

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana il mercato secondario dei CLO è stato particolarmente attivo. Dopo una prima giornata più lenta, con poche tranche in asta, l'attività ha subito aumentato il ritmo nelle sessioni successive, con elevati volumi in offerta, in particolare in asta, che hanno raggiunto ~605mm, concentrandosi principalmente sulle tranche mezzanine middle e lower.

In linea con la volatilità del contesto macro e l'allargamento osservato negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana ~317bps, dai ~296bps del 07/03, per poi chiudere venerdì a ~309bps) e data l'elevata offerta sul secondario, si è assistito ad una maggiore debolezza nei livelli delle tranche CLO, che risultano in allargamento lungo tutta la struttura e, in particolare, per le tranche sub-IG, con il tiering che torna ad essere più pronunciato a seconda della qualità del collaterale e del manager. Tuttavia, secondo quanto riportato da fonti di mercato, non sembrano esserci forced-seller, come dimostra anche il maggior numero di DNT.

In generale, le AAA sono state scambiate in L-LM90s nel caso di WAL ~2/3anni e in +70area per profili *delevered* di deal che hanno concluso il RP.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA di migliore qualità hanno registrato cover in ~170bps area mentre le single-A in LM-MH200s a seconda della *duration*; le BBB hanno invece registrato cover in H200/VL300s nel caso di profili *delevered* e di migliore qualità e in LM-MH300s nel caso di carta più lunga (WAL ~5+ anni) o dalle metriche più deboli.

Infine, tra le sub-IG, le BB con *duration* breve (~3.5/4 anni) sono state cambiate in LM-M500s mentre i livelli per profili più lunghi (WAL ~6+ anni) o di peggiore qualità si attestavano in M600s; tranche BB *high coupon* hanno invece registrato cover in MH400-500a to call, anche nel caso di deal dalle buone metriche creditizie, con il cash price che sembra essere dominante nella fase di *bidding*. Con riferimento alle single-B, i livelli rimangono orientativamente nel range H700-VH900s.

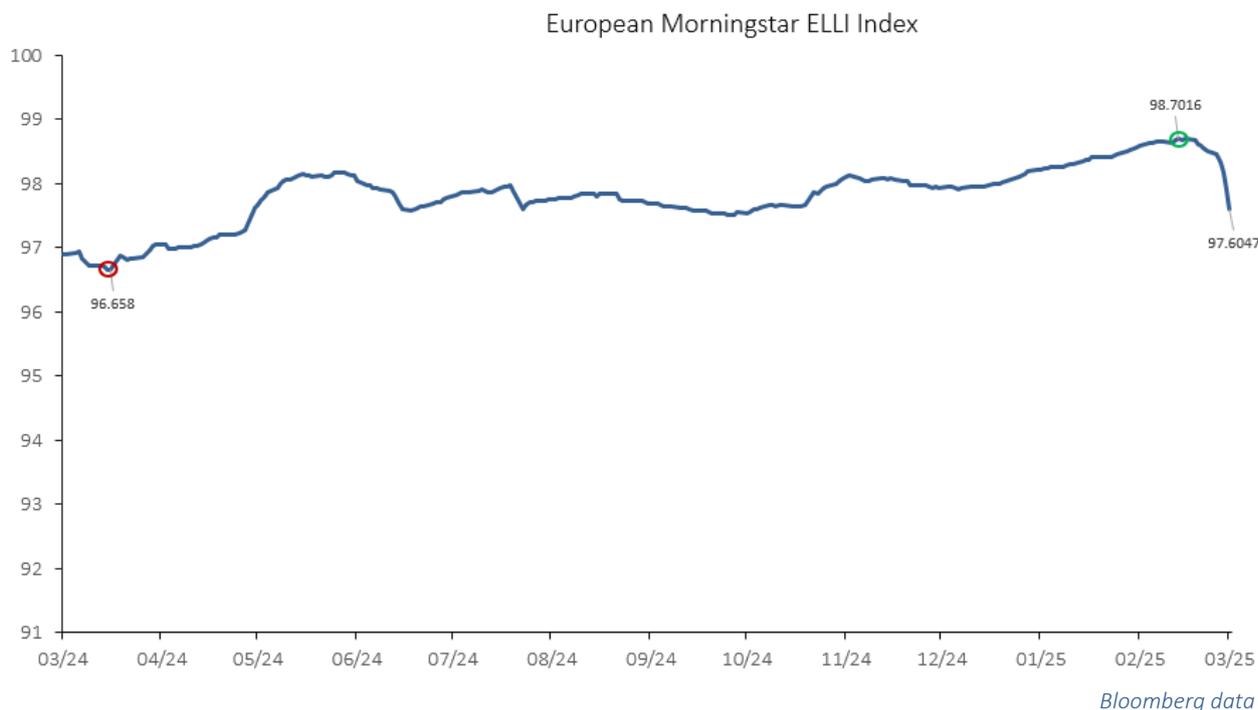
Elevata l'attività anche sul primario, con il pricing di sette deal nella settimana (3 nuove emissioni e 4 reset) e gli spread che cominciano ad allargare per riuscire ad attrarre la domanda.

> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/24	07/03/25	14/03/25	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	110	105	105	0	-5	-5%
AA	185	165	175	+10	-10	-5%
A	210	200	215	+15	+5	+2%
BBB	320	285	310	+25	-10	-3%
BB	610	595	630	+35	+20	+3%
B	905	875	915	+40	+10	+1%

* 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.

Nel corso dell'ultima settimana il valore dell'indice ELLI ha continuato a seguire il trend decrescente già iniziato nella precedente, attestandosi alla chiusura del 14/03, a **97.6047** (Vs 98.5077 del 07/03). Il grafico di seguito 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	07/03/25	14/03/25	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	98.00	98.51	97.60	-0.90	-0.39

La diminuzione osservata nel valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) ha continuato a tradursi in una riduzione dei livelli di MVOC delle tranche CLO, che risultano in riduzione sia rispetto alla settimana precedente, sia, minimamente, anche dai livelli registrati ad 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	07/03/25	14/03/25	WoW	YTD
AAA	160.0%	160.9%	159.7%	-1.2%	-0.3%
AA	136.5%	137.1%	136.2%	-0.9%	-0.3%
A	125.6%	126.3%	125.4%	-0.9%	-0.2%
BBB	115.5%	116.1%	115.3%	-0.8%	-0.2%
BB	109.0%	109.7%	109.0%	-0.7%	0.0%
B	105.4%	106.1%	105.4%	-0.7%	0.0%

* 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	07/03/25	14/03/25
AAA	99.2-101.2	98.3-101.1	99.8-100.8
AA	98.0-101.8	94.7-101.8	92.7-101.8
A	98.5-102.5	94.7-103.2	99.1-102.2
BBB	98.9-102.4	100.3-103.3	98.1-102.5
BB	97.2-103.8	98.8-104.3	96.5-103.5
B	88.0-100.4	97.0-104.0	95.0-102.0

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana i volumi di tranche CLO offerte mediante run dei dealer sono rimasti piuttosto elevati e in linea rispetto a quelli registrati nella settimana precedente. Considerando infatti una media di 14 dealer (Vs 13 della settimana precedente), l'offerta media giornaliera ha superato in totale ~1.0bn (in linea con la settimana precedente). Del totale offerto, ~541mm (Vs ~586mm 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 14/Mar	Size (~mm)	<i>Ask Px < 100.30, caso no call</i>				<i>Ask 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	541	100.05	90	3.2	2.4	100.50	75	3.0	1.0
AA	149	99.72	160	4.0	3.9	100.72	80	2.5	0.6
A	130	100.06	205	4.5	4.3	100.79	110	2.9	0.6
BBB	105	99.91	310	5.6	5.4	101.09	140	3.0	0.7
BB	47	99.12	625	9.1	5.4	101.39	300	3.1	0.5

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

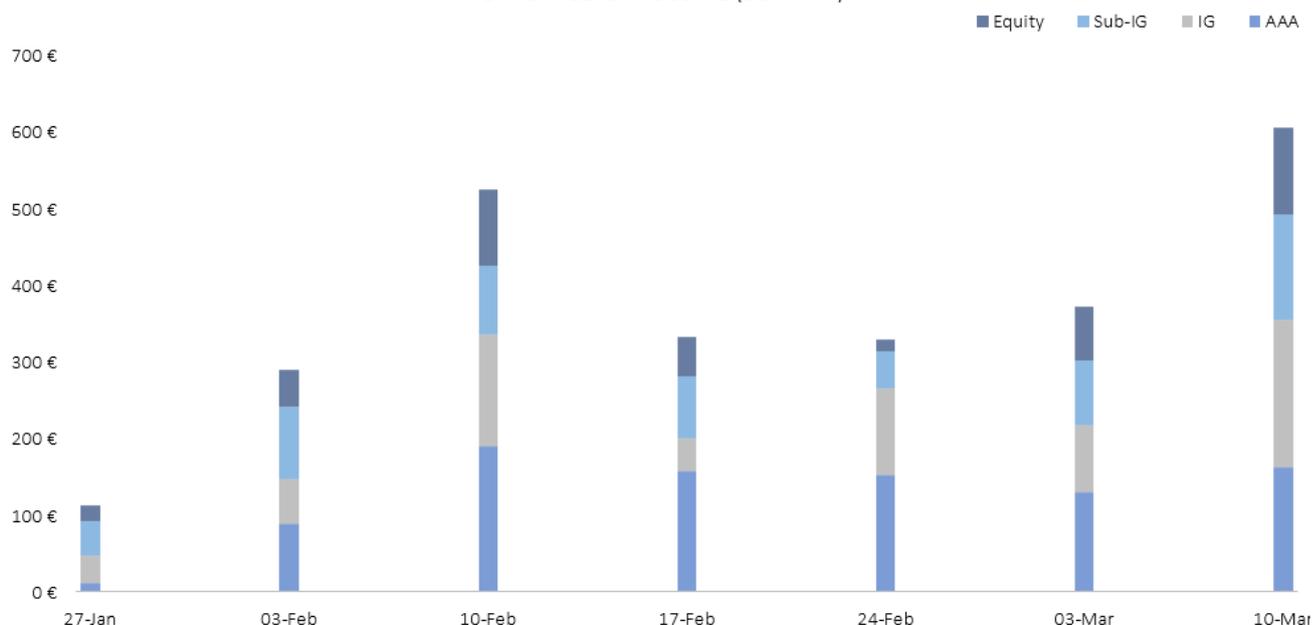
> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali in asta registrati da fine gennaio.

La scorsa settimana si è assistito ad un significativo incremento nell'offerta mediante BWIC che ha complessivamente raggiunto i ~605mm (Vs ~372mm della settimana prima).

L'offerta si è principalmente concentrata su mezzanine IG e tranche senior che, pari a ~192mm e ~162mm hanno rappresentato rispettivamente il ~32%/27% del totale in asta. Buoni anche i volumi di mezzanine sub-IG (quasi equamente distribuiti tra BB/B) che, pari a ~138mm, hanno costituito il ~23% del totale offerto. Elevata anche l'attività su tranche equity (~113mm/~19% del totale).

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Il mercato primario è rimasto attivo nell'ultima settimana, durante la quale si è assistito al pricing di sette deal, tre nuove emissioni (dai manager Arcano, CIFC e Redding Ridge) e quattro reset (dai manager CELF, Anchorage, Cairn/Polus e CVC). In linea con la volatilità osservata in generale nei mercati, si evidenzia un allargamento dei livelli, in particolare sulle tranche mezzanine, rispetto alle *guidance* iniziali.

La pipeline conta, al momento e da nostra evidenza, 10 deal, di cui 6 nuove emissioni (dai manager WhiteStar, Ares, Partner Group, Acer Tree, Nassau e Albacore), 3 reset (da Spire, Canyon e Bain) e 1 reissue (da Adagi).

Di seguito si riporta un recap dei prezzi e degli spread delle emissioni da inizio anno.

ISSUE DT	TICKER	MANAGER	AAA	AA	A	BBB	BB		B	
			DM	DM	DM	DM	DM	PX	DM	PX
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 (reset)	FMR Investment Mgmt	123	175	205	270	475	100.0	780	98.5
07/02/25	DRYD 2017-56X (reset)	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 (reset)	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	OCPE 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 (reset)	Capital Four Mgmt	120	175	225	330	500	100.0	875	98.5
28/02/25	AQUE 2019-4X (reset)	HPS Investment Partners	118	170	215	290	475	100.0	790	99.0
04/03/25	CORDA 3X (reset)	CVC Credit Partners	120	165	210	305	500	100.0	850	98.5
05/03/25	CONTE 5X (reset)	Five Arrows Managers	120	170	215	310	500	100.0	875	98.5
05/03/25	ARMDA 7X	Brigade Capital Mgmt	119	170	215	300	490	100.0	785	99.0
07/03/25	ABCVL 3X	CarVal CLO Mgmt	120	185	235	320	525	100.0	825	99.0
07/03/25	PENTA 2021-2X (reset)	Partners Group	117	165	210	305	510	100.0	850	99.0
07/03/25	BBAME 6X	RBC Global Asset Mgmt	120	170	220	305	500	N/A	820*	N/A
07/03/25	BRGPT 8X	Bridgepoint Group	120	170	215	295	475	100.0	770	99.0
07/03/25	AVOCA 32X	KKR Capital Advisors	117	165	200	280	475	100.0	835	99.0
07/03/25	RFTE 2025-1X	King Street Capital	122	170	220	300	500	100.0	835	95.0
11/03/25	CGMSE 2014-1X (reset)	CELD Advisors LLP	121	170	235	350	565	100.0	895	97.0
12/03/25	ARCAN 1X	Arcano Loan Advisors	126	185	260	340	550	99.0	897	95
13/05/25	TCFCE 2025-1X	CIFC Asset Mgmt	118	170	215	300	515	100.0	850	98.25
14/03/25	RRME 25X	Redding Ridge	117	215	280	385	520	100.0	-	-
14/03/25	ANCHE 1X (reset)	Anchorage Capital Group	125	185	230	360	600	100.0	950	96.0
14/03/25	CRNCL 2023-17X (reset)	Polus Capital Mgmt	120	170	230	350	550	100.0	900	95.0
14/03/25	COLFR 1X (reset)	CVC Credit Partners	84	154	210	280	530	100.0	835	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 (14/Mar)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	309	+13	+30	-4
CDX HY (bps)	346	+20	+55	+35
Cash EU HY (bps)	300	+23	+21	+1
Cash US HY (bps)	360	+24	+52	+32
MAIN (bps)	57	+2	+6	-1
CDX IG (bps)	55	+4	+8	+5
CASH EU IG	82	+5	+9	-3
CASH US IG	128	+4	+16	+8
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	61	+3	+5	-3
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	105	+5	+7	-7
S&P500	5639	-2.3%	-7.8%	-4.1%
FTSE MIB	38655	+0.2%	+0.9%	+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.