

Torsdag 15. august 2019

## Det danske obligationsmarked

### Fokus på relativ værdi forud for flexauktionerne

På mandag d. 19. august lyder startskuddet til oktober-refinansieringsauktionerne, der med et auktionsudbud på kun godt 41 mia. DKK-flexer er det laveste flexauktionsudbud i 9 år, når vi ser bort fra NYK's juli-auktioner, og må såvel i sammenligning med tidligere flexauktioners udbud som de seneste måneders konverterbare udstedelse anses som en udbudsmæssig parentes. Over kommende uges auktioner skal der i alt udbydes for knap 28 mia. 1-årige, knap 6 mia. 3-årige og godt 7 mia. 5-årige flexer, mens Nykredit afslutter ugen med deres floaterauktioner, hvor der udbydes 16 mia. i en ny 3M CB NYK H 04/23 samt 840 mio. EUR i en ny 3M EB NYK H 10/22.

1Y Okt-20 ligger aktuelt i ca. 3,8bps vs. Cita, hvilket stort set er på niveau med clearingerne på NYK's juli-flexauktioner men knap 2bps tighere end ved Apr-19-auktionerne. I 3Y (Oct-22) handles der aktuelt i -23bps ASW(vs.6M) og i 5Y (NDA Oct-24) i -16bps (ASW (vs 6M), hvilket er henholdsvis 2bps wider og 1bps tighere end ved Juli-19-auktionerne og hele 5bps tighere i 5Y flex end på Apr-19-auktionerne, afspejlende den stadigt fladere 3/5Y ASW-struktur. Ser vi på potentialet for fundede ASW overlays, er de risikjusterede afkastperspektiver således noget presset længere ude af flexkurven. Som konsekvens af det bedre rul ligger horisontafkastet pr. OAS-risk dog relativt attraktivt for korte løbetider end for længere.

På trods af, at flexer ser fornuftige ud vs. swappen, er de for outright investorer udfordrede af den markant fladning af kurven, som lægger en væsentlig dæmper på rul potentialet og dermed horisontafkastet. Niveaue for en 5-årig flex ligger i ca. -0.35% (jul-24 flex), hvilket er over 1%-point lavere end i jan-24 for 6 måneder siden. Det tilsvarende fald i horisontafkastet i konverterbare har været noget mindre. Carry'en i de kortere 1,5% konverterbare dominerer nu ikke kun horisontafkastet for flexer med ækvivalent varighed men hele flexkurven ud til 10 år som følge af kurvefladningen.

Ser vi på konkrete trækovervejelser i de enkelte konverterbare obligationer, priser markedet på nuværende tidspunkt højkuponerne, så de kan overleve konsekvenserne af træk selv på et stresset niveau svarende til 0,5'50 ligger over kurs 98 i perioden op til januar terminens opsigelsesfrist. Vi har beregnet forventede træk og 1Y afkast i et scenarie hvor 0,5'50 ligger over 98, ved at anvende konverteringsniveauerne observeret for højere kuponer i forbindelse med opsigelsesfristen til oktober terminen. De resulterende afkast ligger generelt på niveau eller højere end flexer, hvor den effektive rente på Apr-22 eller kortere flexer er lavere end -0,7%.

#### Claus Hvidegaard

Phone: +45 33 28 10 88

E-mail:

claus.hvidegaard@seb.dk

#### Henrik Arp

Phone: +45 33 28 10 75

E-mail: henrik.arp@seb.dk

## FOKUS PÅ RELATIV VÆRDI FORUD FOR FLEXAUKTIONERNE

Med udgangspunkt i det historisk negative rentemiljø lyder startskuddet til oktober-refinansieringsauktionerne på mandag d. 19. august, der dog i sammenligning med såvel tidligere flexauktioners betydelige udbud som de seneste måneders historisk høje konverterbare udstedelse må anses som en udbudsmæssig parentes. Over kommende uges auktioner skal der i alt udbydes for kun 41,3 mia. DKK-flexer, der er det laveste flexauktionsudbud udenfor NYK's juli-refinansieringer set i mere end 9 år, og godt 50 mia. lavere end udbuddet på seneste april-auktioner og 7 mia. lavere end på sidste års oktober-refinansiering. Nykredit afslutter ugen med deres floaterauktioner, hvor der udbydes 16 mia. i en ny 3M CB NYK H 04/23 samt 840 mio. EUR i en ny 3M EB NYK H 10/22.

Med den endelige udmelding af serier og beløb i løbet af ugen, ender det samlede auktionsudbud af DKK-denominerede flexer på i alt kun 41,3 mia., svarende til en refinansieringsgrad over auktionerne på 68%, hvilket er lidt højere end over seneste års auktioner, primært som følge af fraværet af omlægning af almennyttige F5-lån ved kommende termin.

Auktionsudbud i DKK rentetilpasningsobligationer ekskl. salget i de støttede almene boliglån, mia. kr.							
Udbud	RD	NYK	NDA	JRK	DLR	Sum	%-andel
F1	-	12.7	4.9	10.2	0.1	27.8	67%
F2	-	0.0	0.2	0.0	0.1	0.3	1%
F3	-	1.9	2.8	0.3	0.7	5.6	14%
F4	-	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	1%
F5	-	0.8	2.3	2.8	1.4	7.2	17%
<b>Total</b>	-	<b>15.5</b>	<b>10.2</b>	<b>13.3</b>	<b>2.4</b>	<b>41.3</b>	<b>100%</b>
<b>Refi-grad Oct-19</b>	-	<b>67%</b>	<b>65%</b>	<b>79%</b>	<b>43%</b>	<b>68%</b>	
Refi-grad Apr-19	62%	58%	72%	65%	77%	63%	
Refi-grad Jan-19	58%	53%	60%	74%	64%	59%	
Refi-grad Oct-18	-	64%	66%	48%	39%	59%	
Refi-grad Oct-17	-	75%	67%	71%	56%	70%	

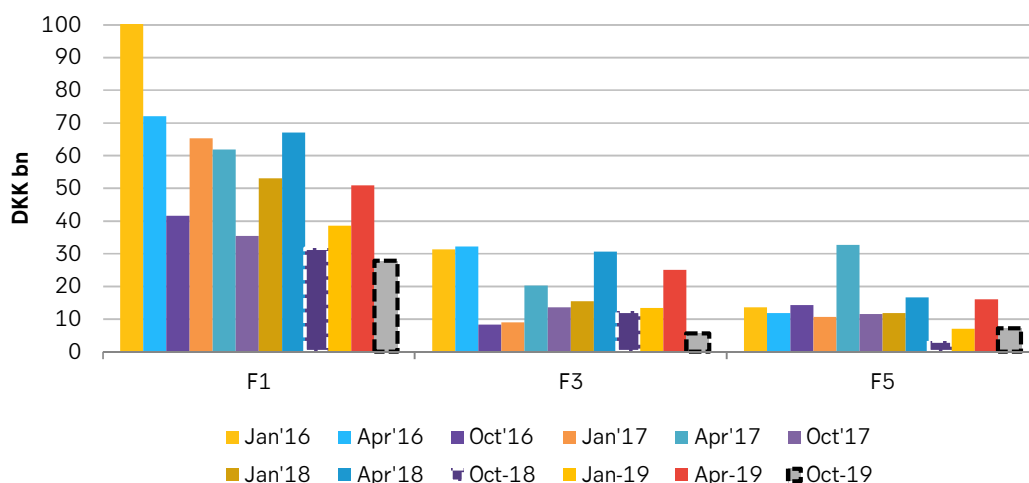
Note) De endelige tal fra Nykredit, Nordea, Jyske Realkredit og DLR.

*Fokus på kommende uges auktioner og relativ værdi i flexsegmentet*

*Det samlede auktionsudbud er såvel absolut som relativt yderst beskedent i 3-årige og 5-årige flexere*

På serieniveau fordeler udbuddet sig på knap 28 mia. 1-årige serier, 6 mia. 3-årige serier og kun godt 7 mia. 5-årige serier, hvilket rimeligvist afspejler den bagvedliggende forfaldsprofil i okt-19-serierne pr. F-lånetype i form af en refinansieringsgrad på 48% i de 3-årige serier mod gennemsnitligt 50% over seneste års auktioner. Også udbuddet af 5-årige serier, der svarer til en refinansieringsgrad på 61% af estimeret F5-forfald er i tråd med de seneste to auktioners, men betydeligt over Jan'18 til Okt-18-auktionernes, hvor omlægningen af almennyttige F5-lån tog til. Henover kommende uges auktioner udbydes der statsgaranterede flexer hos Jyske Realkredit d. 20. august for i alt 850 mio. ud af JRK S kapitalcentret, mens der skal udstedes for ca. 170 mio. NYK J flexer d. 19. august.

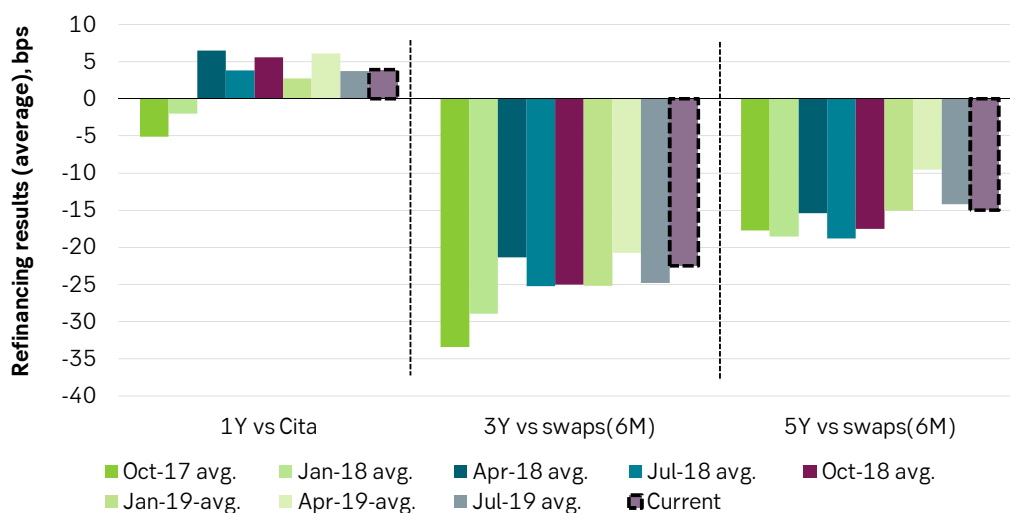
### Historiske fordeling af auktionsudbud pr. F-lånetype



*Minimalt F3- og F5-udbud henover kommende uge set i forhold til seneste års auktionsudbud*

Retter vi indledningsvist blikket mod de aktuelle 1Y, 3Y og 5Y spreadniveauer vs. henholdsvis Cita samt DKK swap (vs. 6M), så handler flex-segmentet som helhed ikke signifikant afvigende fra de tidligere gældende spreadniveauer henover seneste års auktioner. 1Y Okt-20 ligger aktuelt i ca. 3,8bps vs. Cita, hvilket stort set er på niveau med clearingerne på NYK's juli-flexauktioner men knap 2bps tighere end ved Apr-19-auktionerne. I 3Y (Oct-22) handles der aktuelt i -23bps ASW (vs. 6M) og i 5Y (NDA Oct-24) i -16bps (ASW (vs 6M), hvilket er henholdsvis 2bps wider og 1bps tighter end ved Juli-19-auktionerne og hele 5bps tighter i 5Y flex end på Apr-19-auktionerne, afspejlende den stadigt fladere 3/5Y ASW-struktur.

### Historiske gennemsnitlige auktionsresultater sammenlignet med aktuelle niveauer

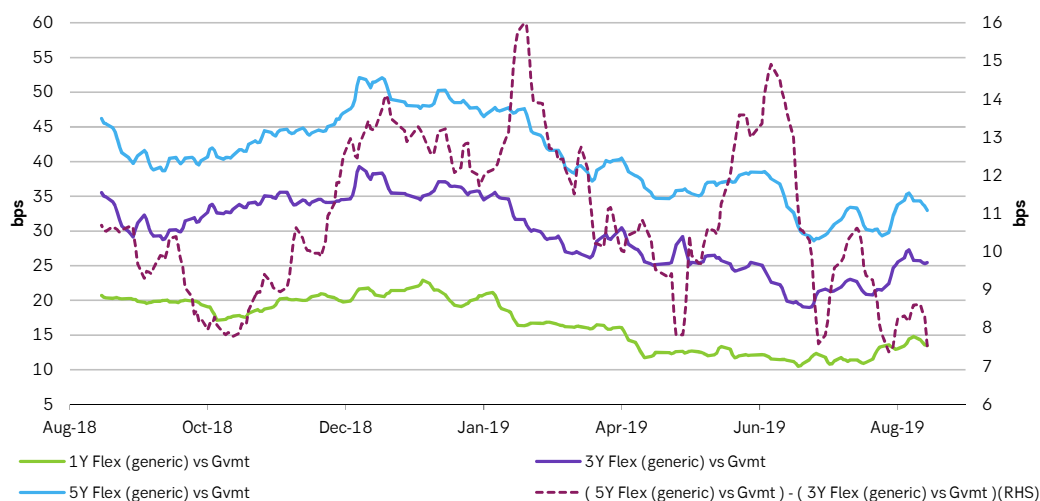


*Aktuelle spreadniveauer vs. DKK swaps ikke signifikant afvigende fra seneste auktioner*

Kilde: SEB

Set i forhold til stater har flexerne tabt lidt terræn igennem juli måned qua de lavere stat-swap-spænd inde af kurven, men over de seneste par uger reverseret noget af tidligere widening, således at 3-årige flex/stat spænd i aktuelt 24bps igen er på niveauet for 3 måneder siden, mens 5Y flex/stat i aktuelt 31bps handler godt 6bps tighter.

### Flexer mod stater



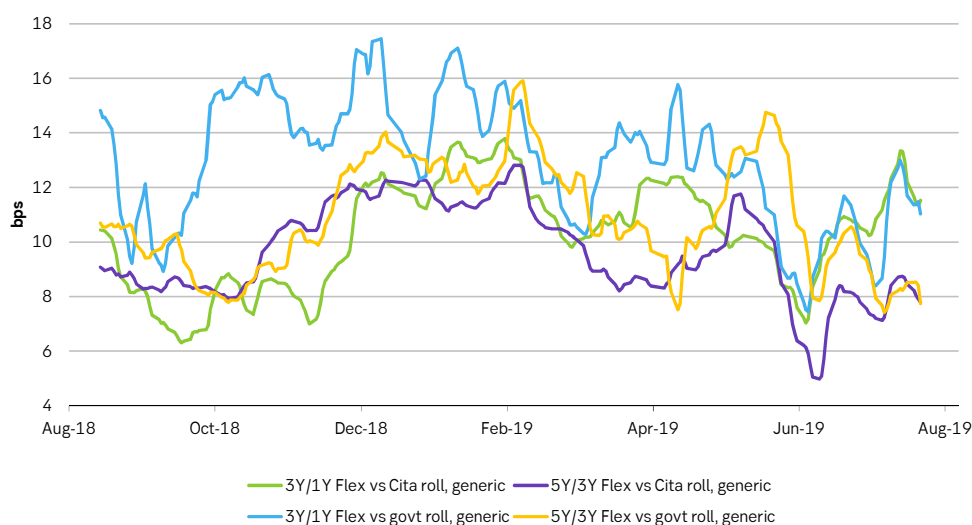
*3Y flex/stat mere attraktivt end i længere flexer*

Kilde: SEB

Som også illustreret nedenfor ved udviklingen i rullet i de respektive flexløbetider vs. henholdsvis Cita og stat, favoriseres de 3-årige flexer ved det højeste rul vs. stater, der ligger knap 3bps højere end 5Y flex rul vs. stater. Mod swaps ligger rulpotentialet i 2-3-årige flexer

ligeledes højere aktuelt end ASW-rullet i 5-årige flexer og stort set på samme niveau som ved seneste auktion.

### Flex spreadrullet vs Cita og stat er højest i 3Y segmentet

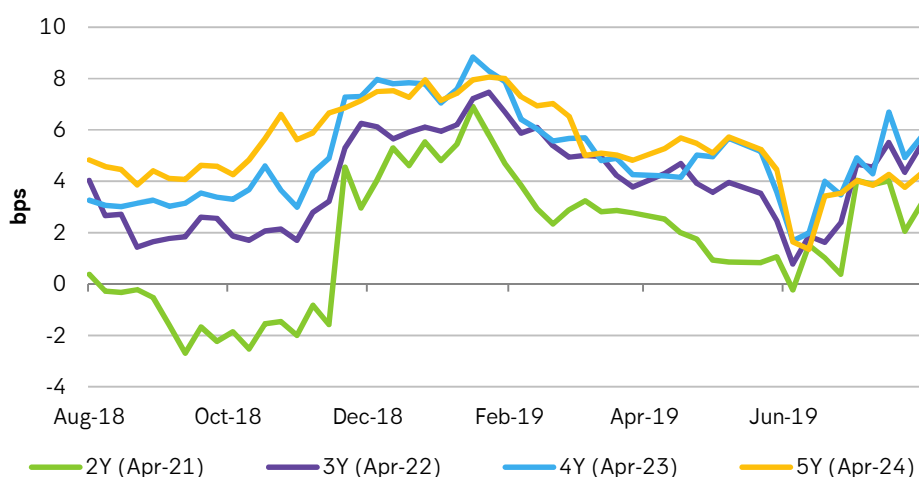


*Højere rul i 3Y flexer vs Cita og stat end i 5Y*

Kilde: SEB

Ser vi på potentialet for funderede ASW overlays, er de risikjusterede afkastperspektiver noget presset længere ude af flexkurven. Som konsekvens af det bedre rul ligger horisontafkastet pr. OAS-risk dog relativt attraktivt for korte løbetider end for længere, og alt andet lige må det dermed også forventes at funderede ASW investorers interesse vil være i de kortere løbetider og ikke 5-årige flexer, medmindre ASW strukturen mod forventning stejler væsentligt under auktionerne.

### Horisontafkast/OAS-risk for flexer repofinansieret og swappet (DKK vs 3M)



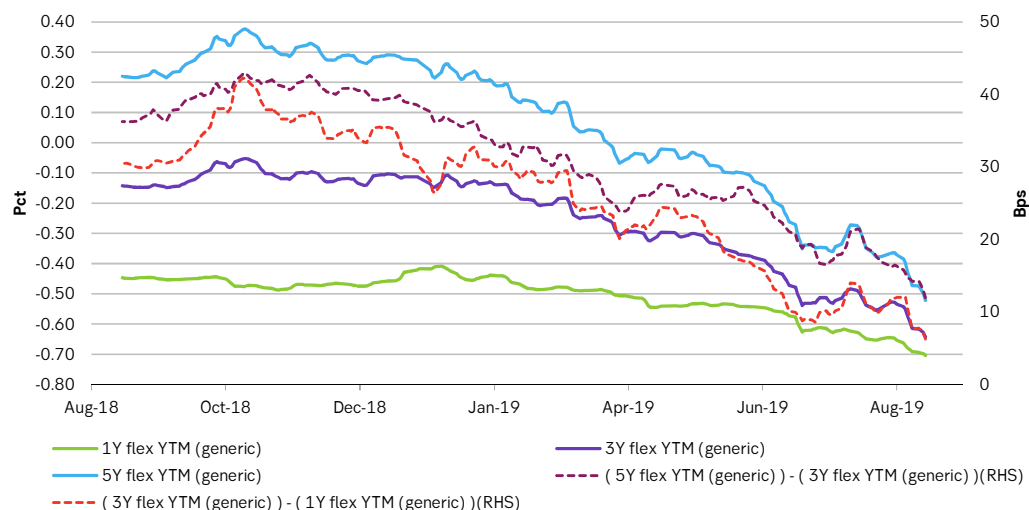
*De risikjusterede hedgede afkast mest interessante i 3Y frem for længere ude af kurven.*

Kilde: SEB

På trods af, at flexer ser fornuftige ud vs. swappen, er de for outright investorer udfordrede af den markant fladning af kurven, som lægger en væsentlig dæmper på rul potentialet og dermed horisontafkastet. Det vil med andre ord kræve yderligere markant rentefald i de korte renter for at opnå positive afkast. I carry-perspektiv er det blevet væsentligt mindre pick-up ved at bevæge sig længere ud af flex kurven og derved hente carry ved at påtage sig renterisiko. Potentialet ved at gå efter carry ved at påtage sig konverteringsrisiko/sælge rentevol via konverterbare obligationer er til gengæld uforandret eller bedre.

Forud for den kommende uges auktioner ligger de aktuelle effektive flexrenter på henholdsvis -0,73%, -0,67% og -0,57% i de 1-, 3-, og 5-årige flexobligationer. Dertil kommer, at forankringen af udsigten til kommende pengepolitiske rentenedsættelser i kølvandet på de stadig aftagende vækst- og inflationsudsigter har drevet YTM-pickup'et i 3/5Y flexYTM-kurvehældningen ned i kun 10bps og kun 6bps i 1/3Y-hældningen, hvilket yderligere dæmper argumentationen for at tage risk længere ude af flexkurven.

### Flex YTM og renterul stadig mere udfordrende for outright ROR-potentialet

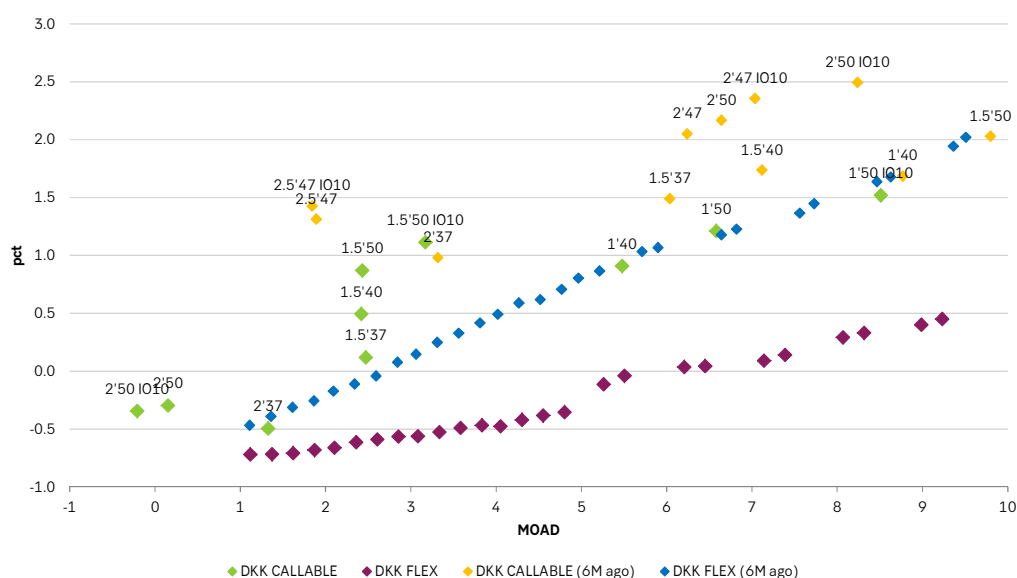


*Flex YTM i dybt negativt terræn på yderligere kurvefladning*

Kilde: SEB

Nedenfor har vi illustreret ændringen i horisontafkastet over de seneste 6 måneder. Horisontafkastet på 5-årige og kortere flexer er nu markant negativt. Niveaulet for en 5-årig flex ligger i ca. -0.35% (jul-24 flex), hvilket er over 1%-point lavere end i jan-24 for 6 måneder siden. Det tilsvarende fald i horisontafkastet i konverterbare er sværere at opgøre eksakt, men har været noget mindre. Dertil kommer, at carry'en i de kortere 1,5% konverterbare nu ikke kun dominerer horisontafkastet for flexer med ækvivalent varighed men hele flexkurven ud til 10 år som følge af kurvefladningen.

### 1 års horisontafkast i flexer og konverterbare – nu og for 6 måneder siden



*1Y Horisontafkast faldet markant for flexkurven i takt med, at den er fladet*

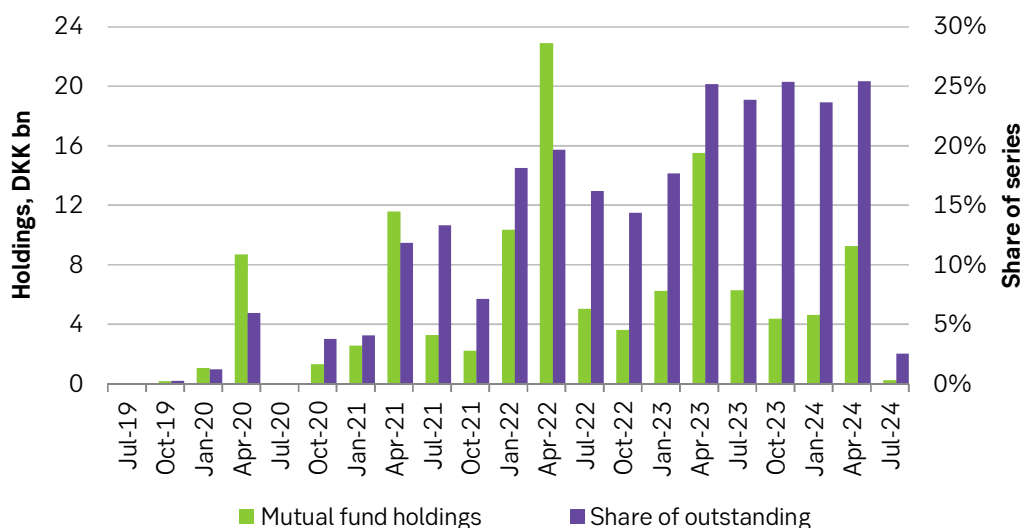
Kilde: SEB

Med skævvridningen af de relative carryforhold, er det nærliggende at forvente, at implicit rentevolatilitet kan bevæge sig lavere, når ECB får kommunikeret det forventede skift til en mere lempelig pengepolitik, og markedet får mulighed for at falde lidt til ro. Det vil også harmonere med de generelle erfaringer fra EUR og JPY rentevolatilitet, hvor den handlede normaliserede rentevolatilitet er faldet, i takt med at renten er faldet til meget lave niveauer. En sådan bevægelse vil kunne understøtte længere konverterbare obligationer.

Med de meget lave og flade rentekurve udfordres flexerne overfor privatinvestorer også af indlånskonti, der er fastholdt i 0%. De største danske banker har de seneste dage kommunikeret et stærkt commitment til ikke at indføre negative renter på private konti.

Samtidig har der fra Finanstilsynets side været et øget fokus på, at investeringsprodukter tilbudt til privat ikke må have et negativt forventet afkast. Ser vi på Nationalbankens ejerfordelingsstatistik pr. ultimo juni ejer danske investeringsforeninger stadig ca. 120 mia. flexer med en løbetid under 5 år, som isoleret set fremadrettet må forventes at give et afkast under 0%. Disse har på rentefaldet i år været en velvalgt kort placering, og givetvis vil der i visse investeringsforeninger stadig fremadrettet være et behov for korte likvide placeringer til at understøtte aktivllokeringsvalg, men med det underliggende pres for at producere positive afkast også fremadrettet, virker det sandsynligt at en endnu større del af investeringerne vil søge mod f.eks. 1,5% konverterbare obligationer.

### Investeringsforeningers beholdning af flexer < 5Y

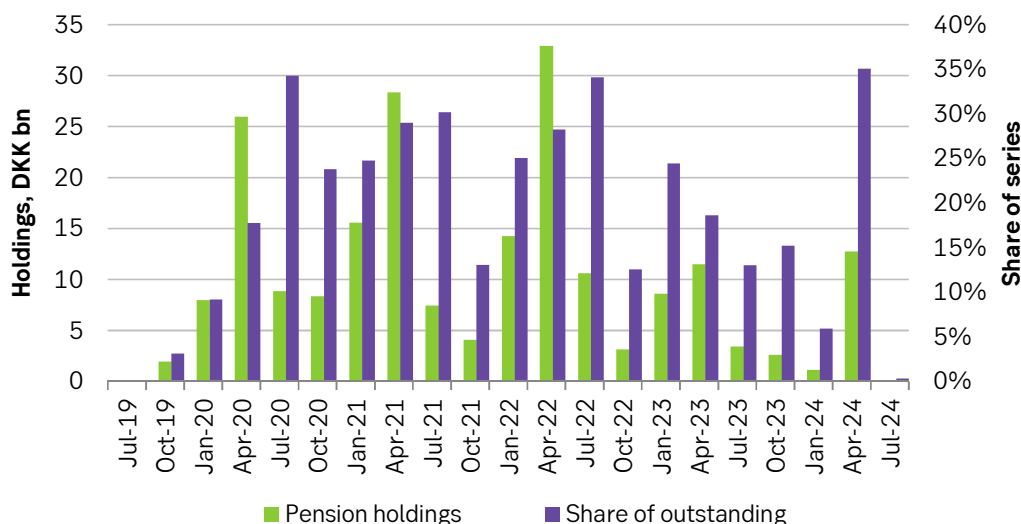


*120 mia. flexer med forventet negativt afkast i investeringsforeninger*

Kilde: SEB

Med det seneste voldsomme rentefald er situationen blevet så ekstrem, at diskussionen også kan brede sig til tilsvarende overvejelser på pensionsindbetalinger. Hvor privatinvestorer for frie midler kan få en konto med 0% i rente, udgør sikre relativt korte DKK obligationer i pensionsopsparingen nu et forventet negativt afkast. Som for investeringsforeningerne gælder det også her, at obligationerne har været gode indtil nu, og der vil være et vist behov for korte likvide placeringer til at understøtte aktivllokeringsvalg. Det er dog forventeligt at pensionskasserne i stigende grad skal stå mål for sådanne investeringer, hvilket kan føre til en reduktion af ejerandelen. Baseret på Nationalbankens ejerfordeling ejer pensionskasser godt 200 mia. flexer med løbetid under 5 år.

## Investeringsforeningers beholdning af flexer < 5Y

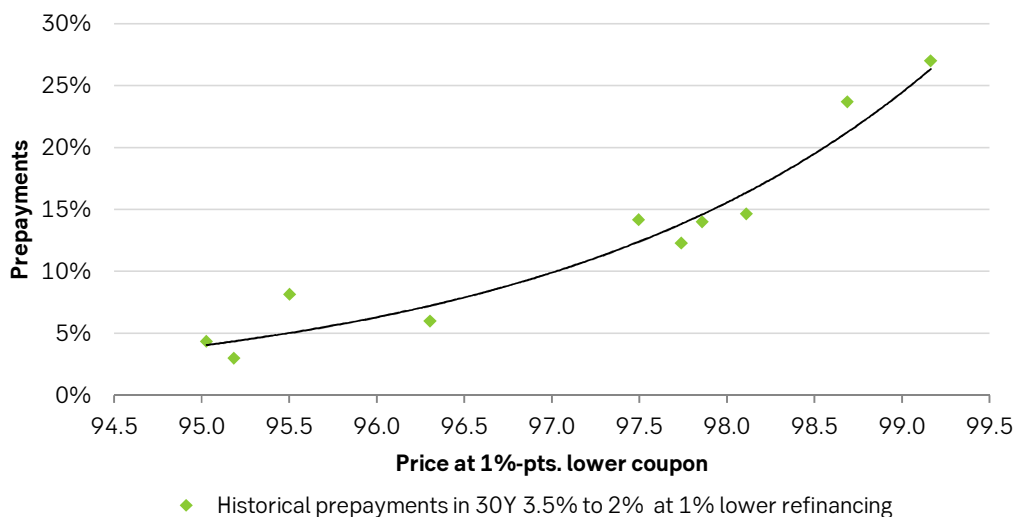


... og godt 200 mia. i pensionskasser

Kilde: SEB

Konverterbare "højkuponer" i form af 1,5 og 2% obligationer har en væsentligt højere sandsynlighed for at levere positive afkast end flexer, særligt i en situation med moderate rentestigninger, som vil få de aktuelle meget høje konverteringsforventninger til at aftage. Derudover forsvinder der 145 mia. fra segmentet 1. oktober, hvoraf nogle må forventes at skulle genplaceres i segmentet, hvilket også bør være prisunderstøttende.

## Selv små rentestigninger vil kunne give substantielle fald i konverteringerne



Relativt begrænsede kursstigninger kan reducere konverteringsforventninger betydeligt...

Kilde: SEB

Ser vi på konkrete trækovervejelser i de enkelte obligationer, priser markedet på nuværende tidspunkt højkuponerne, så de kan overleve konsekvenserne af træk selv på et stresset niveau svarende til 0,5'50 ligger over kurs 98 i perioden op til januar terminens opsigelsesfrist. Vi har nedenfor beregnet forventede træk og 1Y afkast i et scenarie hvor 0,5'50 ligger over 98, ved at anvende konverteringsniveauerne observeret for højere kuponer i forbindelse med opsigelsesfristen til oktober terminen. Til sammenligning er den effektive rente på Apr-22 eller kortere flexer -0,7% eller lavere.

**1Y net ROR - ved forventede træk hvis 0,5'50 kommer over kurs 98**

Serie	Primo kurs	Kurs ændring	Okt-19	Jan-20	Apr-20	Jul-20	1Y RoR
<b>1.5'37</b>	103.250	0.25	14	20	18	16	-0.6%
		0.75	14	20	18	16	-0.4%
		1.25	14	20	18	16	-0.1%
<b>1.5'40</b>	103.20	0.25	10	20	18	16	-0.4%
		0.75	10	20	18	16	-0.2%
		1.25	10	20	18	16	0.0%
<b>1.5'50</b>	102.55	0.00	2	24	20	16	-0.3%
		0.50	2	24	20	16	0.0%
		1.00	2	24	20	16	0.2%
<b>1.5'50 IO</b>	102.25	0.00	1	24	20	16	-0.1%
		0.50	1	24	20	16	0.2%
		1.00	1	24	20	16	0.4%
<b>2'47</b>	102.70	0.50	22	29	21	15	-0.5%
		1.00	22	29	21	15	-0.4%
		1.50	22	29	21	15	-0.2%
<b>2'47 IO</b>	102.55	0.50	26	34	23	16	-0.7%
		1.00	26	34	23	16	-0.6%
		1.50	26	34	23	16	-0.4%
<b>2'50</b>	102.78	0.50	20	29	21	15	-0.5%
		1.00	20	29	21	15	-0.3%
		1.50	20	29	21	15	-0.1%
<b>2'50 IO</b>	102.60	0.50	22	34	23	16	-0.7%
		1.00	22	34	23	16	-0.5%
		1.50	22	34	23	16	-0.3%
<b>2.5'47</b>	103.65	1.00	29	26	20	14	-0.8%
		1.50	29	26	20	14	-0.6%
		2.00	29	26	20	14	-0.4%
<b>2.5'47 IO</b>	103.23	1.00	35	28	21	15	-0.8%
		1.50	35	28	21	15	-0.7%
		2.00	35	28	21	15	-0.5%

Kilde: SEB

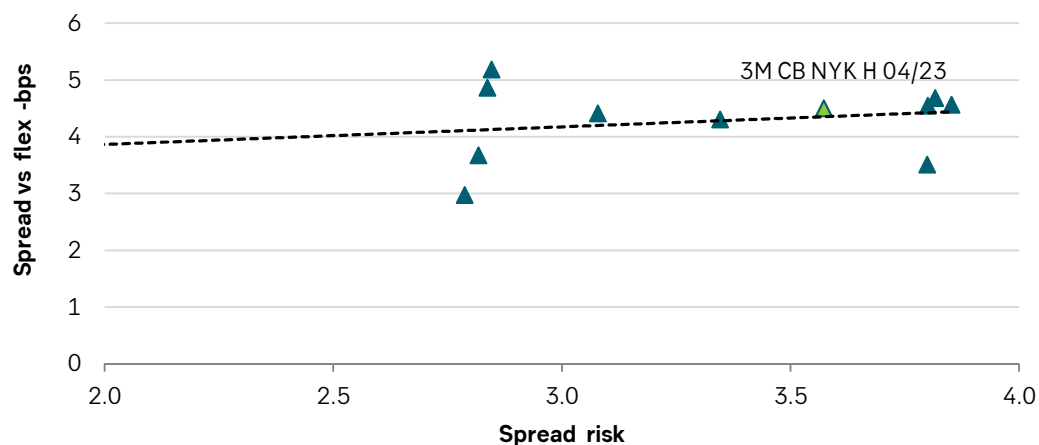
*Stress-scenarie for  
høj kuponers horisont  
afkast hvis 0,5'50  
kommer til at ligge  
over kurs 98 i  
måneden op til Jan-  
20 terminens  
opsigelsesfrist*

For 1,5'50/IOs vedkommende er der forventet positivt afkast selv med 0,5'50 over kurs 98. Man kan dog indvende, at obligationerne relativt hurtigt vil få varighed og negativt afkast, hvis renterne begynder at stige. På positivsiden kan det til gengæld måske være sværere at aktivere 1,5'50/IO låntagerne til at konvertere, end hvad der ligger i vores estimat svarende til det gennemsnitlige niveau for seneste termins konvertering i 30-årige 2'ere. De skyldes både, at de 1,5% låntagerne næsten lige har optaget deres lån, samt at en væsentlig del af dem lige har været igennem en konvertering der har øget deres restgæld, og det kan opfattes som lige lovligt overvældende at øge restgælden endnu en gang indenfor en så kort periode.

Retter vi sidst blikket mod prisningen i floater-segmentet, så udbyder Nykredit fredag d. 23. august 16,0 mia. i deres nye 3MCB NYK H 04/23-floater på en refinansieringsgrad på 93% af den forfaldende restgæld i 3M CB+24 NYK H 10/19, mens der i de EUR-denominerede floaters udbydes 840 mio. EUR i 3MEB NYK H 10/22 EUR. Aktuelt handler on-the-run floaterne indikativt omkring 3-5bps over spread-risk-ækvivalent flex i spekteret ud til knap 4 (2023-løbetiderne).



## Aktuelle on-the-run floater-flex spændstruktur



*Floater-flex-præmien ligger fortsat på 3-5bps i on-the-run SDO/SDRO-serierne*

Kilde: SEB

Tager vi udgangspunkt i floater/flex-spændstrukturen omkring spreadrisk på 3,5, hvor den nye floater placerer sig, giver det anledning til et udgangspunkt for auktionsprisningen på 3-4bps over SDO-flex, hvortil kommer en moderat emissionspræmie. Sammenlagt anser vi dermed et spænd vs. flex på 4-6bps som værende fair udgangspunkt for auktionsprisningen fredag, svarende til et kupontillæg på 5-7bps

Prisning af 3M CB NYK H floater 04/23 (952214) – Udbud: 16,0 mia. - Auktion d. 23/8 med skæring 10:30			
Kupontillæg	Cita OAS	MM flex	Vs. MM Flex
4	22.0	19.1	2.9
5	22.9	19.1	3.9
6	23.9	19.1	4.9
7	24.9	19.1	5.9
8	25.9	19.1	6.9

*Indikativ prisning af den nye 3M CB NYK H 04/23-floater*

Kilde: SEB

**FIXED INCOME RESEARCH COPENHAGEN**

Claus Hvidegaard	33 28 10 88	claus.hvidegaard@seb.dk
Henrik Arp	33 28 10 75	henrik.arp@seb.dk
Søren Rasmussen	33 28 10 72	soren.rasmussen@seb.dk
Simon Schultz	33 28 10 73	simon.schultz@seb.dk

**FIXED INCOME AND DERIVATIVES SALES COPENHAGEN**

Frederik Nordsborg	33 17 77 34	Frederik.nordsborg@seb.dk
Steffen Nielsen	33 17 77 04	steffen.nielsen@seb.dk
René Jæger	33 17 77 29	rene.jaeger@seb.dk
Bo Madsen	33 17 77 02	bo.madsen@seb.dk
Alan Vittarp Rasmussen	33 17 77 05	alan.rasmussen@seb.dk
Mads Geisler	33 17 77 21	mads.geisler@seb.dk
Thomas Balslev Jørgensen	33 17 77 03	thomas.jorgensen@seb.dk

**Copenhagen**

Bernstorffsgade 50  
DK-1577 Copenhagen V  
Telephone: +45 3328 2828  
Fixed Income & DCM Sales  
Telephone: +45 3317 7715  
Fixed Income & Derivates Sales

**Helsinki**

Eteläesplanadi 18  
P.O Box 630  
FI-00100 Helsinki  
Telephone: +358 9 616 280 00  
Fixed Income & Derivatives Sales  
Telephone: +358 9 616 28560

**London**

1, Carter Lane  
GB-London EC4V 5AN  
Telephone: +44 20 7246 4000  
Fixed Income & Derivates Sales  
Telephone: +44 20 7236 4672

**Gothenburg**

Östra Hamngatan 24  
SE-405 04 Göteborg  
Telephone: +46 31 62 10 00

**Hong Kong**

17 Floor, Jardine House  
1 Connaught Place, Central  
Central, Hong Kong  
Cross Asset Sales  
Telephone: +852 3919 2626

**Frankfurt**

Stephanstrasse 14-16  
DE-60313 Frankfurt am Main  
Telephone: +49 69 9727 7732

**Luxembourg**

4, rue Peternelchen  
L-2314 Howald  
P.O. Box 487  
Telephone: +352 26 23 1000

**New York**

245 Park Avenue, 33rd Floor  
New York, NY 10167  
Telephone: +1 212 907 4700  
Fixed Income & DCM  
& Treasury Sales  
Telephone: +1 212 351 4900

**Oslo**

FILIPSTAD BRYGGGE 1  
Box 1843 Vika  
NO-0123 Oslo  
Telephone: +47 22 82 70 00  
Fixed Income & Derivatives Sales  
Telephone: +47 22 82 72 68

**Singapore**

50 Raffles Place #36-01  
Singapore Land Tower  
Singapore 048623  
Telephone: +65 6223 5644

**Stockholm**

Kungsträdgårdsgatan 8  
SE-106 40 Stockholm  
Telephone: +46 8 763 80 00  
Fixed Income & Derivatives Sales  
Telephone: +46 8 506 232 18

## Disclaimer

Denne publikation er en "ikke-uafhængig analyse" udarbejdet af Large Corporates & Financial Institutions, en afdeling i Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) ("SEB"), alene til orientering. "Ikke-uafhængige analyser" er markedsføringsmateriale og udgør ikke uafhængige, objektive investeringsanalyser og de er derfor ikke beskyttet af de foranstaltninger SEB har implementeret for at forebygge interessekonflikter fra at påvirke uafhængigheden af investeringsanalyser. Der foreligger heller ikke et forbud mod at handle inden udbredelsen af markedsføringsmaterialet.

Materialet er fortroligt for modtageren og enhver spredning, distribution, kopiering eller andet brug af materialet er forbudt.

Denne publikation blev første gang frigivet til distribution på den på forsiden angivne dato.

Rapporten er rettet mod institutionelle- eller professionelle kunder. Den er ikke rettet mod detailkunder.

Holdninger, beregninger og estimater, der er indeholdt i denne rapport repræsenterer ophavsmandens nuværende holdning og kan ændres uden advarsel. Rapporten er udelukkende baseret på offentligt tilgængelige oplysninger fra kilder, som SEB vurderer som pålidelige, og SEB finder rapporten korrekt og retvisende. I det omfang det er tilladt ifølge lovgivningen, påtager SEB sig intet ansvar for rapportens rigtighed, nøjagtighed og fuldstændighed. SEB påtager sig endvidere ikke noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund for rapporten.

### Interessekonflikter

Der gøres opmærksom på, at et selskab i, eller et selskab forbundet med, SEB-koncernen eller dens associerede selskaber, medarbejdere, ledere eller selskabers aktionærer (a) kan være medlemmer af bestyrelsen, eller lignende kontrollerende organ i selskaberne nævnt i rapporten, (b) kan, i det omfang det er tilladt ifølge lovgivningen, eje positioner i, eller derivatprodukter koblet til, de instrumenter, der er nævnt i rapporten eller være market maker eller agere som principal i transaktioner med sådanne instrumenter (c) kan, hvis de agerer som principal eller agent, foretage investeringer i, eller med, selskaber nævnte i rapporten. Det ikke-uafhængige analytikerteam kan være fysisk placeret sammen med Sales- og Trading-funktionerne for at producere markedsføringsmateriale.

### Vær opmærksom på at:

De analyser og vurderinger, beregninger og prognoser, der er indeholdt i den her rapport bygger på en række antagelser og estimater og er påvirket af tilfældigheder og usikkerhed; forskellige antagelser kan resultere i væsentligt forskellige resultater. Alene det at sådanne vurderinger, beregninger og prognoser er indeholdt i rapporten, er ikke en garanti for, eller på vegne af, SEB-koncernen eller dens medarbejdere at vurderinger, beregninger og prognoser, eller de underliggende antagelser og estimater vil opnås eller realiseres. Historisk udvikling er ikke en sikker indikation på fremtidige afkast. Valutakurser kan, på en ufordelagtig måde, påvirke værdien af, prisen på eller indtægter fra instrumenter, eller relaterede investeringer, der er nævnt i rapporten. Personer der overvejer at lægge information i rapporten til grund for investeringer, opfordres til at udøve et eget skøn over, hvorledes der skal investeres. Rapporten er udarbejdet alene til orientering og er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

### Anvendte finansielle modeller og metoder

Beregninger i publikationen tager udgangspunkt i almindelige finansielle værktøjer og metoder samt offentligt tilgængelige kilder. Publikationens beregninger baserer sig på realtidsdata ved udarbejdelse af publikationen, medmindre andet er anført.

Flere af de finansielle værktøjer, der ligger til grund for publikationen, er udviklet af SEB-koncernen, herunder værktøjer til modellering af danske konverterbare realkreditobligationer. Tekniske beskrivelser af egenudviklede finansielle værktøjer til modellering af danske konverterbare realkreditobligationer kan rekvireres ved henvendelse til LC & FI.

### Risikoadvarsel

Der kan være væsentlige risici forbundet med vurderingerne og eventuelle anbefalinger i denne publikation herunder følsomhedsanalyser.

### Modtagere

I Storbritannien er rapporten kun rettet til, og må kun distribueres til (i) personer der har professionel erfaring i investeringsrelaterede spørgsmål der falder indenfor artikel 19(5) i the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (Ordren) eller (ii) "high net worth entities" der falder indenfor artikel 49(2)(a) til (d) i Ordren (sådanne personer er samlet kaldet "relevante personer"). Personer i Storbritannien der ikke er relevante personer må ikke foretage sig noget baseret på rapporten. I USA bliver rapporten kun distribueret til personer der opfylder kravene for "major U.S. institutional investors" som defineret i Rule 1.5a-6 i Securities Exchange Act. Personer i USA der vil foretage transaktioner i instrumenter der er nævnt i rapporten skal gøre dette gennem at kontakte SEB Securities Inc. (SEBSI). Distributionen af dette dokument kan i visse jurisdiktioner være begrænset af lovgivningen, og personer som kommer i besiddelse af dokumentet skal orientere sig, og efterleve sådanne restriktioner.

### SEB-koncernen: medlemmer, medlemskab og tilsynsmyndigheder

SEB er bl.a. medlem af, Nasdaq OMX Nordic, Oslo Stock Exchange, the London Stock Exchange, NYSE Euronext, SIX Swiss Exchange, Frankfurt Stock Exchange, Tallin Stock Exchange samt visse europæiske MHFer så som BATS-Chi-X, Turquoise og Burgundy. Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) er et aktieselskab registreret i Sverige. Selskabet er under tilsyn af Finansinspektionen i Sverige og af de lokale tilsynsmyndigheder i de jurisdiktioner hvor det har filialer eller datterselskaber, inklusive i Storbritannien, af the Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority; Danmark af Finanstilsynet, Finland af Finanssivalvonta; Tyskland af Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; Estland af Estonian Financial Supervision Authority; Litauen af the Bank of Lithuania; og Hongkong af Securities and Futures Commission. SEBSI er en U.S. broker-dealer, registered hos Financial Industry Regulatory Authority (FINRA). SEBSI er et datterselskab til SEB. SEBSI har godkendelse til at beskæftige sig med underwriting men er ikke market maker og beskæftiger sig heller ikke med egen handel. På <http://www.seb.se> findes en liste over de handelssteder hvor SEB er medlem eller er deltager.