De oversete konverterbare

Vi foretrækker 4’59

19. november 2026 10:54 Markedsføringsmateriale

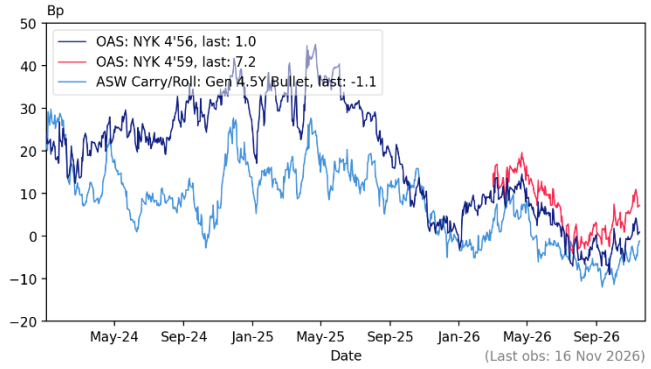
Senioranalytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 13 63

Analytiker Jakob Friis Frand-Madsen, jafm@nykredit.dk

- De konverterbare har delvist undgået de spændudvidelser, der har ramt RTL’erne i denne uge
- Årgangsspændet på 4’59 vs. 4’56 kørte ud da udstedelsen midlertidigt flyttede til 5’59 A/IO, men er ikke kørt ind igen
- Vi forventer årgangsspændet skal ind i 2-3 bp på tværs af udstedere og anbefaler derfor 4’59

Denne uges spændudvidelse i RTL’erne, og den begrænsede afsmitning til det konverterbare segment, har cementeret de konverterbare som for dyre relativt til RTL’erne. I det konverterbare segment ser vi dog relativ værdi i 4’59’erne ift. 4’56’erne. Årgangsspændet ligger pt. i 6-8 bp afhængigt af udsteder, og med en samlet seriestørrelse på knap 12 mia. kr., som (langsomt) vokser, ser vi dette spænd som for højt. Vi forventer, at OAS-spændet skal køre ind til 2-3bp hen over de kommende måneder.

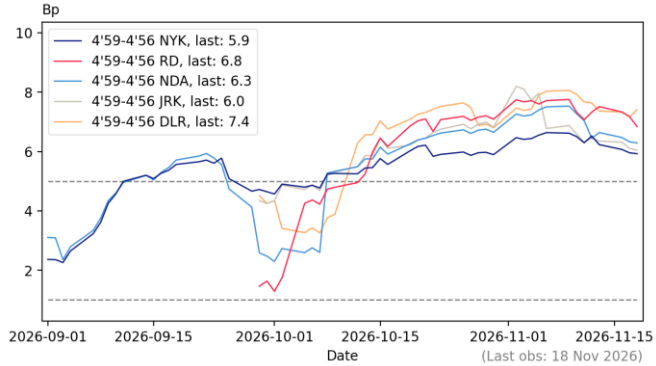
Konverterbare er for dyre relativt til RTL5



Viser OAS på hhv. 4’59 og 4’56 mod ASW carry/rul på en generisk RTL4,5

Kilde: Nykredit Markets

Årgangsspændet mellem 4’59 og 4’56 er for stort



Viser OAS spænd på 4’59 vs. 4’56 beregnet pba. CK92NYK

Kilde: Nykredit Markets

Oversete konverterbare

Denne uge har stået i refinansieringsauktionernes tegn og de bløde RTL-refinansieringsauktioner har sat sig i de eksisterende RTL’er, som har sat hele sidste uges performance (og mere til) over styr, med spændudvidelser på omkring 4 bp mod DESTR på tværs af kurven. I mellemtiden lader de konverterbare til at være glemt en smule. De har kun tabt et par bp og derved fastholdt en del af deres spændperformance fra sidste uge. Det får endnu engang de konverterbare til at se dyre ud relativt til RTL5. Sidst RTL5 handlede på spændniveauer tilsvarende det de har nu (ca. 49 bp vs. DESTR), handlede 4’56’erne med et OAS på ca. 10 bp, mens de aktuelt ligger med et OAS på 2bp, imens handler udstedelsesvaren 4’59 med et spænd på ca. 8 bp. De konverterbare understøttes endnu engang af lav udstedelse, hvilket kan understøtte 4’59’ernes relative prisfastsættelse til RTL5, men 4’56 forekommer for dyre. Vi flytter derfor vores anbefaling af RTL5 vs. 4’59 (inkl. swapoverlays for at hedge vol-eksponeringen) til at være mod 4’56 i stedet.

Årgangsspændet er for højt

I det konverterbare segment foretrækker vi 4’59 over 4’56. I forbindelse med at udstedelsen kortvarigt flyttede til 5’59 A/IO i midten af september, kørte årgangsspændet på 4%’erne ud i 6-8 bp. Udstedelsen er siden flyttet tilbage til 4’59’erne, men selv med 5’59’erne solidt lukkede, handler 4’59’erne fortsat 6-8bp over 4’56 og det forekommer os for billigt!

Ikke et spørgsmål om skæve debitorfordelinger

Debitorfordelinger kan i starten af en obligations levetid give anledning til misvisende OAS’er, hvis der i en fondskode er givet en overvægt af enten små eller store lån. I denne analyse er OAS derfor beregnet på vores CK92NYK debitorfordelinger, som er en sammenvægtning af den nuværende debitorfordeling og den forventede fremtidige debitorfordeling (se evt. mere her). Det aktuelt høje årgangsspænd skyldes således ikke skæve debitorfordelinger i 4’59’erne.

Denne analyse er markedsføringsmateriale og udgør en ”ikke-uafhængig analyse” udarbejdet af Fixed Income & Nordic Research i Nykredit Markets. Analysen er ikke en objektiv og uafhængig investeringsanalyse og er derfor ikke underlagt de juridiske krav, som gælder for uafhængige investeringsanalyser. Der gælder derfor heller ikke et handelsforbud inden udbredelsen af analysen.

Langsommere serieopbygning i 4'59

Vi har i en tidligere analyse konkluderet, at vi så 1-5 bp som et fair årgangsspænd. Den analyse var bl.a. baseret på serieopbygningen og årgangsspændet ved sidste årgangsskifte fra 4'53 til 4'56 (se evt. mere her).

Siden da har udstedelsen af konverterbare taget endnu et dyk, og der kommer pt. et sted mellem 150-250 mio. kr. i 4'59 om dagen. Det betyder, alt andet lige, at det vil tage længere tid at opbygge likviditet i 4'59'erne og opnå indeksrepræsentation, hvilket kan have bidraget til mindre interesse for 4'59'erne hen over efteråret.

Aktuelt er den cirkulerende mængde i 4'59'erne knap 12 mia. kr. og selvom det naturligvis er langt fra de ca. 165 mia. kr., der er i 4'56'erne, bør de nuværende 12 mia. kr. være tilstrækkeligt til, at det er muligt både at komme ind og ud af positioner i 4'59'erne på fornuftige niveauer.

I relation til indeksrepræsentation, er den mindste serie i Nykredits realkreditindeks lige nu Apr'28, som har et samlet udestående på 56 mia. kr. 4'59'erne skal således op over 60 mia. kr. i cirkulerende mængde for at få en solid plads i indekset. Givet det nuværende udstedelsesniveau og at udstedelsen forbliver i 4'59'erne vil det tage op mod 8-14 måneder før det er tilfældet. Det er muligt, at den konverterbare udstedelse tager en anelse til på den anden side af nytår, når FRN'erne fikser til den nye højere kupon, og dermed tættere på de 8 måneder end de 14 førend 4'59 bliver en del af realkreditindekset.

Det er imidlertid vores opfattelse, at likviditeten er den primære faktor for årgangsspændet, mens indeksrepræsentation udgør en sekundær rolle.

Årgangsspændet skal reduceres

Det er vores forventning, at årgangsspændet skal indsnævres i de kommende måneder til nærmere 2-3 bp på tværs af udstedere fra de aktuelle 6-8 bp. Det svarer alt andet lige til en indsnævring af kursspændet mellem 4'59 og 4'56 på ca. 20-40 øre afhængigt af udsteder jf. tabellen øverst på siden. Vi åbner derfor en anbefaling af 4'59 vs. 4'56.

Risikoen for anbefalingen er, at udstedelsen igen flytter til 5'59'erne, eller at rentekurven flader tilstrækkeligt til at skabe udstedelsespres i 4'59'erne. Begge dele ville tale for et højere årgangsspænd end 2-3 bp. Vi ser dog begge scenarier som mindre sandsynlige p.t.

Kursspændet skal forventeligt indsnævre med 20-40 øre

	Kursspænd 4'59-4'56 (DKK) hvis OAS-spændet er:					
Udsteder	Kursspænd nu	5 bp	4 bp	3 bp	2 bp	1 bp
NYK	-0.93	-0.86	-0.79	-0.72	-0.65	-0.58
RD	-1.03	-0.90	-0.84	-0.77	-0.70	-0.63
NDA	-1.01	-0.92	-0.85	-0.78	-0.71	-0.64
JRK	-1.03	-0.96	-0.89	-0.82	-0.75	-0.68
DLR	-1.06	-0.89	-0.83	-0.76	-0.69	-0.62

(Last obs: 18 Nov 2026)

Kursspændet ved de forskellige OAS-spænd er det nuværende kursspænd plus ændringen i OAS-spændet ganget med gennemsnittet af de to obligationers OAS-risiko.

Kilde: 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.

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 – Sundkrogsgade 25 - 2150 Nordhavn - Tlf. 44 55 10 00 - Fax 33 12 04 34