

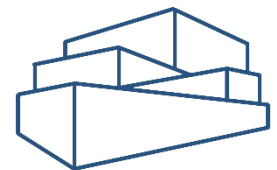
# FirstFarms

Michael West Hybholt

[michaelhybholt@hcandersencapital.dk](mailto:michaelhybholt@hcandersencapital.dk)

+45 60 69 12 35

D. 10. december 2020 kl. 15.00



**HC ANDERSEN CAPITAL**

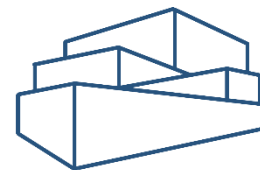
# FirstFarms

## Konklusioner

- Samlet set ejer FirstFarms omkring 10.000 hektar landbrugsjord og har yderligere lejekontrakter på mere end 10.500 hektar. Desuden har FirstFarms en besætning på ca. 2.600 køer, 4.800 søer, 170.000 smågrise og 100.000 slagtesvin.
- Landbrugsvirksomhed er underlagt meget omskiftelige markedsbetingelser og vejrliget kan påvirke driften/lønsomheden. For at reducere følsomheden og risikoen overfor ændringer i enkeltfaktorer har FirstFarms valgt, at diversificere sine aktiviteter på såvel geografi samt driftsgrene.
- FirstFarms har en vækststrategi, men ønsker også løbende, at fokusere sin indsats hvor der skabes størst værdi. Som et led i dette arbejde, har selskabet en ambition om, at foretage mindst en akkvisition og et frasalg årligt. Akkvisitionerne er koncentreret omkring jord og besætninger med potentiale for effektiviseringstiltag eller som kan tilføre selskabet synergier eller risikospredning.
- I modsætning til hvad der gør sig gældende for investeringsejendomme, bliver landbrugsjord rent regnskabsmæssigt opgjort til anskaffelsesværdi. Ultimo 2019 var markedsværdien af jordporteføljen ca. DKK 225 mio. over bogført værdi efter skat (ca. DKK 270 mio. før skat).
- I kraft af sin jordbesiddelse er FirstFarms en slags real-aktiv hvor der over tid sker værdistigninger. Selskabets værdiskabelse bygger dels på udvikling af den opkøbte jord og dels på produktion af landbrugsvarer i form af afgrøder, mælk og svin.
- FirstFarms har stort fokus på effektiviteten af driften, da det har en direkte effekt på den producerede mængde og lønsomheden. Selskabet investerer løbende i effektivitetsforbedrende foranstaltninger herunder malkekarruseller, staldanlæg, foderopbevaringskapacitet og siloer. I samme forbindelse er der fokus på dyrevelfærd og medarbejderuddannelse.

## Disclaimer

- HC Andersen Capital modtager betaling fra FirstFarms for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale.
- Michael West Hybholt har ikke aktier i FirstFarms.
- Dette er hverken en opfordring til, at købe, ikke købe, sælge eller ikke sælge aktier.
- Materialet har ikke været til gennemlæsning hos selskabet.
- HC Andersen Capital ApS påtager sig ikke noget ansvar for rigtigheden af materialets indhold.



HC ANDERSEN CAPITAL

# FirstFarms

## Seneste nyt

- FirstFarms 3. kvartalsrapporten er tyngt af, at afregningspriserne på svin er faldet fra ca. DKK 15 pr. kg i 1. kvartal af 2020, til omkring DKK 12 pr. kg i 3. kvartal.
- Lavere svinepriser vil påvirke regnskabet for 2020 med en negativ værdiregulering i niveauet DKK 20m.
- Udviklingen i svinepriserne er blandt andet en funktion af, at en række europæiske slagterier kører med nedsat kapacitet pga. Covid-19.
- De lavere svinepriser forklarer hovedparten af, at FirstFarms nedjusterede 2020 EBITDA helårsforventninger med DKK 15-25m til nu DKK 95-110 mio. i 3. kvartalsrapporten.
- En lavere mælkepris og en svagere høst pga. tørke i Østrumæmien bidrog dog også til nedjusteringen.
- Jordsalg vil bidrage til EBIT i 2021 i takt med overdragelsen.

## Investment case og estimater

- I kraft af sin jordbesiddelse er FirstFarms en slags realaktiv hvor der over tid vil ske en værdistigning. Værdiskabelsen bygger dels på udvikling af den opkøbte jord og dels på produktion af landbrugsvarer i form af afgrøder, mælk og svin.
- Den løbende værdistigning der sker af FirstFarms jordportefølje bliver ikke indregnet i resultatopgørelsen og derfor syner værdiskabelsen lavere end den rent faktisk er.
- Med jorden opgjort til markedsværdi (efter skat) ville egenkapitalen i FirstFarms A/S være i niveauet DKK 705m (bogført til DKK 480m ultimo Q3 2020). Langt den største del af differencen er relateret til jordbesiddelser i Rumænien.
- Var jordporteføljen opgjort til markedsværdi ville kurs/indre værdi være i niveauet 0,70x ved DKK 65 pr. aktie.
- Vores estimater er baseret på at svinepriserne gradvist retter sig i løbet af 2021 samt at mælke- og afgrødepriserne ikke ændrer afgørende i forhold til gennemsnittet for 2020.

Numbers DKK	DKK 65 pr. aktie MV 492m			
	2019	2020E	2021E	2022E
Total revenue	393	392	403	400
EBITDA	96	95	95	103
- margin	24.3%	24.1%	23.6%	25.9%
EBIT	48	43	48	56
- margin	12.3%	11.0%	12.0%	14.1%
PTP	29	19	23	31
Net profit	22	17	21	28
Extraordinary items	0	0	0	0
Shareholders' equity	392	486	507	535
Balance sheet total	1,072	1,205	1,242	1,267
Net i.b. debt (cash)	460	419	428	427
Free cash flow	112	-12	17	26
No. of shares (m)	6.318	7.567	7.567	7.567

Per share data and multiples DKK and %				
	2019	2020E	2021E	2022E
EPS (fully diluted)	3.6	2.4	2.8	3.8
- growth	#/T	-34%	17%	35%
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/PS	62.1	64.2	66.9	70.7
P/E	18.5	27.3	23.4	17.3
EV/Sales	2.7	2.7	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.2	9.2	9.7	8.9
EV/EBIT	18.1	20.1	19.0	16.3
P/BV	1.1	1.0	1.0	0.9
D/Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF/Yield	27.0%	-2.6%	3.4%	5.3%
ROE	5.9%	3.8%	4.2%	5.5%
ROIC	5.4%	4.7%	5.0%	5.7%

### Ansvarsfraskrivelse

HC A.Capital modtager betaling fra FirstFarms for en Digital IR/Corporate Visibility abonnementsaftale.

Michael West Hybholt har ikke aktier i FirstFarms.

Dette er hverken en opfordring til, at købe, ikke købe, sælge eller ikke sælge aktier.

Materialet har ikke været til gennemlæsning hos selskabet.

HC Andersen Capital ApS påtager sig ikke noget ansvar for rigtigheden af materialets indhold.

### Kontaktinformationer

Michael West Hybholt

michaelhybholt@hcandersencapital.dk

+45 60 69 12 35

D. 10. december 2020 kl. 15.00

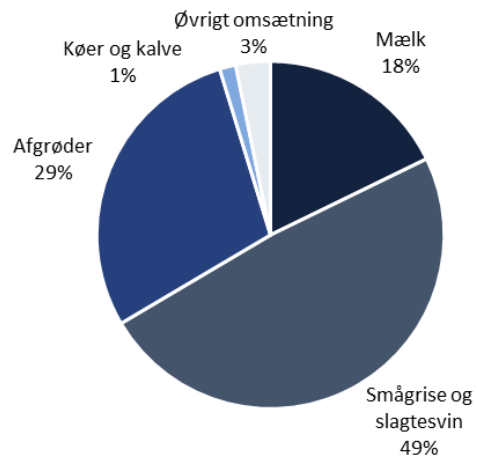


# FirstFarms

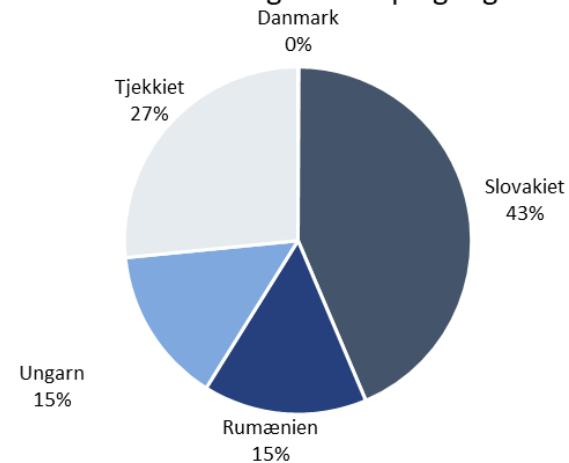
## Omsætningsfordeling

- FirstFarms er meget opmærksom på de volatile omgivelser og arbejdsbetingelser, som landbrug er underlagt og netop af denne årsag har FirstFarms valgt, at diversificere sine aktiviteter på såvel geografi samt driftsgrene.

2019 omsætning fordelt på segmenter



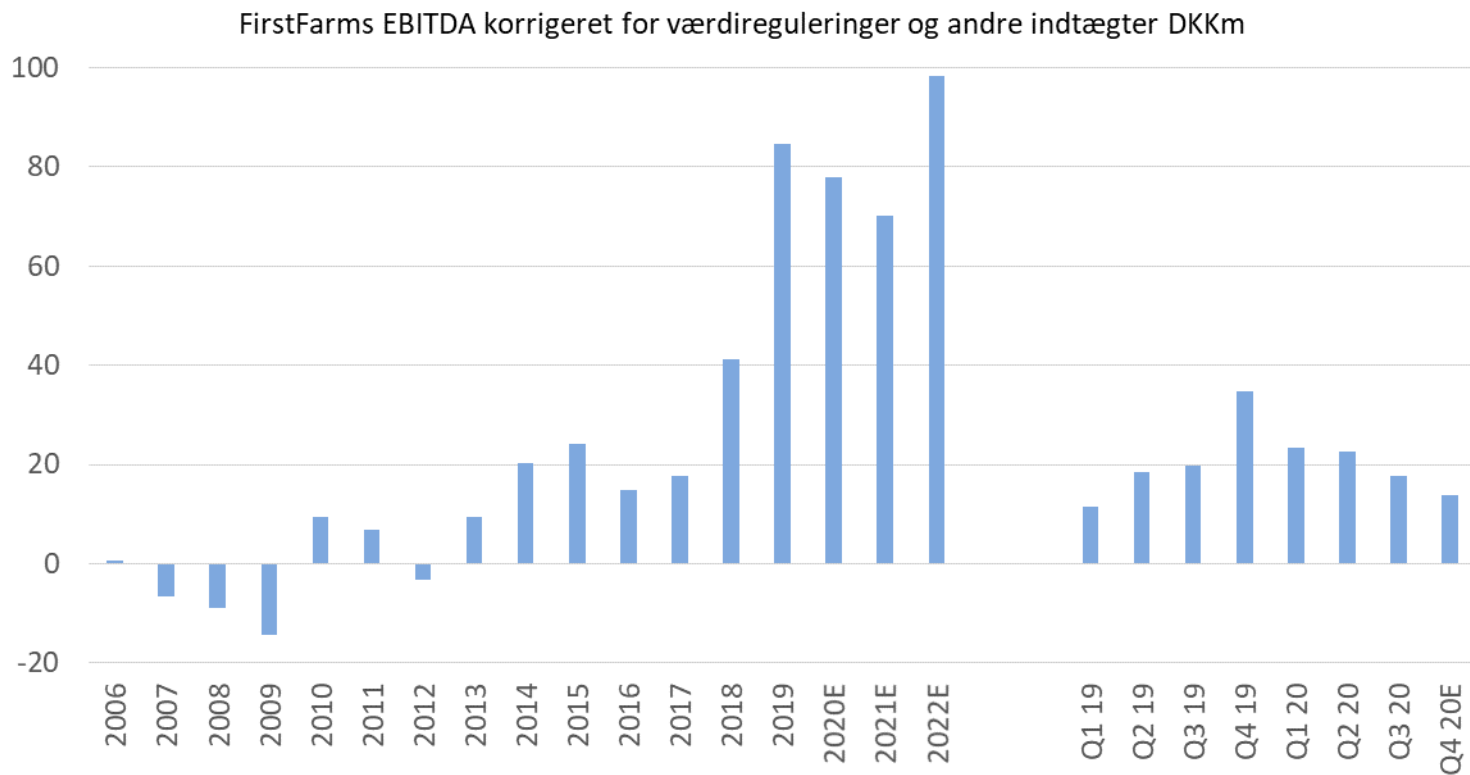
2019 omsætning fordelt på geografi



# FirstFarms

## EBITDA korrigeret for værdireguleringer og andre indtægter

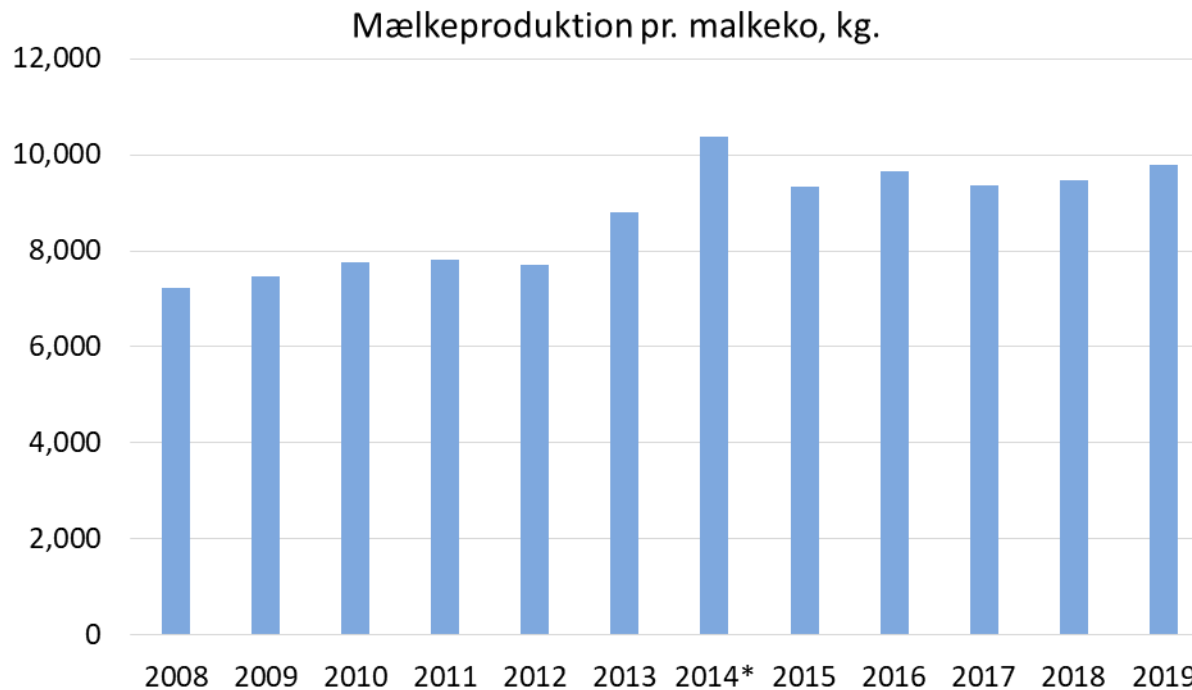
- Underliggende EBITDA har forbedret sig i FirstFarms



# FirstFarms

## Effektiviteten i mælkeproduktionen

- Effektiviteten i mælkeproduktionen er steget med 28% pr. ko fra 2007 til 2019 hvor FirstFarms producerede 24,6 mio. kg mælk.

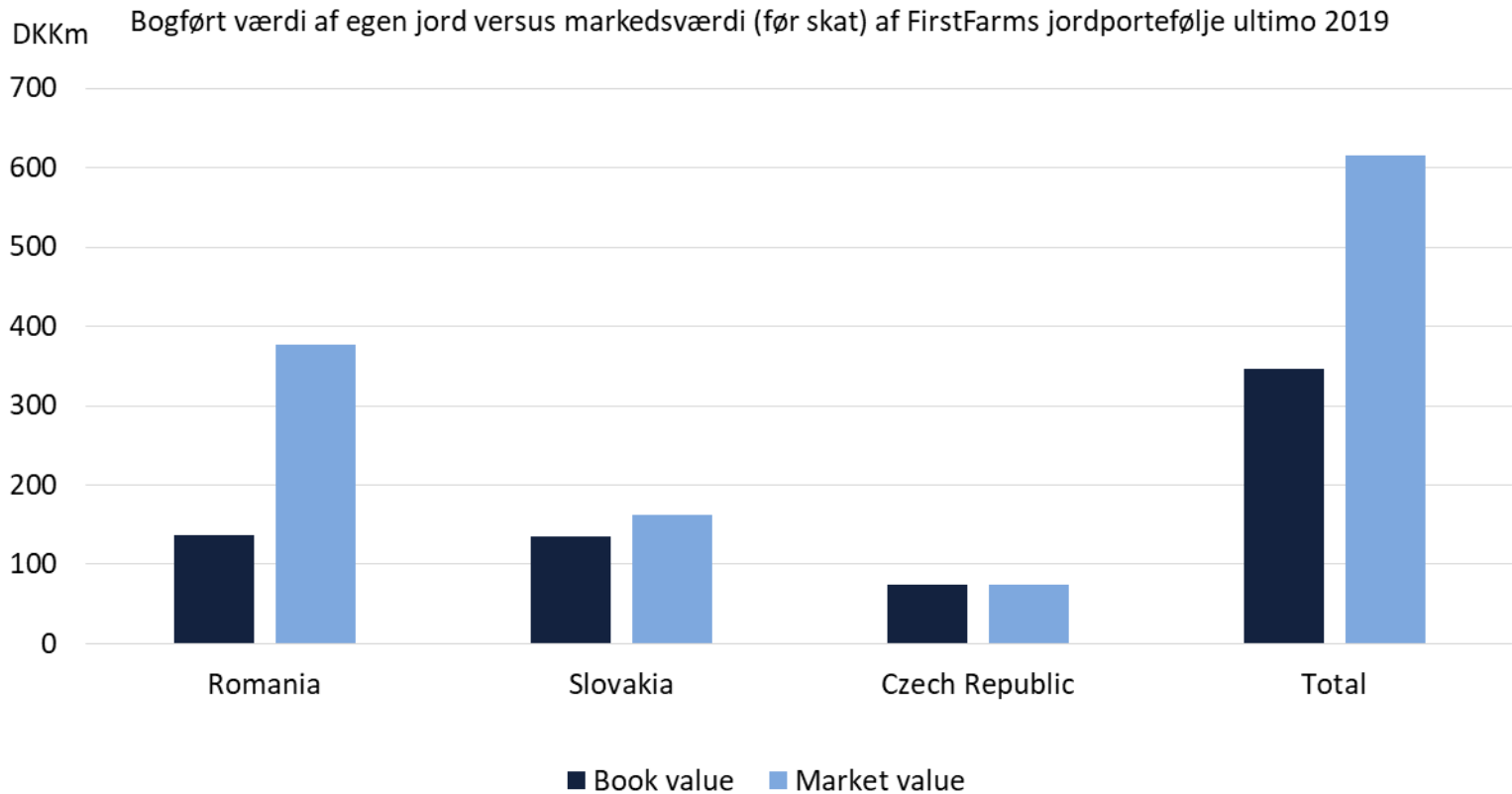


\* I 2014 er beregningen positivt påvirket af, at FirstFarms henover året foretog en sanering i besætningen for, at komme en bakterielignende organisme, der hedder Mycoplasma Bovis til livs.

# FirstFarms

## Bogført værdi versus markedsværdi af jordporteføljen

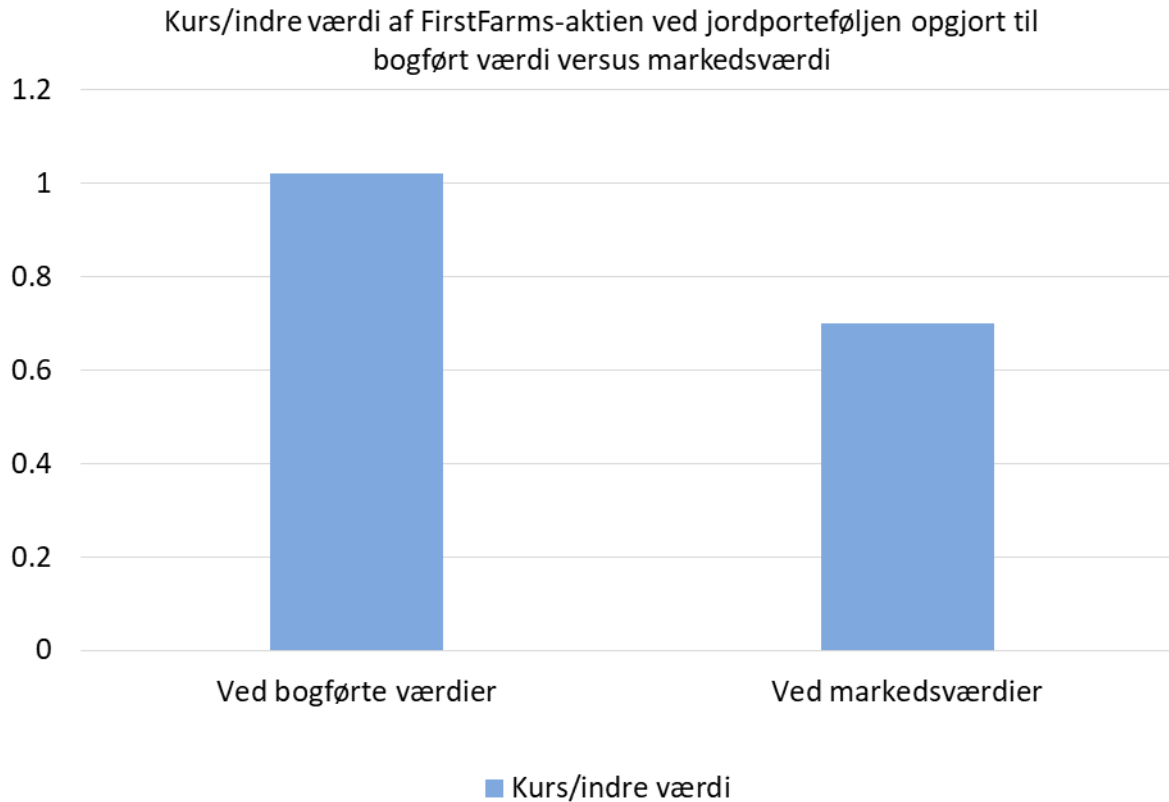
- Ultimo 2019 var markedsværdien af selskabets jordportefølje ca. DKK 225 mio. over bogført værdi efter skat (ca. DKK 270 mio. før skat).



# FirstFarms

## Kurs/indre værdi

- Ved en aktiekurs på DKK 65 pr. aktie er den børsnoterede markedsværdi af FirstFarms A/S på DKK 492 mio. svarende til en kurs/indre værdi på 1,02x. Var jordporteføljen derimod opgjort til markedsværdi ville kurs/indre værdi være i niveauet 0,70x.





# FirstFarms

## Helårstal - estimator

Per share data	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS excluding extraordinary items	-0.3	0.5	-4.5	-7.9	-2.0	1.9	-5.8	0.6	1.9	-4.7	-2.7	0.7	1.4	3.6	2.4	2.8	3.8
EPS fully diluted excluding EOI	-0.3	0.5	-4.5	-7.9	-2.0	1.9	-5.8	0.6	1.9	-4.7	-2.7	0.7	1.4	3.6	2.4	2.8	3.8
EPS fully diluted including EOI	-0.3	0.5	-4.7	-7.9	-2.0	1.9	-5.8	0.6	1.9	-4.7	-2.7	0.7	1.4	3.6	2.4	2.8	3.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BVPS	90.4	90.2	83.8	74.7	72.3	73.8	67.6	68.1	69.8	65.0	62.1	61.3	60.1	62.1	64.2	66.9	70.7
CEPS	5.8	1.0	-1.4	-1.8	4.0	5.2	-0.2	5.6	7.9	1.9	4.8	8.9	11.0	17.6	13.3	12.5	13.3
<b>Key ratios</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
P/Sales	52.9	11.3	4.8	3.4	3.3	1.7	1.4	2.0	1.7	1.7	1.7	1.5	1.1	1.3	1.5	1.5	1.4
P/E	nm	nm	nm	nm	nm	24.2	nm	81.0	23.8	nm	nm	79.9	32.2	18.5	27.3	23.4	17.3
P/BV	1.1	1.5	0.7	0.7	0.8	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0	0.9
P/CE	17.6	143.8	nm	nm	15.1	8.8	nm	8.5	5.6	22.1	9.9	6.2	4.2	3.8	4.9	5.2	4.9
P/FCF	nm	nm	nm	29.4	nm	nm	20.9	nm	17.3	nm	nm	8.7	nm	3.7	nm	29.5	18.8
EV/Sales	-8.7	8.3	5.3	4.1	4.1	2.2	2.1	2.8	2.6	3.0	3.1	2.5	2.4	2.7	2.7	2.8	2.6
EV/EBITDA	-27.3	146.6	nm	nm	34.5	8.0	nm	11.4	8.0	36.7	16.5	11.1	10.4	9.2	9.2	9.7	8.9
EV/EBIT	-2,944.0	nm	nm	nm	nm	16.7	nm	28.9	17.1	nm	nm	28.3	23.2	18.1	20.1	19.0	16.3
EV/IC	-0.8	1.9	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Payout ratio	nm	0.0%	nm	nm	nm	0.0%	nm	0.0%	0.0%	nm	nm	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Profitability</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
ROE after tax	nm	0.5%	-5.2%	-9.9%	-2.7%	2.6%	-8.2%	0.9%	2.7%	-6.9%	-4.3%	1.1%	2.4%	5.9%	3.8%	4.2%	5.5%
ROIC after tax	-0.3%	-4.4%	-6.9%	-7.5%	-1.3%	3.7%	-5.1%	2.3%	3.8%	-3.2%	-0.7%	3.1%	3.6%	5.4%	4.7%	5.0%	5.7%
NOPLAT/Sales	-2.0%	-13.5%	-39.5%	-41.1%	-6.2%	11.9%	-19.0%	8.3%	13.2%	-12.7%	-2.5%	8.1%	9.0%	12.8%	12.6%	14.0%	15.5%
Sales/avg. invested capital	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>Liquidity</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Interest coverage (x)	0.8	3.0	-9.2	-4.5	-1.4	2.5	-3.5	1.7	2.5	-1.7	-0.2	1.4	1.8	2.3	1.7	1.9	2.2
<b>Leverage</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Equity ratio	83.7%	85.7%	74.6%	68.4%	68.8%	70.0%	68.2%	65.8%	65.0%	58.2%	56.8%	51.1%	47.8%	36.6%	40.3%	40.8%	42.2%
Gearing	-75.6%	-39.9%	8.3%	14.9%	18.9%	19.2%	23.1%	30.2%	35.9%	45.9%	60.9%	68.5%	91.3%	117.2%	86.3%	84.4%	79.8%
<b>Capital expenditure ratios</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Capital expenditure/Depreciation	6.00	13.56	9.68	-0.44	2.30	0.75	0.18	0.89	0.00	0.89	0.69	1.13	1.27	1.82	0.97	1.60	1.60
Capital expenditure/Sales	1.88	2.22	3.00	-0.12	0.49	0.11	0.04	0.13	0.00	0.19	0.14	0.16	0.16	0.26	0.15	0.23	0.22
<b>Working capital ratios</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Inventory turnover (days)	592	114	277	115	101	94	88	88	117	125	133	88	89	86	86	88	83
Receivables turnover (days)	955	189	164	211	96	77	51	50	75	123	63	59	68	56	57	57	54
Credit period (days)	1312	150	303	179	187	137	156	96	88	122	60	60	52	84	84	85	80
<b>Price and no. of shares</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Price per share (year-end/current)	103	139	60	54	60	46	33	48	45	41	48	55	46	67	65	65	0
Market value - fully diluted	485	655	283	254	283	218	155	226	210	194	226	280	286	420	492	492	492
Enterprise value - fully diluted	163	485	315	307	347	285	228	323	328	334	404	496	624	880	911	920	919
No. of shares year end (m)	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	5.138	6.159	6.318	7.567	7.567	7.567
Average no. of shares (m)	2.356	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.925	5.648	6.239	6.942	7.567	7.567
No. of shares year end fully diluted (m)	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	5.138	6.159	6.318	7.567	7.567	7.567
Average no. of shares fully diluted (m)	2.356	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.712	4.925	5.648	6.239	6.942	7.567	7.567