



Análise

TRXF11

Produzido por SIMPLA CLUB

Carlos Humberto Junior

Última Atualização

O TRXF11 segue com um ritmo acelerado de crescimento, mesmo em um cenário adverso para os fundos imobiliários. A Selic a 15% é um grande impeditivo para as emissões tradicionais; por isso, os gestores foram criativos na prospecção de negócios cujo pagamento é feito em cotas, dispensando a necessidade de arrecadar dinheiro nas captações.

Em 2025, o fundo já concluiu sua 11.^a emissão, que levantou o equivalente a R\$1,2 bilhão, e está realizando sua 12.^a emissão, com o objetivo de captar mais R\$2 bilhões, podendo chegar até R\$3 bilhões.

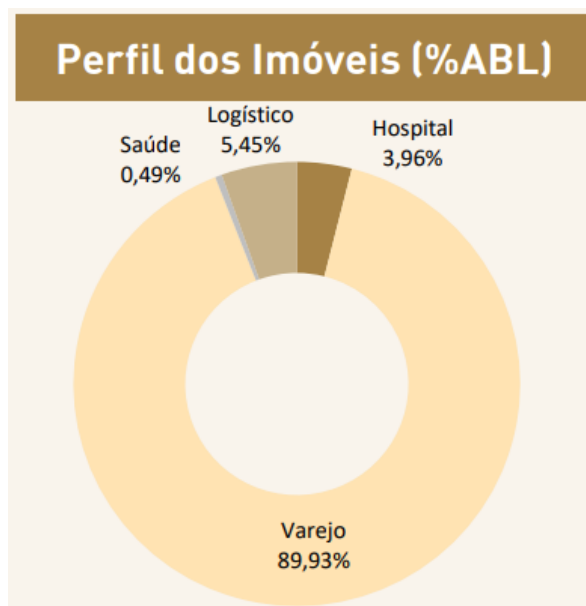
O fundo tem R\$2,3 bilhões em negociações de aquisição bem encaminhadas, sendo que R\$1,9 bilhão foi acordado para ser pago em cotas. Em resumo, o fundo recebe o imóvel, e o vendedor passa a ser cotista do TRXF11.

Se bem-sucedida, a 12.^a emissão de cotas fará o fundo ultrapassar a marca de 100 imóveis. O portfólio do fundo está se tornando cada vez mais diversificado e menos dependente dos maiores inquilinos.

Sempre destacamos em nossos relatórios que o TRXF11 não se limita a um FII de varejo, pois seu regulamento confere liberdade para a aquisição de ativos de diversas classes. Nesta mais recente captação, isso se torna ainda mais claro, já que mais de R\$600 milhões serão destinados à compra de imóveis logísticos e mais de R\$300 milhões, à aquisição de centros comerciais.

Vale lembrar que, em meados de 2024, o fundo adquiriu, por R\$620 milhões, participação na nova unidade do Hospital Albert Einstein. As obras do imóvel têm previsão de término em julho de 2026.

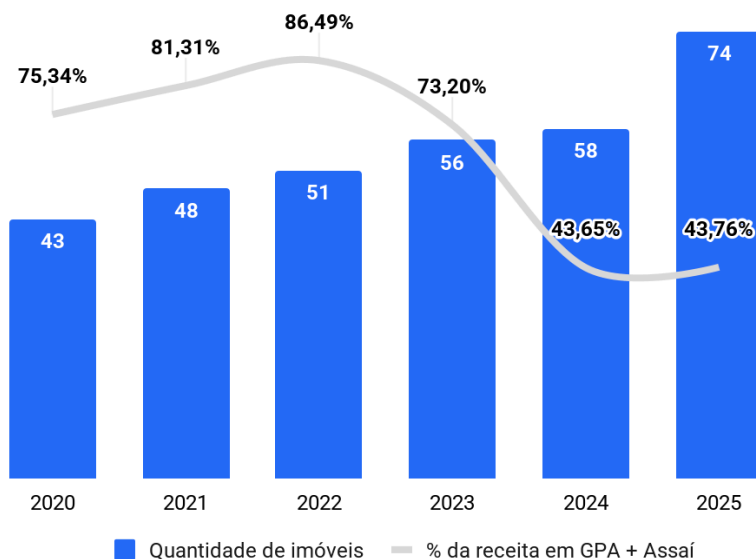
A figura abaixo mostra o perfil dos ativos dentro do fundo.



*Tipo de imóveis do fundo.
Fonte: Relatório gerencial.*

O varejo segue como destaque absoluto da carteira do TRXF11, mas, há pouco mais de um ano, ele representava 100% do portfólio. A gestão vem executando com sucesso o plano de torná-lo um FII híbrido.

O crescimento do fundo tem como grande vantagem a redução da dependência de determinados inquilinos. O TRXF11 ainda possui grande parte de sua receita oriunda do Grupo Pão de Açúcar e do Assaí, mas a situação é muito melhor do que em anos anteriores. O gráfico abaixo mostra a evolução no número de imóveis do fundo, assim como o histórico da receita atrelada a esses dois locatários.



Quantidade de imóveis e % da receita atrelada ao GPA e Assaí.
Fonte: Simpla Club.

Com o fim da 12.^a emissão, o fundo poderá atingir a marca de 110 imóveis e continuará reduzindo seu risco de concentração de receita.

É importante destacar que a evolução do TRXF11 não ocorreu apenas por meio de aquisições, mas também por meio de diversas vendas de imóveis. De 2021 a 2023, foram realizadas cinco transações de venda e, apenas em 2024, oito ativos foram alienados. Em 2025, até setembro, o fundo já se desfez de três propriedades.

As vendas costumam ser justamente de ativos locados para o Assaí e o GPA. O TRXF11 aplica com eficiência a estratégia de compra em lotes e vendas individuais. Ao adquirir os ativos em grandes quantidades, é possível obter preços mais vantajosos, o que favorece o fundo na venda de cada loja separadamente.

Apenas em 2025, a boa execução dessa estratégia gerou mais de R\$1/cota em lucro com as vendas.

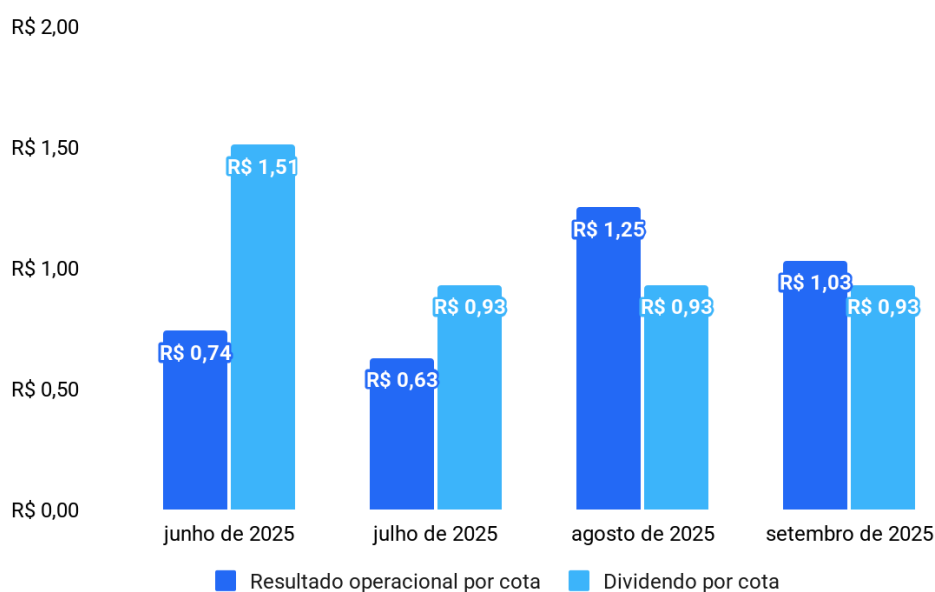
As negociações feitas pelo TRXF11 até o momento, em sua maioria, foram bastante positivas. A gestão ativa do portfólio é um ponto a ser elogiado dentro do fundo e deve continuar sendo aplicada.

Entretanto, esse cenário exige atenção, já que a receita do fundo é bastante influenciada por resultados não recorrentes. Se somarmos a alavancagem do TRXF11 às inúmeras aquisições e vendas, teremos como resultado um rendimento bastante difícil de ser estimado. A TRX auxilia os investidores nesse aspecto ao fornecer um *guidance* de pagamentos.

Atualmente, a gestora do fundo espera pagar, nos próximos 12 meses, entre R\$0,90/cota e R\$0,93/cota. Essa expectativa permanece inalterada mesmo após a conclusão da nova emissão de cotas.

Esse patamar de rendimentos já é influenciado pelos lucros com a venda de ativos; portanto, sua manutenção depende da realização de novas negociações. Por isso, afirmamos com tranquilidade que novas alienações são esperadas ao longo dos próximos 12 meses.

Apenas para ilustrar a volatilidade da receita do fundo, observemos o último quadrimestre no gráfico a seguir.



Resultado operacional versus dividendo.
Fonte: Simpla Club.

Nos últimos 12 meses, o resultado operacional do fundo foi de R\$8,96 por cota, enquanto o dividendo distribuído totalizou R\$9,28 por cota.

Reforçamos que o retorno entregue pelo TRXF11 é excelente, mas sua manutenção depende da continuidade do sucesso na estratégia de venda de ativos.

Área de Atuação

Híbrido

No regulamento do fundo encontramos o seguinte trecho:

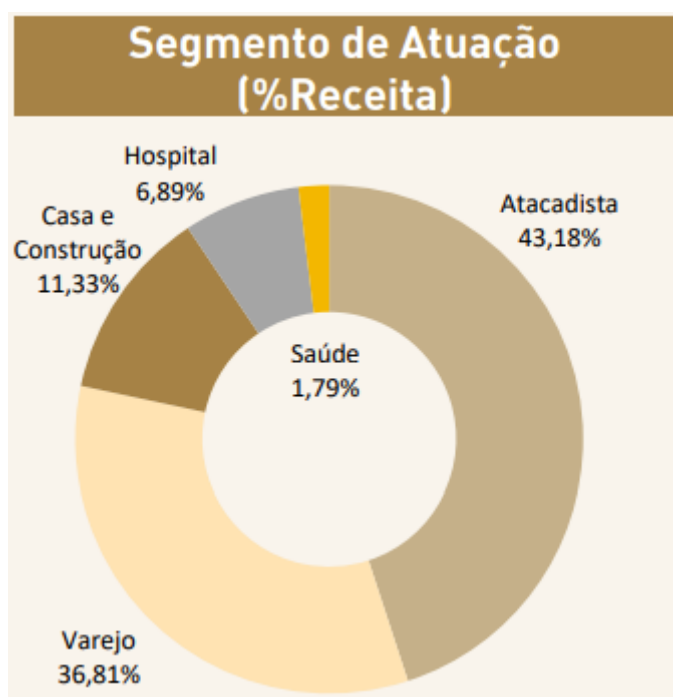
“A Classe Única tem por objeto a aquisição de quaisquer direitos reais sobre bens imóveis (“Direitos Reais”) relativos a terrenos, construções, edifícios e empreendimentos corporativos, comerciais, industriais, varejistas ou logísticos construídos ou a serem construídos, para locação com contratos na modalidade atípica (built-to-suit) ou modalidade típica (“Imóveis” ou “Empreendimentos Imobiliários”).”

Como podemos ver, o fundo não limita seus investimentos a um tipo específico de imóvel. Na visão da gestão, o TRXF11 tem potencial para se tornar um grande fundo de tijolo, com exposição a diversos setores distintos. Uma citação muito relevante da equipe de gestão resume bem esse ponto:

“O TRXF11 não é um fundo de varejo, ele está um fundo de varejo.”

Como já destacamos neste relatório, o fundo ainda está em processo de consolidação dessa característica híbrida. No momento, o TRXF11 é um FII de varejo; por isso, devemos analisar os pilares que sustentam essa estratégia.

O primeiro deles é a busca por ativos de varejo, caracterizados por grandes lojas conhecidas como *big box*. A figura abaixo mostra o segmento de atuação dos inquilinos.



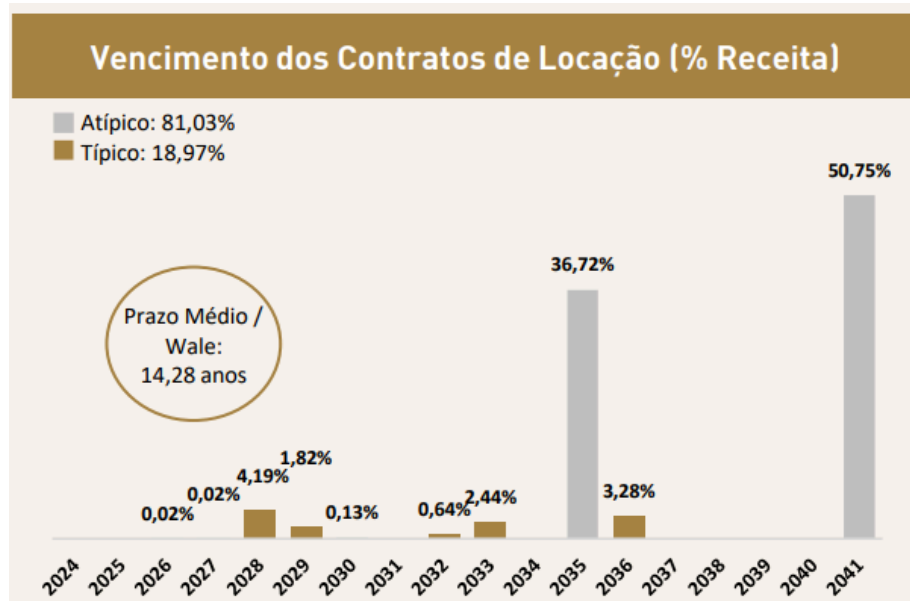
*% da receita por segmento do inquilino.
Fonte: Relatório gerencial.*

O segundo ponto da estratégia do TRXF11 é a busca por ativos construídos em grandes terrenos. Normalmente, observamos o fundo adquirir imóveis cuja área construída é significativamente inferior à área total do terreno. Um bom exemplo é um dos ativos do Assaí em Goiânia (GO), que possui 18.834 m² de área construída e 41.080 m² de terreno.

O principal objetivo desse pilar é garantir a possibilidade de expansão desses empreendimentos no futuro, além de permitir a mudança de sua vocação. A gestão frequentemente menciona a possibilidade de transformar alguns imóveis em lajes corporativas, galpões logísticos ou pequenos shoppings — característica que confere grande valor aos terrenos.

Esse é um ponto muito relevante no TRXF11: a qualidade dos terrenos onde as lojas estão inseridas. Assim como vimos nos relatórios do ALZR11 e HGRU11, as localizações de supermercados e atacarejos são consideradas privilegiadas, em razão do grande adensamento populacional em seu entorno. Essa característica proporciona uma alta probabilidade de valorização patrimonial ao longo do tempo.

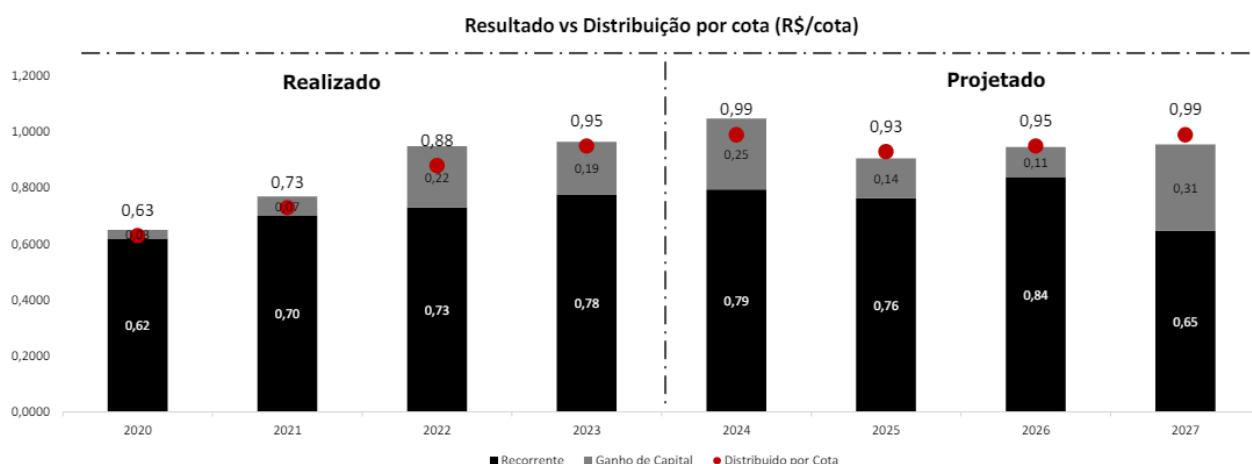
Outro pilar do TRXF11 são os acordos de longo prazo com seus inquilinos. A gestão deixa clara sua preferência por contratos atípicos. A gestora TRX possui um longo histórico no mercado com operações de *Sale and Leaseback* e *Build to Suit* — ambas, normalmente, firmadas sob regime atípico. Lembramos que é característica comum desse tipo de contrato a presença de multas elevadas em caso de rescisão e prazos de longa duração. A figura abaixo mostra a distribuição da receita do fundo por tipo de contrato.



*Tipos de contrato.
Fonte: Relatório gerencial.*

A grande presença deste tipo de acordo confere ótima estabilidade para a receita do fundo. Mais de 80% da receita está protegida pela multa mais forte que temos no mercado, e o prazo médio contratual da carteira é de mais de 14 anos.

Outro pilar do TRXF11 é a gestão bastante ativa do portfólio. Já vimos na seção anterior como o fundo compra e vende imóveis com grande frequência, de forma a buscar uma melhor diversificação e destravar ganho de capital. A figura abaixo mostra como desde 2020, parte da renda do fundo vem de lucros não recorrentes, além de mostrar uma estimativa das contribuições futuras.



*Detalhamento das distribuições.
Fonte: Material de apoio da 10.^a emissão.*

Por fim, é impossível falar do TRXF11 sem abordar o tema da alavancagem. Durante muito tempo, o fundo foi o mais alavancado do mercado e, até hoje, figura entre os que possuem o maior nível de endividamento. Atualmente, a soma do saldo devedor do TRXF11 e do TRXB11 é de R\$1,4 bilhão.

O TRXB11 tem o TRXF11 como cotista majoritário e possui prazo determinado de 15 anos, período durante o qual o TRXF11 poderá incorporá-lo. Essa estrutura tornou-se necessária em 2020, quando, em razão da pandemia, houve dificuldade em captar recursos por meio de emissões. Dessa forma, o TRXB11 foi criado com o objetivo de viabilizar um grande financiamento por meio de FOFs.

Os fundos de fundos têm uma limitação quanto à concentração em um único FII; por isso, a divisão dos imóveis do GPA entre dois fundos geridos pela TRX resolveu essa questão. Vale ressaltar que não há cobrança dupla de taxa de administração para os investidores do TRXF11.

Na seção de riscos, destacamos como a alavancagem do fundo foi bem estruturada, o que contribui para a mitigação de seus potenciais impactos

negativos. Além disso, com o crescimento do TRXF11, o percentual de alavancagem vem sendo gradualmente reduzido.

Governança Corporativa

O TRXF11 é administrado pela BRL Trust e gerido pela TRX Gestora de Recursos.

A gestora do fundo foi fundada em 2007 e possui um longo histórico de atuação no mercado imobiliário, tendo grande destaque no ramo de desenvolvimento.

Frente ao TRXF11 podemos destacar 3 profissionais: Luiz Augusto Faria do Amaral, sócio fundador da TRX com grande experiência no desenvolvimento de imóveis; José Alves Neto, outro sócio fundador da TRX, responsável pela originação e acompanhamento dos imóveis em carteira e Gabriel Barbosa, sócio responsável pela área de relação com investidores.

Os 3 profissionais costumam aparecer juntos nas lives realizadas sobre o fundo. É preciso destacar que existem diversos vídeos com a participação da equipe de gestão, além de uma grande preocupação com a qualidade dos documentos emitidos. A TRX merece elogios pela sua relação com os investidores.

A gestão é ponto-chave na análise de todo fundo imobiliário. No caso do TRXF11, ela ganha mais importância pelo histórico conturbado da TRX no mercado.

A TRX esteve presente em dois casos de FIIs que destruíram valor ao longo do tempo, o TRXL e o XTED. O TRXL é o atual BTLG11, em nosso relatório de análise mostramos como o fundo conviveu com problemas, principalmente de vacância, sob a gestão da TRX. O XTED não é diferente, sendo um fundo que também enfrentou vacâncias altíssimas por conta de imóveis de baixa qualidade em seu portfólio.

A gestão atribui este histórico ruim no mercado a uma perda de foco da equipe. Segundo a TRX, ela cresceu mais do que deveria e acabou pecando na qualidade do serviço. Por isso, foi realizada uma grande reestruturação da empresa entre 2017 e 2018.

Uma das estratégias adotadas pela TRX para aprimorar seus serviços foi tornar o TRXF11 o único fundo da casa. Essa situação perdurou até outubro de 2024, quando foi lançado o TRXY11. Desde então, não houve deterioração na qualidade da gestão, mas a TRX perdeu o argumento de que o TRXF11 era seu foco exclusivo.

Com o passar do tempo, os erros do passado vão sendo superados, enquanto os inúmeros acertos alcançados no TRXF11 ganham maior relevância.

Entretanto, é possível destacar um deslize da gestora nesta nova fase: os possíveis conflitos de interesse. Em 2024, o TRXF11 chegou a alocar mais de 10% de seu patrimônio em outros fundos imobiliários, com destaque para o CPUR11.

A relação entre a Capitânia, gestora do CPUR11, e a TRX levanta alguns questionamentos entre os investidores, sobretudo devido à existência de negociações de ativos entre seus respectivos fundos imobiliários.

Além disso, o TRXF11 investiu recentemente no TRXY11 — algo permitido por seu regulamento, mas que não necessariamente representa a alocação mais eficiente dos recursos.

Esses pequenos episódios lançam sombras sobre o, até então, exemplar trabalho realizado no TRXF11. Ainda assim, continuamos confiantes na condução da TRX, mas mantemos um sinal de alerta para acompanhar, com maior atenção, cada novo movimento do fundo.

Riscos do Negócio

O risco de alavancagem é o mais conhecido dentro do TRXF11. O volume do saldo devedor do fundo, de R\$1,01 bilhão, causa apreensão em muitos investidores. Quando somamos a parcela do TRXB11, o endividamento totaliza R\$1,4 bilhão.

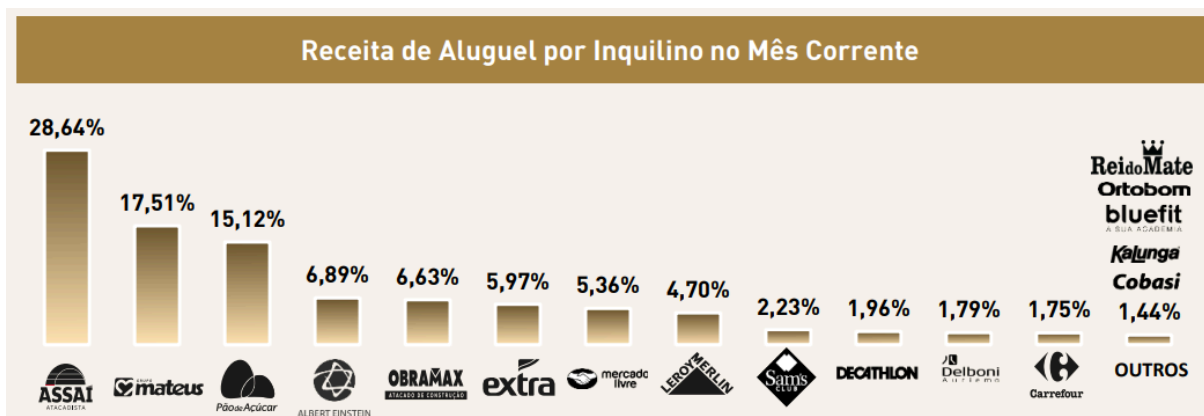
De fato, o TRXF11 precisa reduzir seu nível de endividamento, mas diversos cuidados foram adotados para evitar prejuízos significativos.

O primeiro deles é a manutenção de um caixa confortável para atender às necessidades de curto prazo. O fundo possui R\$51 milhões em obrigações previstas para os próximos 12 meses, enquanto seu investimento em ativos líquidos soma R\$423 milhões — o que proporciona grande tranquilidade no curto prazo.

Outro fator é o casamento do custo da dívida com o índice de reajuste dos contratos. Os acordos do fundo são corrigidos pelo IPCA, o mesmo indexador da sua alavancagem. Dessa forma, as receitas e as despesas do fundo andam alinhadas, evitando surpresas desagradáveis.

Por fim, temos uma alavancagem ancorada em contratos de longo prazo e com multas elevadas. O fundo tem uma receita estável que favorece a manutenção do pagamento das obrigações.

Outro risco do TRXF11 que é bastante comentado é a concentração de suas receitas. Por conta da operação realizada em 2020, o fundo sempre teve grande percentual de sua receita oriunda do GPA e do Assaí. Com o passar dos anos esta representatividade foi sendo reduzida, mas continua em um patamar muito elevado, como podemos ver na figura abaixo.



Concentração da receita.
Fonte: Relatório gerencial.

O fundo ainda possui grande parte de seu resultado atrelado ao Assaí e ao GPA. Como vimos, já houve uma melhoria expressiva, mas ainda há espaço para avanços. A figura também evidencia que o Grupo Mateus é um inquilino bastante representativo para o fundo.

Toda concentração de receita superior a 10% pode ser considerada um risco adicional.

Dentro do TRXF11 também é preciso ficar atento ao nível de ganho de capital dentro dos dividendos. Como vimos, desde 2020, o fundo vem realizando vendas que potencializam a sua distribuição. A competência para realização destes movimentos é algo que merece elogios.

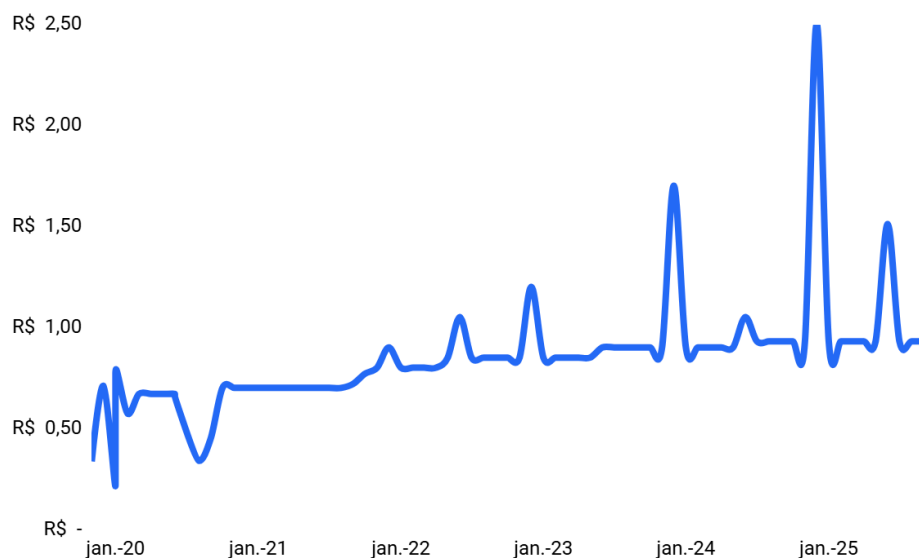
Contudo, o investidor deve se manter atento ao rendimento recorrente do fundo para evitar ilusões. Em dezembro de 2024, foram distribuídos R\$2,50/cota de dividendos, mas logo depois a renda caiu para R\$0,93/cota. Movimentos como este não devem surpreender o cotista que tem conhecimento do fundo.

Por fim, é preciso citar o risco de desenvolvimento imobiliário, pois cada vez mais o TRXF11 vem investindo na construção de imóveis. Atualmente, 3 ativos encontram-se em fase de obras, sendo que o mais avançado está com 80% de sua construção concluída.

Um dos grandes riscos do desenvolvimento é a vacância do imóvel após término da obra, este problema não existe no TRXF11, pois os ativos em construção estão sendo feitos sob medida para inquilinos específicos. Entretanto, os riscos como atraso na obra e custos inesperados continuam existindo e devem ser acompanhados.

Resultados Anteriores

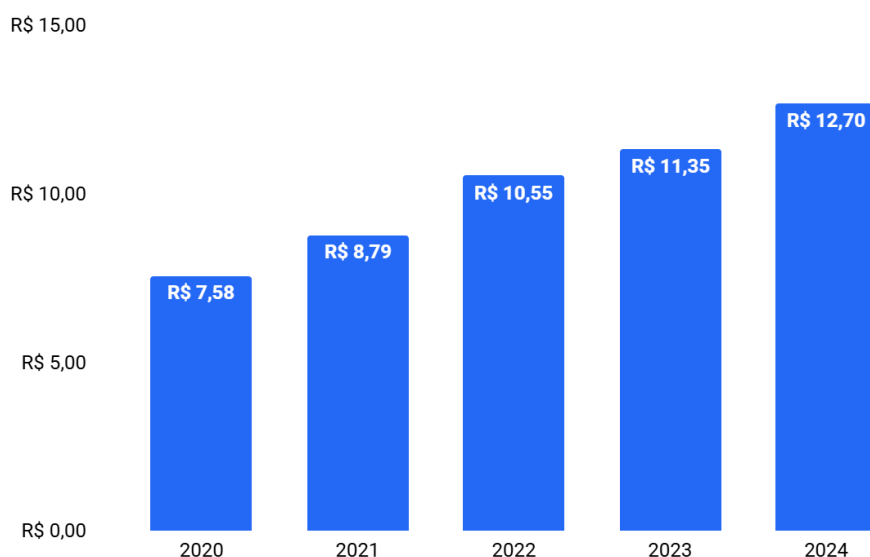
Gostamos de começar a análise dos resultados anteriores de um FII pela visualização do seu histórico de rendimentos. A figura mostra o histórico de dividendos mensais do fundo.



Histórico de rendimentos.
Fonte: Simpla Club.

O total de rendimentos entregues no período é de R\$61,19/cota. Em termos de *yield* a média mensal é de 0,81% ao mês.

Como sempre, além da observação do histórico de distribuição mensal, gostamos de trazer a evolução anual dos dividendos. A figura a seguir nos mostra os rendimentos anuais distribuídos pelo TRXF11.



*Histórico de rendimento em base anual.
Fonte: Simpla Club.*

De 2020 até 2024, os dividendos do fundo apresentaram uma evolução de 67,54% contra 33,46% do IPCA. Por ter contratos atípicos reajustados pela inflação, devemos esperar que o dividendo do fundo, no mínimo, reponha a inflação.

O ganho acima do IPCA é mérito da gestão, que foi capaz de aumentar o portfólio do fundo trazendo imóveis com rentabilidade atrativa, além de realizar vendas destravando um bom lucro. Segundo estimativas da própria gestora, até 2027 o TRXF11 seguirá com ganhos de capital contribuindo em sua distribuição.

Por fim, é preciso analisar o retorno total entregue pelo TRXF11. O TRXF11 entregou um retorno total, valorização mais reinvestimento dos dividendos, de 55,35%. Para efeito de comparação, no mesmo período, o IPCA retornou 38,26% e o CDI 67,12%.

Até o início de 2024, o fundo possuía um retorno acumulado superior ao do CDI, mas o mau desempenho da renda variável nos últimos 18 meses prejudicou seu histórico.

Valuation

Modelo de Gordon

O Modelo de Gordon é uma boa forma de *valuation* para ativos geradores de renda. Neste método projetamos um dividendo constante para o fundo e, com base numa taxa mínima de atratividade, definimos um valor de entrada.

No Simpla, optamos por fazer uma adaptação da fórmula na busca por definir qual a taxa de atratividade embutida no preço de mercado do fundo, de forma a podermos compará-la com os pares de mercado.

Para o cálculo, é necessário definir um dividendo constante para o fundo. No caso do TRXF11, optamos por utilizar o *guidance* de rendimentos fornecido pela gestora, no valor de R\$0,93/cota.

Além disso, é preciso definir uma base para a taxa de atratividade. A recomendação é utilizar o cupom de remuneração de títulos públicos atrelados ao IPCA e com prazo longo. Como, no momento da redação deste relatório, as taxas desses títulos estão bastante estressadas — portanto, fora de seu comportamento usual —, adotaremos a remuneração de IPCA + 6% como parâmetro.

Com base nesses dados, o TRXF11 negocia com um prêmio de 5% em relação à taxa normalizada dos títulos públicos. Para um fundo com as características do TRXF11, entendemos que um prêmio de 3,5% é aceitável, o que indica que o fundo se encontra descontado.

Opinião do Analista

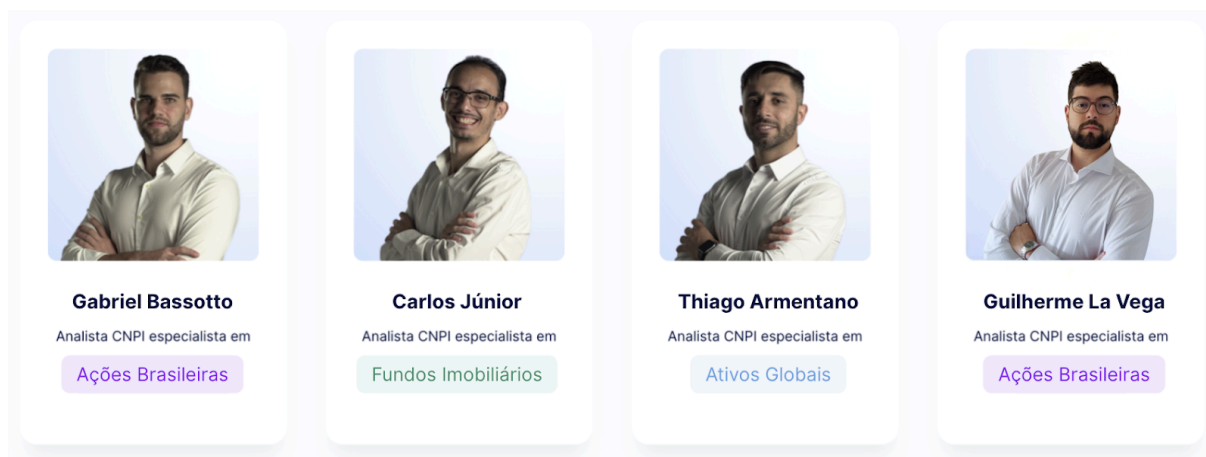
A atualização da análise do fundo não trouxe grandes novidades. Embora o TRXF11 continue crescendo em ritmo acelerado, ele não fugiu das nossas expectativas.

O segmento do fundo e sua estratégia são pontos que chamam a atenção e que atraem a atenção do investidor. A exposição a imóveis de varejo com contratos longos e robustos é essencial na carteira do investidor e o TRXF11 possibilita isso.

É preciso mencionar que sua gestora possui um histórico conturbado no mercado, mas seu trabalho no TRXF11 vem apagando os erros do passado. Já podemos considerá-la uma boa gestora, embora ainda exista um resquício de dúvida.

Enxergamos no fundo um nível de risco mais elevado do que a média, mas ele é compensado com um bom retorno. No preço atual, o dividendo entregue pelo fundo supera os 10% ao ano, fora o bom potencial de valorização que seu portfólio vem apresentando.

Com base em tudo isso, a recomendação é de compra do TRXF11.



Acompanhamento

relatório atualizado em 14.10.2025

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os rankings e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados. Já em caso do ativo receber recomendação de venda, nossa sugestão se refere, única e exclusivamente, à retirada do ativo da carteira do investidor, uma vez que não incentivamos a prática de venda à descoberto.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Carlos Humberto Rodrigues Nunes Junior (CNPI EM-7932), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, Os analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório (e/ou seus cônjuges ou companheiros) são, ou podem ser, titulares de valores mobiliários objeto do relatório, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros. Na emissão deste relatório, a Simpla Invest, controladora do Simpla Club, poderá estar agindo em conflito de interesses em relação ao emissor, podendo (i) ter interesses financeiros e/ou comerciais relevantes e/ou (ii) estar envolvida na aquisição, alienação ou intermediação dos valores mobiliários objeto deste relatório. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.

