Kort realkreditupdate
Uge 47



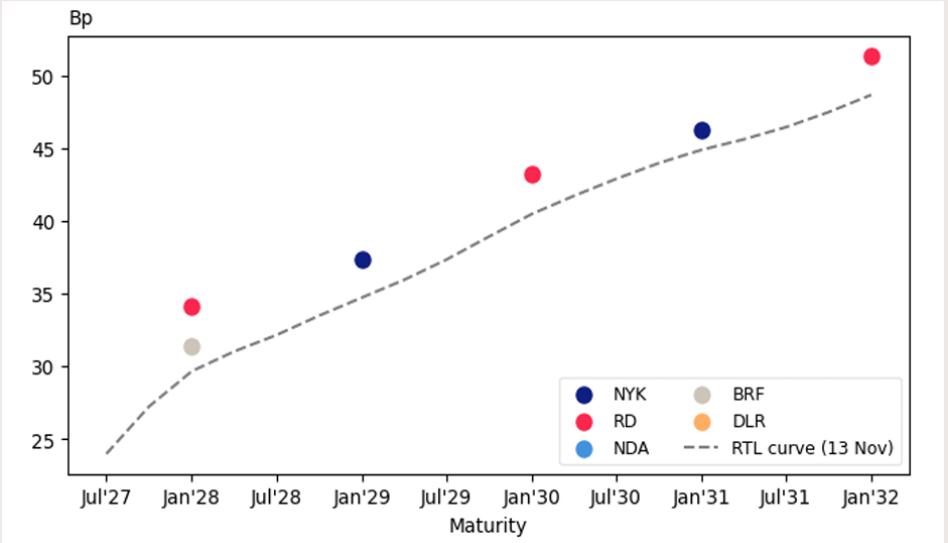
Jacob Skinhøj
Peter Bache
Veronica Bergstrøm

Nykredit

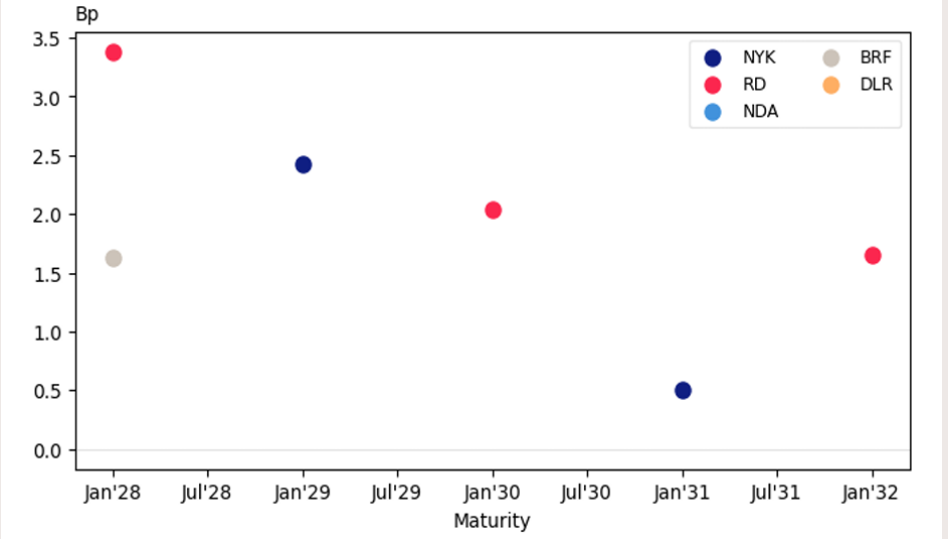
Billige RTL'er på auktion

- RTL'erne gik blødt på dagens refinansieringsauktioner.
  - RD's jan28, jan30 og jan32 RTL-obligationer gik 3,5-4 bp billigere mod DESTR end tilsvarende obligationer lukkede i fredags.
  - JRK's jan28 samt NYK's jan29 og jan31 gik stærkere (eller lidt mindre blødt) og tabte 1-2 bp ift. i fredags
- Dagens auktionsresultater tyder på, at det kan blive en lidt lang uge for RTL'erne
  - Der mangler således at blive solgt ca. 48 mia. kr. ét-årige RTL-obligationer, 18 mia. kr. tre-årige RTL-obligationer samt 19 mia. kr. fem-årige.
  - Dertil kommer FRN for godt 56 mia. kr., hvor vi starter i morgen med 9,6 mia. kr. i en NDA jan30 grøn og 8,75 mia. kr. i en NDA jul30 (samt 10 mio. euro i en NDA jan31
  - Se evt. vores auktionskalender her
- Dagens resultater peger i retning af højere rentetillæg på FRN-auktionerne end dem, vi havde opgjort pba. RTL-kurven fra i fredags.
  - Vi opdaterer tabellen i vores rentetillægsanalyse sidst på dagen i dag, så den er klar fra morgenstunden i morgen

RTL auctions: Spreads to DESTR (at the time of auction)



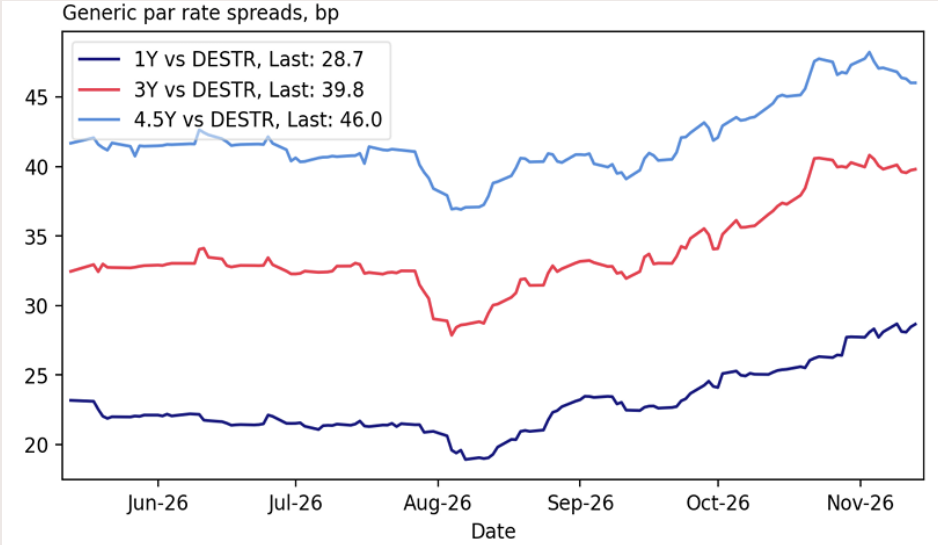
RTL auctions: Spreads to RTL (at the time of auction)



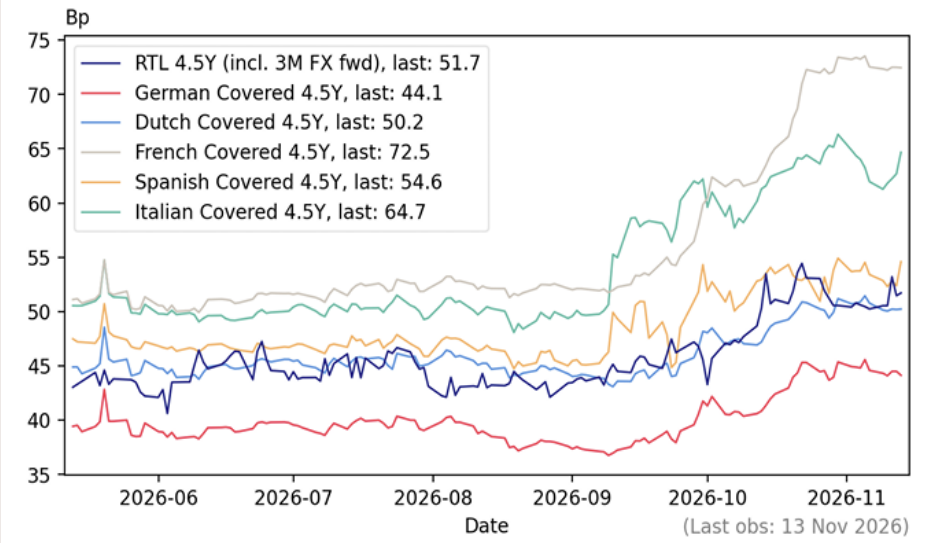
Billige RTL'er på auktion, del II

- Det kunne ellers se ud som om, at RTL'erne havde brugt den seneste måned på at gøre sig auktionsklar, men disse spændbevægelser har snarere været en konsekvens af udviklingen i EUR covered bonds i Europa
- RTL1 er fortsat kørt ud gennem november, mens RTL3 er stoppet op, og RTL5 har performet marginalt i den forgangne uge
- Den bekymring, vi nærede om, at markedet ville udnytte den aktuelt høje nettostilling til at forkøbe sig i (dyre) RTL'er, synes dermed at være ubegrundet
- Selvom prisfastsættelsen synes at være på niveau med, hvor hollandske covered bonds handler relativt – hvilket vi normalt bruger som proxy for prisfastsættelsen af RTL – kan udsigten til store udbud i denne uge kombineret med stort udbud igen i februar samt forventninger om en betydelig forværring af nettostillingen alligevel have fået en række investorer til at slå koldt vand i blodet

Bullets: Spread to DESTR



RTL and EUR covered bonds: Spread to swap (ESTR)



Likviditeten på toppen

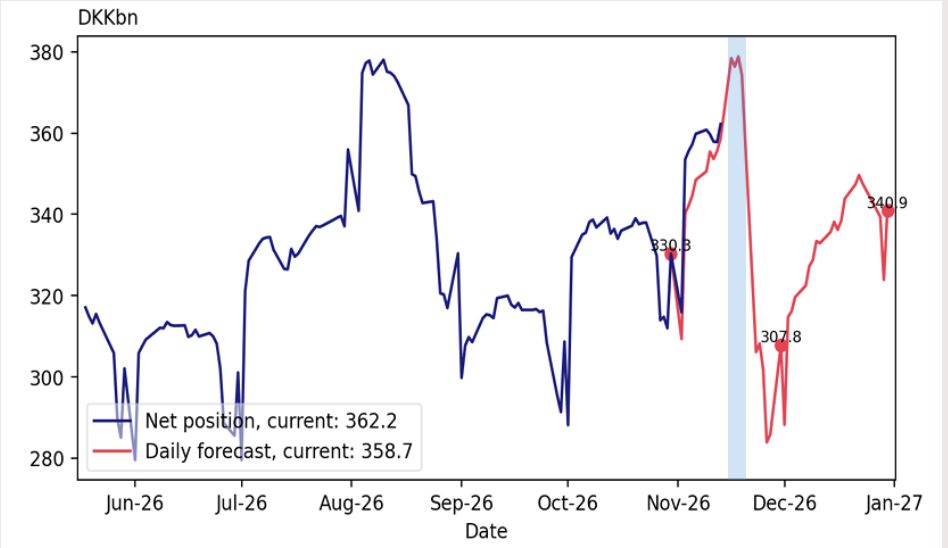
- Nettostillingen vil ifølge den dagsfordelte prognose toppe omkring 380 mia. kr. i de kommende dage
  - På fredag begynder et fald tilbage imod ca. 310 mia. kr. ultimo november

- Indtil videre har prisningen af RTL1'erne – både før og på auktionerne – ignoreret udsigten til den høje likviditet i denne uge
  - Dette giver dog mening, idet likviditetsrigeligheden er kortvarig og udbuddet af RTL1-obligationer på de igangværende refinansieringsauktioner er betydeligt (samlet godt 58,5 mia. kr.)

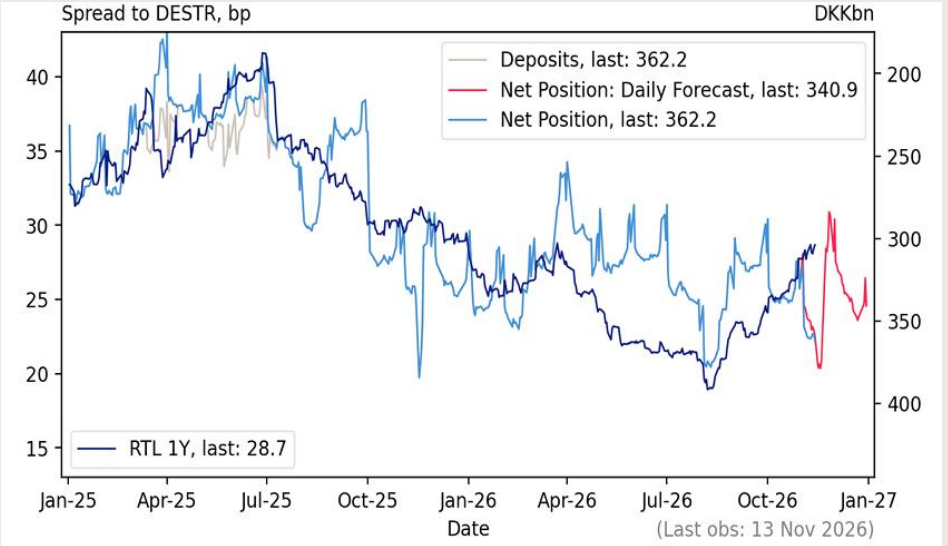
- Hvis man forudsætter, at nettostillingen ikke kommer til at stige i december (som den aktuelle dagsfordelte prognose ellers tilsiger), kan der da heller ikke forventes likviditetsmedvind til de korte RTL-obligationer i den kommende tid

- Udsigten til lavere likviditet frem mod udgangen af første kvartal 2027 – og de potentielle konsekvenser for RTL-prisningen via de korte FX forwards – får også en vis tilbageholdenhed overfor de længere RTL-obligationer på de igangværende auktioner til at virke fornuftig

Nettostillingen og dagligt forecast



1Y RTL-DESTR spread vs Net Position

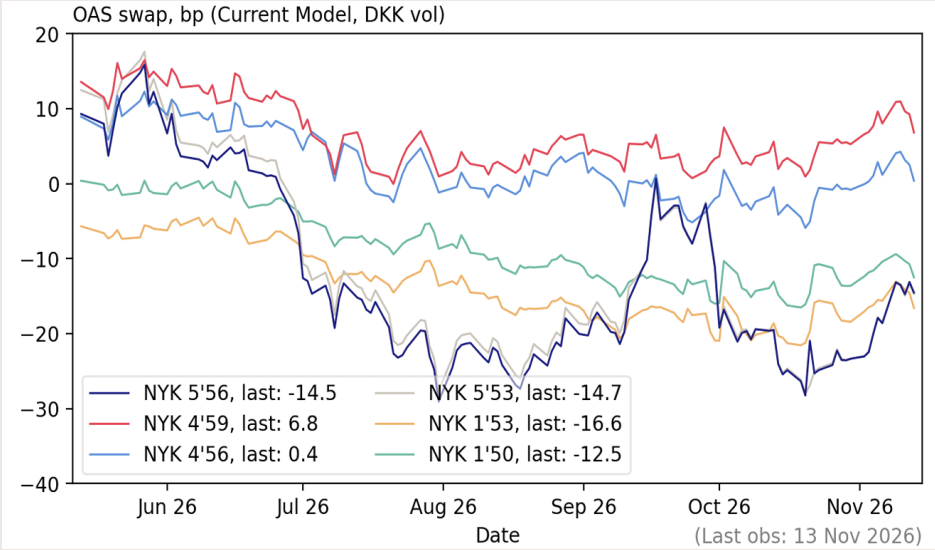


Konverterbare

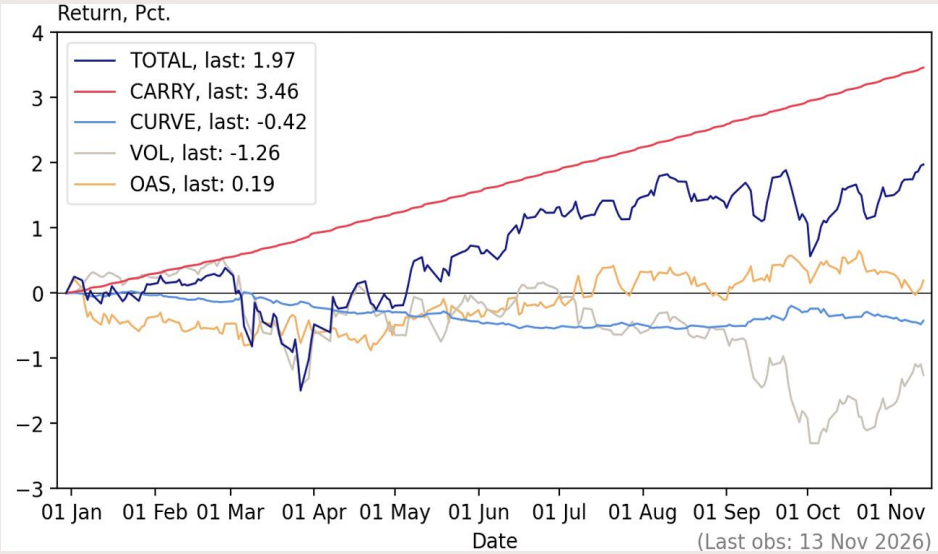
- 4%-konverterbare vinder omtrent 5 bp i OAS i slutningen af sidste uge
- Performance ser dog ud til at være drevet af, at vol stiger marginalt efter at have været faldende den seneste tid
- Generelt ser OAS-udviklingen den seneste tid ud til at have været drevet af manglende (fuld) indprisning af volændringer. Det fald i vol, der har præget oktober og november, har således været sammenfaldende med en vis OAS-udvidelse
- Overordnet set har OAS-udviklingen i OTR-konverterbare dog været meget stabil, og givet at udstedelsesbilledet ikke ændrer sig, er det vores forventning, at dette vil fortsætte
- De konverterbare vil formentlig stå en smule i skyggen af refinansieringsauktionerne i denne uge

- Vi finder generelt prisfastsættelsen af konverterbare til den dyre side og ser derfor større sandsynlighed for spændudvidelser end for det modsatte
- Vi foretrækker derfor RTL5 frem for konverterbare

30Y Callables: OAS Swap



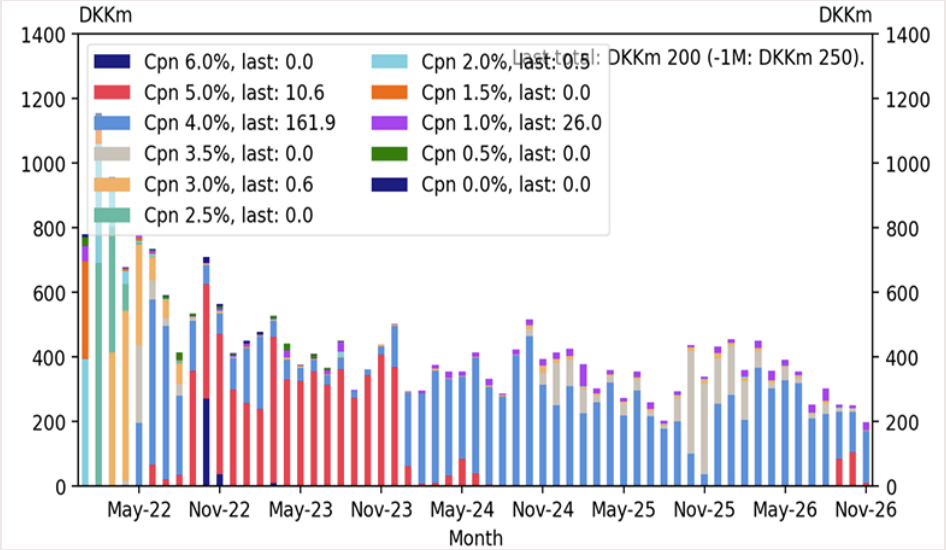
NYK 4'56: Hedged w. 10Y swap



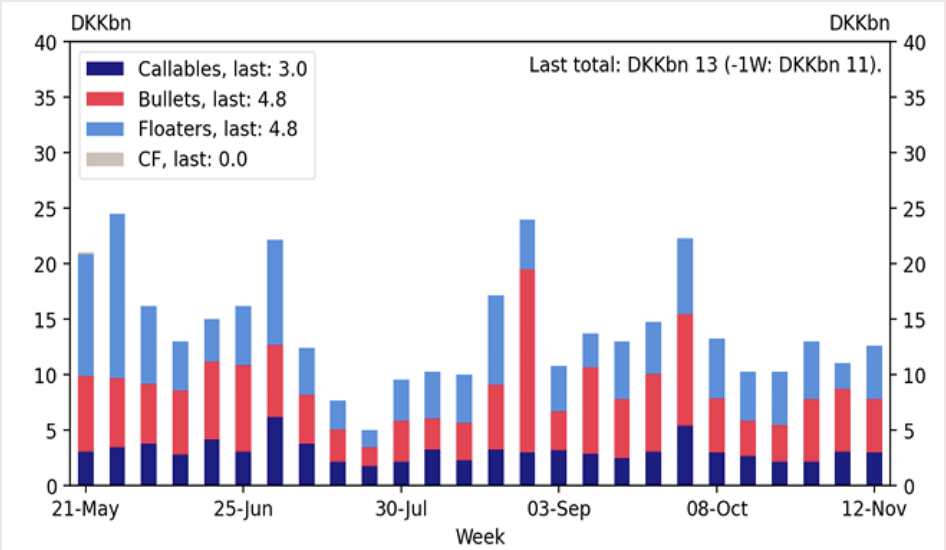
Konverterbare, del II

- Udstedelsen af konverterbare er blevet yderligere reduceret til aktuelt blot 200-300 mio. kr. dagligt.
- Udstedelsen består alene af 4'59, 4'59IO og 4'59IO30 samt en meget beskeden udstedelse af 1'59 til finansiering af støttet byggeri.
- Omsætningen synes dog ikke at være reduceret tilsvarende, hvilket vi tilskriver en mindre omsætningsforøgelse i historiske lavkuponobligationer.
- Denne omsætningsforøgelse antages primært at være drevet af likvidering af porteføljeaftaler hos asset managers, da låntagernes tilbagekøb i disse serier er meget beskedne

Callables: Avg. daily issuance by month (OMX)



Avg. daily turnover by week



Anbefalinger

- Vores anbefalinger har generelt haft en neutral uge
- Vores outlook-anbefaling af 4 % mod 5 % og 1 %, som tidligere har tabt betydeligt på den fortsat dyre prisfastsættelse af høj- og lavkuponobligationer, har vundet marginalt i sidste uge som følge af den øgede aktivitet i lavkuponobligationer
- Vores linker-anbefaling har tabt yderligere på forventninger om lidt højere inflation i eurozonen. Denne bekymring er også afspejlet i en kurvefladning og i inflationsswaps
- Vores carry-anbefaling af 4'56 mod RTL5 har gjort det, den er sat i verden for: Tjent en smule yderligere carry
- De øvrige anbefalinger er uforandrede

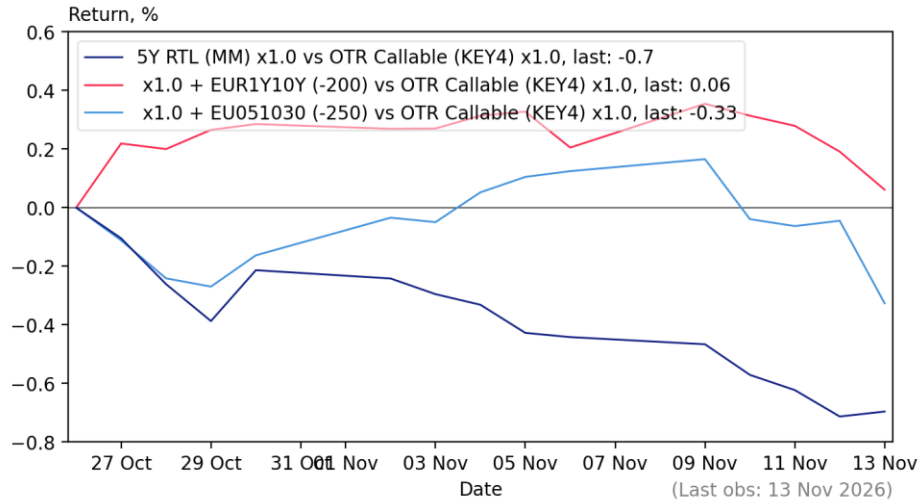
Aktuelle anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2026-06-15	DGBi'34 vs DGBi'30 (BOX)	-0.18	-0.12	-1.28
2026-08-21	3Y FRN vs RTL	0.00	0.01	0.01
2026-10-26	jul30 vs jul28 FRN	0.01	-0.01	0.08
2026-10-26	jul29 vs jul28 FRN	0.01	0.00	-0.01
2026-11-02	RTL jul30 vs jan32	-0.00	0.03	0.05

Outlook anbefalinger

Opening date	Name	Return 1bd	Return 5bd	Total (incl. costs)
2025-08-25	CITA vs CIBOR 3M FRN	0.01	0.03	0.00
2026-01-15	NYK 4'56 vs RD 5'56 + JRK 1.5'53 IO	-0.06	0.10	-1.51
2026-01-26	4'56 vs RTL5	-0.28	0.05	0.74

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