FRN-refinansieringsauktioner, november 2026

Hvad skal rentetillæggene være?

13. november 2026 15:15 Markedsføringsmateriale

Chefanalytiker Peter Bache, pbac@nykredit.dk, 44 55 13 63

- Refinansieringsauktionerne i næste uge byder på fem DKK-FRN for samlet 56,2 mia. kr. og én EUR-FRN for 10 mio. euro
- Vi forventer et OAS til RTL-kurven på 6-7 bp for "benchmark FRN" fra NYK, 4-5 bp for NDA og 3-4 bp for DLR
- På auktionerne skal investor byde på rentetillægget – vi gennemgår relevante forhold og giver vores bud

I næste uge udbyder NYK, NDA og DLR i alt fem DKK-FRN og én EUR-FRN på auktioner i forbindelse med refinansieringen af udløbet til januarterminen, og de skal alle have fastlagt rentetillæg. Vi giver i denne analyse vores forventninger til OAS, og gennemgår hvordan disse omsættes til rentetillæg. De seneste taps tilsiger umiddelbart, at "benchmark FRN" (SDO/SDRO, LCR-1B, inkonverterbare og ikke-grønne) fra NYK, NDA og DLR skal gå med et OAS til RTL-kurven på hhv. 6-7 bp, 4-5 bp og 3-4 bp. De FRN, der kommer på auktion, er en anelse længere end dem, der aktuelt udstedes i, hvilket vi forventer kan være forbundet med en anelse lavere spænd til RTL. Omvendt er der en mulighed for, at auktionerne kan gå 1-2 bp blødere end de seneste taps (givet løbetiden).

Den 17. til 20. november udbyder NYK, NDA og DLR i alt fem DKK-FRN for i alt 56,2 mia. kr. på refinansieringsauktioner. Der er tale om tre CIBOR 6M (fra NDA og DLR), hvoraf én er grøn, samt to CITA 6M (fra NYK og NDA).

Det samlede udbud af DKK-FRN på 56,2 mia. kr. er noget mere end hvad vi historisk har set på novemberauktionerne, hvilket skyldes, at vi er nået til at skulle refinansiere nogle af de første årgange af DLR's og NDA's januar-FRN. Ser vi på tværs af alle terminer er der dog tale om en overskuelig mængde FRN.

Ud over udbuddet af DKK-FRN er der en enkelt EUR-FRN fra NDA på auktion for 10 mio. euro. Det fulde overblik over auktionstidspunkter mv. (både RTL og FRN) kan findes i auktionskalenderen på vores hjemmeside her.

Refinansieringsgrader, aktuel prisning og udstedelse

Tendensen til høje refinansieringsgrader for FRN fortsætter, og der er dermed (som forventet) ingen tendens til, at eksisterende FRN-låntagerne skulle fravælge FRN-lån til fordel for lån med længere rentebinding i forbindelse med refinansiering.

Tidligere i dag (fredag) afholdt vi en teams-præsentation om refinansieringsauktionerne (både FRN og RTL), hvor vi blandt andet beskrev vores syn på relativ værdi og OAS på RTL/FRN. Plancher fra præsentationen kan findes her, en optagelse af præsentationen kan fås ved henvendelse til Nykredit Markets Fixed Income Sales/Research, og vi har derudover et afsnit af vores podcast på trapperne, hvor vi også diskuterer auktionerne (kan findes her, når det er ude).

Grundlæggende ligger FRN fornuftigt priset *relativt* til RTL, og herfra forventer vi ikke, at FRN-RTL spændene skal meget længere ud – særligt når vi ser henover nytår, hvor FRN-kuponerne vil have "indhentet" de seneste rentestigninger, hvilket kan tage toppen af den aktuelt store FRN-udstedelse.

RTL'erne ser grundlæggende fair ud mod alternativer såsom EUR covered bonds og svenske Bostäder – men RTL'erne kan møde noget modvind fra et fald i DKK-likviditeten i Q1 2027. P.t. ser 3-3,5 årspunktet på RTL-kurven mest attraktivt ud, hvilket også er dér, hvor hovedparten af FRN-udbuddet vil ligge.

Det er muligt, at FRN vil gå en anelse (1-2 bp) til den bløde side på auktionerne sammenlignet med de seneste taps, men i så fald ser vi ingen betænkeligheder ved at købe dem.

Sidst i denne analyse har vi opstillet en tabel, som giver vores bud på rentetillæggene for de seks nye FRN, der er på auktion. Derudover indeholder tabellen en udspecificering af, hvordan disse bud er fremkommet. I det følgende gennemgås de vigtigste elementer.

Der er i denne analyse – og tabellen nedenfor – taget udgangspunkt i den aktuelle RTL-kurve. Vi opdaterer tabellen nedenfor, hvis mandagens RTL-auktioner rykket på billedet inden FRN-auktionerne starter tirsdag.

OAS til RTL-kurven

Udgangspunktet for fastlæggelsen af rentetillæggene er det OAS, man ønsker at opnå – og vi tager udgangspunkt i et ønsket OAS mod RTL-kurven. De elementer, der indgår i fastlæggelsen af dette OAS, er angivet i den midterste blok af tabellen nedenfor.

Udgangspunktet er en fair OAS til RTL-kurven for "benchmark FRN" – dvs. SDO/SDRO, LCR-1B, inkonverterbare og ikke-grønne. Dette forventer vi vil blive ca. 7 bp, 5 bp og 3 bp for henholdsvis NYK's, NDA's og DLR's DKK-FRN (række A i tabellen). Baseret på erfaringerne fra de seneste auktionsrunder forventer vi ikke en særskilt præmie eller rabat for EUR FRN (EUR-FRN prises dermed som DKK-FRN via en basisswap).

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.

Har en given FRN karakteristika, der afviger fra en "benchmark FRN", kan dette give anledning til højere eller lavere OAS.

For så vidt angår de FRN, der skal have fastlagt rentetillæg i denne omgang, er der for det første én LCR NC og konverterbar (til kurs 100), hvilket vi tillægger samlet set 6 bp højere OAS (række C og D i tabellen). For det andet er der én grøn, hvilket vi tillægger 1 bp lavere OAS (række E i tabellen). Ingen af de seks FRN har for os at se det store indlåsningspotentiale (række F i tabellen).

Fra OAS til rentetillæg

Når man har lagt sig fast på et krav til OAS mod RTL-kurven, skal det omsættes til et rentetillæg, der rent faktisk resulterer i dette OAS. "Omregningen" fra OAS til rentetillæg kan opdeles i en række skridt, som er angivet i nederste blok af tabellen nedenfor.

Udgangspunktet er naturligvis det ønskede OAS til RTL-kurven, som giver en næsten tilsvarende "startværdi" for rentetillægget (række G i tabellen).

Derudover skal der for det første tages højde for forskellen på RTL-kurven og den referencekurve, som den pågældende FRN fixer til. Dette fremgår i tabellen som et yield curve spread (YCS), der som udgangspunkt beregnes under forudsætning af, at cashflowet ikke indeholder afdrag (række H i tabellen). For EUR-FRN er YCS opgjort via basisswap fra EURIBOR 3M til CIBOR 3M.

For det andet skal der tages højde for, at cashflowet for de fleste FRN må forventes at indeholde afdrag. Dette gøres via en forventet prepayment rate, som fastlægges på baggrund af de afdrag, vi har set i de obligationer, som de nye FRN erstatter. Afdrag reducerer længden af cashflowet, hvilket typisk giver anledning til en nedadrettet korrektion af YCS (række I i tabellen). Som det ofte er tilfældet, er de forventede afdrag – og dermed også de nedadrettede korrektioner – meget beskedne.

For det tredje skal der for CITA-FRN tages højde for, at det anvendte YCS tager udgangspunkt i en *mid*-kurve, mens CITA-fixinger fastsættes ud fra *offers* på DESTR OIS (række J i tabellen).

For det fjerde udbydes alle seks FRN til kurs 100,20. En auktionskurs over 100 giver anledning til en synlig korrektion af rentetillægget mhp. at opnå det ønskede OAS (række K i tabellen). Denne korrektion er alt andet lige mindre, jo længere løbetiden er.

For det femte skal der foretages eventuelle korrektioner for forskellen på pengemarkeds- og obligationskonventionen. Referencerenterne, som obligationerne fixer mod, er opgjort efter pengemarkedskonventionen, mens de seks FRN anvender obligationskonventionen i rentetilskrivningen. Der tages i vidt omfang højde for denne forskel ved at der ganges med 365/360-faktoren i kuponberegningen. Korrektionen via 365/360-faktoren svarer imidlertid ikke præcist til forskellen på act/act- og act/360-rentetilskrivning. Endvidere ganges 365/360-faktoren i NYK's og DLR's tilfælde på både referencerenten og rentetillægget for de pågældende FRN. Givet den måde vores opgørelse af rentetillægget er stillet op på (herunder det anvendte YCS), er det imidlertid alene referencerenten, der er behov for at korrigere med 365/360-faktoren. Disse forhold leder dog kun til forholdsvis begrænsede korrektioner (række L i tabellen nedenfor).

Ingen af de seks FRN har cap eller floor på kuponen (række M i tabellen).

Øvrige forhold

Alle de fem FRN har en afsætningstrigger, og vi vurderer dens værdi til at være stort set nul, da sandsynligheden for, at en auktion fejler, er ekstremt lille.

FRN offered at refinancing auctions November 17 to 20 (week 47)

ISIN	DK0002067172	DK0002067099	DK0002067339	DK0002067255	DK0006364013	DK0009555666
Characteristics						
Capital centre	NDA 2	NDA 2	NDA 2	NDA 2	DLR B	NYK H
Type	SDRO	SDRO	SDRO	SDRO	SDO	SDO
Maturity	01-Jan-30	01-Jul-30	01-Jan-31	01-Jul-30	01-Jan-32	01-Jul-30
Auction day	17-Nov-26	17-Nov-26	17-Nov-26	18-Nov-26	19-Nov-26	20-Nov-26
Auction closing time	10:45	11:15	Tap	10:45	11:15	10:30
Expected supply	DKKm 9,600	DKKm 8,750	EURm 10	DKKm 12,200	DKKm 11,750	DKKm 13,900
Auction price	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20	100.20
Fixing curve	CIBOR 6M	CIBOR 6M	EURIBOR 3M	CITA 6M	CIBOR 6M	CITA 6M
Green bond	Yes	-	-	-	-	-
Coupon until 1 January	2.65%	2.65%	3.00%	2.70%	0.00%	0.0000%
Convention	Act/act	Act/act	Act/act	Act/act	Act/act	Act/act
365/360 correction*	Yes (RR)	Yes (RR)	Yes (RR)	Yes (RR)	Yes (RR+RS)	Yes (RR+RS)
Fixing day	-4B	-4B	-5B	-4B	-4B	-4B
Rate cap	-	-	-	-	-	-
Rate floor	-	-	-	-	-	-
Interest rate trigger	-	-	-	-	-	-
Failed refinancing trigger	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Callable (price)	-	-	Yes (100)	-	-	-
LCR	1B	1B	NC	1B	1B	1B
Expected/realised OAS to RTL-curve						
A. FRN-premium	5.0 bp	5.0 bp	5.0 bp	5.0 bp	3.0 bp	7.0 bp
B. RO	-	-	-	-	-	-
C. LCR-premium	-	-	3.0 bp	-	-	-
D. Callable	-	-	3.0 bp	-	-	-
E. Green	-1.0 bp	-	-	-	-	-
F. Lock-in	-	-	-	-	-	-
OAS to RTL-curve (sum A-F)	4.0 bp	5.0 bp	11.0 bp	5.0 bp	3.0 bp	7.0 bp
Implied OAS to DESTR	45.3 bp	48.5 bp	56.0 bp	48.8 bp	52.1 bp	50.7 bp
			Updated: 2026-11-13 at 14:30			
OAS → Rate spread						
G. Exp. OAS to RTL-curve	3.9 bp	4.9 bp	10.7 bp	4.9 bp	2.9 bp	6.8 bp
H. YCS**	-23.1 bp	-20.8 bp	27.2 bp	42.6 bp	-15.4 bp	42.6 bp
I. Repayments/cash flow	-0.1 bp	-0.3 bp	-0.6 bp	-0.2 bp	-0.4 bp	-0.1 bp
J. CITA fixes on ask	-	-	-	-1.4 bp	-	-1.4 bp
K. Price > 100	7.2 bp	6.2 bp	5.7 bp	6.2 bp	4.6 bp	6.2 bp
L. 365/360-correction	-0.3 bp	-1.0 bp	-0.2 bp	-0.8 bp	-0.1 bp	-1.5 bp
M. Cap/floor	-	-	-	-	-	-
Total (sum G-M)	-12.4 bp	-10.9 bp	42.8 bp	51.4 bp	-8.4 bp	52.5 bp
Expected rate spread	**-14 bp to -11 bp**	**-12 bp to -10 bp**	**42 bp to 44 bp**	**50 bp to 53 bp**	**-10 bp to -7 bp**	**51 bp to 54 bp**

* Indicates whether the 365/360-factor is used in calculation of the coupon, and whether it is multiplied on both the reference rate (RR) or both the reference rate and rate spread (RR+RS).

** YCS is incl. a basis swap for EURIBOR 3M FRN

Kilde: Udstedere og Nykredit Markets

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.

DISCLOSURE

Investeringsanalyser
Dette materiale er udarbejdet af analytikere i Nykredit Markets' analysefunktioner og anses for at være en investeringsanalyse.

Anbefalings- og risikovurderingsstruktur for statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner inkl. covered bonds
Obligationsanbefaling
Obligations- & derivatanalysens investeringsanalyser 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.). I modsætning til outright-anbefalinger er der derfor ofte tale om både en købs- og en salgsanbefaling i vores investeringsanalyser.

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.

Anbefaling om porteføljeallokering
Obligations- & derivatanalysens anbefalinger tager udgangspunkt i en porteføljeinvestor (long-only-investor) i statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner.

OVERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være større end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).
NEUTRAL: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være på niveau med afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).
UNDERVÆGT: Vi vurderer, at afkastet på obligationssegmentet i de kommende 3 måneder vil være mindre end afkastet på det samlede danske obligationsmarked (danske statsobligationer og obligationer udstedt af finansielle institutioner).

Anbefalingsfordeling
Fordelingen af Obligations- & derivatanalysens direkte investeringsanbefalinger fremlagt inden for årets seneste kvartal fremgår af hhv. tabel 1 og tabel 2. Andel I angiver vores anbefalingsfordeling, hvorfor det summer til 100%. Andel II angiver andelen af udstedere inden for hver kategori, som Nykredit Bank A/S har udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for i de foregående 12 måneder.

Historiske afkast og kursudvikling
I det omfang analysen indeholder oplysninger om historisk kursudvikling og/eller afkast henvises til Historiske afkast og kursudvikling, på nykredit.dk, der indeholder oplysninger om kursudvikling og afkast de seneste fem år (eller så længe det pågældende instrument har eksisteret, hvis dette er under fem år) for de finansielle instrumenter, som Obligations- & derivatanalysen har direkte investeringsanbefalinger på.

Oplysninger om Nykredit
Denne investeringsanalyse er udarbejdet af Nykredit Markets, der er en del af Nykredit Bank A/S. Nykredit Bank A/S er en finansiel virksomhed, der er under tilsyn af Finanstilsynet. Nykredit Bank A/S er et helejet dansk datterselskab af Nykredit Realkredit A/S. Nykredit Bank A/S har betydelige finansielle interesser i forhold til Nykredit Realkredit A/S i form af sædvanlige bankforretninger og investeringer i covered bonds og realkreditobligationer udstedt af Nykredit Realkredit A/S. Investeringsanalysen er udarbejdet i overensstemmelse med anbefalingerne fra Kapitalmarked Danmark.

Inden for de seneste 12 måneder har Nykredit Bank A/S udført væsentlige investeringsbanktransaktioner for – herunder ageret som manager i forbindelse med et offentligt udbud af værdipapirer udstedt af Ringkjøbing Landbobank A/S, P/F BankNordik, Spar Nord Bank, Sparekassen Kronjylland, Sparekassen Sjælland-Fyn, Lån&Spar Bank, Vestas, Danfoss Fin 2 BV, Danish Crown A/S, NKT A/S, CMARK, Nykredit Realkredit A/S, Bank of New York, SEB, CFF, BNP.

Nykredit Markets deltager i market maker-ordningen for danske statsobligationer, danske covered bonds og danske realkreditobligationer og kan i sin egenskab heraf have positioner i disse værdipapirer. Nykredit Markets agerer også som primary dealer for svensk statsgæld og svenske covered bonds.

Nykredit Markets 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 Markets er forpligtede til at overdrage enhver henvendelse, der kan påvirke en investeringsanalyses objektivitet og uafhængighed, til chefen for analyseafdelingen samt til compliance-funktionen. Nykredit Bank A/S har en interessekonfliktpolitik om identificering, håndtering og oplysning om interessekonflikter i forbindelse med værdipapirhandel, som Nykredit Bank A/S udfører for kunder. Medarbejdere i Nykredit Markets skal til enhver tid være opmærksomme på interessekonflikter mellem Nykredit Bank A/S og kunder, mellem kunderne indbyrdes og mellem medarbejderen på den ene side og Nykredit Bank A/S eller kunder på den anden side og skal bestræbe sig på at

undgå interessekonflikter. Hvis medarbejdere i Nykredit Markets bliver bekendt med forhold, der kan udgøre en interessekonflikt, skal de videregive informationen til deres chef samt til compliance-funktionen, der herefter afgør, hvordan situationen skal håndteres.

Fixed income and Quantitative Research i Nykredit Markets arbejder uafhængigt af Debt Capital Markets og Financial Institutions Group afdelingerne og er organiseret uafhængigt af og refererer ikke til andre forretningsområder i Nykredit-koncernen. Analytikere er delvist aflønnet på baggrund af Nykredit Bank A/S' 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 investeringsanalyser, modtager ikke vederlag, som er knyttet til investeringsbanktransaktioner udført af selskaber i Nykredit-koncernen.

Denne analyse blev færdiggjort og første gang frigivet til distribution på den på forsiden af analysen angivne dato.

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.

Medmindre andet er angivet, er kursoplysninger indeholdt i denne analyse fra kl. 15.40 på handelsdagen før den på forsiden angivne dato.

Risikoadvarsel
Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i denne analyse. Sådanne risici, herunder en følsomhedsanalyse af de relevante forudsætninger, er angivet i analysen. 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 analyse.

DISCLAIMER
Dette materiale er udarbejdet af Nykredit Markets til personlig orientering for de investorer, som Nykredit Markets har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå.

Nykredit Markets 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 Markets 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. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. 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 A/S 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 Markets.
Ansvarshavende redaktør: Chefanalytiker Jacob Skinhøj, Nykredit Markets – Kalvebod Brygge 47 – 1780 København V – Tlf. 44 55 11 27