

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente nel mercato secondario dei CLO, ma dal martedì l'attività si è subito ripresa, con numerose liste in asta (per un volume totale di ~334mm), in particolare nelle sessioni centrali della settimana, principalmente concentrate su tranche senior e mezzanine IG. Secondo quanto riportato da diverse fonti di mercato, l'offerta ha ben incontrato la domanda degli investitori, che sembrano adesso più interessati sui profili/nomi di migliore qualità. Rimane la volatilità del contesto macro (il Xover ha chiuso venerdì a ~323bps, dai ~316bps del 21/03 e dopo aver toccato ~298bps il 26/03); gli spread dei CLO hanno cominciato a stabilizzarsi a seguito della ripresa dei mercati dal generale sell-off delle ultime settimane, muovendosi lateralmente lungo la struttura, anche se il tiering continua ad essere evidente, in particolare sulle *lower mezzanine*, per duration/qualità del collaterale/manager.

In generale, le AAA sono state scambiate in M90-L100 nel caso di WAL ~2anni e manager Tier-1/2 e in +100area nel caso di EoRP nel 2026; alcuni blocchi di AAA hanno invece registrato cover in asta in area +110s.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA sono state scambiate con cover in M190-200a, le single-A in M200s; i livelli per le BBB si attestavano invece in L300s, con tranche dalle metriche più deboli offerte in H300-400a; BBB high coupon continuano ad essere offerte 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 tranche di peggiore qualità/manager meno liquidi vengono offerte in MH600-700s. Con riferimento alle single-B, i livelli indicativi si collocano nel range 700-1000s (minimo il rilascio di colore in BWIC).

Sul mercato primario si è assistito al pricing di 6 deal (1 new issue, 3 reset, 2 refi) e la pipeline continua ad essere piena contando, al momento, 9 deal (6 new issue e 3 reset).

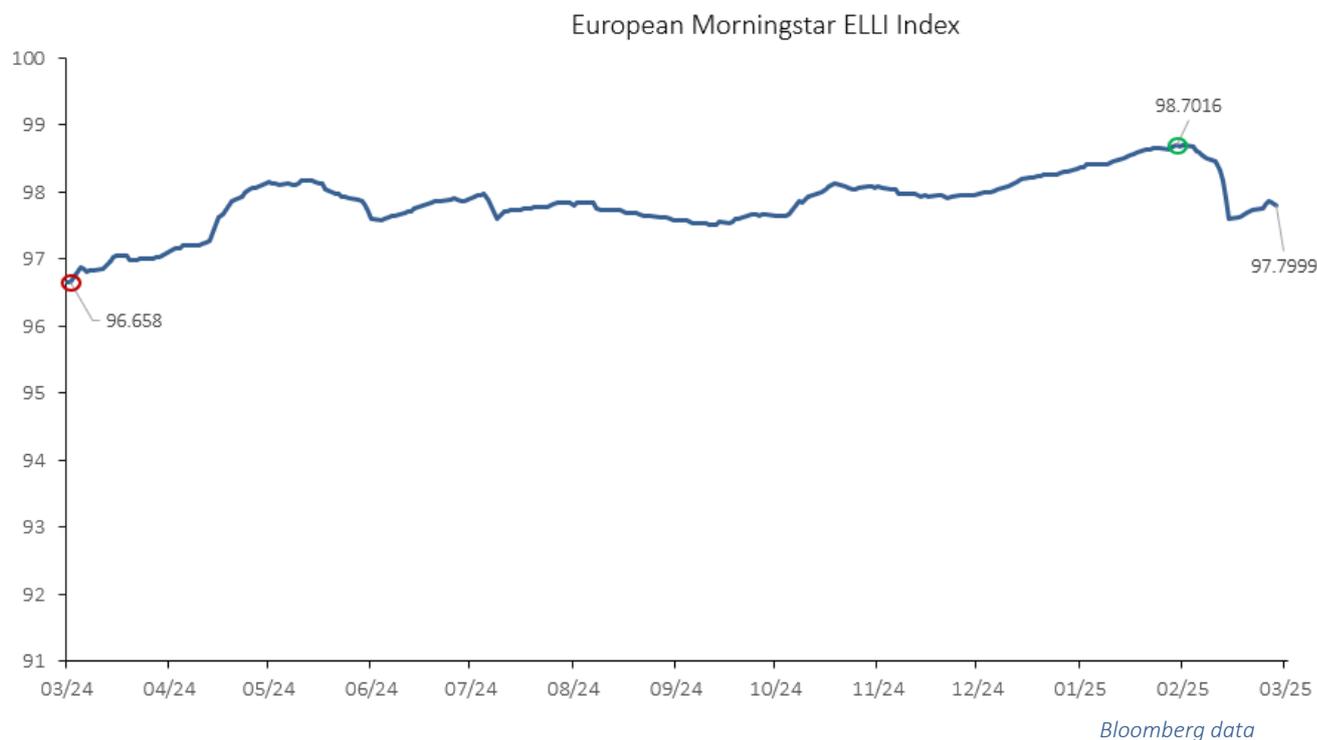
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/24	21/03/25	28/03/25	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	110	110	110	0	0	0%
AA	185	180	185	+5	0	0%
A	210	220	220	0	+10	+5%
BBB	320	320	325	+5	+5	+2%
BB	610	640	640	0	+30	+5%
B	905	925	920	-5	+15	+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 l'indice ELLI ha continuato a seguire il trend di ripresa della settimana precedente, chiudendo il 28/03 a **97.7999** (Vs 97.7389 del 121/03).

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	21/03/25	28/03/25	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	98.00	97.74	97.80	+0.06	-0.20

La leggera ripresa osservata nel valore dell'indice ELLI di Morningstar (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) ha cominciato a riflettersi nei livelli di MVOC delle tranche CLO, che risultano in miglioramento nella settimana 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	21/03/25	28/03/25	WoW	YTD
AAA	160.0%	159.5%	159.7%	+0.2%	-0.3%
AA	136.5%	135.9%	136.1%	+0.2%	-0.4%
A	125.6%	125.1%	125.3%	+0.2%	-0.3%
BBB	115.5%	115.1%	115.2%	+0.1%	-0.3%
BB	109.0%	108.8%	108.9%	+0.1%	-0.1%
B	105.4%	105.2%	105.3%	+0.1%	-0.1%

* 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	21/03/25	28/03/25
AAA	99.2-101.2	99.2-100.9	99.3-100.9
AA	98.0-101.8	92.7-101.8	92.7-101.6
A	98.5-102.5	98.9-102.2	99.0-101.6
BBB	98.9-102.4	97.7-102.3	97.3-102.3
BB	97.2-103.8	97.5-103.1	96.5-103.5
B	88.0-100.4	93.5-101.5	91.2-101.5

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

La scorsa settimana si è assistito ad elevati volumi di tranche CLO offerte mediante run dei dealer, in particolare nelle prime sessioni, quando sono stati raggiunti ~1.05bn. Nel complesso, considerando una media di 13 dealer, l'offerta media giornaliera ha raggiunto in totale ~958mm (Vs ~940mm della settimana precedente); del totale offerto, ~555mm (Vs ~500mm 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/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	555	100.00	105	3.2	2.9	100.40	75	2.8	0.8
AA	121	99.80	175	4.0	4.0	100.80	140	3.4	0.9
A	95	99.95	205	4.3	4.5	100.65	125	3.1	0.6
BBB	91	100.00	335	5.7	5.6	100.90	135	2.8	0.6
BB	65	99.00	615	8.5	5.4	101.15	215	3.4	0.5

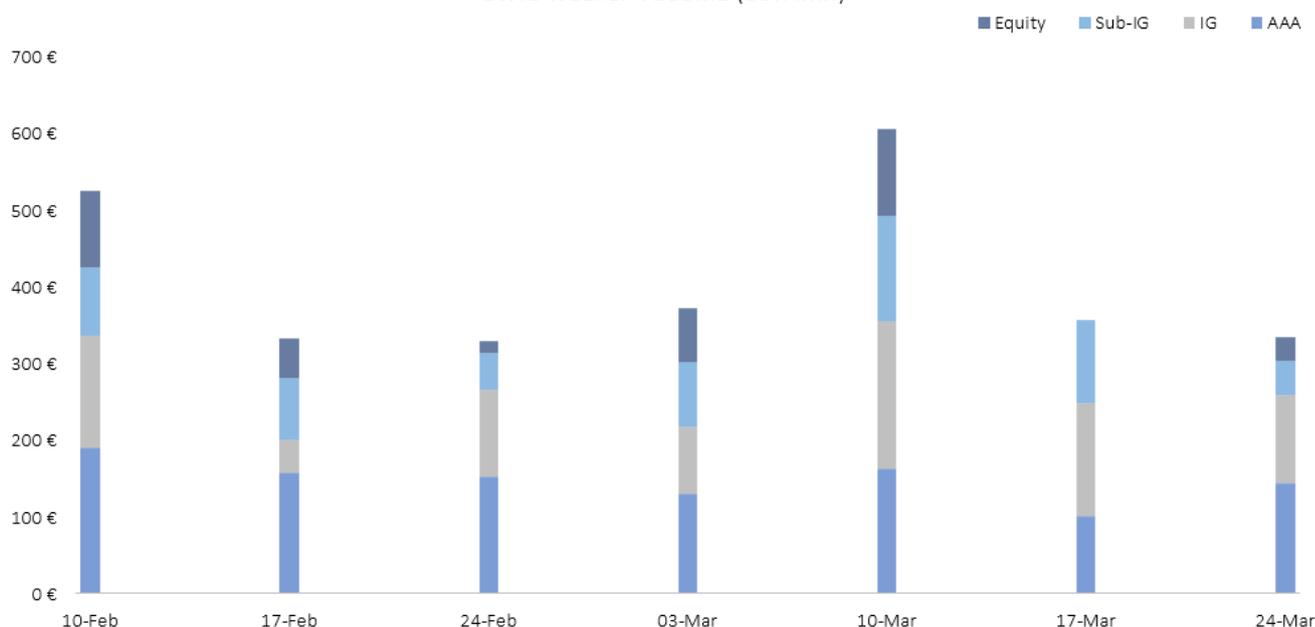
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali in asta registrati dalla seconda settimana di febbraio. La scorsa settimana l'offerta complessiva è rimasta elevata, anche se leggermente inferiore rispetto a quella registrata nella precedente, raggiungendo complessivamente i ~334mm (Vs ~357mm della settimana precedente), ma risultando comunque appena superiore alla media settimanale registrata da inizio anno (~315mm).

A dominare l'offerta sono state le tranche senior che, pari a ~145mm, hanno rappresentato il ~43% del totale. A seguire le mezzanine IG, ~114mm/~34% del totale e le mezzanine sub-IG, ~45mm/14% dell'offerta complessiva. Buona anche l'attività su tranche equity ~30mm (Vs nessuna nella settimana precedente) che hanno rappresentato il ~9% del totale in lista.

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Nel corso della settimana il mercato primario si è mostrato attivo, con il pricing di sei deal, di cui una nuova emissione (da Albacore), tre reset (da Canyon e Spire Partners) e due refi (da Palmer Square e Onex Credit Partners). Il widening osservato nelle ultime settimane sul secondario sembra adesso essersi spostato sul primario, con le mezzanine che vengono prezzate a livelli più ampi rispetto alla guidance iniziale.

La pipeline rimane piena, contando, al momento e da nostra evidenza, 9 deal, di cui 6 nuove emissioni (dai manager WhiteStar, Ares, Partners Group, Investcorp, Sound Point, Guggenheim) e 3 reset (da Bain Capital, Alcentra e CVC).

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 (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

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
17/03/25	SNDPE 4X (reset)	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 (reissue)	AXA Investment Mgmt	123	170	260	380	600	100.0	-	-
21/03/25	INVSC 5X (refi)	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 (reset)	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	-	-
25/03/25	CANYE 2022-1X (reset)	Canyon Capital Advisors	124	180	250	360 475	600	99.0	-	-
25/03/25	ALBAC 7X	AlbaCore Capital	120	210	265	370	600	100.0	950	94.0
25/03/25	AQUE 2025-13X (reset)	HPS Investment Partners	124	170	230	320	475	100.0	875	97.5
26/03/25	ACLO 11X (reset)	Spire Partners	126	185	230	340	585	100.0	885	98.5
26/03/25	PSTET 2024-1X (refi)	Palmer Square Capital Mgmt	97	170	205	280	540	100.0	-	-
28/03/25	OCPE 2023-7X* (refi)	Onex Credit Partners	175**	155	190	270	385	100.0	500^	100.0

**Bloomberg data – BB/B coupon | ** not refinanced | ^ class F1R 500dm, class F2R 650dm |* Partial refi, margins will step up in no-call exercise at 28/09/25 (Class A Makewhole Payment End Date)*

> Indici di Mercato (28/Mar)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)*	323	+7	+34	+10
CDX HY (bps)	377	+28	+69	+66
Cash EU HY (bps)	315	+18	+27	+16
Cash US HY (bps)	384	+22	+51	+56
MAIN (bps)	62	+2	+8	+5
CDX IG (bps)	61	+2	+12	+11
CASH EU IG	82	0	+2	-3
CASH US IG	131	+4	+9	+11
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	68	+3	+10	+4
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	119	+5	+19	+7
S&P500	5581	-1.5%	-6.3%	-5.1%
FTSE MIB	38739	-0.8%	+0.2%	+13.3%

**New series roll on March-20th.*

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.