

## Resumen Financiero

Concepto	Actual
Rating	Compra
Target Price	\$22.00

Price (13/03/26)	\$10.82
52-Week Range:	\$6.89 - \$11.79
Market Cap (mm):	\$1,530.7
Shr O/S-Diluted (mm):	141.5
Enterprise Val. (mm):	\$3,325.7
Avg Daily Vol (3 Mo):	854,585
Cash (mm):	\$305
Debt (mm):	\$2,100

	2025E	2026E	2027E
Revenue	\$1,350.0	\$2,100.0	\$2,200.0
EBITDA adj	\$300.0	\$700.0	\$750.0
EV/EBITDA	7.7x	4.75x	4.43x

## Price Performance



## El hedge macroeconómico que nadie tiene en cartera

### Resumen

Somos compradores de \$AGRO. A los precios actuales, creemos que merece una asignación del 3% al 10% en la mayoría de los portafolios. Vemos en Adecoagro un hedge macroeconómico con la presencia de activos reales, vinculados a commodities esenciales, con fuerte generación de caja y cotizando con un descuento significativo respecto a su valor real.

La tesis nació de lo macro hacia lo micro. Su posición líder en fertilizantes y agroindustria sudamericana — especialmente en Argentina — la hace atractiva como idea estructural. Como siempre, el factor determinante es el precio. Creemos que el activo cotiza significativamente por debajo de su valor real, y que esa divergencia tiene explicaciones. **Nuestro escenario base es de \$22 por acción, con espacio para sorpresas positivas.**

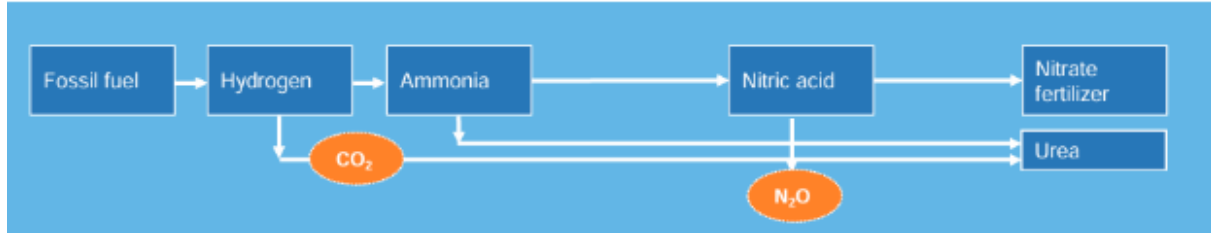
¿Qué comprás cuando comprás \$AGRO? Una empresa líder con más de 20 años en la agroindustria: produce azúcar y etanol a gran escala (+\$300M de EBITDA por año), opera más de 100.000 hectáreas propias y 130.000 arrendadas, y gestiona otras actividades agroindustriales, incluyendo el mayor tambo lechero de Argentina. **Ese es el piso: el valor duro del activo. Nuestra valoración conservadora es de \$13 por acción.**

El verdadero **punto de inflexión** para Adecoagro, tanto como negocio como para la acción, **fue la adquisición de Profertil** en diciembre pasado, el principal productor de fertilizantes de Sudamérica. **Esta transacción no ha obtenido la atención que se merece.** Adecoagro acaba de adquirir un monopolio por más de \$1.200M, a tres veces EBITDA, con generación de caja de aproximadamente \$390M por año. El negocio es consistentemente rentable, opera con ventajas competitivas y de escala, y tiene potencial de duplicar su capacidad productiva y expandir múltiplos. **Nuestra valoración conservadora de Profertil es de \$9 por acción.**

Creemos que el poco tiempo transcurrido desde la transacción, sumado a la nula cobertura sobre Adecoagro, explica por qué el mercado todavía no le atribuye el valor real de esta adquisición. **El earnings call de mañana por el Q4 2025 probablemente no traiga grandes sorpresas, pero sí esperamos mayor claridad sobre Profertil y sobre el posicionamiento favorable de la compañía de cara a 2026, en un contexto de tensiones geopolíticas y precios de commodities al alza.**

## El activo correcto, en el momento correcto

Adecoagro adquirió el 90% de Profertil, el monopolio argentino de fertilizantes, en diciembre. Desde entonces, la relevancia estratégica del sector creció exponencialmente. El **fertilizante** puede entenderse, en esencia, como **gas transformado en valor agregado**: un derivado industrial cuya producción tiende a concentrarse cerca de grandes reservas de gas.



La guerra en Irán está inmovilizando más del 45% de la producción global de urea. Muchos países cuentan con grandes reservas de petróleo y gas, pero no con la infraestructura industrial para transformarlas en fertilizantes. Construir esa capacidad lleva más de tres años, lo que genera un desbalance inmediato entre oferta y demanda —y potencialmente ganancias extraordinarias para Profertil.

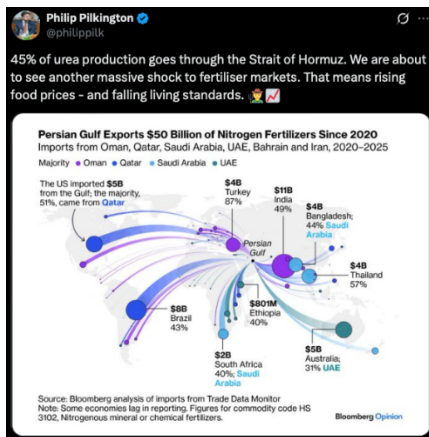
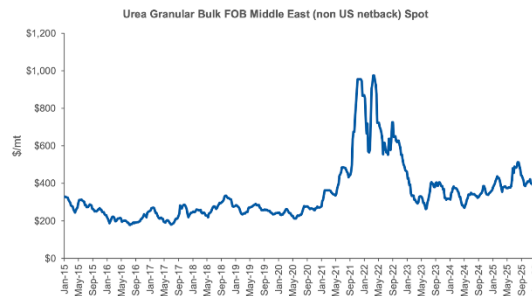


Exhibit 46: Middle East Urea (\$/mt fob)



ámbito • Negocios • YPF 15 de diciembre 2025 - 12:36

### Profertil cambia de manos: Adecoagro tomó el control total de la mayor productora de urea del país

Por Yanina Otero

La salida de Nutrien primero y de YPF después selló una operación por US\$1.200 millones que deja a la mayor planta de fertilizantes nitrogenados bajo control privado y con expectativas de expansión.



Adecoagro es hoy el productor monopolístico de fertilizantes sobre una de las mayores reservas de gas del mundo. Con gas abundante y una estructura de costos competitiva, Profertil es uno de los principales beneficiarios de la expansión de Vaca Muerta.

Los conflictos geopolíticos globales no deberían afectar la capacidad productiva de la compañía, pero sí mejoran sus condiciones de venta. Adecoagro no solo controla una planta capaz de producir más de 1,3 millones de toneladas de urea al año, sino también el derecho a construir una planta gemela, duplicando la producción.

Hay pocos sectores donde la industria argentina tiene una ventaja estructural real. ¿Tiene sentido fabricar remeras? No: en libre competencia, la importación a menor precio gana. ¿Tiene sentido agregar valor a uno de los principales commodities que exportamos? Absolutamente. Y haber pagado 3X EBITDA nos parece una “masterclass” por parte de Mariano Bosch, Tether y el equipo entero. Creación de valor para los shareholders extraordinaria.

Nuestra estimación, únicamente para Profertil, es de 5,5x EV/EBITDA sobre un EBITDA de \$350M anuales, equivalente a \$9 por acción, con margen de sorpresa al alza. Los precios de la urea han aumentado significativamente, las ganancias podrían estar subestimadas, y vemos espacio para expansión de múltiplos dada la fuerte demanda global y las perspectivas de crecimiento.



## Sub-exposición en portafolios argentinos

### **“Prefieren hectáreas a \$15.000 antes que \$AGRO a \$10”**

Durante la última semana conversamos con varios referentes del sector para conocer mejor la compañía. Todos conocen Adecoagro y tienen una imagen favorable de ella. Muchos le compiten directamente y son dueños de miles de hectáreas productivas. Sin embargo, **ninguno tenía acciones de \$AGRO**. Ni uno solo. La acción quedó olvidada. **Y eso nos encanta**.

Apenas unos pocos estaban al tanto de la compra de Profertil. Ninguno sabía que el 40% de los fertilizantes globales proviene del Medio Oriente, ni que sus precios habían subido más de 50% en pocas semanas.

El mercado de capitales argentino sigue siendo incipiente, con enorme espacio para evolucionar. Aun así, ya se observa que gran parte de los accionistas de empresas energéticas como YPF y Vista, o bancos como Galicia, son argentinos. El que trabaja en finanzas compra "\$GGAL". El que trabaja en el agro no compra \$AGRO. ¡Nadie tiene agro! Música para nuestros oídos.

**Adecoagro, en silencio y bajo el radar, se ha transformado en una empresa de energía** por derivada. En 2026, únicamente con sus negocios de etanol y fertilizantes, podría generar más de **\$700M de EBITDA**: \$300M provenientes de la producción de **etanol** en Brasil, y más de \$400M de la producción de **fertilizantes, un derivado del gas**.

**Esperamos un aumento en la exposición al agro y la energía, tanto en portafolios argentinos como a nivel global**. En ese escenario, vemos espacio para revalorización de activos y expansión de múltiplos, especialmente si Adecoagro comienza a ser percibida como una empresa de energía antes que de agro.

Argentina puede ser pequeña en términos globales, pero localmente hay miles de millones de dólares en movimiento. Con Tether controlando aproximadamente el 75% de \$AGRO, y otra porción en manos del management y accionistas estratégicos, el float efectivo probablemente sea inferior al 20% —es decir, menos de \$300M en acciones disponibles. El volumen promedio es de apenas \$8M diarios, muy bajo para una acción que cotiza en el NYSE.

Sí inversores globales buscan exposición a temáticas macro como LATAM, energía, agro o fertilizantes, tanto fondos internacionales como inversores locales terminarán compitiendo por apenas ~28 millones de acciones en float. Demanda creciente. Oferta muy limitada.

Se dice que Wall Street no ha entendido a Adecoagro. Puede ser. Pero **la mayor falla**, a nuestro criterio, **está en el capital argentino**. Nadie es dueño del líder agroindustrial del país. **Prefieren comprar hectáreas a \$15.000 antes que acciones de \$AGRO a \$10**.



## Orígenes de la tesis - Un "Macro Play" técnico

La idea original llegó desde el análisis técnico. No somos practicantes de esa escuela, pero la escuchamos con curiosidad: a veces el mercado anticipa una historia a través del precio, y vale la pena prestar atención.

Uno de los traders y analistas técnicos que más respetamos nos dijo: *"Este es uno de los gráficos más lindos que vi. Está formando un 'head and shoulders'. Proporcionalmente, lo que bajó en la cabeza (\$8) lo sube desde el techo del hombro (\$12), implicando por lo menos \$20 por acción."*



Como inversores en negocios, no en figuras, tomamos esa señal como punto de partida, construimos una estimación propia del valor del activo y la comparamos con el precio de mercado.

Druckenmiller —uno de los mejores inversores de la historia— suele decir que a veces el gráfico trae la idea y luego aparece el fundamento, y que en ocasiones se compra primero y se investiga después. No porque el análisis no importe, sino porque también importa el riesgo de quedar subexpuestos. Estudiar y entender una empresa en profundidad toma entre 3 y 24 meses; el mercado puede moverse mucho más rápido.

Al mirar debajo del capó, incluso de forma preliminar, encontramos valor. Curiosamente, nuestra estimación conservadora coincide con la señal técnica: ~\$22 por acción. Queremos ser francos: no somos expertos en ninguna de las industrias en las que opera Adecoagro. Intentamos compensar esa limitación con prudencia en nuestras proyecciones. Aun así, seguimos viendo múltiplos de valor.

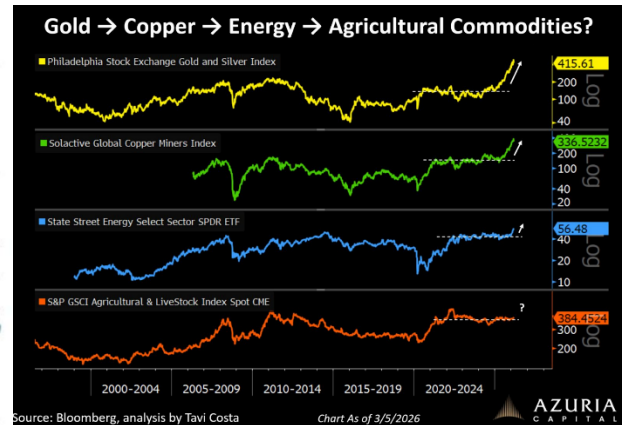
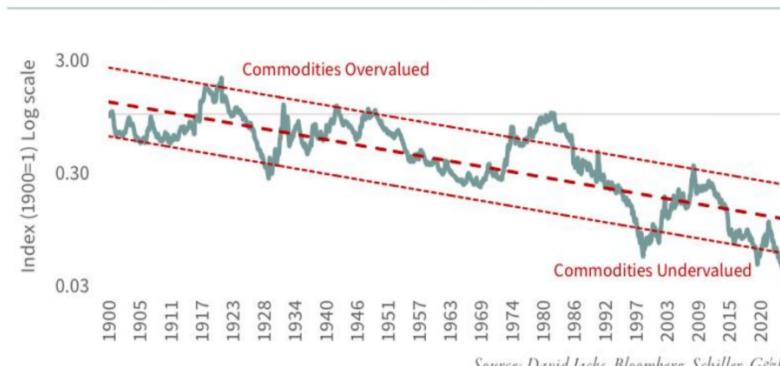
**Este documento puede ser visto como una invitación a pensar la compañía con nosotros, con convicción, con curiosidad y con la transparencia de quien todavía está haciendo el trabajo, pero ya decidió que valía la pena apretar el gatillo.**



## Posicionamiento macroeconómico

Adecoagro se encuentra en una posición macroeconómica particularmente favorable, incluso en un entorno de disrupciones globales. Es un beneficiario directo de precios más altos de commodities y energía, y ante una posible recesión global puede funcionar como un hedge efectivo. Lo distintivo de este hedge es su capacidad de generar alpha y outperformance también en escenarios globales favorables.

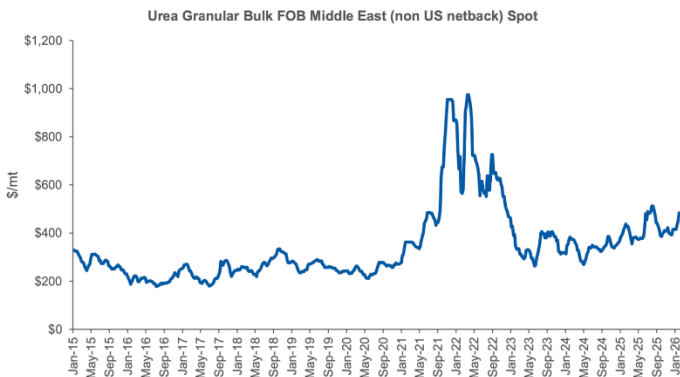
**FIGURE 4** Spot Commodities / S&P 500 (Log Scale)



La secuencia de eventos macroeconómicos parece estar acomodando cada pieza, validando tanto la tesis técnica como la fundamental. Primero subieron los metales, luego el petróleo. Lo que suele seguir son los fertilizantes y sus derivados, y finalmente los commodities agrícolas.

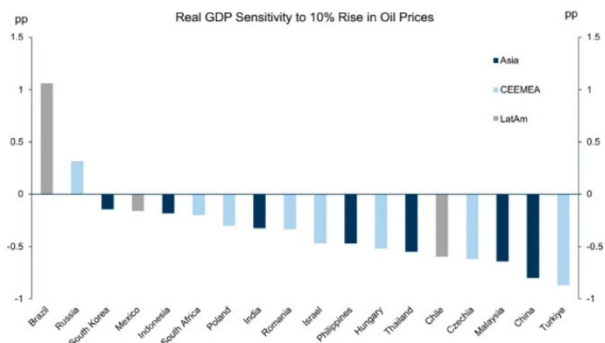
Brasil y Argentina son de los pocos países que se benefician de la suba en los precios del petróleo. A nivel sectorial, existe un claro desabastecimiento global de derivados industriales del petróleo y gas, lo que incrementa la probabilidad de ganancias extraordinarias.

**Exhibit 46:** Middle East Urea (\$/mt fob)



Source: CRU Group, Morgan Stanley Research

**Exhibit 1: Higher Oil Prices are Negative for Most Emerging Market Countries, Though Oil Exporters Benefit**



In deriving these estimates, we control for implication of other shocks, such as changes in exchange rates and broader financial conditions.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research



## Lo que estás comprando cuando comprás \$AGRO - El negocio

Durante mucho tiempo, Adecoagro fue un activo ignorado por el mercado: una empresa argentina, vinculada al agro y a commodities, en una geografía que muchos prefieren evitar antes que comprender. Mientras la atención escaseaba, la compañía continuó haciendo lo que hace desde 2002: ejecutar, sobrevivir, crecer y expandirse en una industria difícil, dentro de un país todavía más desafiante. Hoy, \$AGRO comprende los siguientes negocios:

- ❖ **Siembra: 100.000 hectáreas propias y 130.000 arrendadas.** *(Baja rentabilidad, valuado a valor contable. Escenario base: \$8/acción).*
  - Los últimos años fueron exigentes para este segmento: desde 2022, la caída en los precios de los commodities y las dificultades climáticas presionaron los resultados. Para la campaña 2025/26, la compañía recortó un 30% el área arrendada, concentrándose en los campos más productivos. Para la recuperación del sector, resulta clave que el gobierno sostenga la iniciativa de reducción de retenciones a las exportaciones.
  
- ❖ **Agro-industria: El tambo más grande de Argentina.** *(Baja rentabilidad, valuado a valor contable. Escenario base: \$1/acción).*
  - Cuentan con más de 14.400 vacas de ordeño y la capacidad de procesar más de 350 millones de litros de leche por año. Esto se realiza en sus plantas de Morteros (Córdoba), orientada a exportación, y Chivilcoy (Buenos Aires), enfocada en el mercado doméstico.
  
- ❖ **Etanol y Azúcar: El motor del negocio.** *(Altamente atractivo. +300M EBITDA/año. Valuado a 5x EV/EBITDA. Escenario base: \$4,3/acción).*
  - Este segmento es el principal generador de resultados de Adecoagro, representando típicamente entre el 70% y el 85% del resultado consolidado. Opera aproximadamente 213.000 hectáreas de caña de azúcar en los estados brasileños de Mato Grosso do Sul y Minas Gerais. El proceso consiste en moler caña para producir tres productos: azúcar, etanol y bioenergía. Lo que lo distingue es su flexibilidad: las plantas pueden redirigir la molienda en tiempo real según los precios de mercado. Si el azúcar cotiza mejor, se maximiza su producción; si el etanol paga más, se ajusta hacia ese destino. Ese mecanismo funciona como un hedge natural incorporado al negocio.
  
- ❖ **Profertil: Monopolio argentino de fertilizantes con gas de Vaca Muerta.** *(Altamente atractivo. Valuado a 5,5x EV/EBITDA. Escenario base: \$9/acción).*
  - Operan la única planta de urea granulada de Argentina, ubicada en Bahía Blanca. Capacidad instalada: 1,3 millones de toneladas anuales de urea granulada y 790.000 toneladas de amoníaco. La planta abastece aproximadamente el 60% del consumo nacional de urea.



Adecoagro contabiliza sus 100.000 hectáreas (y demás activos físicos del negocio agro) a \$1.000M, equivalente a \$10.000 por hectárea. Existe margen para el upside, pero preferimos limitarnos al valor contable actual. Históricamente, estos activos no han generado retornos destacables y no les asignaremos prima por productividad. Lo mismo aplica al negocio lechero. Por más que ambos segmentos puedan ser prometedores, en este ejercicio los valoramos por sus activos físicos. El valor combinado es de \$1.200M, **equivalente a \$9 por acción**.

Model Sheet Currency: USD									
	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	Q3 2025
Property, plant and equipment	820.9	1,480.4	1,493.2	1,358.3	1,422.6	1,565.4	1,549.6	1,548.6	1,681.6
<b>Key Metrics - Crops Segment (FS/PR)</b>									
Total Crops Segment Assets, mm	166.5	643.8	603.7	601.2	654.5	707.4	637.4	700.3	675.9
Total Crops Segment Liabilities, mm	69.8	111.7	32.9	43.0	45.9	59.7	57.0	54.0	53.1
<b>Crops BV</b>	<b>96.74</b>	<b>532.10</b>	<b>570.80</b>	<b>558.15</b>	<b>608.65</b>	<b>647.72</b>	<b>580.38</b>	<b>646.36</b>	<b>622.81</b>
Total Rice Segment Assets, mm	84.1	240.0	220.6	226.4	276.4	335.4	331.8	475.7	497.1
Total Rice Segment Liabilities, mm	62.8	59.0	46.1	42.7	38.4	121.4	4.3	27.8	83.4
<b>Rice BV</b>	<b>21.29</b>	<b>181.05</b>	<b>174.49</b>	<b>183.68</b>	<b>238.03</b>	<b>213.97</b>	<b>327.58</b>	<b>447.89</b>	<b>413.71</b>
Total Dairy Segment Assets, mm	29.1	61.6	112.2	120.0	161.1	190.7	138.1	230.4	215.5
Total Dairy Segment Liabilities, mm	2.4	0.5	100.6	105.1	63.0	138.9	84.6	69.7	68.0
<b>Dairy BV</b>	<b>26.76</b>	<b>61.01</b>	<b>11.60</b>	<b>14.94</b>	<b>98.16</b>	<b>51.82</b>	<b>53.48</b>	<b>160.65</b>	<b>147.45</b>
Total Sugar, Ethanol and Energy Business Segment Assets, mm	823.9	761.2	997.9	873.1	975.4	1,180.2	1,380.1	1,152.7	1,388.9
Total Sugar, Ethanol and Energy Business Segment Liabilities, mm	633.6	600.8	822.0	818.1	752.0	898.0	957.1	843.0	897.5
<b>Sugar BV</b>	<b>190.30</b>	<b>160.38</b>	<b>175.89</b>	<b>54.96</b>	<b>223.31</b>	<b>282.15</b>	<b>423.05</b>	<b>309.66</b>	<b>491.45</b>
<b>Total BV</b>	<b>335.09</b>	<b>934.54</b>	<b>932.78</b>	<b>811.72</b>	<b>1,168.15</b>	<b>1,195.65</b>	<b>1,384.48</b>	<b>1,564.55</b>	<b>1,675.41</b>

Distinto es el caso del azúcar y el etanol. Este negocio ha demostrado una rentabilidad extraordinaria, evidenciando la capacidad de Adecoagro de operar proyectos agroindustriales a gran escala. La compañía no es dueña de las tierras donde se cultiva la caña, sino de las plantas procesadoras. Ha generado consistentemente más de \$300M de EBITDA anual.

Por sus ventajas estructurales, economías de escala y track record histórico, este negocio merece múltiplos superiores. Sin embargo, dada la prima de riesgo macro de Argentina y Brasil, nos limitamos a un múltiplo de 5x EV/EBITDA. Esto arroja un enterprise value de \$1.500M; descontando \$900M de deuda, resulta en \$600M de equity, o **\$4,3 por acción**. Con \$400M de EBITDA y un múltiplo de 7x, el valor se triplica hasta **\$13,5 por acción**.

Para contextualizar: las empresas agrícolas a nivel global cotizan a 7x–10x EV/EBITDA, con un rango de 5x a 15x según el momento del ciclo de commodities. A mitad de ciclo, una expectativa de 8x–10x es razonable para un negocio de esta calidad. Utilizamos 5x en nuestro escenario base y 7x en el optimista; ambos por debajo de lo que cotizan sus comparables internacionales como punto de partida. El descuento es intencional: refleja la prima de riesgo argentino incorporada en nuestro análisis. (Ver tabla de comparables agrícolas globales en el apéndice.)

**Esto ubica el escenario base de Adecoagro —previo a la adquisición de Profertil— entre \$13,3 y \$22 por acción.**

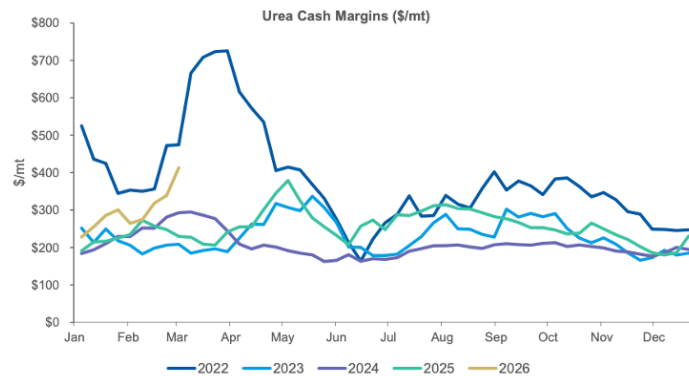


## Profertil

La adquisición de Profertil se financió con aproximadamente \$600M en deuda y \$600M de equity. El negocio tiene capacidad para generar más de \$390M de EBITDA por año. Utilizando conservadoramente \$350M de EBITDA, aplicando un descuento por riesgo argentino y un múltiplo de 5,5x EV/EBITDA, se obtiene un activo valuado en \$1.900M, con un valor para el accionista neto de deuda de \$1.300M: **\$9 por acción**.

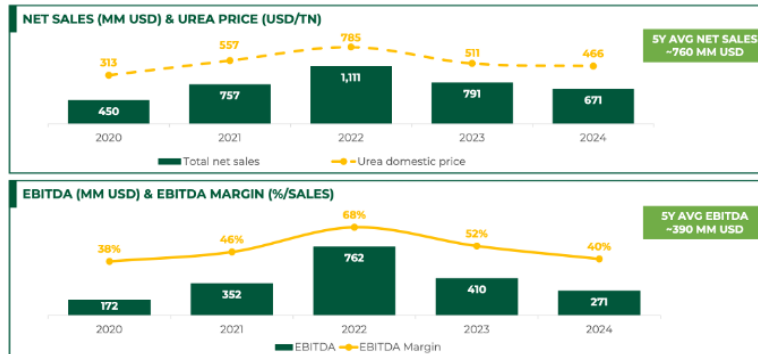
El carácter monopólico del negocio, las altas barreras de entrada y las ventajas estructurales de Vaca Muerta hacen de Profertil un activo estratégico que, en nuestra opinión, merece una prima de valuación. En el contexto actual de tensiones geopolíticas y escasez global de fertilizantes, superar los \$400M de EBITDA este año parece razonable.

**Exhibit 53:**  
Urea Cash Margins (\$/mt)



Source: Bloomberg, NYMEX, CRU Group, Morgan Stanley Research

### PROFERTIL'S FINANCIAL HIGHLIGHTS



STRONG FINANCIALS AND CONSISTENT CASH GENERATION

El EBITDA promedio de Profertil en los últimos cinco años fue de aproximadamente \$390M anuales, consistente con márgenes de producción de urea cercanos a \$300 por tonelada, sobre una capacidad instalada de 1,3 millones de toneladas anuales.

En 2022, la pérdida de aproximadamente el 10% de la producción global por la salida de Rusia tras el inicio de la guerra con Ucrania llevó el precio de la urea a ~\$900 por tonelada, con márgenes cercanos a \$700. Ante una posible pérdida del 40% de la producción asociada al Estrecho de Ormuz, no sería sorprendente ver precios aún más elevados.

Un año favorable, con \$500M de EBITDA, compresión del descuento por riesgo argentino y un múltiplo de 7x EV/EBITDA que refleje crecimiento, podría representar **\$20 por acción. Solo de Profertil**.



## Conclusión

Adecoagro presenta una oportunidad de inversión poco común: un activo real, vinculado a commodities esenciales, con fuerte generación de caja y cotizando con un descuento significativo respecto a su valor real.

La adquisición de Profertil transforma estructuralmente el perfil de la compañía, incorporando un negocio estratégico de fertilizantes con ventajas competitivas globales y potencial de expansión.

El piso está claro. El techo acaba de elevarse.

Somos compradores de \$AGRO. A los precios actuales, creemos que merece una asignación del 3% al 10% en la mayoría de los portafolios financieros.

Puntos Clave
Macro hedge con generación de alpha
Valor estratégico de Profertil
Descuento por riesgo argentino aún implícito
Fuerte subexposición del capital argentino
Análisis técnico sugiriendo \$20+/acción
Bajo float y potencial de re-rating
Nuestras Valuaciones
Escenario base: \$22 por acción
Escenario optimista: \$46 por acción
Escenario pesimista: \$6 por acción



## Analisis de Escenarios: Valuación de Equity

Escenario	Tierras Agrícolas	Agro-Industria	Azucar & Ethanol	Profertil	Valora Equity Total (\$M)	\$/share (140M acciones totales)	Probabilidad Asignada
<b>Bear</b>	500 <sup>1</sup>	0 <sup>4</sup>	200 <sup>7</sup>	200 <sup>10</sup>	<b>900</b>	<b>\$6.43</b>	<b>20%</b>
<b>Base</b>	1,000 <sup>2</sup>	140 <sup>5</sup>	600 <sup>8</sup>	1,300 <sup>11</sup>	<b>3,040</b>	<b>\$21.71</b>	<b>65%</b>
<b>Bull</b>	1,600 <sup>3</sup>	220 <sup>6</sup>	1,800 <sup>9</sup>	2,900 <sup>12</sup>	<b>6,520</b>	<b>\$46.57</b>	<b>15%</b>
<b>Valor esperado ponderado por probabilidad</b>						<b>\$22.39</b>	

### Notas

- <sup>1</sup> Tierra Agrícola — Escenario Pesimista (\$500M): Precios históricamente deprimidos de tierras agrícolas en Argentina a ~\$5.000/hectárea x ~100.000 hectáreas en propiedad. Supone una dislocación macroeconómica severa o descuento por venta forzada.
- <sup>2</sup> Tierra Agrícola — Escenario Base (\$1.000M): Valor en libros actual registrado en el balance a ~\$10.000/hectárea x ~100.000 hectáreas. No se asume revalorización ni productividad.
- <sup>3</sup> Tierra Agrícola — Escenario Optimista (\$1.600M): ~\$16.000/hectárea, reflejando valores de tierras productivas alcanzables bajo condiciones macroeconómicas normalizadas en Argentina.
- <sup>4</sup> Agro-Industria — Escenario Pesimista (\$0M): Quiebra total o liquidación de los activos agroindustriales. Se asume valor de recuperación cero tras el pago de pasivos.
- <sup>5</sup> Agro-Industria — Escenario Base (\$140M): Valor en libros de los activos agroindustriales tal como se registra actualmente en el balance. No se aplica prima ni descuento.
- <sup>6</sup> Agro-Industria — Escenario Optimista (\$220M): ~1,5x valor en libros, reflejando una prima moderada por productividad operativa y mejor aprovechamiento de los activos del segmento agroindustrial.
- <sup>7</sup> Azúcar & Etanol — Escenario Pesimista (\$200M): >60% de deterioro sobre el valor contable actual. Refleja bajo rendimiento operativo severo, colapso de precios de materias primas o disrupciones regulatorias.
- <sup>8</sup> Azúcar & Etanol — Escenario Base (\$600M): Rentabilidad EBITDA actual mantenida; múltiplo conservador de 5x EV/EBITDA aplicado para reflejar el riesgo geográfico y político de Argentina y Brasil.
- <sup>9</sup> Azúcar & Etanol — Escenario Optimista (\$1.800M): Mejora del EBITDA respecto al escenario base con expansión de múltiplo a ~7x EV/EBITDA
- <sup>10</sup> Profertil — Escenario Pesimista (\$200M): >66% de deterioro sobre el valor contable actual. Impulsado por riesgo político extremo, posible expropiación o supuestos ultraconservadores.
- <sup>11</sup> Profertil — Escenario Base (\$1.300M): ~\$350M de EBITDA esperado x 5,5x EV/EBITDA, reflejando el descuento por riesgo país de Argentina sobre un activo de fertilizantes nitrogenados de alta calidad.
- <sup>12</sup> Profertil — Escenario Optimista (\$2.900M): Persistencia de precios elevados de fertilizantes (estrechez estructural de oferta) combinada con una revalorización de Argentina a medida que el riesgo macro disminuye y mejora el apetito inversor por activos de Latinoamérica.



## Información Suplementaria

### Adecoagro

Company Note - 12 November 2025

### BTG Pactual Affiliate Research

Banco BTG Pactual S.A.

### Adecoagro

Income Statement (US\$m)	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E
Revenue	1,352	1,444	1,476	1,407
Operating expenses (ex depn)	(924)	(1,011)	(1,084)	(953)
EBITDA (BTG Pactual)	429	465	401	454
Depreciation	(192)	(210)	(222)	(211)
Operating income (EBIT, BTG Pactual)	237	254	179	243
Other income & associates	0	0	0	0
Net Interest	(103)	64	(147)	(50)
Abnormal items (pre-tax)	0	0	0	0
Profit before tax	134	318	32	193
Tax	(27)	(79)	57	(48)
Profit after tax	107	239	89	145
Abnormal items (post-tax)	0	0	0	0
Minorities / pref dividends	0	0	0	0
Net Income (local GAAP)	107	239	89	145
Adjusted Net Income	107	239	89	145
Tax rate (%)	20	25	0	25
Per Share	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E
EPS (local GAAP)	0.99	2.26	0.89	1.45
EPS (BTG Pactual)	0.99	2.26	0.89	1.45
Net DPS	0.32	0.33	0.35	0.35
BVPS	10.41	11.59	13.68	14.78
Cash Flow (US\$m)	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E
Net Income	107	239	89	145
Depreciation	192	210	222	211
Net change in working capital	(58)	14	(103)	43
Other (operating)	0	0	0	0
Net cash from operations	241	464	207	399
Cash from investing activities	(200)	(200)	(200)	(200)
Cash from financing activities	265	(104)	(206)	(35)
Bal sheet chge in cash & equivalents	129	73	(145)	132
Balance Sheet (US\$m)	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E
Cash and equivalents	329	402	257	390
Other current assets	694	653	758	696
Total current assets	1,023	1,056	1,015	1,085
Net tangible fixed assets	1,599	1,583	1,582	1,603
Net intangible fixed assets	396	434	411	411
Investments / other assets	91	92	107	107
Total assets	3,109	3,165	3,115	3,206
Trade payables & other ST liabilities	331	287	301	282
Short term debt	280	207	100	100
Total current liabilities	611	494	400	381
Long term debt	728	698	680	680
Other long term liabilities	707	626	626	626
Total liabilities	2,046	1,818	1,707	1,688
Equity & minority interests	1,164	1,266	1,408	1,518
Total liabilities & equities	3,210	3,084	3,115	3,206



**Exhibit 9: Global Agriculture Comps**

Ticker	Company	Local Currency	Current Price	Market Cap	Enterprise Value	Dividend Yield	FCF Yield			EV/EBITDA			P/E		
							FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2026	FY 2027	FY 2028
<b>AGRIBUSINESS</b>															
ADM	Archer-Daniels-Midland Co	USD	67.88	32,664	40,321	3.0%	2.9%	5.7%	NA	9.8x	9.1x	9.4x	17.2x	14.8x	15.5x
ANDE	Andersons Inc	USD	65.50	2,197	3,044	1.2%	4.7%	6.7%	NA	8.1x	7.5x	6.5x	13.7x	11.7x	NA
BG	Bunge Global Ltd	USD	121.95	23,580	36,303	2.3%	8.2%	10.2%	NA	10.1x	8.8x	8.6x	15.1x	12.2x	11.6x
DAR	Darling Ingredients Inc	USD	51.60	8,162	12,255	0.0%	5.6%	8.6%	NA	8.7x	8.0x	6.9x	NA	13.5x	10.8x
INGR	Ingredion Inc	USD	117.16	7,375	8,160	2.8%	9.6%	6.0%	NA	6.4x	6.1x	5.9x	10.2x	9.7x	9.2x
F34	Wilmar International Ltd	SGD	3.58	22,924	42,739	3.9%	4.7%	5.7%	7.9%	10.2x	10.0x	9.1x	15.3x	14.4x	17.9x
<b>Average</b>						<b>2.2%</b>	<b>6.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.9x</b>	<b>8.3x</b>	<b>7.7x</b>	<b>14.3x</b>	<b>12.7x</b>	<b>13.0x</b>
<b>FERTILIZERS</b>															
<b>Nitrogen</b>															
CF	CF Industries Holdings Inc	USD	97.18	15,158	19,328	2.0%	8.4%	6.2%	4.9%	7.6x	8.5x	8.3x	12.0x	14.6x	14.0x
OCI	OCI NV	EUR	3.47	734	(49)	NA	19.3%	10.7%	0.7%	-0.1x	-0.6x	-0.6x	9.3x	NA	NA
NTR	Nutrien Ltd	USD	71.20	34,730	46,050	3.1%	7.8%	7.3%	6.6%	7.5x	7.6x	7.5x	14.6x	14.7x	14.4x
2020	SABIC Agri-Nutrients Company S	SAR	125.80	59,890	49,376	5.1%	6.4%	5.2%	4.3%	10.7x	12.3x	17.2x	15.3x	17.3x	28.1x
<b>Potash</b>															
IPI	Intrepid Potash Inc	USD	33.54	450	375	0.0%	NA	NA	NA	7.5x	7.7x	NA	54.5x	62.7x	NA
SDF	K+S AG	EUR	14.49	2,595	2,505	1.0%	0.1%	1.5%	5.2%	3.8x	3.8x	3.8x	16.4x	16.6x	17.1x
000792	Qinghai Yanhu Industry Co Ltd	CNY	33.66	178,295	162,163	0.0%	4.5%	5.1%	NA	12.1x	9.9x	NA	19.5x	16.7x	NA
ICL	ICL Group Ltd	USD	5.43	6,911	9,431	3.3%	5.8%	6.8%	NA	5.9x	5.7x	NA	13.4x	12.0x	12.1x
APOT	Arab Potash Company Plc	JOD	39.88	3,323	2,825	3.0%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
<b>Phosphate</b>															
MOS	Mosaic Co	USD	29.43	9,341	13,913	2.9%	6.9%	9.0%	8.0%	6.0x	5.7x	5.8x	13.4x	11.7x	11.8x
DNL	Dyno Nobel Ltd	AUD	3.33	5,926	7,297	3.6%	7.2%	5.6%	5.3%	7.3x	8.5x	8.2x	12.7x	15.7x	14.1x
JOPH	Jordan Phosphate Mines Compa	JOD	26.07	7,821	6,960	5.1%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1211	Saudi Arabian Mining Company	SAR	70.80	275,346	305,432	0.0%	3.0%	1.8%	5.6%	17.3x	17.6x	17.8x	27.9x	27.8x	28.0x
<b>Average</b>						<b>2.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>7.6x</b>	<b>7.7x</b>	<b>8.2x</b>	<b>25.9x</b>	<b>29.7x</b>	<b>28.3x</b>
<b>SEED AND CROP CHEMICALS</b>															
CIVA	Corteva Inc	USD	76.31	51,320	49,612	0.93%	4.2%	4.9%	5.5%	12.0x	11.3x	10.5x	20.9x	19.0x	17.1x
FMC	FMC Corp	USD	14.62	1,826	5,344	2.15%	10.6%	13.6%	16.2%	7.6x	6.8x	6.5x	7.4x	5.8x	5.6x
BAYN	Bayer AG	EUR	43.68	42,912	75,431	0.24%	4.1%	7.8%	8.0%	7.8x	7.4x	7.0x	9.5x	8.7x	8.0x
4005	Sumitomo Chemical Co Ltd	JPY	568.00	941,695	2,122,532	2.03%	10.9%	8.9%	12.3%	7.1x	6.9x	7.0x	19.1x	13.3x	12.7x
000553	ADAMA Ltd	CNY	5.87	13,120	25,282	0.00%	NA	NA	NA	6.5x	6.1x	NA	NA	24.6x	NA
BAS	BASF SE	EUR	48.89	43,635	65,679	4.62%	4.9%	5.8%	6.9%	9.0x	8.3x	7.8x	18.8x	14.6x	13.4x
NUF	Nufarm Ltd	AUD	2.08	799	1,870	0.00%	9.7%	10.2%	14.4%	4.8x	4.4x	4.1x	NA	11.0x	8.5x
<b>Average</b>						<b>1.3%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.8%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.1x</b>	<b>7.5x</b>	<b>7.3x</b>	<b>16.6x</b>	<b>14.2x</b>	<b>11.2x</b>
<b>Total Average</b>						<b>2.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.2x</b>	<b>7.8x</b>	<b>7.7x</b>	<b>18.9x</b>	<b>18.9x</b>	<b>17.5x</b>

Note: All figures based on Refinitiv consensus. Source: Morgan Stanley Research, Refinitiv

Top 10 Urea Producing Companies	Region	Urea Capacity (Mt)	%	Market Cap
<b>CF Industries, Inc</b>	<b>North America</b>	<b>6.9</b>	<b>2.9%</b>	<b>20.0</b>
Qatar Fertilizer Company [QAFCO]	West Asia	5.6	2.3%	N/A
Indian Farmers Fertilizer Cooperative LTP	South Asia	4.2	1.7%	N/A
<b>Nutrien</b>	<b>North America</b>	<b>4.0</b>	<b>1.7%</b>	<b>33.0</b>
Shandong Runying Chemical	East Asia	3.9	1.6%	N/A
P.T. Pupuk Kalimantan Timur [KALTIM]	East Asia	3.8	1.6%	N/A
National Fertilizers Ltd. [NFL]	South Asia	3.6	1.5%	N/A
Chambal Fertilizers	India	3.5	1.5%	1.8
Saudi Arabian Fertilizer Co. [SAFCO/SABIC]	West Asia	3.5	1.5%	17.0
Pardis Petrochemical Co	Iran	3.3	1.4%	1.2
<b>Profertil (Adecoagro, ex Nutrien+YPF)</b>	<b>Latin America</b>	<b>1.4</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.4</b>
<i>Others</i>		196.9	81.8%	



## Disclaimer

§AGRO | Adecoagro — Informe de Análisis | Valora Investment Group LLC

El presente documento (en adelante, el "Informe") ha sido elaborado por Valora Investment Group LLC ("Valora" o "la Firma") con fines exclusivamente informativos y analíticos, destinado únicamente a sus destinatarios originales. El Informe no constituye, bajo ninguna circunstancia, una oferta, solicitud o recomendación para comprar, vender o mantener acciones, ADRs, opciones u otros instrumentos financieros vinculados a Adecoagro S.A. (NYSE: AGRO), Profertil S.A. ni a ningún otro emisor o commodity mencionado. Tampoco constituye asesoramiento financiero, legal, impositivo ni de ninguna otra naturaleza profesional. Valora no es sociedad de bolsa, asesor de inversiones registrado ni entidad supervisada por organismo regulador alguno en Argentina, Estados Unidos, Brasil ni ninguna otra jurisdicción relevante.

Conflicto de interés y posición propia: Valora Investment Group, sus socios, directores, empleados y personas vinculadas a la Firma mantienen, a la fecha de elaboración de este Informe, posiciones largas en acciones y/o ADRs de Adecoagro S.A. (NYSE: AGRO) y tienen la intención de incrementar dicha exposición. Esta circunstancia configura un conflicto de interés real y significativo que el lector debe ponderar al evaluar las conclusiones y valoraciones del presente análisis. Las personas vinculadas a la Firma pueden, en cualquier momento y sin obligación de notificación, ampliar, reducir o liquidar cualquier posición en los instrumentos referenciados. La Firma puede asimismo sostener en el futuro relaciones comerciales o de consultoría con emisores mencionados en el Informe.

Este Informe contiene proyecciones financieras, estimaciones de valoración y declaraciones sobre hechos futuros ("Declaraciones Prospectivas"), incluyendo estimaciones de EBITDA, valoraciones SOTP, precios objetivo, múltiplos de valoración (EV/EBITDA, P/E), proyecciones de precios de commodities y escenarios probabilísticos (bear / base / bull). Dichas Declaraciones se basan en supuestos que Valora considera razonables a la fecha de elaboración, pero son inherentemente inciertos: los resultados reales pueden diferir de forma material como consecuencia de, entre otros factores, la volatilidad en precios de urea y gas natural; cambios en política económica, fiscal o cambiaria en Argentina y Brasil; riesgos de operación en mercados emergentes; tensiones geopolíticas y su impacto sobre cadenas de suministro de fertilizantes; la capacidad de Adecoagro de integrar Profertil; y variaciones en la demanda global de alimentos y fertilizantes. Los rendimientos históricos y los patrones de análisis técnico referenciados no constituyen garantía de rendimientos futuros.

Valora ha realizado esfuerzos razonables para obtener información de fuentes confiables —incluyendo reportes SEC (Form 20-F, 6-K) de Adecoagro, informes de BTG Pactual, Morgan Stanley Research y CRU Group, y datos de Bloomberg y Refinitiv—, pero no verifica de manera independiente toda la información de terceros y no otorga garantía alguna sobre su exactitud, completitud ni idoneidad. Los datos financieros pueden diferir de estados financieros auditados finales; cualquier inconsistencia debe resolverse en favor de la información oficial de los emisores. Valora no asume obligación de actualizar ni corregir este Informe ante cambios sobrevinientes en condiciones de mercado, desarrollos corporativos o cambios regulatorios; las opiniones reflejan el juicio de la Firma exclusivamente a la fecha de elaboración.

La inversión en acciones o ADRs de Adecoagro S.A. implica riesgos específicos que el inversor debe evaluar en forma independiente, entre los que se destacan: riesgo de liquidez, dado el volumen promedio diario reducido y el float efectivo limitado por la elevada concentración accionaria; riesgo de concentración, ya que un único accionista controla aproximadamente el 75% del capital y puede adoptar decisiones que no reflejen los intereses de minoritarios; riesgo regulatorio argentino, por la histórica inestabilidad del marco legal del país, con antecedentes de expropiación, controles de cambio y restricciones a la remisión de utilidades; riesgo de integración post-adquisición, dado que la incorporación de Profertil es reciente y conlleva desafíos operativos y financieros aún no completamente evidenciados; y riesgo de apalancamiento, en tanto la adquisición fue financiada parcialmente con deuda.

En la máxima extensión permitida por la ley, Valora Investment Group y sus socios quedan exentos de toda responsabilidad por daños directos, indirectos o consecuentes —incluyendo pérdidas de capital o lucro cesante— derivados del uso de este Informe; el lector asume plena responsabilidad por sus decisiones de inversión. Este documento está dirigido exclusivamente a inversores sofisticados o calificados; no constituye oferta pública en los términos de la Ley N° 26.831 (Argentina), el Securities Act de 1933 ni el Securities Exchange Act de 1934 (EE.UU.), y Valora no está registrado como Investment Adviser ante la SEC. El tratamiento impositivo varía según la situación de cada inversor; se recomienda consultar asesores propios. Jurisdicción aplicable: leyes de la República Argentina; Tribunales Ordinarios de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

---

**AL ACCEDER A ESTE INFORME, EL LECTOR RECONOCE HABER LEÍDO, COMPRENDIDO Y ACEPTADO ÍNTEGRAMENTE LOS TÉRMINOS AQUÍ EXPUESTOS.**

