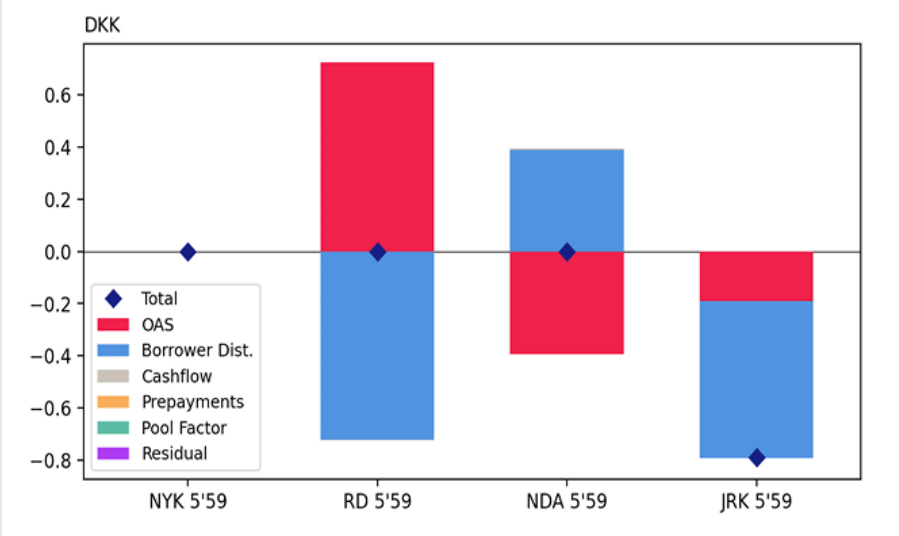
5’59: Store lån?

- Første runde debitorfordelinger for 5’59’erne er landet!
  - Andelen af lån på 10-50 mio. kr. (debitorgruppe 6) udgør en forholdsvis høj andel for RD og JRK 5’59, jf. øverste figur.
  - Samlet set udgør lån over 3 mio. kr. (debitorgruppe 5-7) omkring 80 pct. for både RD og JRK. Det er noget mere end de sædvanlige 40-50 pct. for 30-årige annuiteter fra disse udstedere.
  - Lægges disse debitorfordelinger uden videre til grund, tilsiger vores model, at RD 5’59 pga. debitorfordelingen *alt andet lige* bør handle ca. 70 øre billigere end NYK 5’59, jf. nederste figur.
- Debitorfordelingerne bygger dog p.t. på et relativt begrænset låneomfang
  - Som vi har set flere gange tidligere, kan dette give nogle ”ekstreme” debitorfordelinger, som må forventes at blive ”normaliseret”, hvis der kommer yderligere udstedelse i obligationerne.
  - Vi har udviklet en metode til at tage højde for forventet fremtidig udstedelse med de ”typiske” debitorfordelinger for RDs og NYK’s 30-årige annuiteter. Benyttes denne, går OAS på RD 5’59 fra at være 16,5 bp lavere end på NYK5’59 til at være 7,2 bp lavere.
  - Eller med andre ord: Prisforskellen bør ifølge modellen ”kun” være knap halvdelen af de 70 øre!
  - Metoden til at lade debitorfordelingerne tage højde for fremtidig udstedelse kalder vi CK92 NYK, og den har vi beskrevet i en tidligere analyse samt i seneste nummer af Finans/Invest.
  - Nøgletal baseret på CK92NYK-debitorfordelinger findes i vores nøgletalsfil.

Debitorfordelinger i 5’59’erne



Prisforskelle og modelbaseret dekomponering heraf



Anbefalinger

- Vi opretter en ny anbefaling af RTL5 mod 4'59 spreadrisk neutralt, swaphedget og fundet inkl. swap eller swaptions overlay for at hedge volekspønering (se også slide 6).
- Vi fastholder vores resterende anbefalinger.

Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	-0.11	-0.23	-1.73
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	-0.01	-0.01	-0.02
2026-09-10	4'59 vs. RTL5	-0.14	-0.23	-0.22
2026-10-05	RTL1 vs RTL5	0.00	0.06	0.12

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.00	-0.00	-0.01
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.09	-0.12	-1.86
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.05	-0.16	0.00

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 market 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.

<u>Anvendte finansielle modeller og metoder</u>

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.

<u>Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og realkreditobligationer (inkl. covered bonds)</u>

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