Ultimoudstedelse

Vi forventer stort FRN-udbud mellem jul og nytår!

26. november 2026 13:02 Markedsføringsmateriale

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

Senioranalytiker Veronica Bergstrøm, vbm@nykredit.dk, 44 55 22 34

- Vi forventer ultimoudstedelse i omegn af 25-28 mia. kr., primært drevet af manglende refinansiering af RTL-udløb til 1. januar
- Ultimoudstedelsen vil forventeligt primært finde sted d. 28 og 29. december og byde på en overvægt af FRN-obligationer
- Dårligere likviditet kan presse spændene i den kommende tid og ultimo kan således blive en fornuftig mulighed for køb af FRN

Vi forventer, at det udestående fra refinansieringen primært er drevet af låntagere, som ønsker at udskifte deres RTL-lån med et FRN-lån. Ultimoudstedelsen vil derfor forventeligt byde på 16-18 mia kr. i FRN, 8-9 mia. kr. i RTL, mens det konverterbare udbud endnu engang ventes at være beskedent. Likviditeten kan lægge pres på RTL og FRN-spændene frem mod årsskiftet. Efter nytår forventer vi en vis indsnævring af FRN-RTL-spændet, i takt med udstedelsespresset aftager. Vi ser derfor ultimo som en potentiel god mulighed for at købe FRN. Vi er mere tilbageholdende med RTL, hvor øget daglig udstedelse, februars refinansieringsauktioner og det sædvanlige fald i nettostillingen kan lægge pres på spændene ind i det nye år.

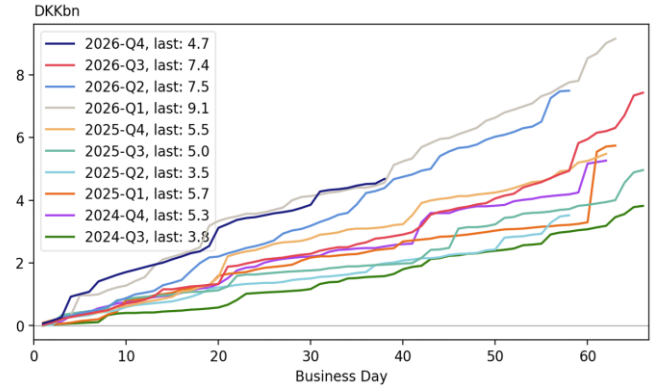
Det største udestående fra refinansieringen ligger hos NYK

	Total	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
NYK	15,836	- 4,220	908	1,994	243	15,218
RD	8,767	- 10,775	1,439	275	1,607	16,359
NDA	165	- 45	1	47	15	31
JRK	1,792	1,674	117	-	-	-
DLR	-3	12	17	-4	-36	8
Total	**26,556**	**-13,354**	**2,483**	**1,761**	**1,829**	**31,616**

Udestående refinansiering estimeret pba. 85% af udløbet refinansieres. Negative tal opstår når en udsteder har udbudt mere end deres udløb på refinansieringsauktionerne.

Kilde: Nykredit Markets

Større daglig udstedelse af RTL5 fra RD dette kvartal



<note>

Kilde: Nykredit Markets

En del udløb mangler refinansiering

Den samlede RTL-refinansieringsgrad på sidste uges refinansieringsauktioner var kun 68%. Vi forudsætter normalt, at 85% af RTL-udløbet skal refinansieres, og det efterlader således 26,5 mia. kr., der fortsat mangler refinansiering. Som vi tidligere har påpeget, er RD's RTL5-udstedelse steget pænt i dette kvartal. Det er vores vurdering at det – i lighed med Q4 sidste år og Q1 i år – skyldes tidlig refinansiering. FRN-refinansieringsgraden var som sædvanligt høj (>90%), og vi forventer ikke, at der udestår noget nævneværdigt herfra. Korrigeret for RD's tidlige refinansiering, forventer vi derfor, at der udestår omkring 24,5 mia. kr. fra refinansieringen.

Det er vores forventning, at det udestående fra refinansieringen primært er drevet af låntagere, der har ønsket at udskifte deres RTL-lån med et FRN-lån som følge af den aktuelt lave kupon. Det giver ikke umiddelbart meget mening at lave en fastkursaftale på et FRN-lån, og disse låntagere bør derfor komme i ultimoudstedelsen.

Ultimo bliver forventeligt primært den 28.-29. december

Den sidste mulighed for at udstede med valør til første handelsdag i 2027 er i år den 29. december. Såfremt institutterne ønsker at sprede det ud over flere dage, er deres anden mulighed at udstede den 23. december. Størstedelen af det udestående fra refinansieringen ligger hos NYK, som almindeligvis har tendens til at udstede på den anden- og tredjesidste handelsdag i kvartalet, mens RD og NDA engang i mellem er kommet lidt før. Vi forventer derfor, at ultimoudstedelsen overvejende vil finde sted den 28. og 29. december.

Ekstraordinære udtræk i de konverterbare til januarterminen udgør kun 5 mia. kr. og heraf vil noget være indgået med fastkursaftale. Udtræk udgør således en meget beskeden kilde til ultimoudstedelsen denne gang. Dertil kommer almindelig

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.

månedsultimo fra bolighandel. Vi forventer derfor, at ultimoudstedelsen i december samlet vil ende på 25-28 mia. kr. fordelt på 16-18 mia. kr. i FRN, 7-9 mia. kr. i RTL og ca. 1 mia. kr. i konverterbare.

Skal man købe på ultimo?

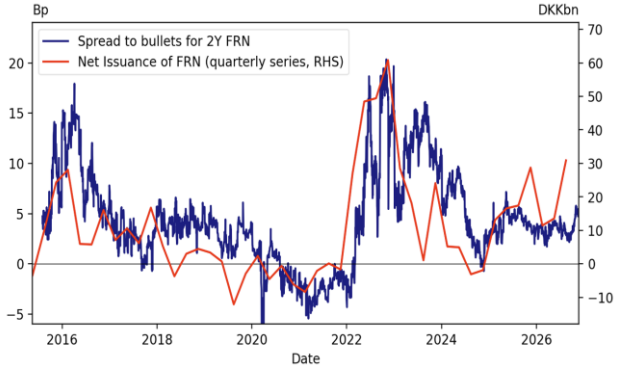
RTL'erne har fortsat spændudvidelserne i denne uge oven på en stigning i kreditspænd og et større end forventet fald i nettostillingen mandag. Endvidere er likviditetsudsigterne for første kvartal 2027 forværret (det har vi skrevet en analyse om, som kan læses her), og vi forventer, at RTL'erne i de kommende måneder (alt andet lige) kan tabe op mod 5bp mod DESTR fra de aktuelle niveauer, som følge af den lavere likviditet. Vi forventer endvidere ikke væsentlige ændringer i FRN-RTL-spændet på denne side af nytår. Med andre ord forventer vi, at de vil følge RTL'erne ud på den dårligere likviditet.

På den anden side af årsskiftet er det dog vores forventning, at FRN-RTL spændet vil køre (lidt) ind igen, i takt med at toppen bliver taget af det udstedelsespres, der har fået det til at køre ud henover efteråret (se også grafen). Samtidig er der ikke udsigt til større FRN-udbud på refinansieringsauktionerne i februar (formodentlig godt 30 mia. kr.).

Vi forventer, at ultimoudstedelsen bliver en god mulighed til at købe FRN på fornuftige niveauer, og såfremt den forventede spændudvidelse finder sted tidligere, er vi også positive på køb af FRN i den daglige udstedelse før ultimo.

Vi er mindre optimistiske omkring, at ultimoudstedelsen bliver en god lejlighed til at købe RTL'er. Dels er der mulighed for at den daglige RTL-udstedelse tager til i det nye år, som følge af den nye højere kupon på FRN-lån og dels er der udsigt til et pænt auktionsudbud igen til februar, drevet af RTL-udløbet til 1. april på 140 mia. kr. Kombineret med det sædvanlige fald i nettostillingen i Q1, ser vi det sandsynligt, at disse faktorer kan presse RTL'erne relativt til alternativer henover Q1.

FRN spænd til RTL-kurven vs. FRN nettoudstedelse



<note>

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