

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata con due prime giornate sottotono nel mercato secondario dei CLO ma l'attività si è subito ripresa nelle sessioni successive, con elevati volumi di tranches in offerta, sia in asta (anche se inferiori rispetto alla settimana precedente), sia da parte dei dealer mediante run. L'offerta si è principalmente concentrata su tranches mezzanine (soprattutto AA/BB) data l'intenzione, secondo quanto riportato da varie fonti di mercato, di ridurre il rischio, e ha ben incontrato la domanda degli investitori.

In linea con la volatilità del contesto macro, gli spread dei CLO continuano a mostrare un po' di debolezza lungo tutta la struttura; tuttavia, il tentativo degli investitori di sfruttare il momento per comprare, in particolare in asta, a prezzi bid più competitivi non sembra incontrare sempre la disponibilità dei seller, traducendosi piuttosto in un maggior numero di DNT (not traded), a dimostrazione dell'assenza di forced-seller.

In generale, le AAA sono state scambiate in 90-L100 nel caso di WAL ~2anni e in +105area nel caso di EoRP nel 2026; AAA di recente emissione hanno invece registrato cover in M120s.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA sono state scambiate in MH-H100s, le single-A in M200s; i livelli per le BBB si attestavano invece in L300s, con profili corti (~3anni duration) che continuano ad essere offerti in M200s e profili high coupon in M100-L200s to call.

Infine, tra le sub-IG, le BB con *duration* breve (~3.5/4 anni) sono state scambiate in LM-M500s mentre carta dalle metriche creditizie più deboli in M-MH600s. Con riferimento alle single-B, i livelli si collocano indicativamente nel range 700-1000s, con carta lunga (WAL ~7anni) di deal in deleveraging che ha registrato cover in LM900s.

Il primario è rimasto attivo, con il pricing di otto deal nella settimana (2nuove emissioni, 4 reset, 1 refi, 1 reissue) e 10 deal ancora in pipeline.

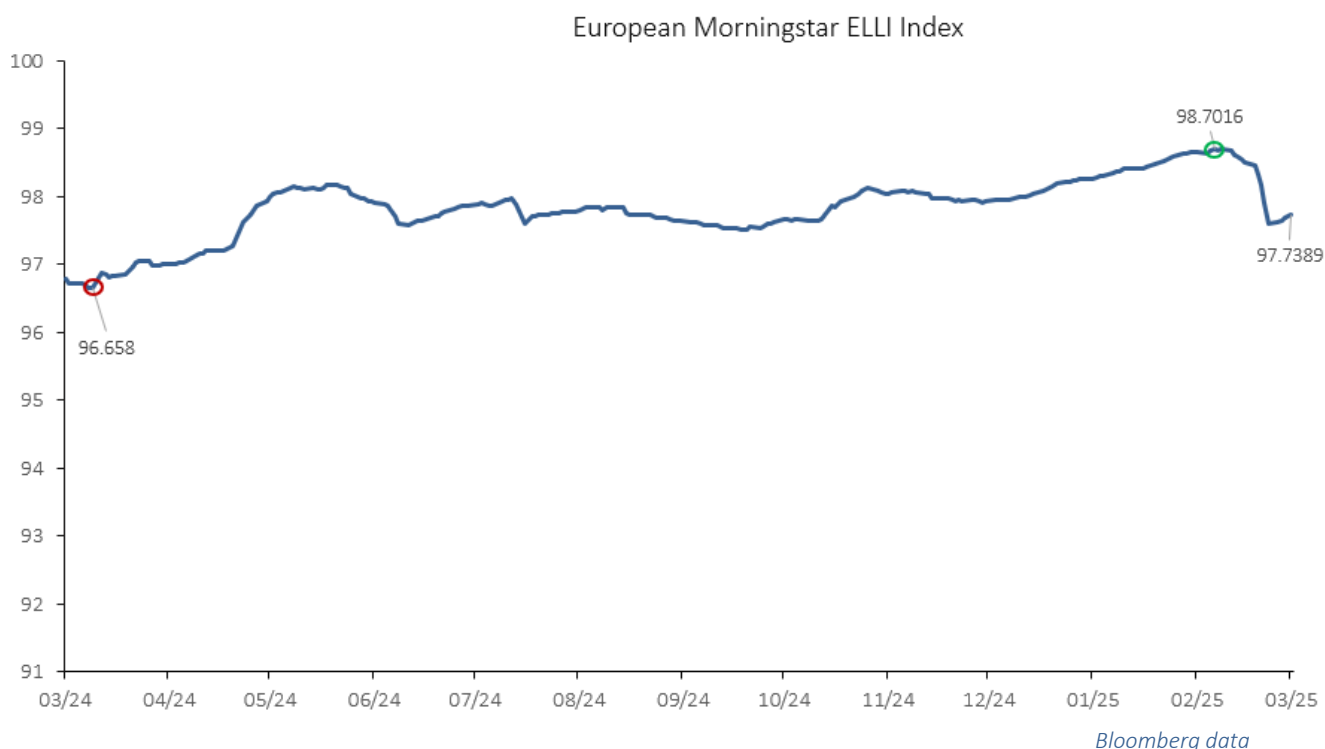
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/24	14/03/25	21/03/25	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	110	105	110	+5	0	0%
AA	185	175	180	+5	-5	-3%
A	210	215	220	+5	+10	+5%
BBB	320	310	320	+10	0	0%
BB	610	630	640	+10	+30	+5%
B	905	915	925	+10	+20	+2%

* 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 della settimana il valore dell'indice ELLI ha seguito un trend in leggera ripresa, attestandosi, alla chiusura del 21/03, a **97.7389** (Vs 97.6047 del 14/03).

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	14/03/25	21/03/25	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	98.00	97.60	97.74	+0.13	-0.26

Il minimo miglioramento osservato nel valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) non si è ancora riflesso nei livelli di MVOC delle tranche CLO, che risultano ancora in diminuzione nella settimana, e dai livelli di inizio anno, lungo tutta 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	14/03/25	21/03/25	WoW	YTD
AAA	160.0%	159.7%	159.5%	-0.2%	-0.5%
AA	136.5%	136.2%	135.9%	-0.3%	-0.6%
A	125.6%	125.4%	125.1%	-0.3%	-0.5%
BBB	115.5%	115.3%	115.1%	-0.2%	-0.4%
BB	109.0%	109.0%	108.8%	-0.2%	-0.2%
B	105.4%	105.4%	105.2%	-0.2%	-0.2%

** 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	14/03/25	21/03/25
AAA	99.2-101.2	99.8-100.8	99.2-100.9
AA	98.0-101.8	92.7-101.8	92.7-101.8
A	98.5-102.5	99.1-102.2	98.9-102.2
BBB	98.9-102.4	98.1-102.5	97.7-102.3
BB	97.2-103.8	96.5-103.5	97.5-103.1
B	88.0-100.4	95.0-102.0	93.5-101.5

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana si è assistito ad elevati volumi di tranche CLO offerte mediante run dei dealer, anche se in minima diminuzione rispetto alla precedente. Considerando infatti una media di 13 dealer, l'offerta media giornaliera ha raggiunto in totale ~940mm (Vs 1+ bn della settimana precedente), ma toccando ~1bn in un paio di giornate. Del totale offerto, ~500mm (Vs ~541mm 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 21/Mar	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	500	100.00	100	3.2	2.7	100.40	80	2.9	0.9
AA	139	99.85	180	4.1	4.3	100.90	140	3.6	1.0
A	100	100.00	210	4.4	4.4	100.80	145	3.4	0.8
BBB	96	99.90	320	5.6	5.5	100.80	150	3.2	0.7
BB	59	99.10	610	8.5	5.3	101.20	340	5.4	0.4

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

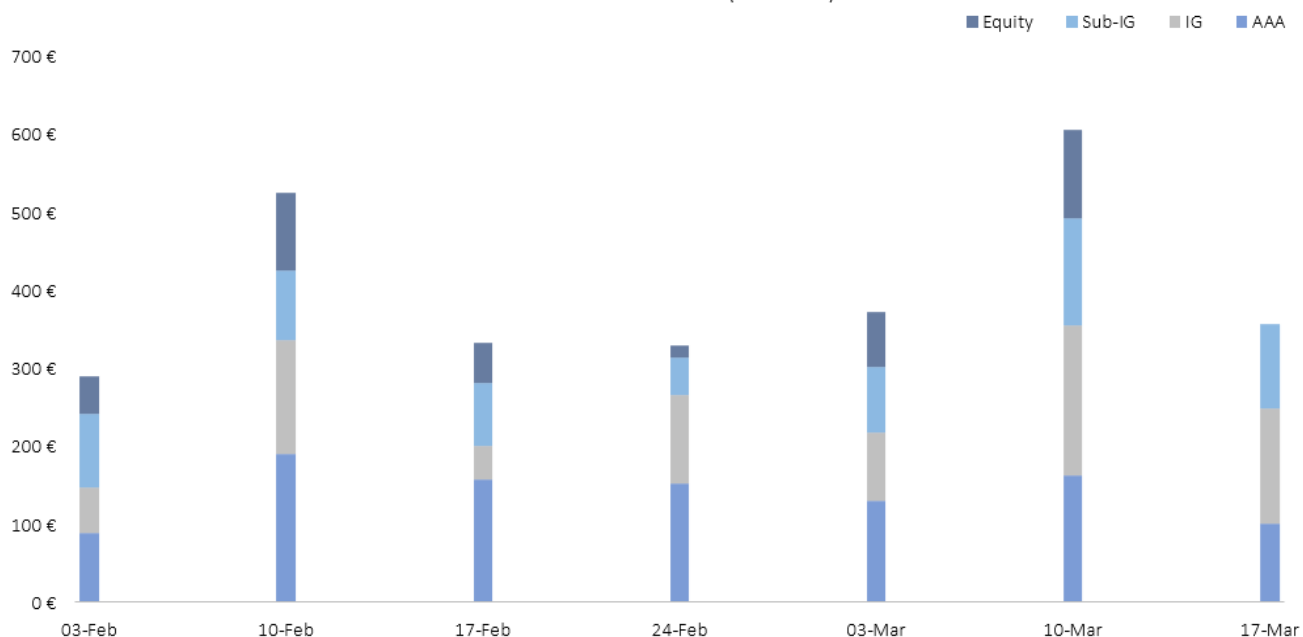
> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali in asta registrati dalla prima settimana di febbraio.

La scorsa settimana si è assistito ad una riduzione dell'ammontare complessivamente offerto in BWIC che ha raggiunto i ~357mm (dai ~605mm della settimana precedente), comunque leggermente superiori rispetto alla media settimanale registrata da inizio anno (~315mm).

Nella settimana l'offerta si è principalmente concentrata sulle mezzanine IG (all'interno di queste, ~73% su AA) che, pari a ~148mm, hanno rappresentato il ~42% del totale. A seguire le mezzanine sub-IG, pari a ~108mm/~30% dell'offerta in lista, poi le tranche senior, ~101mm/~28% del totale. Nessuna tranche equity offerta in lista (Vs ~113mm della settimana prima).

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

La scorsa settimana si è assistito ad una buona attività sul mercato primario, con il pricing di otto deal, di cui due nuove emissioni (da Acer Tree e Nassau), quattro reset (uno da Sound Point e tre da Redding Ridge), un refi (da Invesco) e un reissue (da AXA).

La pipeline conta, al momento e da nostra evidenza, 10 deal, di cui 4 nuove emissioni (dai manager WhiteStar, Ares, Partners Group e Albacore), 5 reset (da Invesco, Bain Capital, Spire Partners, Canyon e Alcentra) e 1 refi (da Palmersquare).

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 <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	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 <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
04/03/25	CORDA 3X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	120	165	210	305	500	100.0	850	98.5
05/03/25	CONTE 5X <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	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 <i>(reset)</i>	Anchorage Capital Group	125	185	230	360	600	100.0	950	96.0
14/03/25	CRNCL 2023-17X <i>(reset)</i>	Polus Capital Mgmt	120	170	230	350	550	100.0	900	95.0
14/03/25	COLFR 1X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	84	154	210	280	530	100.0	835	99.0
17/03/25	SNDPE 4X <i>(reset)</i>	Sound Point Capital Mgmt	118	170	220	310 375	545	100.0	875	97.0
18/03/25	LOGIC 2X	Acer Tree Investment Mgmt	127	190	250	365	575	98.0	890	95.0
21/03/25	ADAGI V-X <i>(reissue)</i>	AXA Investment Mgmt	123	170	260	380	600	100.0	-	-
21/03/25	INVSC 5X <i>(refi)</i>	Invesco	102	-	-	-	-	-	-	-
21/03/25	NGCE 5X	Nassau Global Credit	122	200	240	355	575	100.0	900	96.0
21/03/25	RRME 7X <i>(reset)</i>	Redding Ridge	125	170	230	305 410	575	100.0	-	-

21/03/25	RRME 8X (reset)	Redding Ridge	125	170	230	305 410	575	100.0	-	-
21/03/25	RRME 9X (reset)	Redding Ridge	125	170	230	305 410	575	100.0	-	-

*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 (21/Mar)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)*	316	+7	+29	+3
CDX HY (bps)	349	+3	+44	+38
Cash EU HY (bps)	297	-3	+15	-2
Cash US HY (bps)	362	+1	+42	+34
MAIN (bps)	60	+3	+7	+3
CDX IG (bps)	60	+4	+11	+10
CASH EU IG	82	-1	+7	-4
CASH US IG	127	-1	+13	+7
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	65	+4	+9	+1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	114	+8	+15	+1
S&P500	5668	+0.5%	-5.3%	-3.6%
FTSE MIB	39036	+1.0%	+1.5%	+14.2%

Bloomberg data - Indices

*New series roll on March-20th.

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 trattare con cautela le 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.

