Kort realkreditupdate
Uge 45



Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm
Jakob Friis Frand-Madsen

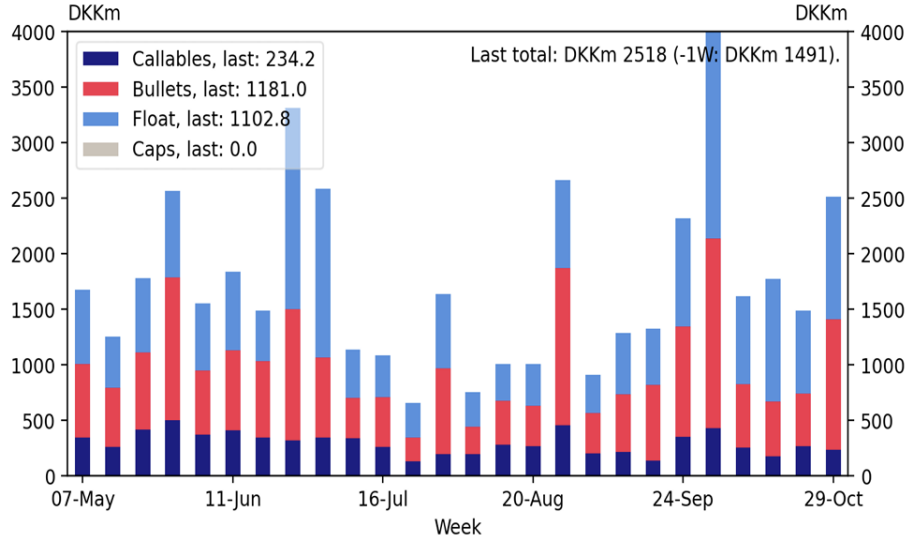
Nykredit

Udstedelse

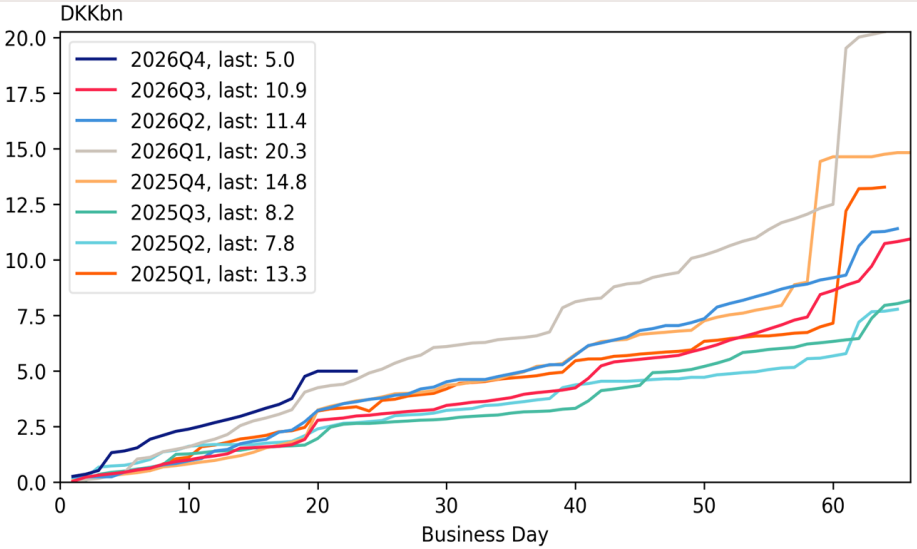
- Månedsultimo trak sidste uges udstedelse op drevet af ekstraudstedelse i FRN og RTL, mens det kun gav anledning til marginalt større konverterbar udstedelse onsdag.
  - For oktober ligger FRN-udstedelsen på det højeste månedsniveau for 2026, hvis man ser bort fra kvartalsultimomåneder.
  - RTL-udstedelsen endte gennemsnitligt for året og den konverterbare udstedelse endte det hidtil laveste niveau i 2026.

- På kvartalsniveau, er særligt RDs RTL-udstedelse startet højt i Q4.
- Vi har tidligere skrevet om vores formodning om, at RD har tendens til at refinansiere dele af deres RTL-udløb udenfor auktionerne, og vi har baseret på den hidtidige udstedelse fortsat en formodning om at det gentager sig, og sætter sig i en lidt lavere refinansieringsgrad til auktionerne.
  - Indtil videre er RDs relativt store udstedelse bredt forankret på tværs af løbetider i modsætning til februarauktionen, hvor det primært var RDs RTL5-udstedelse, der så høj ud.

Gns. daglig udstedelse per uge (OMX)

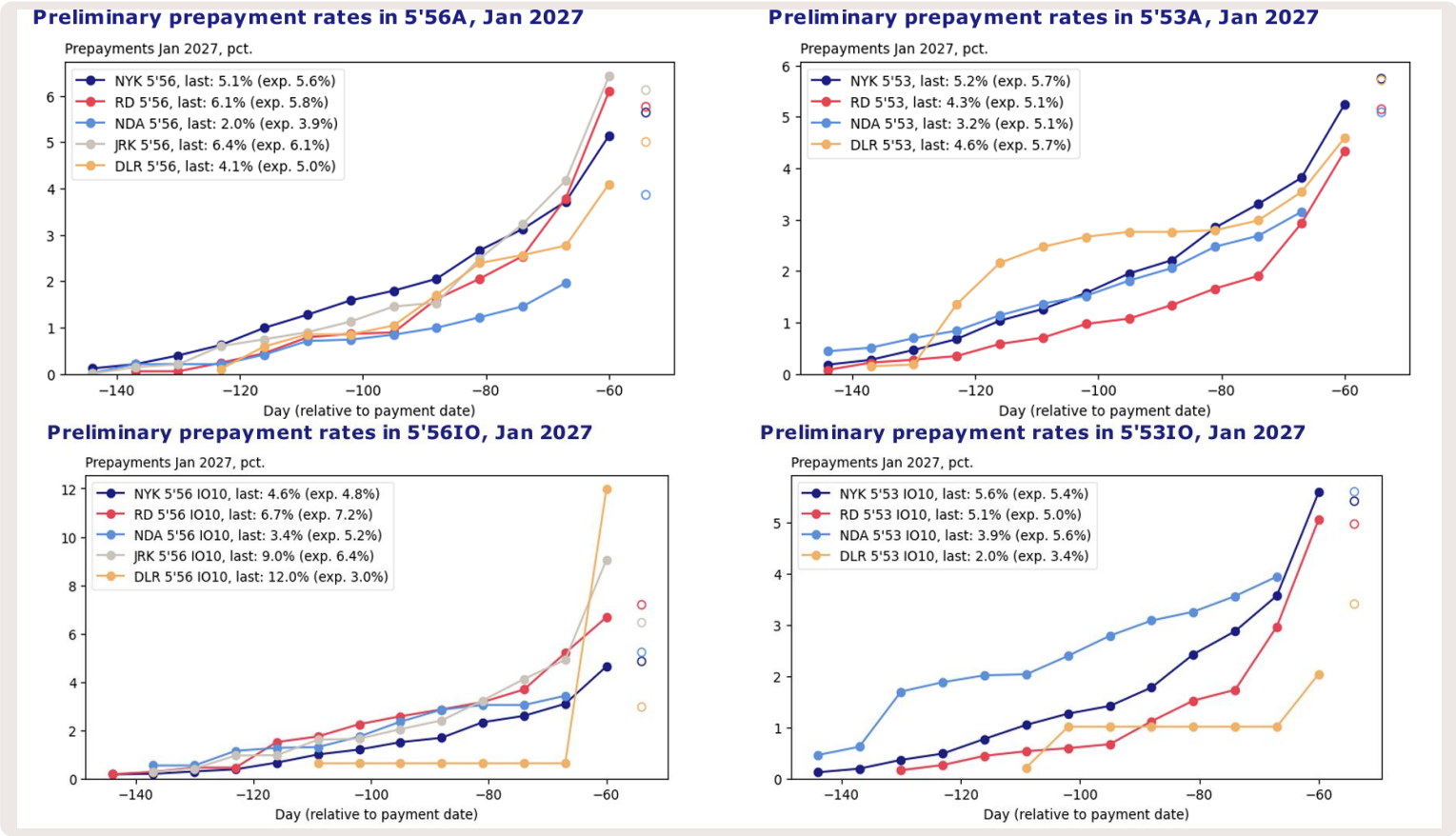


RDs RTL-udstedelse net. refinansieringsauk. (CIRMIL)



Endelige CK93 – 5%'erne klarer den endnu engang

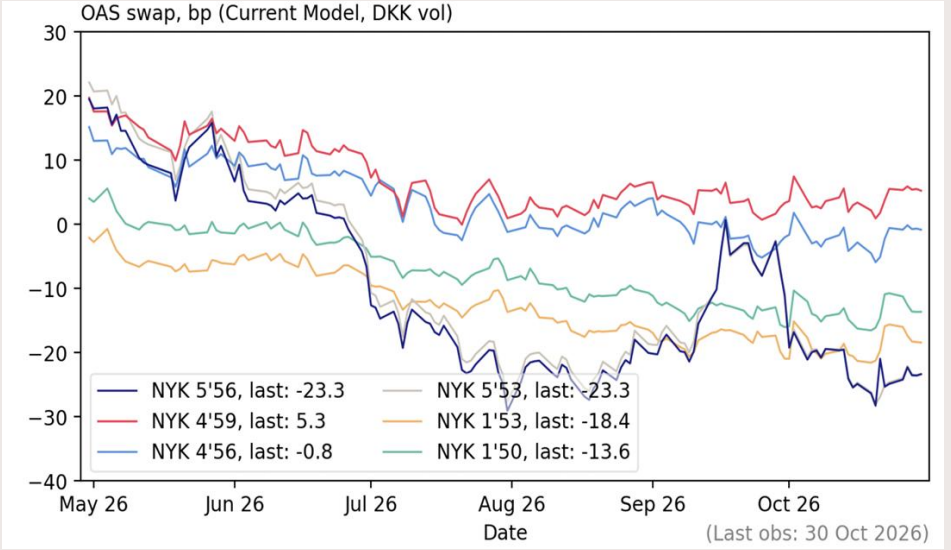
- Vi er nu på den anden side af opsigelsesfristen til 1. januar og har modtaget de endelige CK93.
- Ikke overraskende trækker 5'56/5'53 meget beskedent denne gang og de samlede træk lander på 4,5%.
- Det er marginalt under modelforventningerne og blot ca. 25 % af, hvad 5 %'erne kan tåle relativt til varighedsækvivalente RTL'er.
- De højeste træk er at finde i JRK og DLR's 5'56 IO10, som trækker hhv. 9% og 12%.
- De laveste træk er at finde i NDA's 5'56/5'53'ere (A/IO), som trækker mellem 2% og 4%.
- De resterende 5'56/5'53'ere trækker mellem 4% og 6%.

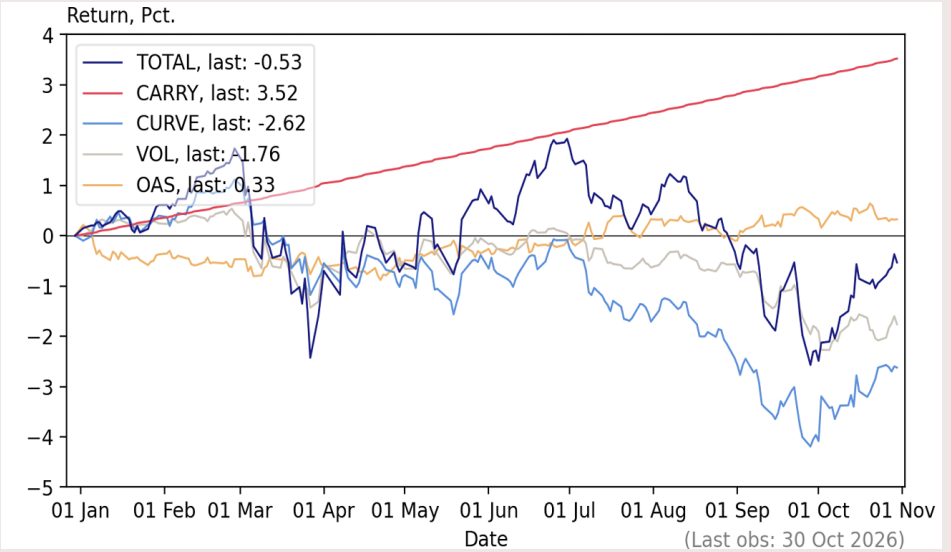


Flad OAS udvikling på konverterbare sidste uge

- OAS på 4% konverterbare gik sidelæns i sidste uge, formentligt drevet af fortsat meget lav udstedelse (se også side 1)
- Vi skrev i sidste uge, at de konverterbare så for dyre ud relativt til længere RTL'er, der ved indgangen til sidste uge gav -3,5 bp i ASW carry/rul (CIBOR 6M).
- Længere RTL'er giver nu -5,5 bp i ASW carry/rul (CIBOR 6M) og med uændret prisfastsættelse af de konverterbare, ser den relative prisning aktuelt mere fornuftig ud.
- Det der kan tale for de konverterbare, er det kommende auktionsudbud, som potentielt kan lægge yderligere pres på de længere RTL'er.
- På den anden side, kan resultatet af midtvejsvalget i USA give anledning til fornyede vol-stigninger.
- Det kommer oven på en periode, hvor konverterbare har vundet lidt af tabene igen primært på den faldende vol.
- Såfremt man ikke har mulighed for at hedge vol-eksponeringen i sine konverterbare, har vi en svag præference for længere RTL'er i denne uge.

30Y Callables: OAS Swap



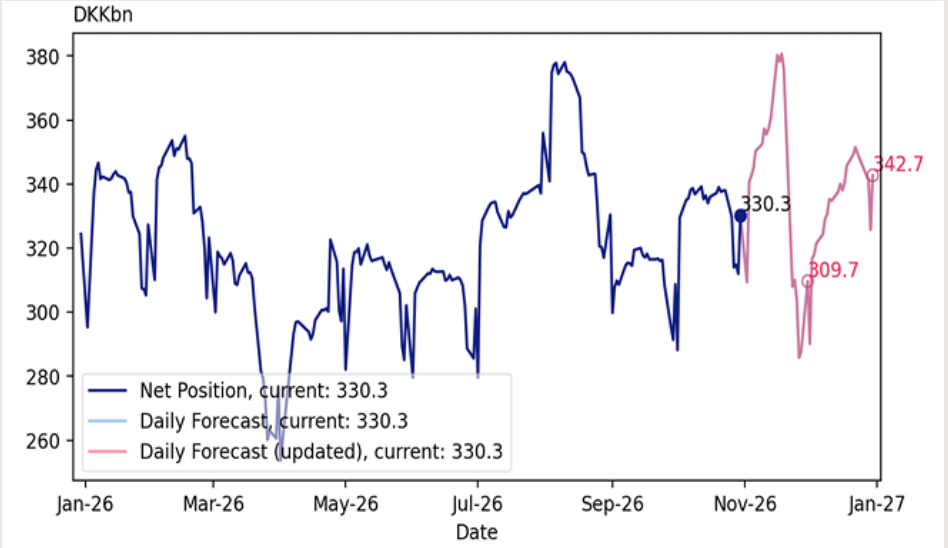


Likviditet

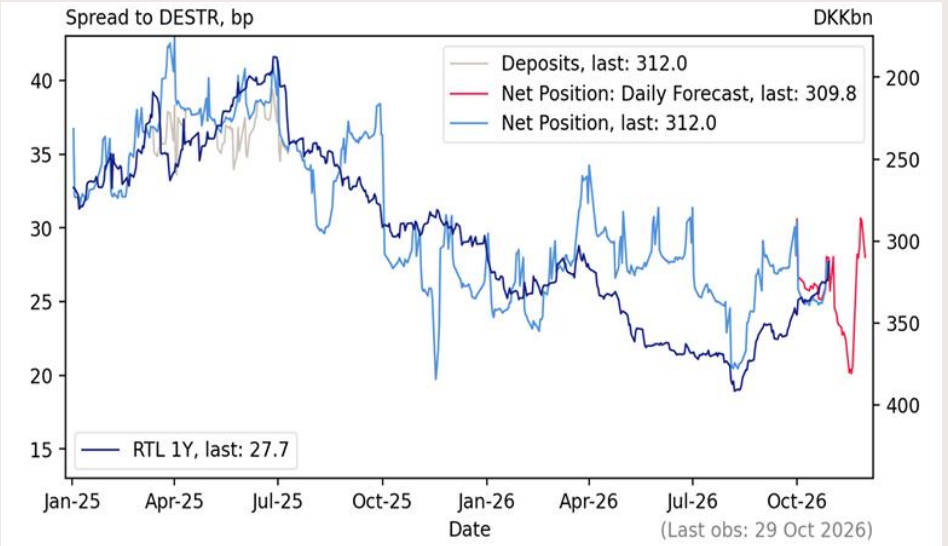
- Der er nu kommet dagsfordelt prognose for nettostillingen helt frem til udgangen af året
  - November og december ser ud til at blive lidt af en likviditetsmæssig rutchebanetur
  - Står prognosen til troende, vil nettostillingen således stige fra det aktuelle niveau på 330 mia. kr. til 380 mia. kr. midt i november for derefter at falde til 310 mia. kr. ultimo november – for så at stige igen i december og slutte året på godt 340 mia. kr.
  - Der er dog stadig en mulighed for at vi lander lavere end de godt 340 mia. kr. ultimo 2026, hvis nettofinansieringsbehovet "skuffer" i forhold til prognosen. Det vurderer vi umiddelbart er sandsynligt.

- Novembers refinansieringsauktioner forventes at ligge den 16. til 20. november – dvs. lige mens nettostillingen topper i november
  - Skulle de korte RTL'er få medvind fra stigningen i likviditeten i første halvdel af november (mens nettostillingen er på vej mod de 380 mia. kr.), er der grund til at være lidt påpasselig med at købe dem – herunder på auktionerne – da likviditetsvindene hurtigt vender!

Nettostilling og dagsfordelt prognose (inkl. forv. udstedelse)



Nettostillingen og RTL1-spænd til DESTR

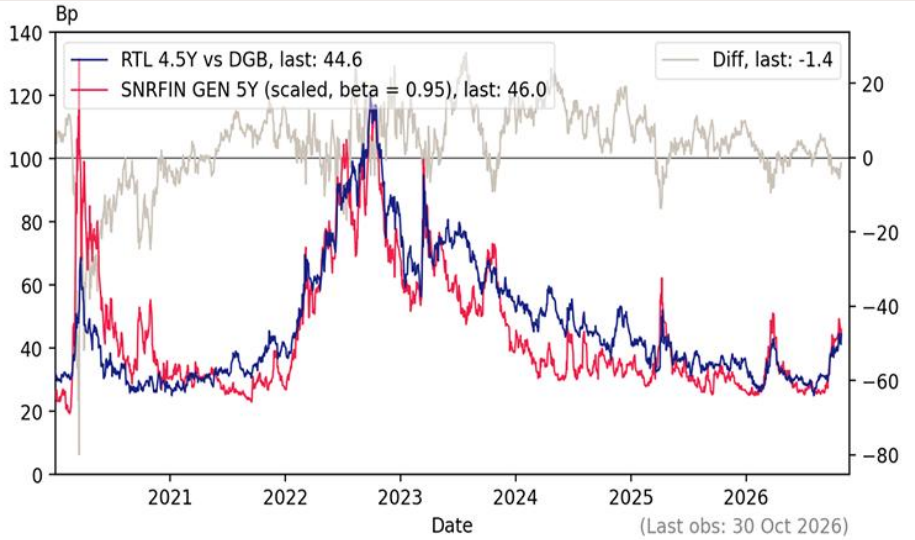


RTL'erne har tabt helt efter bogen

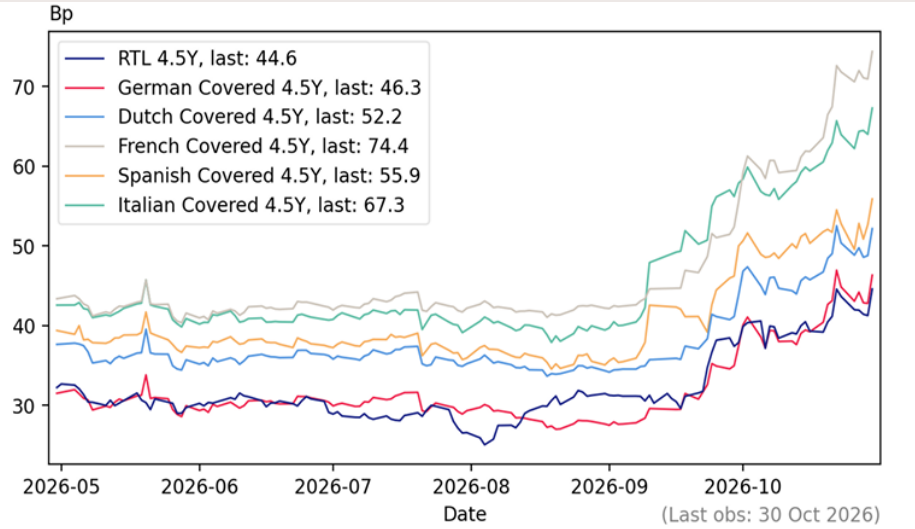
- De 4,5 årige RTL-obligationers spænd til danske stater har været helt som forventet
  - Historisk har der været pæn korrelation mellem RTL-DGB spændet og iTraxx Senior Financials, hvilket også har været tilfældet denne gang (se øverste figur)
  - RTL-DGB spændet har derudover fulgt spændet på tyske covered bonds til DBR tæt (se nederste figur)

- Når RTL-obligationerne ikke er gået mere ud imod swap end de er, ser det således i høj grad ud til, at de – sammenlignet med visse andre lande – har nydt godt af den generelt høje danske kreditværdighed, herunder de sunde offentlige finanser og lave offentlige gæld
  - Se også næste side

RTL-spænd til DGB og iTraxx Senior Financials



RTL og EUR covereds: Spænd til hhv. DGB og DBR



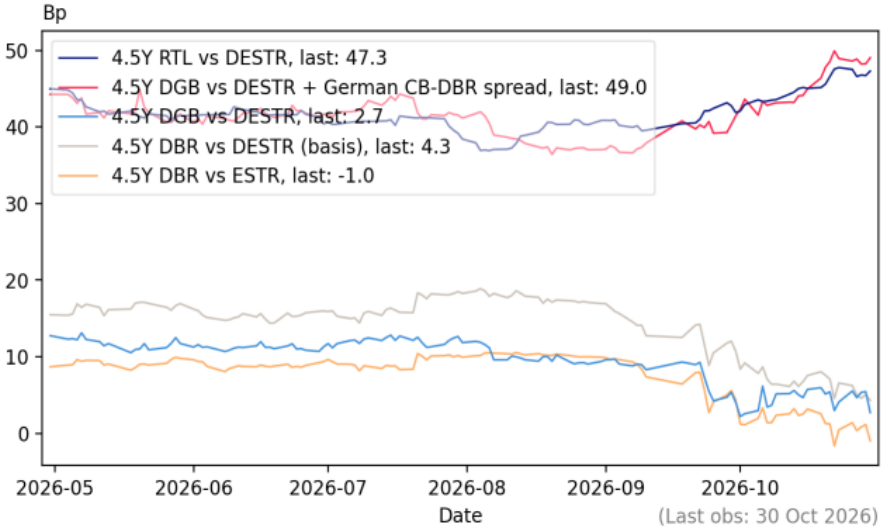
RTL = DGB + covered bond pickup

- Hvis RTL-spænd til DGB har fulgt tyske covered bonds' spænd til DBR, kan RTL-spænd til DESTR ses som en kombination af DGB-spænd til DESTR samt et "covered bond pickup", som ligger tæt op af det tyske (se øverste figur)

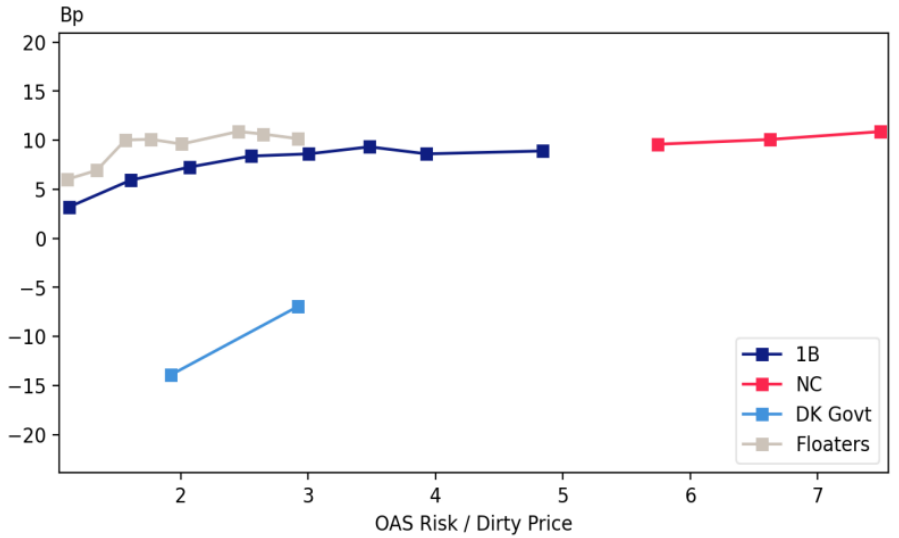
- Danske stater har ikke 1:1 fulgt tyske stater ind i spænd mod swap de seneste måneder (se øverste figur)
  - Sammenligner man med situationen i juni eller juli er forskellen dog begrænset – og DGB har holdt sig ganske pænt mod DBR
  - Dansk realkredit ser således ud til at nye godt af den høje kreditværdighed, som generelt gør sig gældende for Danmark

- RTL-spænd til DESTR er overordnet set fladet siden starten af august, og vi har nu mere fidus til 3,5 års punktet på RTL-kurven end de længere
  - Vi åbner derfor en anbefaling af jul30 RTL vs jan32 (hedged og funded samt i spreadrisk-neutralt forhold)

RTL- og DGB-spænd



Hedget og funded HPR (via DESTR OIS)



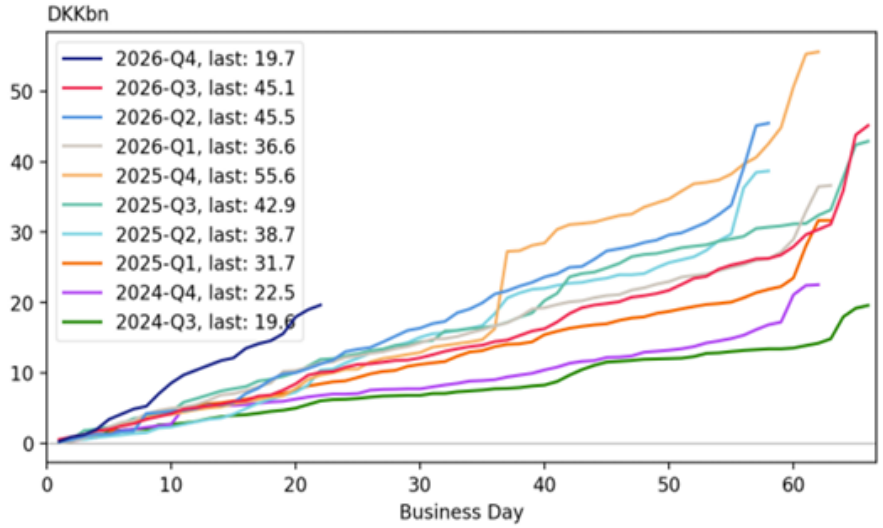
FRN-spænd trodser stort udbud?

- Der var fuld fart på udstedelsen af FRN i oktober (på tværs af udstedere)!
  - Faktisk skal vi tilbage til 2022 for at finde en måned med tilsvarende stor løbende FRN-udstedelse

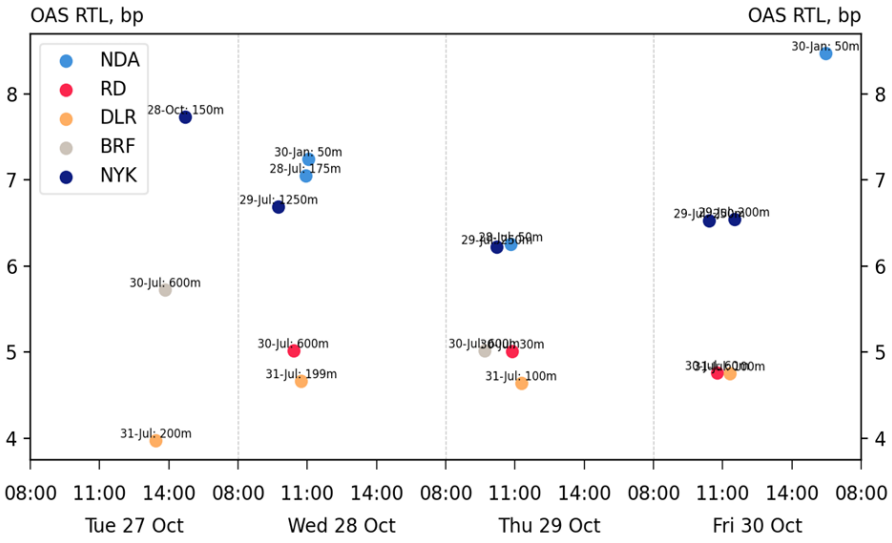
- FRN-spændene til RTL-kurven ser dog efter 1-2 bp spændudvidelse ud til at være stabiliseret
  - Det skal blandt andet ses i lyset af, at den store FRN-udstedelse formodentlig vil tage af senest når kuponerne fixer igen ved årsskiftet
  - Udstedelsen kan dog muligvis tage af før – i det omfang FRN-udstedelsen i oktober har været relateret til tidlig refinansiering af RTL-udløbet til januarterminen
  - Vi forventer ikke FRN skal længere ud mod RTL herfra, og ser fin værdi i FRN på de aktuelle niveauer.

- NYK skifter den 9. november fra at give lånetilbud i deres jul29 FRN (955469) til at give lånetilbud i en jan30 FRN (955582)

Akkumuleret kvartaltsvis udstedelse af FRN (OMX)



FRN-spænd til RTL på seneste taps (benchmark FRN)



Anbefalinger

- Vi åbner en anbefaling af RTL jul30 vs jan32 (hedged, funded og spreadriskneutralt), jf. ovenfor
- Vi fastholder vores øvrige anbefalinger i denne uge.

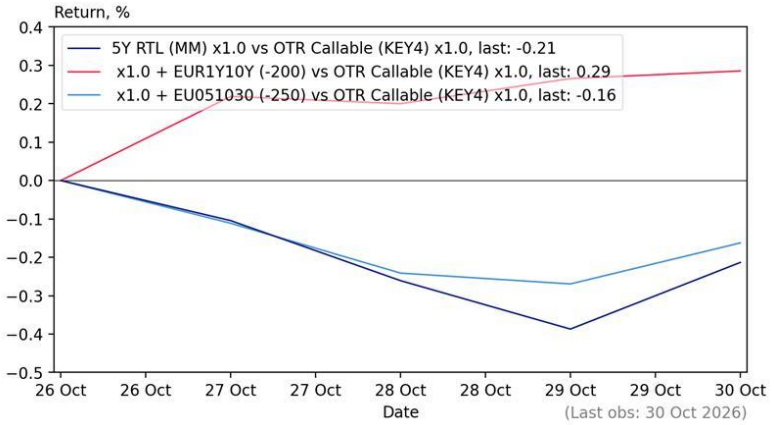
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	-0.03	0.02	-1.71
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	-0.02	-0.01	-0.03
2026-10-26	jul30 vs jul28 FRN	0.02		0.06
2026-10-26	jul29 vs jul28 FRN	0.00		-0.07

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	-0.02	-0.02	-0.03
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.16	-0.05	-1.91
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.18	0.31	0.31

RTL5 + overlay vs OTR callable



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