

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente nel mercato secondario dei CLO, con buona parte dei partecipanti impegnati alla conferenza di Las Vegas. L'attività ha poi ripreso un ritmo sostenuto nelle sessioni successive, con buoni volumi di tranche offerte in BWIC (~330mm) ad anche da run dei dealer (~1bn è stato raggiunto in alcune sessioni della settimana) che, come riportano molti dealer, continuano ad incontrare l'interesse degli investitori e ad essere ben assorbiti dalla domanda.

Nonostante la volatilità del contesto macro e la debolezza osservata in generale negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana i ~294bps, dai ~284bps del 21/02/25, per poi chiudere venerdì a ~289bps), l'esecuzione nel mercato secondario è rimasta stabile, con spread pressoché invariati lungo la struttura.

In generale, le AAA in asta hanno registrato cover in area +80/90s, con profili più deboli in area L100s e tranche con EoRP nel 2029 in area LM100s.

Guardando il bucket di mezzanine IG, i livelli continuano a collocarsi in M100s per le AA e in area 200-VL200s per le single-A. Per quanto riguarda le BBB, invece, tranche dalle metriche creditizie più deboli/manager meno liquidi sono state scambiate in area LM300s, mentre profili con duration maggiore (RP > 4anni) sono state scambiate in MH300s e cash price sopra pari.

Infine, all'interno del bucket sub-IG, le BB di migliore qualità o dai profili più brevi (deal amortising) continuano ad essere scambiate in H400-L500s mentre tranche di peggiore qualità sono state scambiate nel range L500-H500. Più contenuta l'attività sulle single-B, i cui livelli si attestano in generale nel range H700-L800s.

Anche il mercato primario continua a seguire un passo sostenuto, con il pricing di sei operazioni nella settimana (quattro nuove emissioni e due reset) e una pipeline decisamente piena che conta al momento quattordici deal, di cui otto nuove emissioni, cinque reset e un reissue.

> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

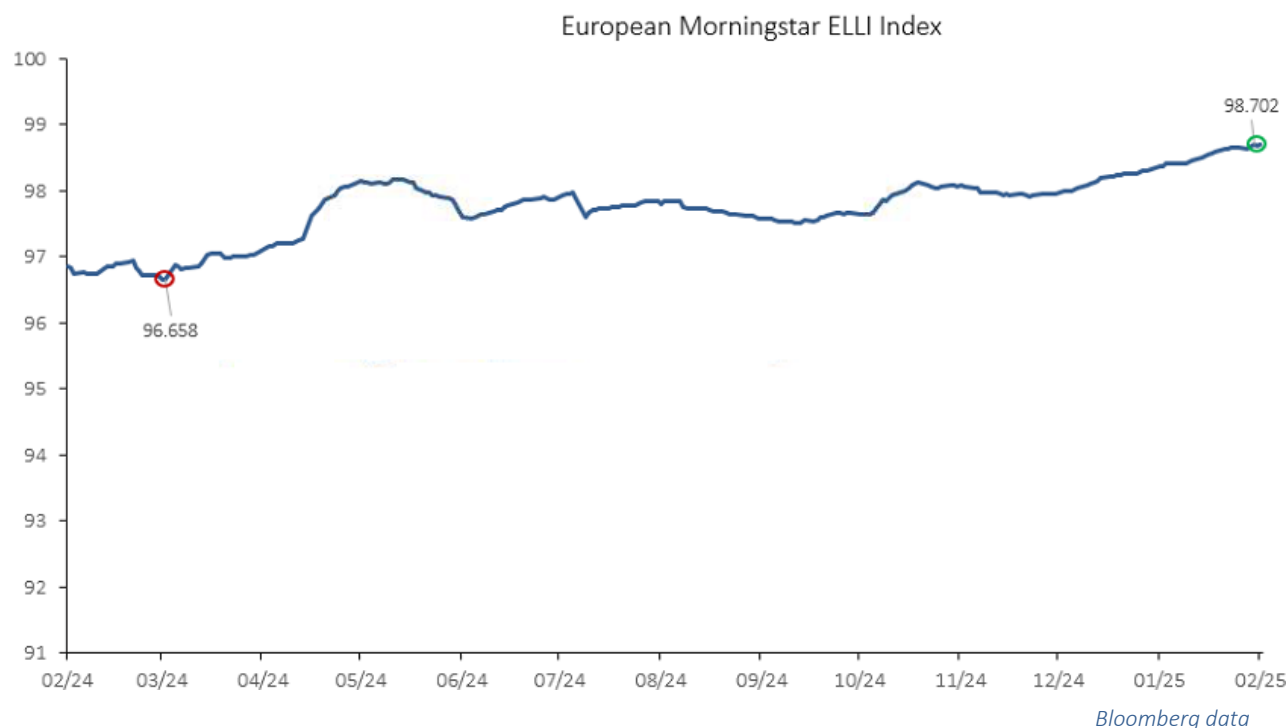
	31/12/24	21/02/25	28/02/25	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	110	100	100	0	-10	-9%
AA	185	155	160	+5	-25	-14%
A	210	190	195	+5	-15	-7%
BBB	320	300	300**	0	-20	-6%
BB	610	565	570	+5	-40	-7%
B	905	850	850	0	-55	-6%

* 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.

** Nessuna BBB offerta sul mercato secondario in settimana con cash price <100.30

Nel corso dell'ultima settimana si è assistito ad un trend crescente dell'indice ELLI, il cui valore ha raggiunto un massimo relativo di 98.7016 (il 26/02/25), per poi chiudere la settimana a **98.692** (Vs 98.6491 del 21/02).

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 26/02/25 e il 29/03/24 rispettivamente.



	31/12/24	21/02/25	28/02/25	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	98.00	98.65	98.69	+0.04	+ 0.70

Il movimento positivo e poi laterale osservato nel valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan), poi stabilizzatosi sul finire della settimana, si è riflesso nei livelli dei MVOC delle tranche CLO, che risultano invariati nella settimana ma comunque in miglioramento da inizio anno.

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	21/02/25	28/02/25	WoW	YTD
AAA	160.0%	161.1%	161.1%	0.0%	+1.1%
AA	136.5%	137.4%	137.4%	0.0%	+0.9%
A	125.6%	126.4%	126.4%	0.0%	+0.8%
BBB	115.5%	116.3%	116.3%	0.0%	+0.8%
BB	109.0%	109.8%	109.8%	0.0%	+0.8%
B	105.4%	106.2%	106.2%	0.0%	+0.8%

** 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	21/02/25	28/02/25
AAA	99.2-101.2	98.3-101.3	98.3-101.1
AA	98.0-101.8	94.7-101.8	94.7-101.8
A	98.5-102.5	99.7-103.2	94.7-103.2
BBB	98.9-102.4	98.9-103.3	100.3-103.3
BB	97.2-103.8	98.5-104.3	98.8-104.3
B	88.0-100.4	95.2-104.5	97.0-104.0

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana i volumi di tranche CLO offerte mediante run dei dealer sono diminuiti rispetto alla settimana precedente. Considerando infatti una media di 12 dealer (Vs 14 della settimana precedente), l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~860mm (Vs ~1+bn della settimana precedente), ma superando comunque 1bn in alcune sessioni. Del totale offerto, ~484mm (Vs ~652mm 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 28/Feb	Size (~mm)	Ask Px < 100.30, caso no call				Ask Px > 100.30, caso call			
		Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)	Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)
AAA	484	100.1	75	3.0	2.2	100.6	60	2.7	0.9
AA	146	99.7	145	3.6	3.7	100.8	45	2.1	0.5
A	78	99.6	180	3.9	3.8	101.8	70	2.2	0.6
BBB	82	-	-	-	-	101.5	90	2.4	0.7
BB	47	99.6	675	9.0	5.7	102.6	100	2.3	0.4

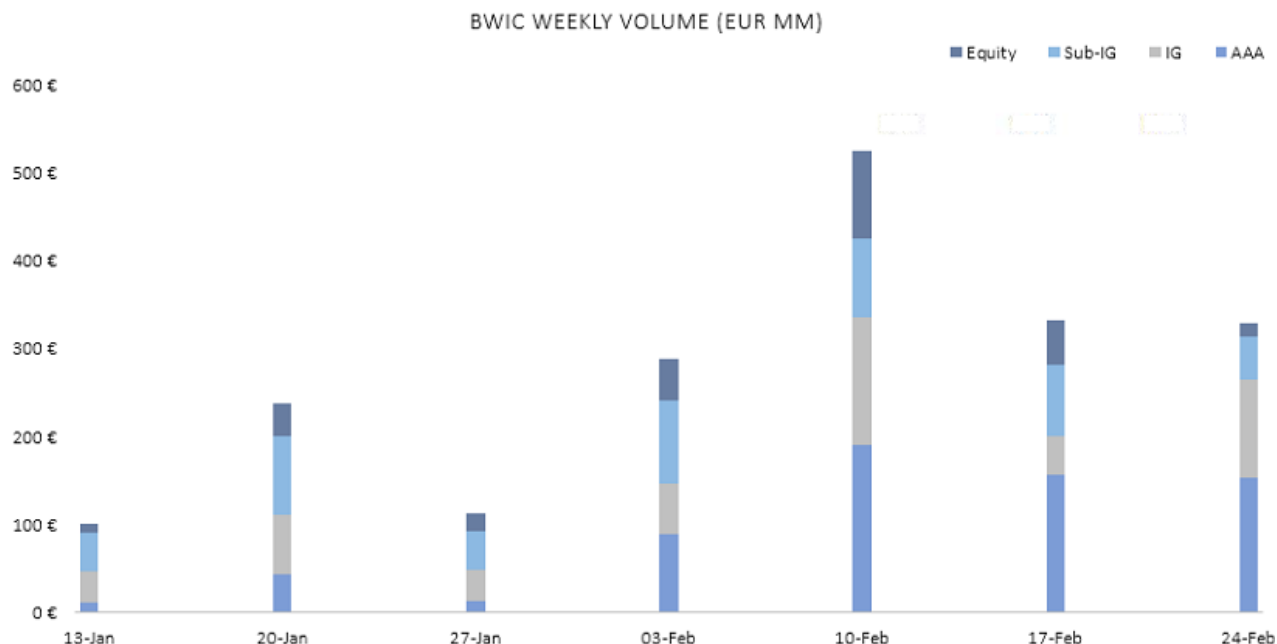
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

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

La scorsa settimana l'offerta in asta è rimasta elevata e pressoché in linea con quella della settimana precedente. Le tranche CLO offerte ammontavano complessivamente a ~330mm (Vs ~333mm della settimana precedente).

L'offerta è stata dominata dalle tranche senior che, pari a ~153mm, hanno rappresentato il ~47% del totale offerto. A seguire, le mezzanine IG (~113mm, ~34% del totale), le mezzanine sub-IG (~48mm, ~15% del totale) e infine le tranche equity (~15mm, ~5% dell'offerta complessiva).



> CLO Primary

Nell'ultima settimana il mercato primario è rimasto particolarmente attivo, con il pricing di sei transazioni, di cui quattro nuove emissioni (dai manager Redding Ridge, Blackstone, Tikehau e PGIM) e due reset (dai manager Capital Four e HPS).

La pipeline è in continua costruzione e si compone, al momento e da nostra evidenza, di 14 deal, di cui 8 nuove emissioni (dai manager Bridgepoint, Arcano, Brigade, Acer Tree, Nassau, CarVal, KKR e Albacore), 5 reset (da Partners Group, CELF, Five Arrows, Cairn e CVC) e 1 reissue (da Adagi).

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 <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	Anchorage Capital Group	134	210	250	350	600	100.0	825*	97.0
17/12/24	ARMDA 4X <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	Nassau Global Credit	128	190	230	320	565	100.0	875	99.0
24/01/25	BECLO 14X <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	Bridgepoint Group	126	180	215	290	510	N/A	810	N/A
24/01/25	CORDA 10X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	127	185	215	300	535	N/A	835	N/A
28/01/25	AVOCA 19X <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	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
04/02/25	ARESE 21X	Ares Mgmt	122	170	195	270	475	100.0	790	99.0
06/02/25	PSTET 2025-1X	Palmer Square Capital Mgmt	85	155	190	275	470	100.0	745	100.0
06/02/25	HARVT 34X	Investcorp Credit Mgmt	125	175	200	290	480	100.0	780	99.0
07/02/25	FICLO 2023-1X <i>(reset)</i>	FMR Investment Mgmt	123	175	205	270	475	100.0	780	98.5
07/02/25	DRYD 2017-56X <i>(reset)</i>	PGIM	128	180	215	300 375	500	100.0	825	98.5
11/02/25	HNLY 11X	Napier Park Global Capital	120	165	195	260	475	100.0	760	99.0
13/02/25	CANYE 2025-1X	Canyon Capital Advisors	128	180	210	295	495	100.0	785	98.5
14/02/25	CORDA 34X	CVC Credit Partners	120	170	195	270	475	100.0	800	99.0
14/02/25	ARBR 14X	Oaktree Capital Mgmt	119	175	200	285	470	100.0	750	99.0
14/02/25	ICGE 2023-1X <i>(reset)</i>	ICG Debt Advisors	125	175	225	350	520	100.0	845*	N/A
14/02/25	TCLO 10X	Chenavari Credit Partners	125	185	235	335	505	100.0	875	98.0
14/02/25	SNDPE 14X	Sound Point Capital Mgmt	118	160	200	280	460	100.0	750	100.0
14/02/25	OCPPE 2025-12X	Onex Credit Partners	120	170	200	275	475	100.0	790	99.0
17/02/25	BOPHO 11X	Cross Ocean Mgmt	125	175	215	320	520	100.0	795	99.0
20/02/25	JUBIL 2025-30X	Alcentra	119.5	170	210	300 350	485	100.0	785	99.0
21/02/25	BCCE 2025-1X	Bain Capital Credit	118	170	210	330	500	100.0	825	99.0
21/02/25	MARGA 3X	M&G	120	170	235	275	470	100.0	770	99.0
21/02/25	ARINI 5X	Arini Capital Mgmt	120	175	218	280	470	100.0	800	99.0
24/02/25	RRME 24X	Apollo Credit Mgmt	116	195	260	330 450	-	-	-	-
27/02/25	RAVPK 1X	Blackstone/GSO	117	165	195	270	475	100.0	750	99.0
28/02/25	TIKEH 13X	Tikehau Capital Europe Ltd	119	170	215	320	500	100.0	825	99.0
28/02/25	DRYD 2022-111X	PGIM	122	175	225	335	500	100.0	825	98.5
28/02/25	CFOUR 1X <i>(reset)</i>	Capital Four Mgmt	120	175	225	330	500	100.0	875	98.5
28/02/25	AQUE 2019-4X <i>(reset)</i>	HPS Investment Partners	118	170	215	290	475	100.0	790	99.0

**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 (28/Feb)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)*	289	+4	-6	-24
CDX HY (bps)	309	+6	+8	-3
Cash EU HY (bps)	288	+6	-10	-11
Cash US HY (bps)	333	+13	+30	+4
MAIN (bps)	54	+2	-1	-4
CDX IG (bps)	49	+1	0	-1
CASH EU IG	80	+5	-1	-6
CASH US IG	122	+8	+5	+2
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	57	+1	-4	-6
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	100	+2	-8	-13
S&P500	5955	-1.0%	-0.7%	+1.2%
FTSE MIB	38655	+0.6%	+6.7%	+13.1%

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.