

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	4
5.3 - Descrição - Controles Internos	7
5.4 - Alterações significativas	11
5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e controles internos	12

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	13
10.2 - Resultado operacional e financeiro	42
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	45
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	46
10.5 - Políticas contábeis críticas	48
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	56
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	57
10.8 - Plano de Negócios	58
10.9 - Outros fatores com influência relevante	61

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

5.1. Em relação aos riscos indicados no item 4.1, informar:

- (a) se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política;

A Companhia não possui uma política única para gerenciamentos dos riscos indicados no item 4.1 deste Formulário de Referência. O gerenciamento dos riscos ocorre de diversas formas, dentre as quais destaca-se:

Código de Conduta

A gestão do Código de Conduta é de responsabilidade da Diretoria Executiva da Companhia, assessorada pelo Departamento de *Compliance* ou do Comitê de Conduta da Companhia, que avaliam a aplicação de todos os procedimentos contidos no Código de Conduta de modo a assegurar a sua eficácia e efetividade. Além disso, ela julga e gerencia os casos de violação do Código de Conduta, tomando as medidas necessárias.

Os princípios pautados pelo Código de Conduta são:

- **Transparência:** A condução de todos os nossos negócios deve ser fundamentada na transparência e clareza de informações e resultados. Buscamos um diálogo constante, aberto e transparente com nossos públicos de interesse, incluindo trabalhadores diretos e demais integrantes da força de trabalho, acionistas, consumidores/clientes, fornecedores, comunidade, governo e sociedade civil organizada atuando de forma comprometida com o desenvolvimento sustentável.
- **Integridade:** A postura adotada por todos os nossos colaboradores no exercício das funções na companhia e por todos os nossos terceiros deve ser íntegra e apoiada na honestidade e ética profissional.
- **Seriedade:** Todas as questões trazidas ao conhecimento desta companhia serão tratadas com a seriedade e rigor cabíveis para cada tipo de situação.
- **Qualidade:** Estamos permanentemente em busca dos mais altos padrões de qualidade e excelência nos produtos que desenvolvemos e entregamos e serviços que prestamos.
- **Sustentabilidade:** Acreditamos que a busca constante pelo desenvolvimento sustentável é fator fundamental para tornar perene nosso sucesso e respeitabilidade.
- **Cumprimento das Leis:** Atuamos de maneira responsável e em estrita conformidade com as leis e regulamentos vigentes no relacionamento com todos os nossos públicos de interesse, incluindo órgãos e funcionários públicos, clientes, colaboradores e terceiros.

O Código de Conduta pode ser encontrado no endereço eletrônico do Departamento de Relações com Investidores (www.even.com.br/ri), no item “Outras Informações” > “Canal de Ética”.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

Política para Transações com Partes Relacionadas

A Política para Transações com Partes Relacionadas tem por objetivo estabelecer regras e consolidar os procedimentos a serem observados pela Companhia quando da ocorrência de transações entre Partes Relacionadas, assegurando a igualdade e a transparência, de modo a garantir aos acionistas, aos investidores e outras partes interessadas, que a Companhia se encontra de acordo com as melhores práticas de Governança Corporativa e demais disposições legais aplicáveis.

Esta política conta com total apoio e engajamento da Diretoria Executiva da Companhia. A conformidade com esta política será supervisionada, implementada e aplicada pelo Comitê de Conduta, com o apoio do Comitê de Auditoria da Companhia nas situações em que for requerido pela política e/ou quando julgado necessário pelo Comitê de Conduta.

A Política para Transações com Partes Relacionadas pode ser encontrada no endereço eletrônico do Departamento de Relações com Investidores (www.even.com.br/ri), no item “Governança Corporativa” > “Estatutos e Políticas”.

Seguro de Responsabilidade Civil

A Companhia contrata regularmente seguro de Responsabilidade Civil (D&O) para membros do Conselho de Administração, da Diretoria e de qualquer outro órgão estatutário, tendo por objeto o pagamento de indenização aos administradores e de controladas de todas as perdas incorridas por esses em decorrência de atos ou omissões culposas, que tenham sido praticados no exercício de suas funções, nos termos da apólice do referido seguro contratado. Maiores informações podem ser encontradas no item 12.11 deste Formulário de Referência.

Provisões

As provisões são reconhecidas quando a Companhia tem uma obrigação presente, legal ou não formalizada, como resultado de eventos passados e é provável que uma saída de recursos seja necessária para liquidar a obrigação e uma estimativa confiável do valor possa ser feita.

Quando há uma série de obrigações similares, a probabilidade de liquidá-las é determinada, levando-se em consideração a classe de obrigações como um todo. Uma provisão é reconhecida mesmo que a probabilidade de liquidação relacionada com qualquer item individual incluído na mesma classe de obrigações seja pequena.

As provisões são mensuradas pelo valor presente dos gastos que devem ser necessários para liquidar a obrigação, usando uma taxa antes de impostos que reflita as avaliações atuais de mercado do valor temporal do dinheiro e dos riscos específicos da obrigação.

- (b) os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo: (i) os riscos para os quais se busca proteção, (ii) os instrumentos utilizados para proteção e (iii) a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos; e**

A Companhia monitora constantemente os riscos do negócio que podem impactar de forma adversa as operações e resultados, inclusive mudanças no cenário macroeconômico e setorial que possam influenciar as atividades, analisando índices de preços e de atividade econômica, assim como a performance do setor.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

A Companhia monitora os riscos por meio de uma estrutura organizacional multidisciplinar, tendo como responsável a Diretoria Executiva, a qual avalia se as ações praticadas estão sendo feitas conforme as políticas adotadas para gerenciamento de riscos.

A Companhia submete ao processo de Auditoria Interna as áreas críticas da empresa, a qual periodicamente apresenta relatórios com diagnósticos relativos à efetividade dos controles internos. A partir destes relatórios, são estabelecidos planos de ação com o intuito de corrigir falhas e desvios. Esses planos de ação são acompanhados e monitorados periodicamente pelos diretores.

Além disso, a Diretoria Executiva, que acompanha e monitora os resultados da Companhia, identifica desvios em relação ao planejado e acompanha os planos de ação para eventuais correções de rumo.

(c) a adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada.

A Companhia considera adequada a estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade dos procedimentos adotados para acompanhar e mitigar os riscos da operação.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**5.1. Em relação aos riscos indicados no item 4.1, informar:**

- (a) **se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política;**

A Companhia não possui uma política única para gerenciamentos dos riscos indicados no item 4.1 deste Formulário de Referência. O gerenciamento dos riscos ocorre de diversas formas, dentre as quais destaca-se:

Código de Conduta

A gestão do Código de Conduta é de responsabilidade da Diretoria Executiva da Companhia, assessorada pelo Departamento de *Compliance* ou do Comitê de Conduta da Companhia, que avaliam a aplicação de todos os procedimentos contidos no Código de Conduta de modo a assegurar a sua eficácia e efetividade. Além disso, ela julga e gerencia os casos de violação do Código de Conduta, tomando as medidas necessárias.

Os princípios pautados pelo Código de Conduta são:

- **Transparência:** A condução de todos os nossos negócios deve ser fundamentada na transparência e clareza de informações e resultados. Buscamos um diálogo constante, aberto e transparente com nossos públicos de interesse, incluindo trabalhadores diretos e demais integrantes da força de trabalho, acionistas, consumidores/clientes, fornecedores, comunidade, governo e sociedade civil organizada atuando de forma comprometida com o desenvolvimento sustentável.
- **Integridade:** A postura adotada por todos os nossos colaboradores no exercício das funções na companhia e por todos os nossos terceiros deve ser íntegra e apoiada na honestidade e ética profissional.
- **Seriedade:** Todas as questões trazidas ao conhecimento desta companhia serão tratadas com a seriedade e rigor cabíveis para cada tipo de situação.
- **Qualidade:** Estamos permanentemente em busca dos mais altos padrões de qualidade e excelência nos produtos que desenvolvemos e entregamos e serviços que prestamos.
- **Sustentabilidade:** Acreditamos que a busca constante pelo desenvolvimento sustentável é fator fundamental para tornar perene nosso sucesso e respeitabilidade.
- **Cumprimento das Leis:** Atuamos de maneira responsável e em estrita conformidade com as leis e regulamentos vigentes no relacionamento com todos os nossos públicos de interesse, incluindo órgãos e funcionários públicos, clientes, colaboradores e terceiros.

O Código de Conduta pode ser encontrado no endereço eletrônico do Departamento de Relações com Investidores (www.even.com.br/ri), no item “Outras Informações” > “Canal de Ética”.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercadoPolítica para Transações com Partes Relacionadas

A Política para Transações com Partes Relacionadas tem por objetivo estabelecer regras e consolidar os procedimentos a serem observados pela Companhia quando da ocorrência de transações entre Partes Relacionadas, assegurando a igualdade e a transparência, de modo a garantir aos acionistas, aos investidores e outras partes interessadas, que a Companhia se encontra de acordo com as melhores práticas de Governança Corporativa e demais disposições legais aplicáveis.

Esta política conta com total apoio e engajamento da Diretoria Executiva da Companhia. A conformidade com esta política será supervisionada, implementada e aplicada pelo Comitê de Conduta, com o apoio do Comitê de Auditoria da Companhia nas situações em que for requerido pela política e/ou quando julgado necessário pelo Comitê de Conduta.

A Política para Transações com Partes Relacionadas pode ser encontrada no endereço eletrônico do Departamento de Relações com Investidores (www.even.com.br/ri), no item “Governança Corporativa” > “Estatutos e Políticas”.

Seguro de Responsabilidade Civil

A Companhia contrata regularmente seguro de Responsabilidade Civil (D&O) para membros do Conselho de Administração, da Diretoria e de qualquer outro órgão estatutário, tendo por objeto o pagamento de indenização aos administradores e de controladas de todas as perdas incorridas por esses em decorrência de atos ou omissões culposas, que tenham sido praticados no exercício de suas funções, nos termos da apólice do referido seguro contratado. Maiores informações podem ser encontradas no item 12.11 deste Formulário de Referência.

Provisões

As provisões são reconhecidas quando a Companhia tem uma obrigação presente, legal ou não formalizada, como resultado de eventos passados e é provável que uma saída de recursos seja necessária para liquidar a obrigação e uma estimativa confiável do valor possa ser feita.

Quando há uma série de obrigações similares, a probabilidade de liquidá-las é determinada, levando-se em consideração a classe de obrigações como um todo. Uma provisão é reconhecida mesmo que a probabilidade de liquidação relacionada com qualquer item individual incluído na mesma classe de obrigações seja pequena.

As provisões são mensuradas pelo valor presente dos gastos que devem ser necessários para liquidar a obrigação, usando uma taxa antes de impostos que reflita as avaliações atuais de mercado do valor temporal do dinheiro e dos riscos específicos da obrigação.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

- (b) os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo: (i) os riscos para os quais se busca proteção, (ii) os instrumentos utilizados para proteção e (iii) a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos; e**

A Companhia monitora constantemente os riscos do negócio que podem impactar de forma adversa as operações e resultados, inclusive mudanças no cenário macroeconômico e setorial que possam influenciar as atividades, analisando índices de preços e de atividade econômica, assim como a performance do setor.

A Companhia monitora os riscos por meio de uma estrutura organizacional multidisciplinar, tendo como responsável a Diretoria Executiva, a qual avalia se as ações praticadas estão sendo feitas conforme as políticas adotadas para gerenciamento de riscos.

A Companhia submete ao processo de Auditoria Interna as áreas críticas da empresa, a qual periodicamente apresenta relatórios com diagnósticos relativos à efetividade dos controles internos. A partir destes relatórios, são estabelecidos planos de ação com o intuito de corrigir falhas e desvios. Esses planos de ação são acompanhados e monitorados periodicamente pelos diretores.

Além disso, a Diretoria Executiva, que acompanha e monitora os resultados da Companhia, identifica desvios em relação ao planejado e acompanha os planos de ação para eventuais correções de rumo.

- (c) a adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada.**

A Companhia considera adequada a estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade dos procedimentos adotados para acompanhar e mitigar os riscos da operação.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

5.3. Em relação aos controles adotados pela Companhia para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicar:

(a) as principais práticas de controles internos e o grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e as providências adotadas para corrigi-las;

A Diretoria Financeira concentra todos os esforços para que as demonstrações financeiras e suas respectivas notas explicativas apresentem adequadamente a posição patrimonial e financeira, os resultados das operações, as demonstrações de fluxo de caixa e valor adicionado, segundo as práticas contábeis adotadas no Brasil, cumprindo a legislação vigente e as normas estabelecidas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários; com isso, a Administração da Companhia acredita que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é plenamente satisfatório.

A Companhia investe continuamente na implantação de novos procedimentos de controles, além da revisão e aperfeiçoamento constante dos processos existentes. Desde 2006 adotamos como sistema transacional e de informações o sistema de gestão empresarial SAP, garantindo maior controle e eficiência de todas as nossas operações. Além disso, possui em seu quadro de funcionários pessoas treinadas, qualificadas e motivadas, garantindo que a eficiência dos sistemas não seja comprometida.

As práticas de controles internos garantem a eficiência e eficácia das operações, confiabilidade das demonstrações financeiras e *compliance*. A Companhia adota as principais práticas de controles internos, tais como: segregação de função, segurança da informação, controle e restrição de acessos, backups do sistema informacional (banco de dados, rede, servidor), conciliação contábil, sistema de pagamento e cobrança criptografado, política de gerenciamento de riscos, análise mensal do real x previsto, entre outros.

(b) as estruturas organizacionais envolvidas;

Para a elaboração das demonstrações financeiras as principais áreas organizacionais envolvidas são: Contabilidade, Controladoria, Diretoria Financeira e Diretoria Executiva.

Todo o processo de fechamento, conciliação e análise das informações contábeis (realizado) são realizadas e consolidadas pela Contabilidade. As análises gerenciais (realizado x previsto) e os relatórios de desempenho detalhado estão centralizados na Controladoria. Os relatórios de desempenho – financeiro e operacional, relatório da auditoria e materiais de divulgação são revisados e aprovados pela diretoria financeira e diretoria executiva.

(c) se e como a eficiência dos controles internos é supervisionada pela administração do emissor, indicando o cargo das pessoas responsáveis pelo referido acompanhamento;

Conforme detalhado no item acima, as atividades da Contabilidade e Controladoria são revisadas diretamente pelos coordenadores/sêniores das equipes. O Gerente de Controladoria revisa todas as informações preparadas e as demonstrações financeiras completas (incluindo o relatório da auditoria, notas explicativas e os relatórios de desempenho financeiro e operacional). Todo esse material é analisado e referenciado internamente pelo Controller e depois apresentado e validado pelo CFO; então é apresentado para a Diretoria Executiva e ao

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

Conselho de Administração. Após cumprido todas essas formalidades, é então utilizado para divulgação dos resultados.

(d) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório circunstanciado, preparado e encaminhado ao emissor pelo auditor independente, nos termos da regulamentação emitida pela CVM que trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente; e

Anualmente os Auditores Independentes emitem o relatório de “Comunicação de Deficiências de Controles Internos” como resultado do entendimento dos controles internos que consideram relevantes para o processo de auditoria, com a finalidade de identificar e avaliar riscos de distorção relevante nas demonstrações financeiras. O propósito deste trabalho é estabelecer a natureza, a oportunidade e a extensão necessárias para a aplicação dos procedimentos de auditoria para fins de emitir opinião sobre as demonstrações financeiras e não para fins de expressar uma opinião ou conclusão sobre os nossos sistemas contábil e de controles internos.

Como resultado desses estudos e avaliações, foram feitas sugestões de aprimoramento dos nossos controles, principalmente relacionados à formalização de acessos e definições de privilégios nos sistemas de informação, alguns pontos de controles internos e aspectos contábeis.

Como deficiências significativas foram indicados pelos Auditores Independentes os seguintes pontos: (i) processo de conciliação e análise dos saldos contábeis – valores pendentes há longa data, falta de conciliação periódica dos saldos de empreendimentos com parceiros, (ii) preparação de demonstrações financeiras societárias das sociedades controladas e processo de consolidação em planilhas eletrônicas.

Adicionalmente, foram identificados alguns pontos de melhoria que a Administração considera importante e que destaca como itens a serem acompanhados e/ou aperfeiçoados: (i) riscos fiscais decorrentes da tributação de permuta com imóveis em empresas optantes pelo Lucro Presumido; (ii) restrição de acesso de planilhas eletrônicas críticas; (iii) processo de concessão e revisão de acessos; e (iv) segregação de função e perfil privilegiado.

Não obstante os pontos acima, entendemos que as deficiências apontadas não causam nenhuma distorção ou afetam nossas Demonstrações Financeiras.

(e) comentários dos diretores sobre as deficiências apontadas no relatório circunstanciado preparado pelo auditor independente e sobre as medidas corretivas adotadas.

Tendo em vista as deficiências significativas supracitadas, os principais comentários da Administração foram:

- i. *processo de conciliação e análise dos saldos contábeis – valores pendentes há longa data, falta de conciliação periódica dos saldos de empreendimentos com parceiros:*

A Companhia já vem atuando nestas conciliações, principalmente nas SPE's (Sociedade de Propósito Específico) e ao longo dos dois últimos anos os valores foram regularizados. Em 2016, o foco de conciliação será a

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

Controladora (Even), que, em 31 de dezembro de 2015, apresenta ainda alguns saldos pendentes há longa data.

Quanto a conciliação periódica dos saldos de empreendimentos com parceiros, a Companhia entende que não há nenhum risco na qualidade das informações contábeis.

Em 31 de dezembro de 2015 o número de empreendimentos, cuja gestão contábil/financeira é externa, é de 15 empreendimentos. Destes empreendimentos, 11 encontram-se entregues há pelo menos um ano, 3 deles ainda não foram lançados e apenas 1 encontra-se em fase de construção. Adicionalmente, embora não exista conciliação formal dos saldos contábeis, a área de parcerias acompanha e monitora os empreendimentos, acompanhando mensalmente os extratos bancários e as movimentações financeiras, além de das informações contábeis, em alguns casos mensalmente, e em outros, trimestral ou ao menos anualmente. Para o empreendimento em construção, embora não há conciliação dos saldos contábeis, todos os relatórios que afetam a apropriação imobiliária, e, portanto, o resultado e caixa do empreendimento, tais como de controle de vendas, gastos de obras, movimentações financeiras, extratos, circularização de bancos e empréstimos são acompanhados e revisados pela área de parcerias e pelo departamento contábil.

ii. preparação de demonstrações financeiras societárias das sociedades controladas e processo de consolidação em planilhas eletrônicas:

O trabalho de aprimoramento das planilhas eletrônicas é realizado sistematicamente, a fim de automatizar e melhorar os processos sempre que possível, além da inclusão de novas conferências para garantir a qualidade e a assertividade das informações.

A implementação de sistema automático para cálculo da apropriação imobiliária (societário) e a automatização do processo de consolidação das demonstrações financeiras das controladas é uma meta para o longo prazo. A Companhia já está trabalhando na proposta juntamente com o departamento de Tecnologia da Informação para dimensionamento da demanda, custos e prazos de implantação. O objetivo é que a contabilidade esteja 100% integrada ao SAP até o final de 2017.

Em relação aos demais pontos de melhoria de controle interno, os principais comentários da Administração foram:

i. riscos fiscais decorrentes da tributação de permuta com imóveis em empresas optantes pelo Lucro Presumido:

A Companhia entende que há risco de questionamentos pelo Fisco, embora até o presente momento não há definição clara quanto a tributação, apenas soluções de divergência e processos de consulta. A Companhia está atenta e monitora junto aos seus advogados as novidades e alterações em relação ao tema.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

Anualmente nosso “*Legal Opinion*” é atualizado, permanecendo o mesmo entendimento dos anos anteriores, que considera seu risco como possível em uma eventual fiscalização.

ii. restrição de acesso de planilhas eletrônicas críticas:

Atualmente novas permissões de acesso às pastas seguem um procedimento que requer a aprovação do gestor da área e usuários desligados também possuem seus acessos bloqueados no momento do desligamento – trabalho conjunto orquestrado pela área de recursos humanos e operacionalizado pelas áreas de departamento pessoal e TI.

Quanto as demais recomendações, a sugestão da Companhia é iniciar um projeto corporativo junto aos gestores das áreas para a concessão e revisão de acessos da equipe e das planilhas consideradas críticas de cada área.

iii. processo de concessão e revisão de acessos:

Será implantada revisão periódica das concessões efetuadas para os sistemas GC (Gestão de Carteira) e SAP até 31 de agosto de 2016.

iv. segregação de função e perfil privilegiado:

Usuário SAP faz parte de execuções standard do produto SAP não podendo ser bloqueado. Será implantado até 31 de agosto de 2016 um procedimento para armazenamento da senha e troca de senha deste usuário.

Está em andamento procedimentos para verificação de uso dos perfis SAP_all e SAP_new, para garantir que nenhum usuário faça uso deste tipo de acesso. A previsão de conclusão é até 30 de abril de 2016.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

5.4. Informar se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos a que a Companhia está exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada, comentando, ainda, eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição da Companhia a tais riscos:

No último exercício social (2015) não houve alterações significativas nos principais riscos de mercado, bem como no monitoramento de riscos adotados por nós. Além disso, a Companhia não espera redução ou aumento de exposição em tais riscos.

Nos itens 4.2 e 10.5 deste formulário fornecemos detalhes adicionais sobre cada um dos riscos de mercado em que a Companhia está exposta.

Nos itens 5.1, 5.2 e 5.3 deste formulário fornecemos detalhes adicionais sobre as medidas adotadas pela Companhia para mitigar os riscos aos quais está exposta.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.5 - Outras inf. relev. - Gerenciamento de riscos e

5.5. Fornecer outras informações que a Companhia julgue relevantes:

Não há. Todas as informações relevantes e pertinentes a este tópico foram divulgadas nos itens acima.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

10.1. Comentários dos Diretores sobre:

(a) condições financeiras e patrimoniais gerais

Tanto em 2014 quanto em 2015 a Companhia obteve o 1º lugar entre as maiores incorporadoras do Estado de São Paulo, segundo o ranking Top Imobiliário elaborado pela Embraesp. Em 2014, a Companhia ficou em 8º lugar entre as maiores construtoras do Brasil, de acordo com o *ranking* Inteligência Empresarial da Construção (ITC).

Em 2015, as vendas líquidas contratadas atingiram R\$ 1.260,3 milhões, R\$ 1.496,3 milhões em 2014 e R\$ 2.118,5 milhões em 2013.

Os diretores entendem que, sob a perspectiva puramente financeira, a Companhia apresentou sólidos resultados, auferindo uma receita líquida consolidada de R\$ 2.205,1 milhões em 2015, R\$ 2.205,9 milhões em 2014 e R\$2.459,0 milhões em 2013.

A Companhia apresentou lucro líquido de R\$ 101,4 milhões (margem líquida de 4,6%) em 2015, R\$ 252,4 milhões em 2014 (margem líquida de 11,4%) e R\$ 282,9 milhões (margem líquida de 11,5%) em 2013. O ROE em 2015, 2014 e 2013 foi de 4,7%, 12,3% e 15,1%, respectivamente

A posição de caixa ao final de 2015 foi de R\$ 682,5 milhões com alavancagem (dívida líquida/patrimônio líquido) de 53,7%. A Companhia teve uma queima de caixa em 2015 (variação de dívidas líquidas, ex-dividendos e recompra de ações) de R\$ 62,8 milhões. Em 2014 a posição de caixa era de R\$ 721,3 milhões com alavancagem de 47,5% e geração de caixa de R\$ 98,5 milhões. Em 2013 a posição de caixa era de R\$ 765,5 milhões com alavancagem de 48,3% e geração de caixa de R\$ 3,7 milhões.

A dívida líquida em 2015 era de R\$ 1.325 milhões, que compara-se a R\$ 1.149 milhões em 2014 e R\$ 1.118 milhões em 2013.

A Even apresentou liquidez corrente (ativo circulante/passivo circulante) em 2015 de 3,0x, em 2014 de 3,2x e em 2013 de 3,5x

Ademais, os diretores entendem que apresentamos condições financeiras e patrimoniais suficientes para implementar o atual plano de negócio e cumprir as obrigações de curto e médio prazos.

(b) estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas

Os diretores entendem que nossa atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação da dívida líquida sobre patrimônio líquido, apresenta hoje níveis adequados de alavancagem.

Ao final de 2015 a Companhia tinha uma relação entre dívida líquida^(*) e patrimônio líquido de 0,54, em 2014 de 0,47 e em 2013 de 0,48, reforçando a estratégia e coerência da Companhia na gestão financeira ao longo dos anos.

^(*) Dívida líquida = empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo (+) debêntures de curto e longo prazo
(-) caixas e aplicações financeiras

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Segue o detalhamento do passivo:

	2015	%	2014	%	2013	%
Passivo Circulante	1.212.047	24%	1.017.430	20%	985.831	21%
Passivo não Circulante	1.458.580	28%	1.443.155	30%	1.502.986	31%
Patrimônio Líquido	2.466.162	48%	2.419.495	50%	2.315.876	48%
Total	5.136.789	100%	4.880.080	100%	4.804.693	100%

É importante ressaltar que em 2015 a soma dos empréstimos e financiamentos e das debêntures (curto e longo prazo) totalizou R\$ 2.007,2 milhões, sendo que 76% deste total é composto por financiamento à produção e terrenos e 24% por dívida corporativa (debêntures e CRIs).

(c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Os últimos anos foram tomados por desafios tanto internos quanto externos. A Even começou 2015 com o objetivo de aumentar a liquidez dos ativos em balanço, reduzindo estoque para enfrentar momentos menos favoráveis de mercado, estratégia que foi cumprida com disciplina ao longo do ano.

A geração de caixa de 2015 foi abaixo do que o esperado devido, principalmente, à menor velocidade de recebimento e do aumento dos distratos, consequência direta da deterioração do ambiente macroeconômico e dos níveis de confiança. Mesmo assim, a companhia encerrou 2015 com R\$ 683 milhões em caixa, o que é suficiente para cobrir os compromissos financeiros assumidos.

A companhia controla diligentemente toda a carteira e o comportamento dos clientes o que permite a tomada de providências com antecedência.

É importante ressaltar que, mesmo neste cenário, a companhia continua tomando financiamento imobiliário (à produção) para todos os empreendimentos normalmente, o que atesta a qualidade de nossa carteira de recebíveis e a liquidez dos empreendimentos.

Por fim, os diretores avaliam constantemente o fluxo de caixa e os resultados da Companhia, o que engloba indicadores como caixa, endividamento, alavancagem, lucro líquido e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido). As diretrizes para avaliação e tomada de decisão em relação ao fluxo de caixa da companhia estão baseadas na política financeira aprovada e revisada pelo Conselho de Administração periodicamente. É importante destacar que a Companhia honrou (em 2013, 2014 e 2015) e continuará honrando suas obrigações tanto de curto quanto de longo prazo.

(d) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas

A Companhia financia seu capital de giro prioritariamente por meio de linhas de financiamento do Sistema Financeiro da Habitação. Esta fonte oferece taxas de juros mais baixas em relação a outras fontes de recurso disponíveis no mercado, opções de pagamento antecipado e possibilidade de transferência da dívida para os clientes. Preponderantemente, a Companhia financia o capital de giro com recursos oriundos das antecipações de clientes e faturamento das vendas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Adicionalmente, as operações podem ser financiadas por meio de linhas de crédito vinculadas a alguma aquisição de terreno específica, securitização de recebíveis ou captações de longo prazo para cobrir necessidades de capital de giro dos projetos.

A Companhia objetiva maximizar o volume de transferência para bancos dos recebíveis resultantes de vendas de unidades concluídas, reduzindo assim a necessidade adicional de capital de giro.

Apesar de não significativa, a necessidade de investimentos em ativos não-circulantes é financiada pela própria geração de caixa, captações de longo prazo e se necessário, linhas específicas de fomento como Financiamento de Máquinas e Equipamentos ("FINAME").

Ressaltamos que esta estratégia tem sido adotada pela Companhia ao longo dos anos, inclusive para os 2013, 2014 e 2015.

(e) fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez

A Companhia acredita que continuará tendo acesso a financiamentos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e dívida corporativa, como CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) e Debêntures, na medida em que possui indicadores saudáveis de alavancagem, ROE e liquidez em geral. Portanto, estas continuariam sendo as fontes de financiamento utilizadas pela Companhia, no caso de uma eventual deficiência de liquidez, podendo apenas, eventualmente, haver oscilações no custo destas dívidas.

Adicionalmente, a companhia pode reduzir sua necessidade de capital de giro, através da adoção de práticas operacionais ainda mais conservadoras do que as praticadas atualmente, as quais seriam mais apropriadas a um cenário de deficiência de liquidez.

(f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas

Os níveis de endividamento da Companhia são compatíveis com as práticas do setor imobiliário. Em 2015, de todos os projetos lançados e em construção, apenas cinco deles ainda não possuíam contrato de financiamento formalizado (em negociação), por meio do Sistema Financeiro da Habitação. Em 2014, a Companhia possuía apenas dois projetos sem contrato de SFH formalizado e, em 2013, seis projetos.

Na maioria dos contratos, as liberações de caixa feitas pelas instituições financeiras ocorrem durante o período da obra e, após a conclusão da mesma, há uma carência média de seis meses para quitação da dívida. Os financiamentos realizados sob o Sistema Financeiro da Habitação geralmente são garantidos por hipoteca, em primeiro grau, do imóvel objeto da operação.

Outra parte do endividamento é proveniente da linha de terrenos, que é disponibilizada para aquisição de terrenos assegurados pelo financiamento à produção. Parte do endividamento também é composto por debêntures de emissão da Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

A tabela abaixo apresenta a composição do endividamento nos períodos indicados:

(R\$ mil)	Em 31 de dezembro de		
	2013	2014	2015
Crédito de Recebíveis Imobiliários	218.576	381.171	278.893
Financiamento de terreno	130.831	227.954	377.909
Crédito imobiliário	1.123.175	904.270	1.144.335
Debêntures	410.985	305.413	147.108
Swap	-	51.146	58.774
Outros	-	318	136
Total	1.883.567	1.870.272	2.007.155

Crédito de Recebíveis Imobiliários

As linhas de financiamento compostas por operações de Crédito de Recebíveis Imobiliários (CRI) junto ao Banco Safra estão sujeitas à variação de 102% à 110% dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI) ao ano.

Financiamento de terreno

As linhas de financiamento de terrenos são compostas por operações de Cédula de Crédito Bancário (CCB) junto ao Banco do Brasil. Essas linhas estão sujeitas à variação de 109% a 116% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ao ano.

Swap

Em 24 de outubro de 2014, a Companhia realizou uma captação em moeda estrangeira por um período de dois anos, através de uma dívida em dólar, composta por dois contratos: (i) Cédula de Crédito Bancária de R\$ 50.000 com pagamento de juros e principal em 13 de outubro de 2016 e (ii) Swap Pré X DI em que a companhia fica ativa na taxa de 3,68% a.a. + variação cambial e passiva na taxa de CDI + 1,5% a.a. do custo da dívida.

Crédito Imobiliário

A administração da Companhia acredita que as linhas de crédito imobiliário apresentam vantagens competitivas, pois são compostas por contratos celebrados junto aos principais bancos de crédito imobiliário do país, como Bradesco, HSBC, Itaú, Santander, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e Safra. Geralmente, a Companhia contrata financiamentos para cada empreendimento a ser construído.

Estas linhas são indexadas pela Taxa Referencial (TR) acrescida de spread que varia entre 8,6% e 10,5% ao ano e tem vencimento entre 2016 e 2024. Normalmente elas são garantidas pela hipoteca do próprio empreendimento objeto do financiamento. As principais obrigações vinculadas ao crédito imobiliário são atingimento mínimo do percentual de vendas do empreendimento, atingimento mínimo do andamento da obra, registro da hipoteca em favor do credor e penhor dos recebíveis.

Debêntures

A Companhia contratou a 5ª emissão de debêntures em 2012 com objetivo principal de alongamento do perfil da dívida e aquisição de novos terrenos. A Companhia efetuou o pré-pagamento de debêntures da segunda e da quarta emissão, conforme estratégia definida pela administração.

A emissão contempla debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única, de distribuição pública com garantia firme de colocação e vencimento em 42 meses

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

contados da data de emissão e remuneração que corresponde a 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos depósitos interfinanceiros (DI), capitalizada de um spread correspondente a 2,2% ao ano.

Cronograma Para Amortização

A tabela abaixo apresenta o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$ 2.007.154 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2015:

Ano	Valor Total ^(*) (em R\$ mil)
2016	800.608
2017	632.412
2018	241.155
2019 em diante	332.979

^(*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$ 1.860.047 mil e debêntures no montante de R\$ 147.108 mil.

E o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$ 1.883.567 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2014:

Ano	Valor Total ^(*) (em R\$ mil)
2015	674.321
2016	686.518
2017	405.758
2018 em diante	103.675

^(*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$ 1.564.859 mil e debêntures no montante de R\$ 305.413 mil

E o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$ 1.883.567 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2013:

Ano	Valor Total ^(*) (em R\$ mil)
2014	580.778
2015	798.349
2016	343.049
2017 em diante	161.391

^(*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$ 1.472.582 mil e debêntures no montante de R\$ 410.985 mil

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**(i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes**

A tabela abaixo apresenta a evolução do nosso endividamento nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2014 e 2015.

(R\$ mil)			2013		2014		2015	
Contratos Financeiros Relevantes	Encargos	Venc.	Curto Prazo	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo
Crédito de Recebíveis Imobiliário - CRI	<u>Emissão 2011:</u> 100% CDI + spread 1,5% a.a.							
	<u>Emissão 2013:</u> 100% CDI + spread 1,35% a.a.	15/08/2015						
	<u>Emissão 2014:</u> 100% CDI + spread 1,50% a.a.	31/01/2016						
	<u>Emissão 2014:</u> 100% CDI + spread 0,35% a.a.	06/05/2017	-	218.576	114.084	267.088	124.818	149.076
Crédito Imobiliário	Taxa Referencial (TR) + 8,3% a 12% a.a.	2014 a 2017	464.947	658.228	395.133	509.137	480.198	664.136
Financiamento de Terrenos	114% a 115% CDI a.a.	25/ago/18 05/mar/18	-	130.332	1.007	226.948	34.710	343.335
Debêntures	<u>5ª Emissão:</u> 1ª série - CDI + 1,95% juros a.a.	10/mar/14						
	2ª série - CDI + 2,0% juros a.a.	10/mar/15						
	<u>6ª Emissão:</u> CDI + 1,6% juros a.a.	10/mar/16	115.998	294.987	163.915	141.498	97.108	50.000
		03/out/15						
Swap	Ativa: 3,68% a.a. + variação cambial Passiva: 100% CDI + spread 1,5% a.a.	13/out/16	-	-	-	51.146	58.774	-
Outros			-	499	181	136	-	-
Total			580.945	1.302.622	674.320	1.195.952	800.608	1.206.547

(ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Não há.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

(iii) grau de subordinação entre as dívidas

A companhia administra seus empreendimentos no regime tributário de Patrimônio de Afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ele vinculados, são apartados do patrimônio do incorporador.

Na contratação de financiamento no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, a comercialização das unidades deve contar com a anuência da instituição financiadora e os recursos financeiros considerando-se os valores a receber até sua conclusão, são destinados à quitação deste financiamento.

Os demais recursos destinados para capital de giro são atrelados aos *covenants*, ou seja, cláusulas contratuais de títulos de dívida, que protegem o interesse do credor estabelecendo condições que não devem ser descumpridas. Caso um *covenant* seja quebrado, o credor tem o direito de requerer o vencimento antecipado da dívida. Estas condições têm por objetivo reduzir o risco de não recebimento por parte do credor e, também reduzir o custo da dívida.

(iv) eventuais restrições impostas a Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário, bem como se o emissor vem cumprindo essas restrições

As debêntures da 5ª emissão da Companhia, de uma maneira geral, devem observar os seguintes índices e limites financeiros:

- (i) Relação entre dívida líquida, somada a contas a pagar em relação à aquisição de imóveis e terrenos, e patrimônio líquido, menor ou igual 1,2. Para os fins deste item (i), considera-se como “dívida líquida” nosso endividamento bancário de curto e longo prazo total, incluindo financiamentos tomados no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, menos as nossas disponibilidades em caixa e aplicações financeiras; “contas a pagar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em relação à aquisição de imóveis e terrenos; e considera-se como “patrimônio líquido”, nosso patrimônio líquido constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas; e
- (ii) Relação entre total dos recebíveis, somados aos estoques; e dívida líquida, somada a contas a pagar por conta aquisição de imóveis e terrenos e somados a custo e despesas a apropriar relativo a construções, maior ou igual a 1,5. Para os fins deste item (ii), considera-se como “total dos recebíveis” à soma dos valores a receber de clientes de curto e longo prazo refletidos ou não em nossas demonstrações financeiras ou informações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas às nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em função da prática contábil aprovada pelo Conselho Federal de Contabilidade 963/03; “estoques” valor constante na conta estoque no balanço patrimonial, constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou informações financeiras trimestrais consolidadas, acrescido do adiantamento para pagamento de terrenos; e “custos e despesas a apropriar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Os contratos de financiamento de terreno, de uma maneira geral, estabelecem a observância dos seguintes índices e limites financeiros:

- (i) Relação entre a dívida líquida, somada a contas a pagar em relação à aquisição de imóveis e terrenos deduzidas as permutas e o patrimônio líquido, menor ou igual a 1,2 (um vírgula dois). Para os fins deste item (i), considera-se como “dívida líquida” total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo total, incluindo financiamentos tomados no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, adicionando ao saldo de debêntures de curto e longo prazos, menos as disponibilidades em caixa e aplicações financeiras da EMITENTE; “contas a pagar”, o valor indicado nas notas explicativas relativas a contas a pagar por aquisição de imóveis e compromissos assumidos e considera-se como “patrimônio líquido” o patrimônio líquido mais a participação de acionistas não controladores; e
- (ii) Relação entre total dos recebíveis, somados aos estoques; e dívida líquida, somada a contas a pagar por conta da aquisição de imóveis e terrenos e somados a custos e despesas a apropriar relativo a construções, maior ou igual a 1,5 (um vírgula cinco). Para os fins deste item (ii), considera-se como “total dos recebíveis” a soma dos valores a receber de clientes de curto e longo prazos refletidos ou não nas demonstrações financeiras ou informações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas em função da prática contábil aprovada pelo Conselho Federal de Contribuintes 963/03; “estoques” valor constante na conta estoque, acrescido do adiantamento para pagamento de terrenos; e “custos e despesas a apropriar”, o valor indicado nas notas explicativas.

(g) limites de utilização dos financiamentos já contratados e percentuais já utilizados

Acreditamos que os limites de utilização dos financiamentos já contratados estão dentro dos padrões de mercado para o setor de atuação da Companhia. Os financiamentos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação são exclusivamente destinados à utilização nas obras dos respectivos empreendimentos. Os recursos são liberados conforme avanço físico-financeiro das obras. As linhas de financiamento de terrenos são destinadas exclusivamente à aquisição de terrenos específicos, sendo liberadas mediante o processo de aquisição. Para os demais tipos de dívida não há condições para liberação dos recursos.

No exercício findo em 31 de dezembro de 2015, havia empréstimos com o Sistema Financeiro da Habitação contratados por um valor máximo de R\$ 2.883.634 mil dos quais R\$ 1.239.737 mil não foram utilizados em 2015, em 2014 o valor máximo era de R\$ 2.859.150 mil dos quais R\$ 796.922 não foram utilizados durante aquele ano e em 2013 de R\$ 2.309.823 mil dos quais R\$ 640.234 não foram utilizados.

(h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

Apresentamos a seguir os resultados e as variações percentuais (análise horizontal representa a participação percentual dos itens sobre a receita operacional líquida no mesmo período e análise vertical representa a variação percentual de cada rubrica entre dois períodos).

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2014 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2014	A.V ¹ (%)	2015	A.V ¹ (%)	A.H ² (%)
Receita Operacional Bruta	2.265.806	102,7%	2.261.194	102,5%	-0,2%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.215.478	100,4%	2.220.869	100,7%	0,2%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	50.328	2,3%	40.325	1,8%	-19,9%
Deduções da Receita Bruta	-59.911	-2,7%	-56.083	-2,5%	-6,4%
Receita líquida operacional	2.205.895	100,0%	2.205.111	100,0%	-0,04%
Custo das vendas realizadas	-1.591.655	-72,2%	-1.684.858	-76,4%	5,9%
Lucro bruto	614.240	27,8%	520.253	23,6%	-15,3%
Receitas (despesas) operacionais³	-406.121	-18,4%	-425.828	-19,3%	4,9%
Despesas Comerciais	-177.576	-8,1%	-173.690	-7,9%	-2,2%
Despesas Gerais e Administrativas	-186.196	-8,4%	-161.858	-7,3%	-13,1%
Remuneração de Administradores	-7.387	-0,3%	-11.245	-0,5%	52,2%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	-34.962	-1,6%	-79.035	-3,6%	126,1%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	208.119	9,4%	94.425	4,3%	-54,6%
Resultado das Participações Societárias	-451	0,0%	-464	-0,02%	2,9%
Equivalência Patrimonial	-451	0,0%	-464	-0,02%	2,9%
Resultado Financeiro	115.576	5,2%	102.540	4,7%	-11,3%
Despesas financeiras	-34.939	-1,6%	-41.872	-1,9%	19,8%
Receitas financeiras	150.515	6,8%	144.412	6,6%	-4,1%
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	323.244	14,7%	196.501	8,9%	-39,2%
IRPJ e CSLL	-49.347	-2,2%	-47.299	-2,1%	-4,2%
Corrente	-56.445	-2,6%	-46.306	-2,1%	-18,0%
Diferido	7.098	0,3%	-993	-0,05%	-114,0%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	273.897	12,4%	149.202	6,8%	-45,5%
Participação de Minoritários	-21.485	-1,0%	-47.836	-2,2%	122,6%
Lucro Líquido do Exercício	252.412	11,4%	101.366	4,6%	-59,8%

(1) Análise Vertical.

(2) Análise Horizontal.

(3) A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Nos títulos abaixo, as expressões “em 2014” e “em 2015” referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014 e 31 de dezembro de 2015, respectivamente.

Receita Operacional Bruta

A receita operacional bruta atingiu R\$ 2.261.194 mil em 2015, uma redução de 0,2% em comparação com a receita operacional bruta de R\$ 2.265.806 mil apurada em 2014, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2015, a Companhia obteve uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$ 2.220.869 mil, virtualmente estável em relação à a receita de incorporação e revenda de imóveis de 2014 de R\$ 2.215.478 mil.

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos. A receita de prestação de serviços atingiu R\$ 40.325 mil em 2015, reduzindo 19,9% em comparação com a receita de prestação de serviços de R\$ 50.328 mil apurada em 2014. Essa variação explica-se, principalmente, pela redução na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido ao alto volume de entrega de empreendimentos durante 2014 e 2015 e a redução do volume de lançamentos.

Deduções de Receita Bruta

A receita bruta operacional em 2015 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$ 56.083 mil, uma redução de 6,4% em comparação aos impostos de R\$ 59.911 mil em 2014. Esta variação explica-se em parte pela redução da receita auferida de 1,0% em relação à 2014. Em termos percentuais os impostos passaram de 2,6% sobre a receita bruta em 2014 para 2,5% em 2015.

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, a receita operacional líquida atingiu R\$ 2.205.111 mil em 2015, apresentando uma ligeira redução de 0,04% em comparação com a receita operacional líquida de 2014.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$ 1.684.858 mil em 2015, um aumento de 5,9% em comparação com os custos das vendas realizadas em 2014 de R\$ 1.591.655 mil.

Lucro Bruto

O lucro bruto atingiu R\$ 520.253 mil em 2015, com redução de 15,3% em comparação ao lucro bruto de R\$ 614.240 mil apurado em 2014. Apesar da redução do lucro bruto por conta da redução das receitas, a Companhia manteve sua rentabilidade. A margem bruta em 2015 atingiu 31,7%, expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento à produção), com redução de 2,9 p.p. em relação à margem bruta de 2014 de 34,6% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo).

Receitas e Despesas Operacionais

As despesas operacionais foram de R\$ 425.828 mil em 2015, uma redução de 4,9% em comparação com as despesas operacionais de R\$ 406.121 mil apuradas em 2014. Esta redução é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo:

Despesas Comerciais

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As despesas comerciais atingiram em 2015 R\$ 173.690 mil, uma redução 2,2% em relação a 2014. Esta redução é decorrente predominantemente do menor volume de lançamentos em 2015 quando comparado com 2014.

Despesas Gerais e Administrativas

As despesas gerais e administrativas foram de R\$ 161.858 mil em 2015, contra R\$ 186.196 mil em 2014 (redução de 13,1%). Esta variação deve-se principalmente em função da redução do quadro de funcionários da companhia.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$ 11.245 mil em 2015, redução de 52,2% em comparação com o a remuneração de R\$ 7.387 mil apurada em 2014. Esta variação deve-se principalmente à antecipação da apropriação de remuneração variável relativa à saída de dois diretores estatutários da companhia.

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$ 79.035 mil em 2015, com aumento de 126,1% em comparação a 2014. Essa variação deve-se ao aumento de contingências (de clientes, trabalhistas e de empreiteiros), de garantias e da provisão para distratos.

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$ 94.425 mil em 2015, apresentando uma redução de 54,6% em comparação ao lucro operacional de 2014.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro foi positivo em R\$ 102.540 mil em 2015, em comparação ao resultado financeiro positivo de R\$ 115.576 mil apurado em 2014. O resultado financeiro de 2015 deve-se, principalmente aos fatores indicados abaixo:

Despesas Financeiras

As despesas financeiras foram de R\$ 41.872 mil em 2015, um aumento de 19,8% em relação às despesas financeiras apuradas em 2014.

Receitas Financeiras

As receitas financeiras foram de R\$ 144.412 mil em 2015, uma redução de 4,1% em comparação com as receitas financeiras apuradas em 2014. Esta variação deve-se em parte pela redução dos encargos de contas a receber, que variaram de R\$ 61.222 mil em 2014 para R\$ 51.694 mil em 2015.

Lucro Líquido antes do Imposto de Renda Pessoa Jurídica ("IRPJ") e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido ("CSLL")

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 196.501 mil em 2015, apresentando uma redução de 39,2% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$ 323.244 mil em 2014.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$ 47.299 mil em 2015, redução de 4,2% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL apurado em 2014.

Participação de Minoritários

A participação de minoritários foi de R\$ 47.836 mil em 2015, um aumento de 122,6% em comparação com a participação de minoritários apurada em 2014. Esta variação explica-se,

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

principalmente, pelo aumento da participação média de terceiros nos resultados reconhecidos em 2015 em comparação com 2014.

Lucro Líquido

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido foi de R\$ 101.366 mil em 2015, apresentando uma redução de 59,8% em comparação com o lucro líquido de R\$ 252.412 mil reportado em 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2013 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2014**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2013	A.V ¹ (%)	2014	A.V ¹ (%)	A.H ² (%)
Receita Operacional Bruta	2.521.031	102,5%	2.265.806	102,7%	-10,1%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.460.942	100,1%	2.215.478	100,4%	-10,0%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	60.089	2,4%	50.328	2,3%	-16,2%
Deduções da Receita Bruta	-62.044	-2,5%	-59.911	-2,7%	-3,4%
Receita líquida operacional	2.458.987	100,0%	2.205.895	100,0%	-10,3%
Custo das vendas realizadas	-1.763.648	-71,7%	-1.591.655	-72,2%	-9,8%
Lucro bruto	695.339	28,3%	614.240	27,8%	-11,7%
Receitas (despesas) operacionais³	-366.611	-14,9%	-406.121	-18,4%	10,8%
Despesas Comerciais	-163.392	-6,6%	-177.576	-8,1%	8,7%
Despesas Gerais e Administrativas	-172.950	-7,0%	-186.196	-8,4%	7,7%
Remuneração de Administradores	-7.424	-0,3%	-7.387	-0,3%	-0,5%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	-22.845	-0,9%	-34.962	-1,6%	53,0%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	328.728	13,4%	208.119	9,4%	-36,7%
Resultado das Participações Societárias	1.935	0,1%	-451	0,0%	-123,3%
Equivalência Patrimonial	1.935	0,1%	-451	0,0%	-123,3%
Resultado Financeiro	47.272	1,9%	115.576	5,2%	144,5%
Despesas financeiras	-38.620	-1,6%	-34.939	-1,6%	-9,5%
Receitas financeiras	85.892	3,5%	150.515	6,8%	75,2%
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	377.935	15,4%	323.244	14,7%	-14,5%
IRPJ e CSLL	-49.588	-2,0%	-49.347	-2,2%	-0,5%
Corrente	-53.514	-2,2%	-56.445	-2,6%	5,5%
Diferido	3.926	0,2%	7.098	0,3%	80,8%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	328.347	13,4%	273.897	12,4%	-16,6%
Participação de Minoritários	-45.461	-1,8%	-21.485	-1,0%	-52,7%
Lucro Líquido do Exercício	282.886	11,5%	252.412	11,4%	-10,8%

(1) Análise Vertical.

(2) Análise Horizontal.

(3) A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Nos títulos abaixo, as expressões “em 2013” e “em 2014” referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013 e 31 de dezembro de 2014, respectivamente.

Receita Operacional Bruta

A receita operacional bruta atingiu R\$ 2.265.806 mil em 2014, uma redução de 10,1% em comparação com a receita operacional bruta de R\$ 2.521.031 mil apurada em 2013, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2014, a Companhia obteve uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$ 2.215.478 mil, o que representou uma redução de 10,0% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2013 de R\$ 2.460.942 mil. Reflexo da redução de 14,2% no volume de lançamentos que passou de R\$ 2.422.901 mil em 2013 para R\$ 2.079.458 mil e a redução de 29,4% no volume de vendas que passou de R\$ 2.118.495 mil em 2013 para R\$ 1.496.280 mil.

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos. A receita de prestação de serviços atingiu R\$ 50.328 mil em 2014, reduzindo 16,2% em comparação com a receita de prestação de serviços de R\$ 60.089 mil apurada em 2013. Essa variação explica-se, principalmente, pela redução na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido ao alto volume de entrega de empreendimentos durante o ano de 2014 e a redução do volume de lançamentos.

Deduções de Receita Bruta

A receita bruta operacional em 2014 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$ 59.911 mil, uma redução de 43,4% em comparação aos impostos de R\$ 62.044 mil em 2013 (redução de 3,4%). Essa variação explica-se em parte pela redução da receita auferida de 11,3% em relação a 2013. Em termos percentuais os impostos passaram de 2,5% sobre a receita bruta em 2013 para 2,7% em 2014.

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, a receita operacional líquida atingiu R\$ 2.205.895 mil em 2014, apresentando uma redução de R\$ 253.092 mil, 10,3%, em comparação com a receita operacional líquida de 2013.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$ 1.591.655 mil em 2014, com redução de 9,8% em comparação com os custos das vendas realizadas em 2013 de R\$ 1.763.648 mil.

Lucro Bruto

O lucro bruto atingiu R\$ 614.240 mil em 2014, com redução de 11,7% em comparação ao lucro bruto de R\$ 695.339 mil apurado em 2013. Apesar da redução do lucro bruto por conta da redução das receitas, a Companhia manteve a rentabilidade. A margem bruta em 2014 atingiu 34,6%, expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento à produção), com aumento de 1,2 p.p. em relação à margem bruta de 2013 de 33,5% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo).

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Receitas e Despesas Operacionais

As despesas operacionais foram de R\$ 406.121 mil em 2014, aumentando 10,8% em comparação com as despesas operacionais de R\$ 366.611 mil apuradas em 2013. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo:

Despesas Comerciais

As despesas comerciais atingiram em 2014 R\$ 177.576 mil, um aumento de R\$ 14.184 mil (8,7%) em relação a 2013. Esse aumento é devido predominantemente à (i) a central de atendimento a clientes, dado o incremento do volume de clientes ativos e (ii) aos custos de gestão patrimonial e predial, em função do maior volume de entrega e consequente aumento no estoque pronto.

Despesas Gerais e Administrativas

As despesas gerais e administrativas foram de R\$ 186.196 mil em 2014, contra R\$ 172.950 mil em 2013 (aumento de 7,7%). Esta variação deve-se principalmente em função do plano de ILP outorgado em abril de 2014 e do impacto do dissídio.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$ 7.387 mil em 2014, redução de 0,5% em comparação com o a remuneração de R\$ 7.424 mil apurada em 2013.

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$ 34.962 mil em 2014, com aumento de 53% em comparação a 2013 cujo montante foi de R\$ 22.845 mil. Essa variação deve-se ao aumento de provisão de contingências (de clientes, trabalhistas e de empreiteiros) em função, principalmente, das últimas entregas realizadas na praça de Minas Gerais e pelo volume recorde de entregas de empreendimentos.

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$ 208.119 mil em 2014, apresentando uma redução de 36,7% em comparação ao lucro operacional de R\$ 328.728 mil de 2013.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro foi positivo em R\$ 115.576 mil em 2014, em comparação ao resultado financeiro positivo de R\$ 47.272 mil apurado em 2014. O alto resultado financeiro positivo de 2014 deve-se, principalmente pelos fatores indicados abaixo:

Despesas Financeiras

As despesas financeiras foram de R\$ 34.939 mil em 2014, com redução de 9,5% em relação às despesas financeiras de R\$ 38.620 mil apuradas em 2013.

Receitas Financeiras

As receitas financeiras foram de R\$ 150.515 mil em 2014, com aumento de 75,2% em comparação com as receitas financeiras de R\$ 85.892 mil apuradas em 2013. Essa variação deve-se em parte pelo aumento do caixa médio durante o ano de 2014 que passou de R\$ 634.550 mil em 2013 para R\$ 711.536 mil e principalmente pelo aumento da receita de atualização do contas a receber de empreendimentos entregues que ainda estão em fase de repasse, refletindo o forte volume de entregas de 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Lucro Líquido antes do Imposto de Renda Pessoa Jurídica ("IRPJ") e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido ("CSLL")**

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 323.244 mil em 2014, apresentando uma redução de 14,5% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$ 377.935 mil em 2013.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$ 49.347 mil em 2014, redução de 2,2% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$ 49.588 mil apurado em 2013.

Participação de Minoritários

A participação de minoritários foi de R\$ 21.485 mil em 2014, com redução de 52,7% em comparação com a participação de minoritários de R\$ 45.461 mil apurada em 2013. Essa variação explica-se, principalmente, pela redução da participação média de terceiros nos resultados reconhecidos em 2014 em comparação com 2013.

Lucro Líquido

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido foi de R\$252.412 mil em 2014, apresentando uma redução de 10,8% em comparação com o lucro líquido de R\$282.886 mil reportado em 2013.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2012 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2013**

(em R\$ mil, exceto porcentagem)	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2012 ¹	A.V (%)	2013	A.V ² (%)	A.H ³ (%)
Receita Operacional Bruta	2.576.151	102,57%	2.521.031	102,52%	-2,1%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.526.046	100,58%	2.460.942	100,08%	-2,6%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	50.105	2,00%	60.089	2,44%	20,0%
Deduções da Receita Bruta	-64.669	-2,57%	-62.044	-2,52%	-4,1%
Receita líquida operacional	2.511.482	100,00%	2.458.987	100,00%	-2,1%
Custo das vendas realizadas	-1.800.249	-71,68%	-1.763.648	-71,72%	-2,0%
Lucro bruto	711.233	28,32%	695.339	28,28%	-2,2%
Receitas (despesas) operacionais⁴	-307.912	-12,26%	-366.611	-14,91%	19,1%
Despesas Comerciais	-124.605	-4,96%	-163.392	-6,64%	31,1%
Despesas Gerais e Administrativas	-153.636	-6,12%	-172.950	-7,03%	12,6%
Remuneração de Administradores	-6.957	-0,28%	-7.424	-0,30%	6,7%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	-22.714	-0,90%	-22.845	-0,93%	0,6%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	403.321	16,06%	328.728	13,37%	-18,5%
Resultado das Participações Societárias	13.606	0,54%	1.935	0,08%	-85,8%
Equivalência Patrimonial	13.606	0,54%	1.935	0,08%	-85,8%
Resultado Financeiro	-1.857	-0,07%	47.272	1,92%	-2645,6%
Despesas financeiras	-70.029	-2,79%	-38.620	-1,57%	-44,9%
Receitas financeiras	68.172	2,71%	85.892	3,49%	26,0%
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	415.070	16,53%	377.935	15,37%	-9,0%
IRPJ e CSLL	-54.149	-2,16%	-49.588	-2,02%	-8,4%
Corrente	-68.107	-2,71%	-53.514	-2,18%	-21,4%
Diferido	13.958	0,56%	3.926	0,16%	-71,9%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	360.921	14,37%	328.347	13,35%	-9,0%
Participação de Minoritários	-104.002	-4,14%	-45.461	-1,85%	-56,3%
Lucro Líquido do Exercício	256.919	10,23%	282.886	11,50%	10,1%

(1) Valores ajustados segundo às novas normas de consolidação.

(2) Análise Vertical.

(3) Análise Horizontal.

(4) A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Nos títulos abaixo, as expressões “em 2012” e “em 2013” referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012 e 31 de dezembro de 2013, respectivamente conforme as novas normas de consolidação.

Receita Operacional Bruta

A receita operacional bruta atingiu R\$ 2.521.031 mil em 2013, uma redução de 2,14% em comparação com a receita operacional bruta de R\$ 2.576.151 mil apurada em 2012, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2013, a Companhia obteve uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$ 2.460.942 mil, o que representou uma redução de 2,58% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2012 de R\$ 2.526.046 mil. Apesar do volume de vendas apresentarem um aumento de R\$ 1.758.308 mil para R\$ 2.118.495 mil, decorre em sua maioria de unidades em estoque mais recentes, ou seja, apresentam um baixo percentual de andamento de obra, portanto geram um menor volume e representam 40% da receita reconhecida em 2013. Os demais 60% decorre do andamento das obras ocorrido em 2013, que impactou também o reconhecimento das receitas provenientes de vendas contratadas em períodos anteriores.

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos. A receita de prestação de serviços atingiu R\$ 60.089 mil em 2013, aumentando 19,9% em comparação com a receita de prestação de serviços de R\$ 50.105 mil apurada em 2012. Essa variação explica-se, principalmente, pelo aumento do serviço de intermediação de venda de empreendimentos imobiliários.

Deduções de Receita Bruta

A receita bruta operacional em 2013 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$ 62.044 mil, uma redução de 4,1% em comparação aos impostos de R\$ 64.669 mil em 2012. Esta variação explica-se em parte pela redução da receita auferida de 2,14% em relação a 2012 e pelo aumento do número de empresas tributas pelo Regime de Tributação Especial (RET), cuja alíquota média é inferior aos demais regimes de tributação (Lucro Real e Lucro Presumido) no resultado consolidado. Além disto, em 1º de janeiro de 2013 houve redução na carga tributária RET (Regime Especial de Tributação), a qual em 2013 passou de 6% para 4%. Pode-se entender a redução da alíquota, conforme quadro abaixo:

	Alíquota Total	Alíquota Proposta
PIS	0,56%	0,37%
COFINS	2,57%	1,71%
CSLL	0,98%	0,66%
IRPJ	1,89%	1,26%
	6,00%	4,00%

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, nossa receita operacional líquida atingiu R\$ 2.458.897 mil em 2013, apresentando uma redução de R\$ 52.495 mil, 2,1%, em comparação com a receita operacional líquida de 2012.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$ 1.763.648 mil em 2013, com redução de 2,0% em comparação com os custos das vendas realizadas em 2012 de R\$ 1.800.249 mil.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Lucro Bruto

O lucro bruto atingiu R\$ 695.339 mil em 2013, com redução de 2,2% em comparação ao lucro bruto de R\$ 711.233 mil apurado em 2012. A margem bruta em 2013 atingiu 33,5%, expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento à produção), com aumento de 1,7p.p. em relação à margem bruta de 2012 de 31,8% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo).

Receitas e Despesas Operacionais

As despesas operacionais foram de R\$ 366.611 mil em 2013, aumentando 19,06% em comparação com as despesas operacionais de R\$ 307.912 mil apuradas em 2012. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo:

Despesas Comerciais

As despesas comerciais atingiram R\$ 163.392 mil em 2013, um aumento de R\$ 38.787 mil (31,13%) em relação a 2012. Esse aumento é reflexo do maior volume de operações que realizamos e de maiores gastos com construção de stands no exercício findo em 31 de dezembro de 2013, além de uma antecipação dos lançamentos de 2014. Além disso, houve despesas relacionadas à campanha institucional e à Megastore. Nosso volume de lançamento em 2013 em VGV Total foi de R\$ 2.930.526 mil contra R\$ 2.800.709 mil em 2012.

Despesas Gerais e Administrativas

As despesas gerais e administrativas atingiram R\$ 172.950 mil em 2013, contra R\$ 153.636 mil em 2012. Esta variação ocorreu essencialmente devido a provisão de bônus insuficiente no ano de 2012, em função de resultados acima do esperado (impactados pela alteração da alíquota do RET) e, concomitantemente, metas atingidas em todas as praças de atuação. Além disso, houve o pagamento de bônus de retenção a determinados executivos, o qual estava condicionado à permanência destes executivos na Companhia até esta data.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu R\$ 7.424 mil em 2013, aumento de 6,7% em comparação com o a remuneração de R\$ 6.957 mil apurada em 2012. Esse aumento explica-se essencialmente pelo impacto do dissídio (correção salarial do período devido ao acordo coletivo).

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$ 22.845 mil em 2013, mantendo-se praticamente estável em comparação a 2012 cujo montante foi de R\$ 22.714 mil.

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$ 328.728 mil em 2013, apresentando uma redução de 18,5% em comparação ao lucro operacional de R\$ 403.321 mil de 2012.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro foi positivo em R\$ 47.272 mil em 2013, em comparação ao resultado financeiro negativo de R\$ 1.857 mil apurado em 2012. O resultado financeiro positivo de 2013 deve-se, principalmente pelos fatores indicados abaixo:

Despesas Financeiras

As despesas financeiras foram de R\$ 38.620 mil em 2013, com redução de 44,8% em relação às despesas financeiras de R\$ 70.029 mil apuradas em 2012.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Receitas Financeiras

As receitas financeiras foram de R\$ 85.892 mil em 2013, com aumento de 26,0% em comparação com as receitas financeiras de R\$ 68.172 mil apuradas em 2012. Essa variação deve-se ao aumento do caixa durante o ano de 2013 que passou de R\$ 469.542 mil para R\$ 638.893 mil respectivamente. A taxa média de remuneração em 2013 ficou entre 97,7% a 102,5% do CDI.

Lucro Líquido antes do Imposto de Renda Pessoa Jurídica ("IRPJ") e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido ("CSLL")

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 377.935 mil em 2013, apresentando uma redução de 8,9% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$ 415.070 mil em 2012.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$ 49.588 mil em 2013, redução de 8,4% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$ 54.149 mil apurado em 2012, conforme explicado abaixo.

Corrente

O IRPJ e CSLL correntes foram de R\$ 53.514 mil em 2013, reduzindo 21,4% em comparação com o IRPJ e CSLL correntes de R\$68.107 mil apurados em 2012. O imposto corrente foi impactado pela redução da carga tributária do RET (Regime Especial de Tributação) que passou de 6% para 4% (IRPJ e CSLL - 2,87% para 1,92%).

Diferido

O IRPJ e CSLL diferidos foram de R\$ 3.926 mil em 2013, diminuindo 71,9% em comparação com o IRPJ e CSLL diferidos de R\$ 13.958 mil apurados em 2012. O resultado de 2012 foi positivamente impactado pela redução da carga tributária do RET (Regime Especial de Tributação) que passou de 6% para 4% (IRPJ e CSLL - 2,87% para 1,92%). Esta alteração também foi aplicada ao imposto diferido, de modo que houve uma reversão.

Participação de Minoritários

A participação de minoritários foi de R\$ 45.461 mil em 2013, com redução de 56,3% em comparação com a participação de minoritários de R\$ 104.002 mil apurada em 2012. Essa variação explica-se, principalmente, pela redução da participação média de terceiros nos resultados reconhecidos em 2013 em comparação com 2012.

Lucro Líquido

Em virtude dos fatores indicados acima, o lucro líquido foi de R\$ 282.886 mil em 2013, apresentando um aumento de 10,1% em comparação com o lucro líquido de R\$ 256.919 mil reportado em 2012.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**ANÁLISE DE NOSSOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONSOLIDADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2013, 2014 e 2015**

Esta seção trata da análise de nossos balanços patrimoniais consolidados em 31 de dezembro de 2013, 2014 e 2015, além das variações percentuais para os respectivos períodos (análise horizontal é a participação percentual dos itens sobre a receita total no mesmo período e análise vertical é a variação percentual de cada rubrica entre dois períodos).

ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2014 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2015

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2014 e de 2015 conforme as novas práticas de consolidação:

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Em 31 de dezembro de				
	2014	A.V. ⁽¹⁾ (%)	2015	A.V. ⁽¹⁾ (%)	A.H. ⁽²⁾ (%)
Total do Ativo	4.880.080	100,00%	5.136.789	100,00%	5,26%
Circulante	3.205.006	65,68%	3.607.509	70,23%	12,56%
Disponibilidades	721.266	14,78%	682.462	13,29%	-5,38%
Contas a receber	1.640.415	33,61%	1.818.879	35,41%	10,88%
Imóveis a Comercializar	745.778	15,28%	1.067.522	20,78%	43,14%
Outros Ativos Circulantes	97.547	2,00%	38.646	0,75%	-60,38%
Realizável a Longo Prazo	1.675.074	34,32%	1.529.280	29,77%	-8,70%
Contas a Receber	373.269	7,65%	234.903	4,57%	-37,07%
Imóveis a Comercializar	1.165.565	23,88%	1.164.847	22,68%	-0,06%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	13.805	0,00%	25.613	0,50%	85,53%
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	65.302	1,34%	50.203	0,98%	-23,12%
Investimentos	22.947	0,47%	20.510	0,40%	-10,62%
Permanente	34.186	0,70%	33.204	0,65%	-2,87%
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	4.880.080	100,00%	5.136.789	100,00%	5,26%
Total do Passivo	2.460.585	50,42%	2.670.627	51,99%	8,54%
Circulante	1.017.430	20,85%	1.212.047	23,60%	19,13%
Fornecedores	64.430	1,32%	66.385	1,29%	3,03%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	11.114	0,23%	5	0,00%	-100,00%
Adiantamentos de Clientes	4.434	0,09%	13.985	0,27%	215,40%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	37.357	0,77%	101.779	1,98%	172,45%
Empréstimos e Financiamentos	510.406	10,46%	703.500	13,70%	37,83%
Impostos e Contribuição	42.809	0,88%	34.526	0,67%	-19,35%
Tributos a Pagar	38.376	0,79%	42.251	0,82%	10,10%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Debêntures	163.915	3,36%	97.108	1,89%	-40,76%
Dividendos Propostos	59.948	1,23%	24.074	0,47%	-59,84%
Outros Passivos Circulantes	84.641	1,73%	128.434	2,50%	51,74%
Exigível a Longo Prazo	1.443.155	29,57%	1.458.580	28,39%	1,07%
Empréstimos e Financiamentos	1.054.453	21,61%	1.156.547	22,51%	9,68%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	88.145	1,81%	118.186	2,30%	34,08%
Impostos e Contribuições	42.940	0,88%	43.933	0,86%	2,31%
Tributos a Pagar	8.732	0,18%	5.457	0,11%	-37,51%
Debêntures	141.498	2,90%	50.000	0,97%	-64,66%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	107.387	2,20%	84.457	1,64%	-21,35%
Patrimônio Líquido	2.419.495	49,58%	2.466.162	48,01%	1,93%
Capital Social	1.683.266	34,49%	1.683.266	32,77%	0,00%
Custos de transação	-15.775	-0,32%	-15.775	-0,31%	0,00%
Plano de opção de ações	30.298	0,62%	31.717	0,62%	4,68%
Ações restritas e em tesouraria	-61.440	-1,26%	-107.023	-2,08%	74,19%
Reserva de Lucros	486.623	9,97%	567.266	11,04%	16,57%
Participação de acionistas não controladores	296.523	6,08%	306.711	5,97%	3,44%

(1) Análise Vertical.

(2) Análise Horizontal.

Ativo Circulante**Disponibilidades**

As disponibilidades totalizaram R\$ 682.462 mil em 2015, apresentando uma redução de 5,4% em comparação com R\$ 721.266 mil em 2014. Esta redução deve-se essencialmente ao maior volume de pagamento de empréstimos em comparação a captação de novas dívidas, gerando consumo de caixa no de 2015.

Contas a Receber

O saldo do contas a receber é atualizado pela variação do Índice Nacional de Custo da Construção nas parcelas até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação dos índices de preços. As parcelas pós-chaves sofrem ainda a incidência de juros de 12% ao ano, apropriados de forma "pro rata temporis", calculados pelo sistema *price* de amortização. O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. O aumento de 10,9% em 2015 quando comparado a 2014, decorre do forte volume de vendas concentradas no final de 2015. Os valores a receber contratualmente das unidades vendidas e ainda não concluídas não está totalmente refletido como contas a receber nas demonstrações financeiras, uma vez que é reconhecido na medida da evolução da construção.

Imóveis a Comercializar

Os imóveis a comercializar totalizaram R\$ 1.067.522 mil em 2015, com aumento de 43,1% em comparação com os R\$ 745.778 mil em 2014. Esta variação no saldo de estoques deve-se principalmente ao menor volume de vendas líquidas (vendas líquidas contratadas 15,8% inferior a 2014) e de lançamentos de 2015.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Ativo Não Circulante****Contas a Receber**

As contas a receber totalizaram R\$ 234.903 mil em 2015, apresentando uma redução de 37,1% em comparação com os R\$ 373.269 mil em 2014. Esta redução ocorreu principalmente devido à transferência de valores do longo para o curto prazo em função do aumento das entregas e a redução no volume de vendas.

Permanente

O permanente totalizou R\$ 33.204 mil em 2015, com redução de 2,9% em comparação com os R\$ 34.186 mil em 2014.

Passivo Circulante**Fornecedores**

Os fornecedores totalizaram R\$ 66.385 mil em 2015, com aumento de 3,0% em comparação com os R\$ 64.430 mil em 2014.

Adiantamento de Clientes

O adiantamento de clientes totalizou R\$ 13.985 mil em 2015, com aumento de 215,4% em comparação com os R\$ 4.434 mil em 2014.

Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis

As contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$ 101.779 mil em 2015, com aumento de 172,4% em comparação com os R\$ 37.357 mil em 2014.

Empréstimos e Financiamentos

Os empréstimos e financiamentos totalizaram R\$ 703.500 mil em 2015, apresentando um aumento de 37,8% em comparação com os R\$ 510.406 mil em 2014.

Impostos e Contribuições a Recolher

Os impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$ 34.526 mil em 2015, com redução de 19,3% em comparação com os R\$ 42.809 mil em 2014. Essa oscilação deve-se a variação dos recebimentos entre os exercícios correspondentes.

Debêntures

As debêntures com vencimento de curto prazo totalizaram R\$ 97.108 mil em 2015, com redução em relação aos R\$ 163.915 mil em 2014, refletindo a parcela de R\$ 154.000 mil do principal de debêntures com vencimento em 2015.

Dividendos Propostos

Os dividendos propostos totalizaram R\$ 24.074 mil em 2015 com uma redução de 59,8% em comparação com os R\$ 59.948 mil em 2014. Esta redução é explicada pelo lucro líquido menor auferido em 2015.

Outros Passivos Circulantes

Os outros passivos circulantes totalizaram R\$ 128.434 mil em 2015, apresentando um aumento de 51,8% em comparação com os R\$ 84.641 mil em 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Passivo Não Circulante****Empréstimos e Financiamentos**

Os empréstimos e financiamentos totalizaram R\$ 1.156.547 mil em 2015, aumentando 9,7% em comparação com R\$ 1.054.453 mil em 2014. Esse aumento explica-se principalmente por novas captações de crédito imobiliário (apoio à produção) realizada no decorrer de 2015.

Impostos e Contribuições

Os impostos e contribuições totalizaram R\$ 43.933 mil em 2015, aumentando 2,3% em comparação com os R\$ 42.940 mil em 2014. Essa oscilação deve-se a variação dos recebimentos entre os exercícios correspondentes.

Debêntures

As debêntures totalizaram R\$ 50.000 mil em 2015, com redução de 64,7% em comparação com os R\$ 141.498 mil em 2014. Esta redução se deve à transferência para o curto prazo de parte do principal das debêntures.

Patrimônio Líquido**Capital Social**

O capital social totalizou R\$ 1.683.266 mil, igual a 2014.

Reserva de Lucros

A reserva de lucros totalizou R\$ 567.266 mil em 2015, com aumento de 16,6% em comparação com os R\$ 486.623 mil em 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2013 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2014**

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2013 e de 2014 conforme as novas práticas de consolidação:

(em R\$ mil, exceto porcentagem)	Em 31 de dezembro de				
	2013	A.V. ⁽¹⁾ (%)	2014	A.V. ⁽¹⁾ (%)	A.H. ⁽²⁾ (%)
Total do Ativo	4.804.693	100,00%	4.880.080	100,00%	1,57%
Circulante	3.428.302	71,35%	3.205.006	65,68%	-6,51%
Disponibilidades	765.547	15,93%	721.266	14,78%	-5,78%
Contas a receber	1.880.015	39,13%	1.640.415	33,61%	-12,74%
Imóveis a Comercializar	707.074	14,72%	745.778	15,28%	5,47%
Outros Ativos Circulantes	75.666	1,57%	97.547	2,00%	28,92%
Realizável a Longo Prazo	1.376.391	28,65%	1.675.074	34,32%	21,70%
Contas a Receber	395.553	8,23%	373.269	7,65%	-5,63%
Imóveis a Comercializar	819.565	17,06%	1.165.565	23,88%	42,22%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	62.417	0,01	13.805	0,00	-
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	39.177	0,82%	65.302	1,34%	66,68%
Investimentos	19.746	0,41%	22.947	0,47%	16,21%
Permanente	39.933	0,83%	34.186	0,70%	-14,39%
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	4.804.693	100,00%	4.880.080	100,00%	1,57%
Total do Passivo	2.488.817	51,80%	2.460.585	50,42%	-1,13%
Circulante	985.831	20,52%	1.017.430	20,85%	3,21%
Fornecedores	68.031	1,42%	64.430	1,32%	-5,29%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	11.194	0,23%	11.114	0,23%	-0,71%
Adiantamentos de Clientes	14.101	0,29%	4.434	0,09%	-68,56%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	38.087	0,79%	37.357	0,77%	-1,92%
Empréstimos e Financiamentos	464.947	9,68%	510.406	10,46%	9,78%
Impostos e Contribuição	43.084	0,90%	42.809	0,88%	-0,64%
Tributos a Pagar	45.433	0,95%	38.376	0,79%	-15,53%
Debêntures	115.998	2,41%	163.915	3,36%	41,31%
Dividendos Propostos	67.186	1,40%	59.948	1,23%	-10,77%
Outros Passivos Circulantes	117.770	2,45%	84.641	1,73%	-28,13%
Exigível a Longo Prazo	1.502.986	31,28%	1.443.155	29,57%	-3,98%
Empréstimos e Financiamentos	1.007.635	20,97%	1.054.453	21,61%	4,65%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	60.302	1,26%	88.145	1,81%	46,17%
Impostos e Contribuições	50.038	1,04%	42.940	0,88%	-14,19%
Tributos a Pagar	9.559	0,20%	8.732	0,18%	-8,65%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Debêntures	294.987	6,14%	141.498	2,90%	-52,03%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	80.465	1,67%	107.387	2,20%	33,46%
Patrimônio Líquido	2.315.876	48,20%	2.419.495	49,58%	4,47%
Capital Social	1.083.266	22,55%	1.683.266	34,49%	55,39%
Custos de transação	-15.775	-0,33%	-15.775	-0,32%	0,00%
Plano de opção de ações	26.518	0,55%	30.298	0,62%	14,25%
Ações restritas e em tesouraria	0	-	-61.440	-1,26%	-
Reserva de Lucros	894.159	18,61%	486.623	9,97%	-45,6%
Participação de acionistas não controladores	327.708	6,82%	296.523	6,08%	-9,52%

(1) Análise Vertical.

(2) Análise Horizontal.

Ativo Circulante**Disponibilidades**

As disponibilidades totalizaram R\$ 721.266 mil em 2014, apresentando uma redução de 5,8% (R\$44.281 mil) em comparação com R\$ 765.547 mil em 2013. Esta redução deve-se essencialmente ao maior volume de pagamento de empréstimos em comparação a captação de novas dívidas, gerando consumo de caixa no de 2014.

Contas a Receber

O saldo de contas a receber é atualizado pela variação do Índice Nacional de Custo da Construção nas parcelas até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação dos índices de preços. As parcelas pós-chaves sofrem ainda a incidência de juros de 12% ao ano, apropriados de forma pro rata temporis, calculados pelo sistema *price* de amortização. O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. A redução de 12,7% em 31 de dezembro de 2014, quando comparado a 31 de dezembro de 2013, decorre do forte volume de entregas realizado no ano de 2014. Os valores a receber contratualmente das unidades vendidas e ainda não concluídas não está totalmente refletido como contas a receber nas demonstrações financeiras, uma vez que é reconhecido na medida da evolução da construção.

Imóveis a Comercializar

Os imóveis a comercializar totalizaram R\$ 745.778 mil em 2014, com aumento de 5,5% em comparação com R\$ 707.074 mil em 2013. Esta variação no saldo de estoques deve-se principalmente ao menor volume de vendas (vendas contratadas 29,4% inferior a 2013), combinado com os lançamentos de 2014.

Ativo Não Circulante**Contas a Receber**

O contas a receber totalizaram R\$ 373.269 mil em 2014, apresentando uma redução de 5,6% em comparação com R\$ 395.553 mil em 2013. Esta redução ocorreu principalmente devido à transferência de valores do longo para o curto prazo em função do aumento de entregas e a redução no volume de vendas.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Permanente*

O permanente totalizou R\$ 34.186 mil em 2014, com redução de 14,4% em comparação com R\$ 39.933 mil em 2013.

Passivo Circulante*Fornecedores*

Os fornecedores totalizaram R\$ 64.430 mil em 2014, com redução de 5,3% em comparação com R\$ 68.031 mil em 2013.

Adiantamento de Clientes

O adiantamento de clientes totalizou R\$ 4.434 mil em 2014, com redução de 68,6% em comparação com R\$14.101 mil em 2013.

Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis

As contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$ 37.357 mil em 2014, com redução de 1,9% em comparação com R\$ 38.087 mil em 2013.

Empréstimos e Financiamentos

Os empréstimos e financiamentos totalizaram R\$ 510.406 mil em 2014, apresentando um aumento de 9,8% em comparação com R\$ 464.947 mil em 2013.

Impostos e Contribuições a Recolher

Os impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$ 42.809 mil em 2014, com redução de 0,6% em comparação com R\$ 43.084 mil em 2013. Essa oscilação deve-se a variação dos recebimentos entre os exercícios correspondentes.

Debêntures

As debêntures com vencimento de curto prazo totalizaram R\$ 163.915 mil em 2014, com aumento em relação aos R\$ 115.998 mil em 2013, refletindo a parcela de R\$ 104.000 mil do principal das debêntures da quarta emissão da Companhia com vencimento no primeiro semestre de 2015 e a parcela de R\$ 50.000 mil do principal das debêntures da quinta emissão da Companhia com vencimento no segundo semestre de 2015.

Dividendos Propostos

Os dividendos propostos totalizaram R\$ 59.948 mil em 2014 com uma redução de 10,8% em comparação com R\$ 67.186 mil em 2013. Esta redução é explicada pelo lucro líquido menor auferido em 2014.

Outros Passivos Circulantes

Os outros passivos circulantes totalizaram R\$ 84.641 mil em 2014, apresentando uma redução de 28,1% em comparação com R\$ 117.770 mil em 2013.

Passivo Não Circulante*Empréstimos e Financiamentos*

Os empréstimos e financiamentos totalizaram R\$ 1.054.453 mil em 2014, aumentando 4,6% em comparação com R\$ 1.007.635 mil em 2013. Esse aumento explica-se principalmente pelas novas emissões de CRI e CCB realizadas no decorrer de 2014.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Impostos e Contribuições

Os impostos e contribuições totalizaram R\$ 42.940 mil em 2014, reduzindo 14,2% em comparação com R\$ 50.038 mil em 2013. Essa oscilação deve-se a variação dos recebimentos entre os exercícios correspondentes.

Debêntures

As debêntures totalizaram R\$ 141.498 mil em, com redução de 52% em comparação com R\$ 294.987 mil em 2013. Esta redução é devido à transferência para o curto prazo da parcela de R\$ 104.000 mil de parte do principal das debêntures da quarta emissão (a qual já foi paga no início de 2015) e a parcela de R\$ 50.000 mil do principal das debêntures da quinta emissão da Companhia com vencimento no segundo semestre de 2015.

Patrimônio Líquido

Capital Social

O capital social passou de R\$ 1.083.266 mil em 2013 para R\$ 1.683.266, refletindo a capitalização de reserva de retenção de lucros da companhia no valor de R\$ 600.000 mil, realizada em abril de 2014.

Reserva de Lucros

A reserva de lucros totalizou R\$ 486.623 mil em 2014, com redução de 45,6% em comparação com R\$ 894.159 mil em 2013. Essa redução de R\$ 407.536 mil deve-se à capitalização da reserva de lucros no valor de R\$ 600.000 mil e destinação de parte do lucro líquido de 2014 à reserva de lucros.

Análise do Fluxo de Caixa

A tabela abaixo demonstra os componentes do nosso fluxo de caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2014 e 2015. Nossas informações sobre o fluxo de caixa foram extraídas das demonstrações financeiras consolidadas auditadas:

Demonstração dos Fluxos de Caixa Consolidados (em R\$ mil)	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de		
	2013	2014	2015
Caixa líquido aplicado nas atividades operacionais	43.058	69.904	60.880
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos	-212.674	44.353	210.733
Caixa líquido proveniente das atividades de financiamentos	156.121	-155.935	-36.268
De terceiros	215.838	-27.254	81.044
Dos acionistas/partes relacionadas	-59.717	-128.681	-117.312
Aumento líquido de caixa e equivalentes de caixa	-13.495	-41.679	113.585

Caixa Líquido Aplicado nas Atividades Operacionais

No ano findo em 31 de dezembro de 2013 a companhia apresentou uma geração de caixa de R\$ 43.058 mil decorrente da redução do contas a receber, refletindo o alto volume de entregas de empreendimentos ao longo de 2013.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

No ano findo em 31 de dezembro de 2014 a companhia apresentou uma geração de caixa de R\$ 69.904 mil decorrente da redução do contas a receber de curto prazo, refletindo o alto volume de entregas de empreendimentos ao longo de 2014.

No ano findo em 31 de dezembro de 2015 a companhia apresentou uma geração de caixa de R\$ 60.880 mil decorrente do aumento do contas a receber de curto prazo, refletindo o alto volume de entregas de empreendimentos ao longo de 2015.

Caixa Líquido Aplicado nas Atividades de Investimento

Em 2013 o nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento foi de R\$ 212.674 mil, refletindo essencialmente o aumento de R\$ 202.318 mil nas aplicações em ativos financeiros e o restante em aquisição de bens do ativo imobilizado.

Em 2014 o nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento foi de R\$ 44.353 mil, refletindo essencialmente o aumento das aplicações financeiras.

Em 2015 o nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento foi de R\$ 210.733 mil, refletindo essencialmente o aumento das aplicações financeiras.

Caixa Líquido Proveniente das Atividades de Financiamento

O caixa líquido proveniente das atividades de financiamento originado por terceiros é decorrente dos empréstimos relativos ao financiamento à produção, dos empréstimos relativos às linhas de terreno e das debêntures. O caixa líquido proveniente das atividades de financiamento originado por acionistas é decorrente dos aumentos de capital realizados em 2007, 2008 e 2010, assim como do pagamento de dividendos.

Em 2013, o caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento em relação a 2012 apresentou um aumento de R\$ 156.121 e deve-se basicamente ao ingresso de R\$ 120.000 mil por meio de uma operação estruturada envolvendo a emissão de CRIs (certificados de recebíveis imobiliários).

Em 2014, o caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento em relação a 2013 apresentou uma redução de R\$ 155.935 e deve-se basicamente à amortização de parte da dívida corporativa e à aquisição de ações em tesouraria e dividendos pagos.

Em 2015, o caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento em relação a 2014 apresentou uma redução de R\$ 36.268 e deve-se basicamente à amortização de parte da dívida corporativa e à aquisição de ações em tesouraria e dividendos pagos.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**10.2. Comentários dos Diretores sobre:****(a) Resultado das operações da Companhia:****(i) Descrição de quaisquer componentes importantes da receita.****Receita Operacional Bruta**

A receita operacional bruta decorre, principalmente, da incorporação e venda de imóveis e, em menor proporção, da prestação de serviços de construção próprios e para terceiros, de acordo com os seguintes valores e proporções nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2014 e 2015:

(R\$ mil, exceto porcentagem)	Exercício encerrado em 31 de dezembro de					
	2013		2014		2015	
	R\$ mil	%	R\$ mil	%	R\$ mil	%
Receita Operacional Bruta	2.521.031	100%	2.265.806	100%	2.261.194	100%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.460.942	98%	2.215.478	98%	2.220.869	98%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	60.089	2%	50.328	2%	40.325	2%

Receita de Incorporação e Revenda de Imóveis

A receita de incorporação e revenda de imóveis inclui os valores provenientes da venda de unidades dos empreendimentos. Esta receita inclui a correção monetária dos contratos de compra e venda até a data de finalização da construção e entrega da unidade, porém exclui a parcela de juros referentes às vendas a prazo que incorrem a partir da data de entrega da unidade (os juros são apropriados ao resultado financeiro, observado o regime de competência).

A receita de incorporação e revenda de imóveis é apropriada “pari passu” à evolução financeira dos custos de cada empreendimento, incluindo custos de terreno, construção e financeiros (relativos aos juros e encargos dos financiamentos para construção assim como demais operações de financiamento indiretamente relacionadas aos empreendimentos) de cada empreendimento. As receitas de incorporação advêm tanto de unidades já comercializadas em exercícios anteriores (neste caso são apropriados apenas o percentual de custo incorrido no exercício sobre o valor de cada contrato de venda, acrescido da correção monetária do período) como de novas vendas (apropriação do percentual de custo incorrido acumulado sobre o valor do contrato de venda).

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos. No caso das taxas de administração cobradas dos empreendimentos consolidados integralmente nos quais existem outros investidores, a receita de prestação de serviços é eliminada de acordo com o percentual de participação da Even.

Reconhecimento da Receita Operacional Bruta

Adotamos a política de reconhecer a receita operacional relativa a um empreendimento somente após o período de carência legal da incorporação de 180 dias, contado da data do registro do mesmo. Podemos, contudo, passar a reconhecer a receita operacional antes deste período, caso: (i) o empreendimento atinja um percentual mínimo de vendas previsto no registro de incorporação; ou (ii) registremos pedido de suspensão da carência do registro de incorporação,

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

fato este assumido quando julgamos adequado. Sendo assim, nenhum empreendimento em período de carência terá reconhecida sua receita operacional, mesmo que tenhamos contratado vendas ou que tenhamos incorrido em gastos relativos aos custos de incorporação.

Após esse prazo de carência (ou nos casos anteriormente citados em que este prazo seja antecipado), apropriamos a receita operacional somente à medida da evolução financeira de cada empreendimento. Desta forma, a receita operacional reflete apenas a parcela das vendas contratadas relativa ao percentual do custo incorrido das unidades comercializadas. A parcela restante, quando o percentual do custo incorrido for inferior a 100%, constituirá um saldo de receita bruta de vendas a apropriar. Esse saldo de receita bruta de vendas a apropriar será reconhecido como receita na medida do avanço da construção.

As parcelas a receber das vendas realizadas relativas ao período de construção são, atualizadas monetariamente pela variação do Índice Nacional da Construção Civil – INCC até a data de entrega das chaves; para esse período, foi efetuado o cálculo de ajuste a valor presente. O valor presente das contas a receber de clientes relacionados com a comercialização de unidades não concluídas é calculado com base na taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. A referida taxa é compatível com a natureza, o prazo e os riscos de transações similares em condições de mercado.

Deduções da Receita Bruta

Programa de Integração Social ("PIS") e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social ("COFINS")

Até 2010 a Companhia e suas sociedades de propósito específico apuravam o PIS e a COFINS sob o regime cumulativo. Tais tributos incidiam, respectivamente, às alíquotas de 0,65% e 3,0% sobre o total das receitas auferidas. Nesse regime, não havia a possibilidade de dedução de qualquer crédito relativo ao PIS e à COFINS eventualmente incidentes em operações anteriores.

A partir de 2010 a Companhia adotou o Regime Especial de Tributação para a maioria dos seus empreendimentos. Este regime possui alíquota de PIS e COFINS, respectivamente, de 0,37% e 1,71% sobre o total da receita bruta auferida.

Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza ("ISS")

A Companhia, diretamente ou através de nossas sociedades de propósito específico, prestam serviços de execução de obras de construção civil, hidráulica e elétrica, serviços de administração e fiscalização de obras e serviços de engenharia. Sobre a receita bruta dessas atividades incide o ISS, cuja competência para lançamento e cobrança será: (i) do município em que esteja sendo realizada a obra, nas hipóteses dos serviços de execução de obra e de administração e fiscalização de obra; e (ii) do município em que esteja localizado nosso estabelecimento, na hipótese dos serviços de engenharia. A alíquota do ISS estabelecida para os nossos serviços prestados (i) no município de São Paulo é de 5%; (ii) no Município do Rio de Janeiro é de 3%; (iii) no Município de Belo Horizonte é de 2%; e (iv) no Município de Porto Alegre é de 4%.

Receitas Financeiras

As receitas financeiras decorrem da cobrança dos juros sobre nossa carteira de recebíveis e da aplicação das disponibilidades financeiras. Os juros incidentes sobre nossa carteira de recebíveis referem-se exclusivamente às parcelas pós chaves dos financiamentos concedidos aos nossos clientes nas vendas a prazo. Essas receitas são aferidas observando-se o regime de competência, ocorrendo exclusivamente após a conclusão das unidades objeto de financiamento.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**(ii) Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais.**

A Companhia reconhece as receitas resultantes de empreendimentos imobiliários em função de suas construções, com base em uma mensuração físico-financeira de conclusão dos empreendimentos e não à época da celebração dos contratos de venda. Os principais impactos nas variações de receitas são explicados em decorrência de alterações em volumes de vendas, introdução de novos produtos da Companhia (lançamentos) e variação de custos.

(b) Variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços.

As receitas de vendas podem ser impactadas pela variação nos índices de inflação que corrigem os contratos de vendas. Nos contratos de venda, os créditos perante clientes são, em sua maior parte, reajustados da seguinte forma: (i) até a entrega das chaves (durante a fase de construção), pelo INCC, e (ii) após a concessão do "Habite-se" (pós-construção), à taxa de juros de 12% ao ano, acrescido de IPCA. As variações de receita nos últimos três exercícios são relativas à variação do volume de negócios (lançamentos e vendas) bem como da evolução físico-financeira das obras.

(c) Impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro da Companhia, quando relevante.

Aumentos nas taxas de inflação afetam o mercado imobiliário na medida em que reduzem a atividade econômica, o consumo e o investimento. Além disso, a evolução relativa dos índices de inflação, especialmente o INCC que, em geral, indexa os custos de construção pode afetar a rentabilidade da atividade de incorporação imobiliária, caso haja descasamento entre o INCC e os preços de insumos. Além do INCC, outras taxas que afetam o resultado operacional são o IPCA e o CDI.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs

10.3. Comentários dos Diretores sobre eventos relevantes abaixo que tenham causado ou se espera que venham a causar das demonstrações financeiras e nos resultados da Companhia:

(a) introdução ou alienação de segmento operacional;

A Companhia não introduziu ou alienou qualquer segmento operacional durante os períodos apresentados.

(b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária; e

Não houve aquisição ou alienação de participação societária não refletida nas demonstrações financeiras durante os períodos apresentados.

(c) eventos ou operações não usuais.

Não ocorreram eventos ou operações não usuais.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

10.4. Comentários dos Diretores sobre:

(a) mudanças significativas nas práticas contábeis;

Provisão para distratos:

Em 18 de fevereiro de 2016, o Ibracon – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, através do ofício nº 001/2016 – DN (orientações sobre a auditoria de estimativas contábeis relacionadas a eventuais impactos decorrentes de distratos nas demonstrações contábeis de entidades de incorporação imobiliária), recomendou que a análise da provisão para distrato refletisse às circunstâncias dos pedidos de distratos já reconhecidos, mas ainda não formalizados, ou que potencialmente poderiam vir a ser consumados.

À luz do ofício supracitado, a Companhia possui premissas para constituição da provisão para distratos, face à revisão de suas operações correntes e melhoria de suas estimativas.

Apesar da provisão para distratos não ser uma mudança de prática contábil, a sua constituição em 2015 impactou negativamente o resultado da Companhia. Tal provisão foi constituída dada a piora no cenário macroeconômico brasileiro.

Em razão do ambiente jurídico em que a Companhia e suas controladas operam e eventual ambiente econômico desfavorável, as mesmas estão sujeitas a pedidos de distratos relacionados a compromissos de compra e venda ainda em processo de reconhecimento de resultado pelo método de percentual de evolução financeira. No encerramento das demonstrações financeiras a Companhia efetua estudos com objetivo de avaliar a necessidade de constituição de provisão para situação de distratos potenciais. Os estudos são concluídos com base em estimativas apuradas através de controles internos de monitoramento e cobrança que indicam potenciais novos pedidos com probabilidade considerada pela administração como provável. Os impactos líquidos da provisão são apresentados na rubrica outras despesas, líquidas e o passivo financeiro de potencial devolução de valores recebidos, em outras contas a pagar no balanço patrimonial.

(b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis; e

1) Contas a Receber:

A Administração da Companhia tem como política interna acompanhar mensalmente a carteira de recebíveis e realizar distratos de unidades que estejam inadimplentes. Após os distratos, essas unidades são recolocadas à venda ao valor de mercado. Essa prática evita uma concentração de distratos no momento da entrega das chaves e o repasse da carteira a instituições financeiras cessionárias de crédito.

Em 31 de dezembro de 2015 o saldo das contas a receber está reduzido em R\$ 70.136 mil decorrentes da provisão para distratos.

2) Provisões:

A Companhia constitui provisão para distratos para os clientes que apresentam evidências significativas de cancelamento de seus contratos, tanto para as obras recém entregues quanto aquelas em andamento, e, portanto, também leva-se em consideração o percentual de andamento de cada obra, metodologia aplicada no reconhecimento da receita.

A provisão para distratos em 31 de dezembro de 2015 totaliza R\$ 28.809 mil.

3) Imóveis a comercializar:

Em 31 de dezembro de 2015, os saldos de imóveis em construção e imóveis concluídos estão adicionados pela provisão para distratos no total de R\$ 13.609 mil e R\$ 58.540 mil,

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases

respectivamente. Estes valores somente estarão disponíveis a venda no momento da realização de seu cancelamento.

4) Outras despesas operacionais, líquidas:

Em 31 de dezembro de 2015, foi reconhecido R\$ 32.467 mil referente provisão para distratos na rubrica outras despesas operacionais, líquidas.

(c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor.

Os pareceres de auditoria emitidos sobre as nossas demonstrações financeiras dos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2015, 31 de dezembro de 2014 e em 31 de dezembro 2013, contém ênfase relacionada à elaboração das demonstrações financeiras, pois adicionalmente as “IFRSs” consideram a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias, conforme descrito em maiores detalhes na nota explicativa nº 2 às demonstrações financeiras. Nossos auditores reforçam que a opinião deles não está ressalvada em função desse assunto.

Adicionalmente, a administração da companhia acredita que a elaboração das demonstrações financeiras, que seguem as orientações do IBRACON (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil) a serem adotadas por todas as empresas do setor, representa adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

10.5. Políticas contábeis críticas adotadas pela Companhia (inclusive estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou complexos, tais como: provisões, contingências, reconhecimento da receita, créditos fiscais, ativos de longa duração, vida útil de ativos não-circulantes, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, custos de recuperação ambiental, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros):

As demonstrações financeiras consolidadas foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e também de acordo com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) aplicáveis às entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), as quais consideram, adicionalmente, a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento da receita desse setor. A preparação de demonstrações financeiras requer o uso de certas estimativas contábeis críticas e também o exercício de julgamento por parte da administração da Companhia no processo de aplicação das políticas contábeis do Grupo. As demonstrações financeiras incluem, portanto, diversas estimativas referentes à seleção das vidas úteis dos bens do imobilizado, provisões necessárias para passivos contingentes, determinação de provisões para tributos, custos orçados e outras similares. Os resultados reais podem apresentar variações em relação às estimativas.

Abaixo segue uma descrição das práticas contábeis críticas que adotamos:

(i) Reconhecimento da Receita: Receita de Venda de Imóveis

Nas vendas de unidades não concluídas dos empreendimentos lançados que não mais estejam sob os efeitos da correspondente cláusula resolutiva constante em seu memorial de incorporação, foram observados os procedimentos e normas estabelecidos pelo CPC 30 - Receitas para o reconhecimento da receita de venda de bens com a transferência continuada dos riscos e benefícios mais significativos inerente à sua propriedade. O enquadramento dos contratos de venda dos empreendimentos para fins de aplicação da referida norma foi efetuado com base na Orientação OCPC 04, a qual norteou a aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliária Brasileiras. A partir das referidas normas e levando também em consideração os procedimentos contábeis aplicáveis previstos pela Orientação OCPC 01 (R1) - "Entidades de Incorporação Imobiliária", os seguintes procedimentos são adotados para o reconhecimento de receita de vendas de unidades em construção:

- ✓ O custo incorrido (incluindo o custo do terreno) correspondente às unidades vendidas é apropriado integralmente ao resultado, pela evolução financeira do empreendimento.
- ✓ É apurado o percentual do custo incorrido das unidades vendidas (incluindo o terreno), em relação ao seu custo total orçado (POC), sendo esse percentual aplicado sobre o valor justo da receita das unidades vendidas (incluindo o valor justo das permutas efetuadas por terrenos), ajustada segundo as condições dos contratos de venda, sendo assim determinado o montante da receita de venda reconhecida.
- ✓ Os montantes das receitas de vendas apuradas, incluindo a atualização monetária do contas a receber com base na variação do Índice Nacional da Construção Civil (INCC), líquido das parcelas já recebidas (incluindo o valor justo das permutas efetuadas por terrenos), são contabilizados como contas a receber, ou como adiantamentos de clientes, quando aplicável.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

- ✓ O valor justo da receita das unidades vendidas é calculado a valor presente com base na taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, entre o momento da assinatura do contrato e a data prevista para a entrega das chaves do imóvel pronto ao promitente comprador (a partir da entrega das chaves, sobre as contas a receber passam a incidir juros de 12% ao ano, acrescidos de atualização monetária). A taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo IPCA é compatível com a natureza, o prazo e os riscos de transações similares em condições de mercado. Subsequentemente, à medida que o tempo passa, os juros são incorporados ao novo valor justo para determinação da receita a ser apropriada, sobre o qual será aplicado o POC.

O encargo relacionado com a comissão de venda é de responsabilidade do adquirente do imóvel, não incorporando o preço de venda.

Se surgirem circunstâncias que possam alterar as estimativas originais de receitas, custos ou extensão do prazo para conclusão, as estimativas iniciais são revisadas. Essas revisões podem resultar em aumentos ou reduções das receitas ou custos estimados e são refletidos no resultado no período em que a Administração tomou conhecimento das circunstâncias que originaram a revisão.

Os valores recebidos por vendas de unidades não concluídas dos empreendimentos lançados que ainda estejam sob os efeitos da correspondente cláusula resolutiva constante em seu memorial de incorporação são classificados como adiantamento de clientes.

Nas vendas de unidades concluídas, a receita de venda dos bens é reconhecida no momento da entrega das chaves, quando os riscos e benefícios mais significativos inerentes à sua propriedade são transferidos.

Após a entrega das chaves das unidades comercializadas, a atualização monetária das contas a receber passa a ser calculada pela variação do Índice Geral de Preços de Mercado - IGP-M ou pelo IPCA e passam a incidir juros de 12% ao ano, apropriados de forma "*pro rata temporis*". Nessa fase, a atualização monetária e os juros passam a ser registrados como receita financeira pelo método da taxa efetiva de juros e não mais integram a base para determinação da receita de vendas.

(ii) Contas a receber

A comercialização das unidades é efetuada, substancialmente, durante as fases de lançamento e construção dos empreendimentos. As contas a receber de clientes, nesses casos, são constituídas aplicando-se a porcentagem de conclusão (POC) sobre a receita das unidades vendidas, ajustada segundo as condições dos contratos de venda, sendo assim, o valor das contas a receber é determinado pelo o montante das receitas acumuladas reconhecidas deduzidas das parcelas recebidas. Caso o montante das parcelas recebidas seja superior ao da receita acumulada reconhecida, o saldo é classificado como "Adiantamento de clientes", no passivo.

As contas a receber de clientes são inicialmente reconhecidas pelo valor justo e subsequentemente mensuradas pelo custo amortizado com o uso do método da taxa efetiva de juros menos a provisão para créditos de liquidação duvidosa ("*impairment*").

Nas vendas a prazo de unidades concluídas, o resultado é apropriado no momento em que a venda é efetivada, independentemente do prazo de recebimento do valor contratual.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Quando concluída a construção, sobre as contas a receber incidem juros e variação monetária, os quais são apropriados ao resultado financeiro quando auferidos, obedecendo ao regime de competência de exercícios.

Se o prazo de recebimento do equivalente ao saldo de contas a receber é de um ano ou menos, as contas a receber são classificadas no ativo circulante. Caso contrário, a parcela excedente está apresentada no ativo não circulante.

Os diretores entendem que a referida taxa é compatível com a natureza, o prazo e os riscos de transações similares em condições de mercado.

(iii) Imóveis a comercializar

Os imóveis prontos a comercializar estão demonstrados ao custo de construção, que não excede o seu valor líquido realizável. No caso de imóveis em construção, a parcela em estoque corresponde ao custo incorrido das unidades não comercializadas.

O custo compreende o custo de aquisição/permuta do terreno, gastos com projeto e legalização do empreendimento, materiais, mão de obra (própria ou contratada de terceiros) e outros custos de construção relacionados, incluindo o custo financeiro do capital aplicado (encargos financeiros de contas a pagar por aquisição de terrenos e das operações de financiamento, incorridos durante o período de construção).

O valor líquido de realização é o preço de venda estimado, no curso normal dos negócios, deduzidos os custos estimados de conclusão e as despesas estimadas para efetuar a venda.

Os terrenos estão demonstrados ao custo de aquisição, acrescido dos eventuais encargos financeiros gerados pelo seu correspondente contas a pagar. No caso de permutas por unidades a serem construídas, seu custo corresponde ao preço de venda à vista previsto para as unidades a serem construídas e entregues em permuta. O registro do terreno é efetuado apenas por ocasião da lavratura da escritura do imóvel, não sendo reconhecido nas demonstrações financeiras enquanto em fase de negociação, independentemente da probabilidade de sucesso ou estágio de andamento desta.

(iv) Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro

As despesas de imposto de renda e contribuição social do exercício compreendem os impostos correntes e diferidos, ambos reconhecidos na demonstração do resultado.

Os encargos de imposto de renda e contribuição social correntes e diferidos são calculados com base nas leis tributárias promulgadas nas datas dos balanços. A Administração avalia, periodicamente, as posições assumidas pelo Grupo nas declarações de imposto de renda com relação às situações em que a regulamentação fiscal aplicável dá margem a interpretações, e estabelece provisões, quando apropriado, com base nos valores estimados de pagamento às autoridades fiscais.

Nas empresas tributadas pelo lucro real, o imposto de renda e a contribuição social são calculados pelas alíquotas regulares de 15%, acrescida de adicional de 10%, e 9% respectivamente, sobre o lucro contábil do exercício, ajustado segundo critérios estabelecidos pela legislação fiscal vigente.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Conforme facultado pela legislação tributária, certas controladas optaram pelo regime de lucro presumido. Para essas sociedades, a base de cálculo do imposto de renda é calculada à razão de 8% e da contribuição social à razão de 12% sobre as receitas brutas (32% quando a receita for proveniente da prestação de serviços e 100% das receitas financeiras), sobre as quais se aplicam as alíquotas regulares do respectivo imposto e contribuição.

Adicionalmente, como também facultado pela legislação tributária, certas controladas efetuaram a opção irrevogável pelo Regime Especial de Tributação - RET, adotando o patrimônio de afetação. Em 28 de dezembro de 2012, a Medida Provisória nº 601 revisou as alíquotas do RET e a partir de 1º de janeiro de 2013 passou a vigorar as alíquotas de 1,92% para imposto de renda e contribuição social e 2,08% para COFINS e PIS.

Parte substancial dos ativos relativos aos empreendimentos da companhia estão inseridos em estruturas de segregação patrimonial da incorporação, como facultado pela Lei nº 10.931/04.

O imposto de renda e a contribuição social diferidos são reconhecidos pelo método do passivo sobre as diferenças temporárias decorrentes de diferenças entre as bases fiscais dos ativos e passivos e seus valores contábeis nas demonstrações financeiras. Uma das principais diferenças corresponde ao critério de apuração das receitas pelo regime fiscal (regime de caixa) e societário (POC).

O imposto de renda e a contribuição social diferidos ativos são reconhecidos somente se for provável que lucro tributável futuro esteja disponível, quando aplicável, e contra o qual os prejuízos fiscais e as diferenças temporárias possam ser usadas.

(v) Plano de pensão

O plano de previdência complementar foi implantado na modalidade de Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL). Nos termos do regulamento desse plano, o custeio é paritário, de modo que a parcela da Companhia equivale a 100% daquela efetuada pelo empregado de acordo com uma escala de contribuição embasada em faixas salariais, que variam de 1% a 6% da remuneração do empregado. Os diretores entendem que esse benefício é um diferencial oferecido pela Companhia aos seus colaboradores.

(vi) Remuneração com base em ações

A Companhia oferece plano de remuneração com base em ações, que será liquidado com suas ações, segundo o qual a Companhia recebe os serviços como contraprestações das ações. O valor justo das ações concedidas é reconhecido como despesa, durante o período no qual o direito é adquirido (período durante o qual as condições específicas de aquisição de direitos devem ser atendidas), em contrapartida ao patrimônio líquido, prospectivamente.

Na data das demonstrações financeiras, a Companhia revisa suas estimativas da quantidade de opções cujos direitos devam ser adquiridos com base nas condições. A Companhia reconhece o impacto da revisão das estimativas iniciais na demonstração do resultado, em contrapartida ao patrimônio líquido.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

(vii) Instrumentos Financeiros

A Companhia classifica seus ativos financeiros nas seguintes categorias: mensurados ao valor justo por meio do resultado e empréstimos e recebíveis. A classificação depende da finalidade para a qual os ativos financeiros foram adquiridos. Os diretores determinam a classificação de seus ativos financeiros no reconhecimento inicial.

As atividades da Companhia o expõem a diversos riscos financeiros: de mercado (incluindo a taxa de juros dos financiamentos de crédito imobiliário, riscos de taxa de juros de fluxo de caixa e de preço de determinados ativos avaliados ao valor justo), de crédito e de liquidez. O programa de gestão de risco global da Companhia está concentrado na imprevisibilidade dos mercados financeiros e busca minimizar potenciais efeitos adversos no desempenho financeiro da Companhia. A gestão de riscos é realizada pela Tesouraria da Companhia, a qual identifica e avalia os riscos e protege a Companhia contra eventuais riscos financeiros em cooperação com as sociedades controladas.

Risco de Mercado

a) Risco com taxa de câmbio

É considerado praticamente nulo em virtude da Companhia não possuir ativos ou passivos denominados em moeda estrangeira, bem como dependência significativa de materiais importados em sua cadeia produtiva uma vez que os diretores entendem que a parceria com fornecedores nacionais minimiza riscos de atraso nos cronogramas das obras. Adicionalmente, a Companhia não efetua vendas indexadas em moeda estrangeira.

b) Risco de volatilidade no preço das debêntures

A Companhia está exposta ao risco de mudanças no preço das debêntures em razão dos investimentos por ela mantidas e classificadas no balanço patrimonial consolidado como mensurados ao valor justo por meio do resultado. Os investimentos da Companhia em debêntures são basicamente em “conglomerados financeiros”.

c) Risco de fluxo de caixa

As taxas de juros contratadas sobre aplicações financeiras são sujeitas a variação do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). As contas a receber estão, substancialmente, atualizadas pela variação do Índice Nacional da Construção Civil (INCC) até a entrega das chaves e, posteriormente, pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acrescido de juros de 12% ao ano, apropriados de forma “*pro rata temporis*” a partir da conclusão da construção e entrega da unidade vendida. O financiamento para aquisição de terrenos está sujeito à variação da taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). As operações de crédito imobiliário estão sujeitas à variação da Taxa Referencial de Juros (TR), acrescida de um percentual ao ano. Os saldos de mútuos mantidos com parceiros estão, substancialmente, sujeitos à variação da taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), acrescido de juros, com vencimentos renegociáveis para o longo prazo, obedecendo ao prazo médio de desenvolvimento e finalização dos empreendimentos correspondentes.

Risco de crédito

O risco de crédito é administrado corporativamente. O risco de crédito decorre de contas a receber de clientes, depósitos em bancos e ativos financeiros ao valor justo por meio do resultado. Os diretores avaliam o risco de crédito como praticamente nulo, face a garantia real de recuperação de seus produtos nos casos de inadimplência durante o período de construção.

Risco de liquidez

É o risco da Companhia não dispor de recursos líquidos suficientes para honrar nossos compromissos financeiros, em decorrência de descasamento de prazo ou de volume entre os recebimentos e pagamentos previstos. Para administrar a liquidez do caixa em moeda nacional, são estabelecidas premissas de desembolsos e recebimentos futuros, sendo monitoradas

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

diariamente pela área de Tesouraria. Os diretores entendem que tal prática minimiza nosso risco de liquidez.

Instrumentos financeiros derivativos

Em 24 de outubro de 2014, a Companhia fez uma captação em moeda estrangeira por um período de dois anos, através de uma dívida em dólar, composta por dois contratos: (i) Cédula de Crédito Bancária de R\$50.000 mil com pagamento de juros e principal em 13 de outubro de 2016 e (ii) Swap Pré X DI em que a companhia fica ativa na taxa de 3,68% a.a. + variação cambial e passiva na taxa de CDI + 1,5% a.a. do custo da dívida. A Companhia documenta, no início da operação, a relação entre os instrumentos de “*hedge*” e os itens protegidos por “*hedge*”, assim como os objetivos da gestão de risco e a estratégia para a realização de várias operações de “*hedge*”. A Companhia também documenta sua avaliação, tanto no início do “*hedge*” como de forma contínua, de que os derivativos usados nas operações de “*hedge*” são altamente eficazes na compensação de variações no valor justo ou nos fluxos de caixa dos itens protegidos por “*hedge*”.

Gestão de riscos financeiros

Seguimos a prática de gerenciamento de risco, que orienta em relação às transações e requer a diversificação de transações e contrapartidas. Desta forma, a natureza e a posição geral dos riscos financeiros é regularmente monitorada e gerenciada a fim de avaliar os resultados e o impacto financeiro no fluxo de caixa. Também são revistos, periodicamente, os limites de crédito e a qualidade do “*hedge*” das contrapartes. Os diretores entendem que uma posição conservadora na gestão de riscos financeiros é mais favorável à Companhia.

(viii) “*Impairment*” de ativos financeiros

A Companhia avalia no fim de cada exercício do relatório se há evidência objetiva de que o ativo financeiro ou o grupo de ativos financeiros está deteriorado. Um ativo ou grupo de ativos financeiros está deteriorado e os prejuízos de “*impairment*” são incorridos somente se há evidência objetiva de “*impairment*” como resultado de um ou mais eventos ocorridos após o reconhecimento inicial dos ativos (um evento de perda) e aquele evento (ou eventos) de perda tem impacto nos fluxos de caixa futuros estimados do ativo financeiro ou grupo de ativos financeiros que pode ser estimado de maneira confiável.

No caso específico de contas a receber de clientes, a administração considera como evidências objetivas a existência, por parte de clientes que firmaram contrato sem alienação fiduciária do imóvel e cujas unidades já tenham sido entregues, de parcelas vencidas há mais de 180 dias, uma vez que a posse do imóvel pelo cliente somente é efetivada caso ele esteja cumprindo suas obrigações contratuais, não representando, dessa forma, evidência objetiva de “*impairment*” a existência de atrasos nas contas a receber de unidades em construção ou de unidades entregues com alienação fiduciária.

O montante do prejuízo é mensurado como a diferença entre o valor contábil dos ativos e o valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados (excluindo os prejuízos de crédito futuro que não foram incorridos) descontados à taxa de juros original em vigor dos ativos financeiros. O valor contábil do ativo é reduzido e o valor do prejuízo é reconhecido na demonstração do resultado.

Se, em um período subsequente, o valor da perda por “*impairment*” diminuir e a diminuição puder ser relacionada objetivamente a um evento que ocorreu após o “*impairment*” ser reconhecido (como uma melhoria na classificação de crédito do devedor), a reversão da perda por “*impairment*” reconhecida anteriormente será reconhecida na demonstração do resultado.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**(ix) “Impairment” de ativos não financeiros**

Os ativos sujeitos à depreciação ou amortização são revisados para a verificação de “*impairment*” sempre que eventos ou mudanças nas circunstâncias indicarem que o valor contábil pode não ser recuperável. Uma perda por “*impairment*” é reconhecida pelo valor contábil do ativo que excede seu valor recuperável. Este último é o valor mais alto entre o valor justo de um ativo menos os custos de venda e o seu valor em uso. Para fins de avaliação do “*impairment*”, os ativos são agrupados nos níveis mais baixos para os quais existam fluxos de caixa identificáveis separadamente (Unidades Geradoras de Caixa - UGC). A Administração do grupo concluiu pela não necessidade de registro de “*impairment*” em 2013 e 2012.

(x) Provisões

As provisões são reconhecidas quando a Companhia tem uma obrigação presente, legal ou não formalizada, como resultado de eventos passados e é provável que uma saída de recursos seja necessária para liquidar a obrigação e uma estimativa confiável do valor possa ser feita.

Quando há uma série de obrigações similares, a probabilidade de liquidá-las é determinada, levando-se em consideração a classe de obrigações como um todo. Uma provisão é reconhecida mesmo que a probabilidade de liquidação relacionada com qualquer item individual incluído na mesma classe de obrigações seja pequena.

As provisões são mensuradas pelo valor presente dos gastos que devem ser necessários para liquidar a obrigação, usando uma taxa antes de impostos, a qual reflita as avaliações atuais de mercado do valor temporal do dinheiro e dos riscos específicos da obrigação. O aumento da obrigação em decorrência da passagem do tempo é reconhecido como despesa financeira.

Atualmente somos parte em processos judiciais e administrativos, de natureza tributária, cível e trabalhista. A administração da Companhia, corroborada pelos assessores legais, classifica uma parte destes processos como risco provável de perda e para tais realiza provisão.

(xi) Distribuição de dividendos

A distribuição de dividendos para os acionistas da Companhia é reconhecida como um passivo nas demonstrações financeiras no final do exercício social, com base no estatuto social. Qualquer valor acima do mínimo obrigatório só é provisionado na data em que é aprovado pelos acionistas, em Assembleia Geral.

(xii) Reservas de lucros

A reserva legal é calculada com base em 5% do lucro líquido do exercício, conforme determinação da Lei nº 6.404/76. O saldo da reserva de lucros refere-se à retenção do saldo remanescente de lucros acumulados, a fim de atender ao projeto de crescimento dos negócios estabelecido em plano de investimentos, conforme orçamento de capital proposto pelos administradores da Companhia para fazer face aos compromissos assumidos (nota explicativa nº 18.5), o qual será submetido à aprovação da Assembleia Geral Ordinária.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**(xiii) Demonstração do Valor Adicionado (“DVA”)**

Essa demonstração tem por finalidade evidenciar a riqueza criada pela Companhia e sua distribuição durante determinado período e é apresentada pela Companhia, conforme requerido pela legislação societária brasileira, como parte de suas demonstrações financeiras individuais e como informação suplementar às demonstrações financeiras consolidadas, pois não é uma demonstração prevista e nem obrigatória conforme as IFRSs.

A DVA foi preparada com base em informações obtidas dos registros contábeis que servem de base de preparação das demonstrações financeiras e seguindo as disposições contidas no CPC 09 – Demonstração do Valor Adicionado. Em sua primeira parte apresenta a riqueza criada pela Companhia, representada pelas receitas (receita bruta das vendas, incluindo os tributos incidentes sobre a mesma, as outras receitas e os efeitos da provisão para créditos de liquidação duvidosa), pelos insumos adquiridos de terceiros (custo das vendas e aquisições de materiais, energia e serviços de terceiros, incluindo os tributos incluídos no momento da aquisição, os efeitos das perdas e recuperação de valores ativos, e a depreciação e amortização) e o valor adicionado recebido de terceiros (resultado da equivalência patrimonial, receitas financeiras e outras receitas). A segunda parte da DVA apresenta a distribuição da riqueza entre pessoal, impostos, taxas e contribuições, remuneração de capitais de terceiros e remuneração de capitais próprios.

(xiv) Ativos intangíveis (“Softwares”)

As licenças de “softwares” adquiridas são capitalizadas com base nos custos incorridos para adquirir os “softwares” e fazer com que eles estejam prontos para a utilização. Estes custos são amortizados durante sua vida útil e os custos associados à manutenção são reconhecidos como despesa, conforme incorridos.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**10.6. Itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia, indicando:**

- (a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (off-balance sheet items), tais como: (i) arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos; (ii) carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos; (iii) contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços; (iv) contratos de construção não terminada; e (v) contratos de recebimentos futuros de financiamentos; e**

Até a presente data, não tínhamos quaisquer passivos ou operações não registrados nas nossas demonstrações financeiras para financiar nossas operações. Não possuímos subsidiárias nas quais detemos participação majoritária ou controles sobre suas operações que não estejam incluídas nas nossas demonstrações financeiras consolidadas, nem possuímos quaisquer participações em, ou relacionamentos com quaisquer sociedades de propósito específico que não estejam refletidas nas nossas demonstrações financeiras consolidadas.

- (b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.**

Não há outros itens relevantes não evidenciados nas nossas Demonstrações Financeiras consolidadas.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados

10.7. Comentários dos Diretores sobre cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8:

- (a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor**

Não aplicável uma vez que não possuímos ativos e passivos que não estão refletidos em nosso balanço patrimonial.

- (b) natureza e o propósito da operação**

Não aplicável uma vez que não possuímos ativos e passivos que não estão refletidos em nosso balanço patrimonial.

- (c) natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação**

Não aplicável uma vez que não possuímos ativos e passivos que não estão refletidos em nosso balanço patrimonial.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**10.8. Comentário dos diretores sobre principais elementos do plano de negócios da Companhia:****(a) investimentos, incluindo:****(i) descrição quantitativa e qualitativa dos investimentos em andamento e dos investimentos previstos;**

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento, inclusive para aquisição de bens, equipamentos e para novos investimentos, foi de R\$ 97.146 mil em 2015, R\$ 69.904 mil em 2014 e -R\$ 212.674 mil em 2013.

(ii) fontes de financiamento dos investimentos; e

A Companhia conta com o fluxo de caixa das suas operações para gerar capital de giro e subsidiar as suas atividades operacionais e de investimentos. As fontes de financiamento utilizadas pela Companhia para subsidiar as atividades são as dívidas corporativas, representadas pelos instrumentos de debêntures, CRI's, linhas de crédito e outras além da linha de financiamento à construção, representada pelo SFH.

Empréstimos e financiamentos

	Controladora		Consolidado	
	2015	2014	2015	2014
Crédito imobiliário (i)	-	-	1.144.335	904.270
Cédula de Crédito Bancário - CCB (ii)	377.909	227.954	377.909	227.954
Crédito de Recebíveis Imobiliários - CRI (iii)	278.894	381.171	278.893	381.171
Resolução 4131 "swapada" para reais (iv)	58.774	51.146	58.774	51.146
Outros	136	318	136	318
	<u>715.713</u>	<u>660.589</u>	<u>1.860.047</u>	<u>1.564.859</u>
Circulante	222.299	115.272	703.500	510.406
Não circulante	493.414	545.317	1.156.547	1.054.453

Todos os empréstimos e financiamentos são em moeda nacional e com as seguintes características:

- (i) As operações de crédito imobiliário estão sujeitas à variação da Taxa Referencial - TR de juros, acrescida de 8,3% a 12% ao ano.
 - (ii) A operação de Cédula de Crédito Bancário (CCB) está sujeita à variação de 114% a 115% da taxa do CDI ao mês.
 - (iii) A operação de Crédito de Recebíveis Imobiliários (CRI) está sujeita à variação dos Depósitos Interfinanceiros - DIs, acrescidos de 0,35% à 1,5% ao ano.
 - (iv) Cédula de Crédito Bancária de R\$50.000 com pagamento de juros e principal em 13 de outubro de 2016 e Swap Pré X DI em que a companhia fica ativa na taxa de 3,68% a.a. + variação cambial e passiva na taxa de CDI + 1,5% a.a. do custo da dívida.
- Os valores contábeis dos empréstimos do circulante e não circulante aproximam-se de seu valor justo.

Os contratos de operações de crédito imobiliário em longo prazo têm cláusulas de vencimento antecipado no caso de não cumprimento dos compromissos neles assumidos, como a aplicação dos recursos no respectivo objeto, registro de hipoteca do empreendimento, cumprimento de

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

cronograma das obras e outros. Os compromissos assumidos vêm sendo cumpridos pela Companhia nos termos contratados.

Debêntures

	Quarta emissão	Quinta emissão
Data de registro	10/03/2011	03/10/2012
Conversível em ações	Não	Não
Datas de vencimento	1ª série - 10/03/2014 (50%) e 10/03/2015 (50%) 2ª série - 10/03/2014 (33,33%), 10/03/2015 (33,33%) e 10/03/2016 (33,33%)	03/10/2015 (33,33%) 03/10/2016 (33,33%) 03/10/2017 (33,33%)
Remuneração (taxas anuais) - %	1ª série - CDI + 1,95% "spread" 2ª série - CDI + 2,20% "spread"	CDI + 1,6
Espécie de garantia	Subordinada	Subordinada
Valor nominal	10	1.000
Quantidade de títulos emitidos	25.000 (12.500 - 1ª série e 12.500 - 2ª série)	150
Montante emitido	250.000	150.000

Existem condições restritivas, conforme definido nos prospectos definitivos de distribuição pública das debêntures de emissão da Companhia, datados de 10 de março de 2011 e 3 de outubro de 2012, relacionadas, principalmente, a aspectos de reorganização societária e gestão de negócios. Os compromissos assumidos nos prospectos vêm sendo cumpridos pela Companhia nos termos neles estabelecidos. Adicionalmente, as debêntures apresentam determinados "covenants" que são monitorados periodicamente pela Administração e estão sendo cumpridos em 31 de dezembro de 2015 e de 2014.

Os custos de transação relacionados à quarta emissão das debêntures estão sendo apropriados no resultado pelo prazo de vencimento das debêntures.

(iii) desinvestimentos relevantes em andamento e desinvestimentos previstos.

Não temos desinvestimentos relevantes em andamento ou previsão de realizá-los.

(b) aquisição de plantas, equipamentos, patentes ou outros ativos que devam influenciar materialmente a capacidade produtiva da Companhia.

Não há.

(c) novos produtos e serviços, indicando:**(i) descrição das pesquisas em andamento já divulgadas;**

Não há.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

- (ii) montantes totais gastos pela Companhia em pesquisas para desenvolvimento de novos produtos ou serviços;

Não há.

- (iii) projetos em desenvolvimento já divulgados; e

Não há.

- (iv) montantes totais gastos pela Companhia no desenvolvimento de novos produtos ou serviços.

Não há.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

10.9. Comentários dos diretores sobre outros fatores que influenciaram de maneira relevante o desempenho operacional e que não tenham sido identificados ou comentados nos demais itens desta seção.

Não há. Todas as informações relevantes e pertinentes a este tópico foram divulgadas nos itens acima.