

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente nel mercato dei CLO ma l'attività si è subito ripresa nelle sessioni successive, con un'elevata domanda da parte degli investitori – come riportano diverse fonti di mercato - sia sul primario sia sul secondario, che ha portato gli spread ad un continuo restringimento e a volumi di offerta via via decrescenti sul secondario.

In linea anche con il *tightening* visto negli indici del credito (il Xover ha raggiunto in settimana un minimo di ~286bps, per poi chiudere venerdì a ~288bps Vs ~289bps del 24/01), il tono sul mercato CLO è rimasto costruttivo, con livelli di spread più stretti lungo tutta la struttura.

In generale, le tranche senior continuano ad essere offerte in M70-90s nel caso di profili *delevered* mentre tranche di peggiore qualità o con EoRP nel 2025-2026 hanno registrato cover in 90/LM90s.

Guardando il bucket IG, le AA hanno registrato cover in 200-VL200s, con profili *high coupon* scambiati in M100s (nel caso call, ~1 anno WAL) mentre le single-A sono state scambiate in LM200s; con riferimento alle BBB, l'offerta mediante run dei dealer si è principalmente concentrata su tranche *high coupon*, con DM in LM100s, nel caso call (WAL < 1 anno).

Tra le mezzanine sub-IG, le BB hanno registrato cover in M500-LM600s ricevendo un buon interesse da parte degli investitori, con tranche in lista che hanno spesso tradato in anticipo ("*early traded*"). Rimane contenuta l'attività su single-B, che continuano ad essere offerte in M800s per tranche di deal ancora in fase di *reinvesting*.

L'attività sul mercato primario continua ad essere particolarmente elevata, con il pricing di 8 operazioni (5 new issue, 3 reset) e un deciso restringimento degli spread, dato il timore dei diversi account di perdere l'opportunità di investire, portando ad una significativa *oversubscription* dei book. La pipeline continua ad essere piena, contando, al momento e da nostra evidenza 11 deal (7 nuove emissioni e 4 reset).

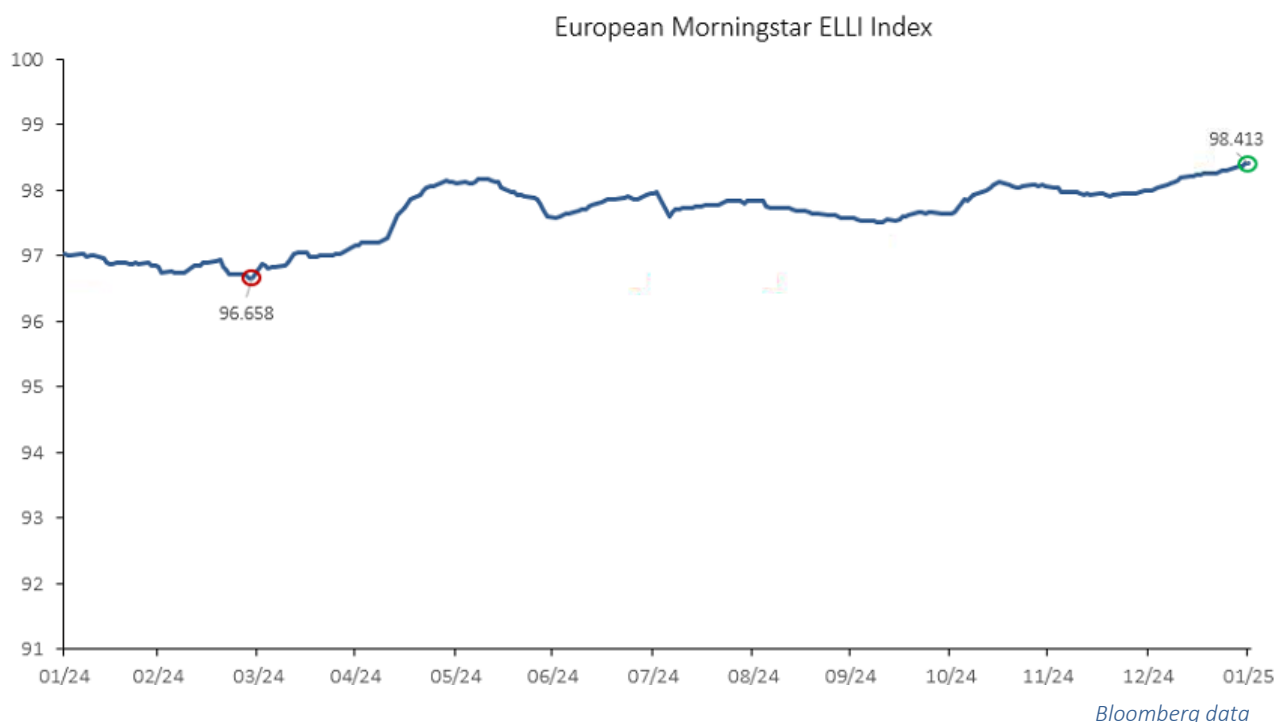
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/24	24/01/25	31/01/25	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	110	105	105	0	-5	-5%
AA	185	175	170	-5	-15	-8%
A	210	200	195	-5	-15	-7%
BBB	320	310	300	-10	-20	-6%
BB	610	590	580	-10	-30	-5%
B	905	885	875	-10	-30	-3%

* DM calcolati considerando i titoli in offerta con cash price <100.30, prezzati nel caso no call, con ipotesi 15%CPR, 2%CDR, 50%severity, 12mesi recovery lag.

La scorsa settimana il valore dell'indice ELLI è cresciuto, seguendo il trend positivo iniziato a dicembre e attestandosi, alla chiusura di venerdì, a **98.413** (Vs 98.3114 del 24/01), nuovo massimo relativo nell'anno.

Il grafico mostra l'andamento YoY dell'indice ELLI di Morningstar; in verde e in rosso il massimo e il minimo relativi dell'ultimo anno, toccati il 31/01/25 e il 29/03/24 rispettivamente.



	31/12/24	24/01/25	31/01/25	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	98.00	98.31	98.41	+0.10	+ 0.42

Il trend crescente seguito dal valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) continua a riflettersi nei livelli dei MVOC delle tranche CLO, che risultano miglioramento, nella settimana, lungo la struttura.

Di seguito se ne riportano i livelli insieme ai *generic cash price* delle tranche CLO di secondario, per categoria di rating, con i delta nella settimana e da inizio anno.

> CLO Secondary – MVOC*

	31/12/24	24/01/25	31/01/25	WoW	YTD
AAA	160.0%	160.6%	160.7%	+0.1%	+0.7%
AA	136.5%	137.0%	137.1%	+0.1%	+0.6%
A	125.6%	126.0%	126.1%	+0.1%	+0.5%
BBB	115.5%	115.9%	116.0%	+0.1%	+0.5%
BB	109.0%	109.5%	109.5%	+0.0%	+0.5%
B	105.4%	105.9%	105.9%	+0.0%	+0.5%

** Le medie dei MVOC vengono calcolate da P&G su tutto l'universo dei CLO europei, utilizzando i livelli di MVOC da Intex, aggiustati tenendo in considerazione il movimento dei prezzi dei loan (Morningstar ELLI) rispetto alla data dell'ultimo report disponibile per ogni singolo deal.*

> CLO Secondary – Generic Cash Price

	31/12/24	24/01/25	31/01/25
AAA	99.2-101.2	99.4-101.3	99.4-101.3
AA	98.0-101.8	99.0-101.8	99.0-101.2
A	98.5-102.5	98.0-103.2	98.5-103.2
BBB	98.9-102.4	99.5-103.2	99.4-103.1
BB	97.2-103.8	98.1-104.2	98.5-104.3
B	88.0-100.4	90.0-103.0	95.0-103.3

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana i volumi di tranche offerte mediante run dei dealer sono rimasti in linea rispetto alla precedente. Considerando infatti una media di 14 dealer, la carta in offerta, lungo tutta la struttura, ammontava complessivamente a ~850mm (media giornaliera, Vs ~800mm della settimana precedente), inferiori alla media di ~1bn cui si è assistito nella settimana centrale del mese; del totale offerto, ~445mm (Vs ~648mm della precedente) erano su CLO AAA.

Dalla tabella di seguito è possibile individuare gli avg Ask Price/Ask DM (bps)/Yield/WAL, tenendo in considerazione le tranche in offerta. Data la situazione attuale di mercato, abbiamo distinto tra caso no call (per i titoli con cash price <100.30) e caso call (per i titoli con cash price >100.30).

as of 31/Gen	Size (~mm)	<i>Px < 100.30, caso no call</i>				<i>Px > 100.30, caso call</i>			
		Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)	Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)
AAA	445	100.0	105	3.1	2.1	100.5	70	3.6	1.0
AA	162	99.5	160	3.6	3.6	100.6	50	4.0	0.5
A	97	99.9	205	4.3	4.3	101.0	70	4.6	0.6
BBB	77	100.1	285	5.6	5.3	101.4	85	5.8	0.5
BB	44	99.2	700	9.1	5.7	102.5	200	8.4	0.7

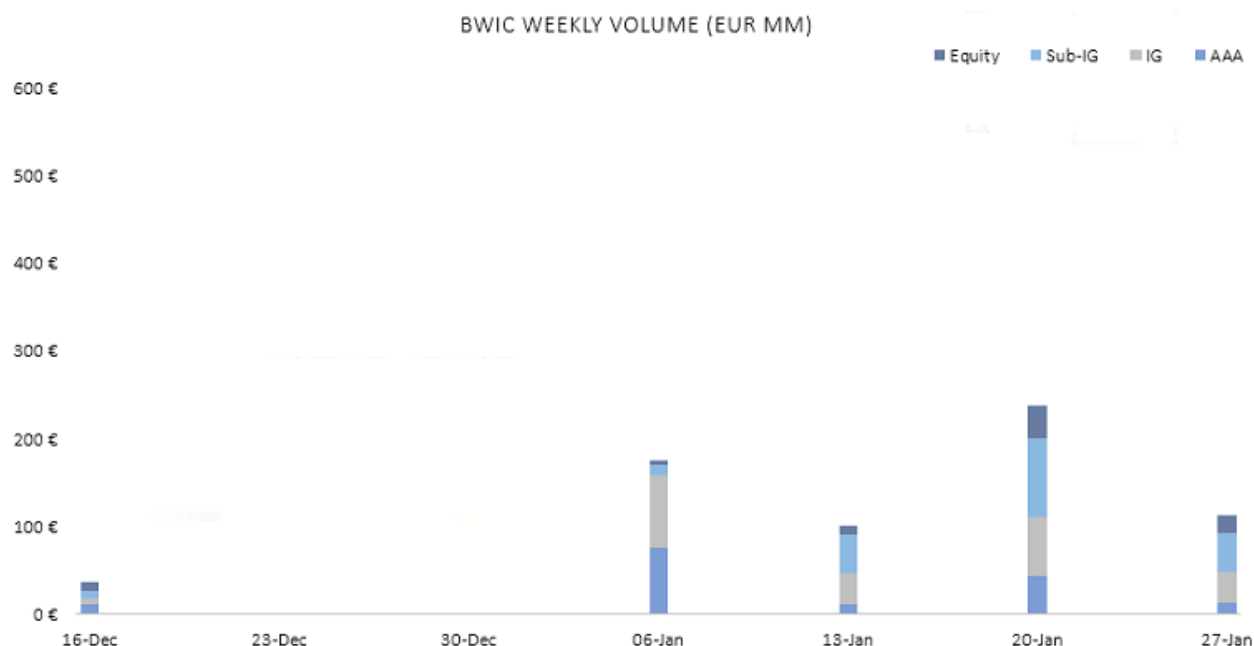
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali in asta registrati dalla seconda metà di dicembre.

La scorsa settimana si è assistito ad un ritmo più lento nel mercato secondario dei CLO, con un contenuto ammontare di carta in BWIC. L'offerta totale è infatti diminuita rispetto alla settimana precedente, attestandosi a ~112mm (Vs ~237mm della settimana precedente).

A prevalere in lista sono state le mezzanine sub-IG che, pari a ~45mm, hanno rappresentato il ~40% del totale in asta. A seguire, le mezzanine IG (~35mm/31% del totale), le tranche equity (~20mm/18% del totale), e le senior (~12mm/11% del totale).



> CLO Primary

Il mercato primario ha continuato ad essere particolarmente attivo nella settimana. Sono infatti stati prezzati otto deal, tre reset (da CVC, KKR e Partners Group) e cinque nuove emissioni (da HPS, Spire Partners, Palmer Square, Capital Four e Signal), con gli spread che continuano a stringere lungo la struttura raggiungendo, in particolare sulle mezzanine, i livelli pre-covid (BB a +475DM e single-B +780DM).

La pipeline rimane piena e in continua costruzione, contando, al momento e da nostra evidenza, undici deal, di cui sette nuove emissioni (Canyon, CVC, Oaktree, Ares, Investcorp, Napier Park e Bain Capital) e quattro reset (da FMR Investment Mgmt, PGIM, Anchorage e ICG).

Di seguito si riporta un recap dei prezzi e degli spread delle emissioni da dic-24.

ISSUE DT	TICKER	MANAGER	AAA	AA	A	BBB	BB		B	
			DM	DM	DM	DM	DM	PX	DM	PX
04/12/24	GLME 8X	GoldenTree Asset Mgmt	128	195	225	310	575	100.0	875	98.0
06/12/24	CRNCL 2024-19X	Cairn/Polus	130	200	240	350	600	100.0	900	97.0
06/12/24	BAST 2020-3X <i>(reset)</i>	Carlyle Investment Managers	132	215	275	370	600	N/A	859*	N/A
06/12/24	JUBIL 2018-20X <i>(reset)</i>	Alcentra	128	200	250	350	615	99.5	900	96.0
06/12/24	DRYD 2021-19X <i>(reset)</i>	PGIM	132	220	275	395	665	N/A	975	N/A
09/12/24	AQUE 2024-10X	HPS	128	200	245	320	575	100.0	850	98.0
13/12/24	CORDA 26X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	128	200	245	335	575	100.0	875	97.5
13/12/24	CONTE 7X <i>(reset)</i>	Five Arrows	133	195	235	345	600	99.75	900	96.0
13/12/24	AVOCA 18X <i>(reset)</i>	KKR	128	195	225	305	575	100.0	860	98.0
13/12/24	TIKEH 8X <i>(reset)</i>	Tikehau	132	200	250	350	600	100.0	900	96.5
13/12/24	PENTA 2020-7X <i>(reset)</i>	Partners Group	130	205	245	330	575	100.0	875	98.0
13/12/24	WTPK 2024-1X	Blackstone	128	200	230	320	570	100.0	865	98.0
16/12/24	ICGE 2022-1X <i>(reset)</i>	ICG Debt Advisors	130	200	250	380	623	99.5	865	99.5

16/12/24	FGH 2019-1X (reset)	FIL Investments	130	200	240	325	600	100.0	900	97.0
16/12/24	VOYE 8X	Voya Alternative Asset Mgmt	128	195	235	310	585	100.0	900	98.0
17/12/24	ANCHE 8X (reset)	Anchorage Capital Group	134	210	250	350	600	100.0	825*	97.0
17/12/24	ARMDA 4X (reset)	Brigade Capital Mgmt	134	205	250	340	590	100.0	836*	96.0
18/12/24	HAYEM 14X	Hayfin Capital Mgmt	121	220	260	375	606*	N/A	838*	N/A
24/01/25	FIOS 4X	Sona Asset Mgmt	127	190	225	310	560	100.0	875	98.0
24/01/25	NGCE 2X (reset)	Nassau Global Credit	128	190	230	320	565	100.0	875	99.0
24/01/25	BECLO 14X (reset)	BlackRock Financial Mgmt	125	175	205	285	520	100.0	830	98.5
24/01/25	RRME 23X	Redding Ridge	126	175	200	275 345	525	100.0	-	-
24/01/25	BRGPT 4X (reset)	Bridgepoint Group	126	180	215	290	510	N/A	810	N/A
24/01/25	CORDA 10X (reset)	CVC Credit Partners	127	185	215	300	535	N/A	835	N/A
28/01/25	AVOCA 19X (reset)	KKR Financial Advisors	125	170	195	270	500	100.0	800	98.5
30/01/25	AQUE 2025-9X	HPS Investment Partners	125	175	200	280	490	100.0	780	99.0
30/01/25	PLMER 2025-1X	Palmer Square Capital Mgmt	125	185	200	280	475	100.0	780	99.0
31/01/25	ACLO 13X	Spire Partners	122	170	200	280	485	100.0	800	99.0
31/01/25	PENTA 2017-3X (reset)	Partners Group	125	180	200	295	485	100.0	790	99.0
31/01/25	CFOUR 9X	Capital Four Mgmt	126	180	215	280	475	100.0	800	99.0
31/01/25	SHCLO 4X	Signal Harmonic Limited	129	193	220	300	525	100.0	825	98.5

*Bloomberg data – BB/B coupon | ** not refinanced | ^ B+ rated note priced at 850DM/98px | ^^BBB- rated priced at +405bps | *^B+ rated note priced at 785DM/98.75px | ^* F1 class priced at 800DM/97.5px

> Indici di Mercato (31/Gen)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)*	288	-1	-19	-25
CDX HY (bps)	300	+3	-8	-11
Cash EU HY (bps)	294	-3	-4	-4
Cash US HY (bps)	300	+6	-28	-28
MAIN (bps)	53	0	-3	-5
CDX IG (bps)	49	+1	-1	-1
CASH EU IG	76	-6	-9	-9
CASH US IG	117	+1	-3	-3
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	60	0	-3	-4
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	105	0	-6	-7
S&P500	6041	-1.0%	+1.7%	+2.7%
FTSE MIB	36472	+0.8%	+6.9%	+6.7%

Bloomberg data - Indices

P&G SGR SpA

Via Flaminia 491, 00191 Roma

T. +39 06 4543 081

FOLLOW US!



Disclaimer

Il presente documento è stato redatto da P&G SGR S.p.A. ed ha finalità esclusivamente informative. Le informazioni e le idee qui contenute sono di proprietà esclusiva di P&G SGR S.p.A. e il destinatario di tali informazioni comprende e si impegna a trattare tale materiale come riservato e confidenziale. Né questo documento né qualsiasi altra dichiarazione (orale o di altro tipo) fatta in qualsiasi momento in relazione allo stesso costituisce un'offerta, un invito o una raccomandazione ad acquistare o cedere titoli o a concludere qualsiasi transazione. La presente relazione non costituisce o fa parte di, e non deve essere interpretata come, alcuna offerta di vendita o sottoscrizione di, o invito a offrire, acquistare o sottoscrivere, alcun titolo, né essa o parte di essa deve rappresentare una base per, o su cui fare affidamento in qualsiasi connessione con, qualsiasi contratto o impegno. Si consiglia alle potenziali controparti di esaminare e/o ottenere una consulenza professionale indipendente e di trarre le proprie conclusioni in merito alle informazioni così fornite. È vietata la divulgazione, l'uso, la diffusione o la copia non autorizzati (in tutto o in parte) di questo documento o di qualsiasi informazione in esso contenuta. La diffusione del presente documento non obbliga P&G SGR S.p.A. a concludere alcuna transazione. P&G SGR SpA non rilascia alcuna dichiarazione in merito a qualsiasi questione o in merito all'accuratezza o alla completezza di qualsiasi dichiarazione fatta nel presente documento o fatta in qualsiasi momento oralmente o in altro modo in relazione al presente e ogni responsabilità (per negligenza o altro) in relazione a tali questioni o dichiarazioni è espressamente esclusa, salvo che in caso di dolo o colpa grave.