

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	6
5.4 - Alterações significativas	7

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	8
10.2 - Resultado operacional e financeiro	23
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	25
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	27
10.5 - Políticas contábeis críticas	32
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	35
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	36
10.8 - Plano de Negócios	37
10.9 - Outros fatores com influência relevante	38

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

Estamos expostos a riscos de mercado relacionados às nossas atividades operacionais.

O setor imobiliário é afetado pela conjuntura econômica do País. A demanda por novas unidades residenciais é influenciada por diversos fatores, incluindo o crescimento do nível de emprego, taxas de juros de longo e curto prazo, programas de financiamento imobiliário, confiança do consumidor, políticas governamentais, fatores demográficos e, em menor escala, mudanças em impostos prediais, custos de energia, despesas condominiais e regulamentação de imposto de renda. O lançamento de novas unidades, por outro lado, é influenciado por restrições na legislação de zoneamento, políticas governamentais, custo e disponibilidade de terrenos, custos diversos de construção e vendas, disponibilidade de financiamento à construção e oferta de imóveis pela concorrência, dentre outros fatores. Durante períodos de desaceleração da economia, clientes e investidores tendem a postergar a aquisição de um imóvel e, conseqüentemente, comprar um número menor de unidades, o que afeta nossos resultados operacionais de forma adversa.

Existem incertezas econômicas e políticas consideráveis que podem vir a prejudicar o comportamento de compra dos clientes, os custos de construção, a disponibilidade de mão-de-obra e matéria-prima e demais fatores que afetam o setor imobiliário de modo geral. Taxas de juros mais altas, que podem afetar a capacidade dos compradores de obter financiamentos, ou, principalmente, a própria falta de disponibilidade de financiamentos, podem reduzir a demanda por novas residências, afetando assim nossas vendas.

A inflação também teve e poderá continuar a ter efeito sobre a nossa situação financeira e resultados operacionais. Quase todas as nossas despesas operacionais são denominadas em Reais, e os fornecedores e prestadores de serviços relacionados a tais despesas, de modo geral, tentam reajustar seus preços para refletir a inflação brasileira.

Dentre os principais riscos, podemos destacar os descritos abaixo. Adicionalmente, vide item 4.1 do presente Formulário de Referência, para informações adicionais.

O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como a conjuntura econômica e política brasileira, podem causar um efeito adverso relevante nas nossas atividades.

O Governo Federal realiza intervenções na economia do País e realiza modificações significativas em suas políticas e normas monetárias, fiscais, creditícias e tarifárias. As medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, implicaram em aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de salários e preços, bloqueio ao acesso a contas bancárias, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações, entre outras medidas. Não temos controle sobre quais medidas ou políticas o Governo Federal poderá adotar no futuro, e não podemos prevê-las. Nossas atividades, situação financeira, resultados operacionais e perspectivas poderão ser prejudicados de maneira relevante por modificações nas políticas ou normas que envolvam ou afetem fatores, tais como:

- Taxas de juros;
- Inflação;
- Liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos;
- Expansão ou contração da economia brasileira, de acordo com as taxas de crescimento do PIB;
- Racionamento de água e/ou energia;
- Instabilidade social e política;
- Política monetária;
- Controles cambiais e restrições a remessas para o exterior;
- Flutuações cambiais;
- Política fiscal; e
- Outros acontecimentos políticos, diplomáticos, sociais e econômicos que venham a ocorrer no Brasil ou que o afetem.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do Governo Federal nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores no futuro pode contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado brasileiro de valores mobiliários e dos valores mobiliários emitidos no exterior por companhias brasileiras. Sendo assim, tais incertezas e outros acontecimentos futuros na economia brasileira poderão prejudicar as nossas atividades e os nossos resultados operacionais.

A alta da inflação e os esforços do Governo Federal para combatê-la podem contribuir significativamente para o aumento da incerteza econômica sobre o Brasil, podendo prejudicar nossas atividades e a negociação de nossos valores mobiliários.

No passado, o Brasil registrou índices de inflação extremamente altos. A inflação e algumas medidas tomadas pelo Governo Federal no intuito de controlá-la, combinada com a especulação sobre eventuais medidas governamentais a serem adotadas, tiveram efeito negativo significativo sobre a economia brasileira, contribuindo para a incerteza econômica existente no Brasil e para o aumento da volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro. Mais recentemente, a taxa anual de inflação medida pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) caiu de 20,10% em 1999 para -1,71% em 2009 e aumentou de novo para 11,32% em 2010, 5,09% em 2011, 7,81% em 2012, 5,52% em 2013 e 3,67% em 2014. As medidas do Governo Federal para controle da inflação frequentemente têm incluído a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, restringindo assim a disponibilidade de crédito e reduzindo o crescimento econômico. Como consequência, as taxas de juros têm flutuado de maneira significativa. Por exemplo, as taxas de juros oficiais no Brasil no final de 2006 até 2014 foram de 13,25%,

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

11,25%, 13,75%, 8,75%, 10,75%, 11,00%, 7,25%, 10,00% e 11,75%, respectivamente, conforme estabelecido pelo Comitê de Política Monetária (COPOM).

Futuras medidas do Governo Federal, inclusive redução das taxas de juros, intervenção no mercado de câmbio e ações para ajustar ou fixar o valor do Real poderão desencadear aumento de inflação. Se o Brasil experimentar inflação elevada no futuro, talvez não sejamos capazes de reajustar os preços que cobramos de nossos clientes para compensar os efeitos da inflação sobre a nossa estrutura de custos, o que poderá resultar em aumento de nossos custos e redução de nossa margem operacional líquida. O aumento da inflação pode consumir o poder de compra da população o que aliado a um cenário de restrição de crédito imobiliário pode afetar negativamente a demanda por nossos produtos.

A instabilidade cambial pode prejudicar a economia brasileira, bem como a negociação dos nossos valores mobiliários.

Em decorrência de diversas pressões, a moeda brasileira tem sofrido flutuações significativas com relação ao Dólar e outras moedas fortes ao longo das últimas quatro décadas. Durante todo esse período, o Governo Federal implementou diversos planos econômicos e utilizou diversas políticas cambiais, incluindo desvalorizações repentinas, minidesvalorizações periódicas (durante as quais a frequência dos ajustes variou de diária a mensal), sistemas de mercado de câmbio flutuante, controles cambiais e mercado de câmbio duplo.

Por exemplo, no período de 2000-2002, o Real desvalorizou 49% frente ao Dólar. No período de 2003-2007 o Real valorizou 100% frente ao Dólar. Em 2008, em decorrência do agravamento da crise econômica mundial, o Real se desvalorizou 25% frente ao Dólar, fechando em R\$2,356 por US\$1,00 em 31 de dezembro de 2008. No período de 2009-2010, a moeda brasileira teve valorização de 41% frente ao Dólar. Em 31 de dezembro de 2010, a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar era de R\$1,6704 por US\$1,00. No período de 2011-2012 houve uma desvalorização de 18%, fechando em R\$2,05 por US\$1,00 em 31 de dezembro de 2012. Em 2013 o dólar sofreu uma nova apreciação frente ao Real, em 31 de Dezembro de 2013 a moeda tinha se valorizado 14% e valia R\$2,34. Pelas incertezas com relação ao cenário econômico e político brasileiro, em função das eleições presidenciais ocorridas em outubro/2014, o Real continuou pressionado, depreciando ainda mais frente ao Dólar e fechando o ano em R\$ 2,68 por US\$ 1,00. Não se pode garantir que o Real não sofrerá depreciação ou apreciação em relação ao Dólar novamente.

As oscilações do Real com relação ao Dólar podem criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil e acarretar aumentos das taxas de juros, podendo afetar de modo negativo a economia brasileira como um todo, bem como a negociação dos nossos valores mobiliários.

A crise econômica global poderá afetar de maneira adversa o crescimento econômico do Brasil ou limitar o acesso da Companhia ao mercado financeiro e, conseqüentemente, prejudicar seus negócios e condição financeira.

A crise econômica global e a consequente instabilidade no sistema financeiro mundial têm afetado, e poderão continuar a afetar negativamente o crescimento econômico do Brasil. A atual crise financeira reduziu a liquidez e a disponibilidade de crédito para o financiamento da continuidade e da expansão dos negócios em todo o mundo. As recentes e substanciais perdas nos mercados de ações em todo o mundo, inclusive no Brasil, poderão causar uma prolongada recessão mundial ou, até mesmo, uma depressão.

Como resultado da crise econômica global, a capacidade de acesso da Companhia aos mercados de capitais ou de empréstimos poderá sofrer restrições em um momento no qual desejaria, ou precisaria acessar tais mercados, o que prejudicaria sua capacidade de reação face a condições econômicas e comerciais adversas. A crise econômica global poderá afetar os atuais credores da Companhia, seus clientes ou a capacidade de seus fornecedores cumprirem pontualmente com entregas pactuadas, fazendo com que os mesmos venham a inadimplir suas obrigações junto à Companhia. Um agravamento da crise econômica global poderá prejudicar a demanda pelos serviços da Companhia e sua capacidade de financiar seu crescimento futuro.

Flutuações nas taxas de juros e nos índices de inflação podem elevar o custo de pagamento das dívidas da Companhia, afetando negativamente a nossa situação financeira.

Em 31 de dezembro de 2014, a Companhia tinha, entre outras obrigações, R\$ 1.646 milhões em empréstimos, financiamentos e debêntures sujeitos ao CDI e R\$ 852 milhões sujeitos à Taxa Referencial (TR).

Estes índices, especialmente o CDI, flutuaram de forma significativa no passado em respostas à expansão ou contração da economia brasileira, inflação, políticas governamentais brasileiras, entre outros fatores. Um aumento significativo em qualquer destas taxas de juros ou destes índices, particularmente a taxa CDI, pode afetar adversamente as despesas e receitas financeiras da Companhia e afetar negativamente seu desempenho financeira como um todo.

Risco de câmbio

A Companhia e suas controladas não possuem ativos e passivos indexados à moeda estrangeira, portanto entendemos que os riscos relacionados à variação cambial não são relevantes. Entretanto, a depreciação do Real frente ao Dólar pode afetar adversamente a economia como um todo, a demanda pelos imóveis indiretamente, por uma possível criação de pressões inflacionárias, e aumento no custo de algumas matérias primas, principalmente *commodities*.

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

Estamos expostos ao risco de crédito das parcelas de financiamento contratadas junto à Companhia (pró-soluto), uma vez que parte dos clientes não possui perfil creditício para financiamento de 100% do valor da unidade junto à instituição financeira. Porém é avaliado como risco muito baixo, uma vez que a maior parte do valor a ser pago pelo cliente ocorre durante a fase de obra, tem baixa representatividade em relação ao contas a receber da Companhia e, historicamente, apresenta inadimplência bastante baixa. Em 31 de Dezembro de 2014, o pró-soluto era de R\$ 545 milhões, o que representa 7,1% do contas a receber da Companhia. Consequentemente, em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012 não foram registradas provisões para devedores duvidosos.

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

A política de gestão de riscos da Companhia tem como objetivo a redução ou mitigação dos riscos de mercado.

a) Riscos para os quais se busca proteção

A Diretoria da Companhia busca proteção para os riscos de liquidez, riscos de inadimplência e risco de capital.

Em relação aos riscos de liquidez e de capital, administramos a liquidez do caixa, juntamente com os desembolsos e recebimentos futuros. A Companhia é administrada, desde sua constituição, através da gestão do fluxo de caixa e todas as decisões relativas ao caixa são tomadas baseando-se em critérios de caixa mínimo determinado pela Administração, que é resultado de diversas premissas e projeções de cenários de estresse.

O risco de inadimplência vem sendo minimizado pela Companhia, através da implantação do projeto de venda simultânea (SICAQ / SAC), conforme mencionado no item 4.2 deste formulário, onde o registro da venda está vinculado à aprovação do financiamento da unidade ao cliente pela instituição financeira. Adicionalmente, a Companhia vem colocando esforços na redução do ciclo operacional minimizando exposição à inflação e, conseqüentemente, encurtando o ciclo financeiro e otimizando a estrutura de capital, acelerando a coleta de recebíveis e diminuindo a alavancagem.

A internalização da mão de obra e maior investimento em treinamento e capacitação têm permitido a melhoria na produtividade e menores discrepâncias de performance nas obras da Companhia, além de diminuir os riscos de execução.

b) estratégia de proteção patrimonial (*hedge*)

A estratégia de proteção adotada foi a criação de uma estrutura organizacional multidisciplinar, na qual o Conselho de Administração e o Comitê de Riscos e Compliance avaliam se as ações praticadas estão sendo feitas de maneira a seguir as políticas de gerenciamento de risco, sempre com intuito de tentar mitigar qualquer risco inerente ao negócio, sem a utilização de instrumentos financeiros derivativos.

c) instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (*hedge*)

Os principais instrumentos financeiros usualmente utilizados são caixa e bancos, captação de empréstimos para capital de giro e para financiamentos dos empreendimentos em construção e captação de debêntures, entre outros.

d) Parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos

A Companhia utiliza-se dos seguintes parâmetros para gerenciamento dos seus riscos:

A Diretoria revisa periodicamente a estrutura de capital da Companhia. Como parte desta revisão, os Diretores consideram o custo de capital, a liquidez dos ativos, os riscos associados a cada classe de capital e o grau de endividamento da Companhia.

A Diretoria tem como objetivo manter índices de endividamento em linha com as exigências de seus contratos de empréstimos, financiamentos e debêntures (abaixo de 65%). Em momentos de cenário macroeconômico mais desafiador, a Companhia atua de forma a manter saldo robusto de caixa e equivalentes de caixa e menor nível de endividamento.

O Gerenciamento dos riscos de liquidez é efetuado mediante a análise de relatórios financeiros e previsões de fluxo de caixa, incluindo análise de cenários de estresse.

Adicionalmente, a Companhia tem controle rigoroso das suas operações, via acompanhamento *online* de orçamento e cronograma de cada uma de suas obras.

e) instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (*hedge*)

Não existem instrumentos financeiros com objetivos diversos da proteção patrimonial (*hedge*)

f) Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos

O gerenciamento de riscos da Companhia é realizado pelo Conselho de Administração, Comitê de Riscos e Compliance e por um Comitê de Finanças, mediante análises de relatórios financeiros e previsões de fluxo de caixa.

O Comitê de Riscos e Compliance é composto por dois Conselheiros e por três Diretores Executivos.

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

O Conselho de Administração e o Comitê de Riscos e Compliance utilizam-se da área de “Gestão de Riscos e Auditoria Interna” e de relatórios financeiros elaborado pelos Diretores para o mapeamento e controle dos riscos,

g) adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada

O Conselho de Administração e o Comitê de Riscos e Compliance utilizam-se da área de “Gestão de Riscos e Auditoria Interna” para o mapeamento e avaliação dos riscos. Compete ao Comitê de Riscos e Compliance avaliar e monitorar as exposições de risco da Companhia, acompanhando e supervisionando o processo de gerenciamento de riscos.

Adicionalmente, a área de Gestão de Riscos e Auditoria Interna avalia e testa periodicamente a aderência dos controles destinados à mitigação dos riscos, reportando o resultado dos testes e as falhas identificadas ao Comitê de Gestão de Riscos e Diretoria Executiva. Ademais, as atividades realizadas pela área de Gestão de Riscos e Auditoria Interna são reportadas ao Conselho de Administração em todas as suas reuniões ordinárias.

Em face de toda a estrutura apresentada no item 5.2, a Companhia acredita que essas medidas são eficazes para mitigar os riscos.

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

No último exercício social não houve alterações significativas nos principais riscos de mercado, bem como no monitoramento de riscos adotado por nossa Companhia

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

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

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

a) condições financeiras e patrimoniais gerais

Os Diretores entendem que a Companhia apresenta condições financeiras e patrimoniais adequadas para implementar o seu plano de negócio e cumprir as suas obrigações de curto e longo prazo.

A visão dos Diretores da Companhia está baseada nos seguintes aspectos:

- Sólida posição de caixa - em 31 de dezembro de 2014, nosso saldo de caixa e equivalentes de caixa somado ao saldo de títulos e valores mobiliários era de R\$ 1.372 milhões. Desde 2010 a Companhia mantém posição de caixa bastante robusta, acima de R\$ 1 bilhão;
- Boa capacidade financeira – baseado na análise dos índices de liquidez, a Companhia possui boa capacidade financeira frente suas obrigações, mantendo os índices de liquidez acima de 1,0x, conforme pode ser verificado na tabela abaixo.

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Liquidez Geral	1,76	1,75	1,65
Liquidez Corrente	2,07	2,29	1,88
Liquidez Seca	1,37	1,61	1,35

- Baixa alavancagem e estrutura de capital conservadora – em 31 de dezembro de 2014, a nossa dívida líquida era de R\$ 1.130 milhões representando uma alavancagem de 24,2% em relação a Patrimônio Líquido Total, o que representa uma queda de 15,3% na dívida líquida (R\$ 1.329 milhões) e de 6,3 p.p. na alavancagem (30,4%) em relação a 31 de dezembro de 2013. Quando comparamos o endividamento líquido com o EBITDA (ou LAJIDA – lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), que refere-se a geração de caixa operacional pela empresa, vemos também uma melhoria: em 31 de dezembro de 2013 essa relação era equivalente a 2,07x e em 31 de dezembro de 2014 passou para 1,31x.
- Menor necessidade de capital de giro em decorrência de um ciclo financeiro mais rápido comparativamente à média do setor e também da ampla utilização do modelo de crédito associativo (modalidade de financiamento em que o cliente obtém o financiamento do imóvel garantido durante a fase de obra) como mecanismo de financiamento dos nossos empreendimentos e clientes. Adicionalmente, o ciclo de recebimento (contas a receber / receita operacional líquida) da Companhia tem diminuído passando de 401 dias em 31 de dezembro de 2013 para 346 dias em 31 de dezembro de 2014, especialmente em razão da implementação do projeto “Vendas Simultâneas” no qual o registro da venda ocorre simultâneo à análise de crédito fornecida pelas instituições financeiras, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil. Dessa forma, no momento do repasse o cliente já possui um limite de financiamento pré-aprovado acelerando portanto o trâmite burocrático da assinatura do contrato de financiamento.
- Menor exposição ao risco de inadimplência do consumidor uma vez que transferimos para os bancos a maior parte do financiamento do cliente, seja através da modalidade de crédito associativo mencionada acima, ou através do financiamento bancário tradicional. Em 31 de dezembro de 2014, apenas 7,1% do contas a receber total referem-se a pagamentos de clientes direto a Companhia (pró-soluto).
- Margens operacionais entre as melhores da indústria em função de: (a) expertise de 35 anos e liderança no segmento residencial de baixa renda; (b) rígido controle de custos e despesas operacionais; (c) alta qualidade na incorporação (d) expertise na aquisição de terrenos; e (e) método construtivo eficiente com implementação de novas tecnologias que propiciam aumento de produtividade

b) estrutura de capital

A atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação dívida líquida sobre Patrimônio Líquido Total apresenta níveis conservadores de alavancagem, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

O patrimônio líquido total da Companhia passou de R\$4.088 milhões em 31 de dezembro de 2012 para R\$4.365 milhões em 31 de dezembro de 2013 e para R\$4.673 milhões em 31 de dezembro de 2014.

Nosso endividamento líquido vem apresentando redução contínua. Em 31 de dezembro de 2014 era de R\$ 1.130 milhões, comparado a um endividamento líquido de R\$ 1.329 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de R\$ 1.663 milhões em 31 de dezembro de 2012.

Possuíamos uma relação entre dívida líquida e patrimônio líquido total de 24,2% em 31 de dezembro de 2014. Em 31 de dezembro de 2012 essa relação era de 40,7% e em 31 de dezembro de 2013 era de 30,4%.

A Companhia privilegia o financiamento a construção, no modelo crédito associativo, na composição do seu endividamento por ser mais barato e estar menos exposto a inflação, uma vez que o mesmo é indexado a Taxa Referencial (TR). A participação

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

desse tipo de financiamento tem peso importante em relação à dívida total da Companhia, passando de 29,2% em 31 de dezembro de 2012, para 29,3% em 31 de dezembro de 2013 e, finalmente, para 29,3% em 31 de dezembro de 2014.

Na tabela abaixo demonstramos o custo médio ponderado da dívida total da Companhia em 31 de dezembro de 2014:

(R\$ Milhões)	Saldo Devedor Dez/14	Saldo Devedor / Total (%)	Custo Médio
CDI	(1.646)	65,8%	CDI + 1,5%
TR	(852)	34,1%	TR + 8,5%
Outros (Pré Fixada)	(3)	0,1%	4,5%
Total	(2.502)	100,0%	11,24%

Outros indicadores também são acompanhados pela Companhia, mostrando que a estrutura de endividamento é saudável e conservadora.

Endividamento Geral (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total			
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Passivo Circulante (R\$ mil)	3.006.092	2.560.666	3.286.108
Passivo Exigível a LP (R\$ mil)	3.138.165	3.272.383	2.966.124
Ativo Total (R\$ mil)	10.817.175	10.198.449	10.340.205
	56,8%	57,2%	60,5%

Composição do Endividamento Passivo Circulante / (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)			
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Passivo Circulante (R\$ mil)	3.006.092	2.560.666	3.286.108
Passivo Exigível a LP (R\$ mil)	3.138.165	3.272.383	2.966.124
	48,9%	43,9%	52,6%

Em relação à possibilidade de resgate de ações ou quotas, não existe intenção para realização de tal evento.

c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Os Diretores acreditam que a Companhia possui liquidez e recursos de capital suficientes para cobrir os investimentos, despesas, dívidas e outros valores a serem pagos nos próximos anos, embora nós não possamos garantir que tal situação permanecerá. Os Diretores entendem que caso seja necessário contrair empréstimos para financiar investimentos e aquisições, a Companhia tem capacidade para contratá-los.

De acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia, o nosso ciclo financeiro mais curto em relação à média do setor e a ampla utilização do crédito associativo fazem com que o nosso contas a receber seja uma fonte importante de liquidez para a Companhia.

A Companhia está focada em geração de caixa operacional (medido pela variação da dívida líquida, excluindo-se os aumentos de capital, recompra de ações mantidas em tesouraria e os dividendos pagos, quando houver), o que tem propiciado a diminuição da alavancagem da Companhia, como pode ser verificado na evolução da relação entre dívida líquida e patrimônio líquido. Em 2014, a Companhia gerou R\$ 567 milhões de caixa operacional, enquanto em 2013, a Companhia gerou R\$ 548 milhões de caixa operacional e em 2012 a Companhia teve uma queima de caixa de R\$ 28 milhões. Desde 2013, a Companhia está preparada para geração caixa operacional contínua.

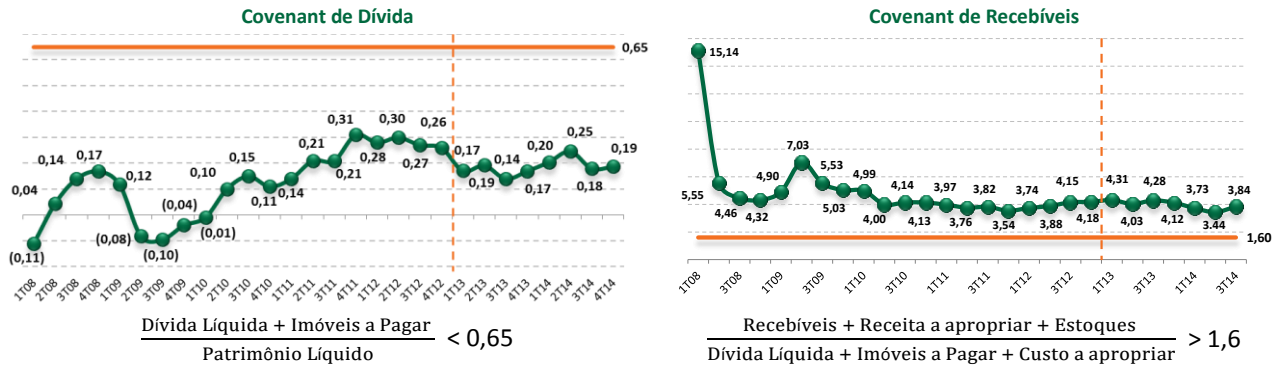
Outro fator importante a ser ressaltado, é a modalidade de financiamento que é priorizado pela Companhia: financiamento a construção no modelo crédito associativo. Nessa modalidade o financiamento à construção (pessoa jurídica) é concedido à Companhia que investe os recursos no empreendimento. As vendas realizadas são transferidas aos bancos (CEF e BB) quando os clientes têm o financiamento imobiliário aprovado. A partir do repasse/transferência o saldo do financiamento à construção utilizado pela Companhia é amortizado com as parcelas pagas ao banco pelo cliente, respeitando o percentual de evolução da obra. Ou seja, conforme os clientes garantem seus financiamentos (repasse) com o banco ainda em fase de obra, a Companhia

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

recebe os recursos mensalmente de acordo com a evolução da obra. Dessa forma, a necessidade de capital de giro diminui e é possível terminar um projeto sem saldo devedor com o banco utilizando-se os recursos repassados.

Em linha com a gestão conservadora da Companhia, ao final de 2014, a posição de caixa da Companhia atingiu R\$ 1.372 milhões, montante suficiente para honrar os vencimentos nos próximos 12 meses, que somam R\$ 993 milhões.

Por fim, a Companhia está dentro dos parâmetros exigidos pelos nossos credores, os chamados *covenants*. Seguem abaixo o histórico dos *covenants* de recebíveis e dívida das debêntures da Companhia.



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

Captamos recursos por meio de contratos financeiros, quando necessário, os quais são empregados no financiamento de nossas necessidades de capital de giro e investimentos de curto e longo prazo, bem como na manutenção de nossas disponibilidades de caixa em nível que os Diretores acreditam ser apropriado para o desempenho de nossas atividades.

Contratamos empréstimos, preferencialmente através do SFH, que na avaliação dos Diretores oferece taxas de juros mais baixas em relação ao mercado privado, opções de pagamento antecipado e a possibilidade de transferência da nossa dívida para os nossos clientes.

Adicionalmente, quando necessário, também acessamos o mercado de capitais para emissão de valores, tais como debêntures. Os Diretores sempre buscam manter a Companhia com um nível reduzido de exposição a riscos das taxas de juros e de câmbio.

Nosso endividamento era composto da seguinte forma nos períodos abaixo identificados:

Consolidado (em R\$ mil)	31 de dezembro de		
	2014	2013	2012
Empréstimos	2.502.030	3.017.723	3.202.194
(+) Obrigações com empresas ligadas	0	0	0
(-) Caixa e equivalentes de caixa	1.217.497	1.422.595	1.385.307
(-) Títulos e Valores Mobiliários	154.699	266.059	154.029
Dívida Líquida	1.129.834	1.329.069	1.662.858
Total Dívida Líquida/Patrimônio Líquido Total	24,18%	30,45%	40,68%

Reduzimos o nosso nível de endividamento, chegando ao menor nível desde 2011. Esse movimento está em linha com a gestão conservadora da Companhia e com o ambiente macroeconômico mais desafiador previsto para o curto prazo.

A Companhia não apresenta investimentos relevantes em ativos não circulantes, não havendo necessidade de capital de giro para tal finalidade, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**f) níveis de endividamento e características das dívidas**

(em R\$ milhões)	Vencimento	Encargos	Saldo Devedor dez-14
Dívida Corporativa			1.645
Debêntures - 5ª emissão	07/2016	CDI + 1,5% a.a.	531
Debêntures - 6ª emissão	05/2017	CDI + 1,5% a.a.	508
Capital de Giro - CDI	até 06/2018	CDI + 1,15 a 1,45% a.a.	513
CCB que lastrearam a operação de CRI	03/2013 a 03/2015	CDI + 1,15% a.a.	93
Financiamento à construção			853
Debêntures - 4ª emissão	12/2017	TR + 8,77 a.a.	120
Financiamento à construção	até 11/2019	TR + 8% a 10,5% a.a.	732
Outros			5
Outros	até 04/2020	CDI+Spread e Pré-fixada 4,5%	5
Total			2.502

Debêntures:

1ª emissão

A 1ª emissão foi feita em 15 de junho de 2008 no valor total de R\$300.000 mil em debêntures simples, não conversíveis em ações, em duas séries de formas nominativas e escriturais, da espécie quirografária e tem as seguintes características:

(i) As debêntures da 1ª série, de R\$271.400 mil e 27.140 debêntures, não têm seu valor nominal atualizado e fazem jus a juros remuneratórios, incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, se for o caso, equivalentes a 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI Over extra grupo (Depósitos Interfinanceiros de um dia), calculadas e divulgadas pela CETIP (Balcão Organizado de Ativos e Derivativos), acrescidos de um spread de 1,5% ao ano.

(ii) As debêntures da 2ª série, de R\$28.600 mil e 2.860 debêntures, têm um valor nominal, ou saldo do mesmo, atualizado a partir da data de emissão pelo IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), sendo o produto da atualização da 2ª Série incorporado ao valor nominal automaticamente, e fazem jus ao pagamento de juros remuneratórios equivalentes a 10,80% ao ano.

A remuneração da 1ª série está sendo paga semestralmente e a remuneração da 2ª série será paga anualmente a partir da data de emissão até a data de vencimento em 15 de junho de 2013.

Em maio de 2011, a LOG realizou a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, nominativas e escriturais, da espécie quirografária em série única, com garantia fidejussória (fiança), com valor nominal unitário de R\$1.000 mil (um milhão de reais), totalizando, na data de emissão, o valor de R\$108.000 mil (R\$45.392 mil para fins de consolidação), a um custo da variação de 100% do CDI acrescido de spread de 2,20% ao ano (taxa efetiva de juros de 100% da variação do CDI acrescido de 2,69% ao ano). O vencimento final das debêntures ocorrerá em 16 de fevereiro de 2014 e o pagamento dos juros é em base semestral. Não existem cláusulas restritivas referentes ao cumprimento de índices financeiros. A Companhia e os demais acionistas da LOG são avalistas das transações. Desta forma, os saldos em 31 de dezembro de 2011 contemplam esta 1ª emissão desta controlada, referentes a principal (R\$45.392 mil) e juros (R\$735 mil) amortizáveis em 2014 e 2012, respectivamente, e a gastos com emissão a apropriar (R\$437 mil).

2ª emissão

A 2ª emissão de 100 debêntures no valor total de R\$1.000.000, com prazo de vencimento de 2 anos, foi feita em 25 de maio de 2009, em série única e fazem jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, quando aplicável, equivalentes a 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI Over extra grupo (Depósitos Interfinanceiros de um dia), calculadas e divulgadas pela CETIP (Balcão Organizado de Ativos e Derivativos), acrescidos de um spread de 3,70% ao ano. A remuneração foi paga trimestralmente.

3ª emissão

Em 14 de janeiro de 2010, o Conselho de Administração da Companhia, dentro do limite de seu capital autorizado, aprovou a realização pela Companhia da terceira emissão pública de debêntures simples, não conversíveis em ações, nominativas e escriturais, da espécie quirografária em série única.

Em 1º de fevereiro de 2010, foi realizada a 3ª emissão de R\$516.400 mil em debêntures simples, não conversíveis em ações, em série única de forma nominativa e escritural, da espécie quirografária, totalizando 51.640 debêntures, sobre o registro da CVM nº CVM/SER/DEB/2010/007.

Essas debêntures foram liquidadas em 10 de março de 2010 pelo montante total de R\$521.475 mil (corrigido pelo PU - preço unitário do papel, divulgado pelo agente fiduciário), representadas por 51.640 (cinquenta e um mil, seiscentos e quarenta)

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

debêntures no valor nominal unitário de dez mil reais, com vencimento em 01 de fevereiro de 2014, resgatadas em dois pagamentos semestrais vencíveis em 01 de fevereiro de 2013 e 01 de fevereiro de 2014, respectivamente. Adicionalmente, fazem jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, quando aplicável, equivalentes a 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos DI Over extra grupo (Depósito Interfinanceiros de um dia), calculadas e divulgadas pela CETIP (Balcão Organizado de Ativos e Derivativos), acrescidos de um spread de 1,60% ao ano. A remuneração passou a ser paga semestralmente a partir de 1º de agosto de 2010.

4ª emissão

Em 23 de dezembro de 2010, foi realizada a 4ª emissão de R\$300.000 mil em debêntures, não conversíveis em ações representadas por 300 debêntures com valor nominal de R\$1.000 mil.

Essas debêntures têm vencimento final em 01 de dezembro de 2015 e serão resgatadas semestralmente em cinco parcelas a partir de 01 de dezembro de 2013. Estas debêntures serão garantidas por (I) recebíveis das unidades financiadas com o recurso em questão, (II) pela cessão fiduciária das contas vinculadas a emissão e aplicação dos recursos oriundos dos pagamentos dos recebíveis e (III) da alienação de terrenos dos empreendimentos financiados após a liberação dos recursos. Em 31 de dezembro de 2010, não havia garantia por recebíveis e alienação de terrenos, pois o saldo recebido está aplicado em fundo de investimento bloqueado. Adicionalmente, esta emissão incorre em juros incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, quando aplicável, equivalentes a Taxa Referencial (TR), acrescidos de Spread de 8,25% para o financiamento de empreendimentos que apresentem valor de comercialização menor ou igual ao estabelecido na Resolução do Conselho Curador do FGTS e de 10,25% para financiamento dos empreendimentos que apresentem valor de comercialização superior ao estabelecido na Resolução do Conselho Curador do FGTS. A remuneração será paga semestralmente a partir de 01 de junho de 2011.

Em 28 de maio de 2015 foi realizada uma Assembleia de Debenturistas onde foi aprovada a alteração nas condições de amortização do pagamento do valor nominal e do prazo de vencimento. O saldo remanescente equivalente à 40% do valor nominal da Emissão será parcelado em 6 parcelas semestrais, sendo 5 parcelas iguais equivalentes à 3,33% do valor nominal e a última equivalente à 23,33% do valor nominal e com vencimento previsto para 01 de dezembro de 2017.

5ª emissão

Em 15 de julho de 2011, a Companhia concluiu a quinta emissão pública de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, sem garantia, em série única, no montante de R\$500.000 mil, representadas por 500.000 debêntures no valor nominal unitário de um mil reais, com vencimento em 01 de julho de 2016. O valor nominal das debêntures será pago em duas parcelas iguais, vencíveis em 01 de julho de 2015 e 01 de julho de 2016. As debêntures fazem jus a juros remuneratórios, incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, se for o caso, equivalentes à variação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) acrescido de spread de 1,5% ao ano, pagos semestralmente a partir de 15 de janeiro de 2012.

6ª Emissão

Em 03 de maio de 2012, a Companhia concluiu a sexta emissão pública de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, sem garantia, no montante de R\$500.000 mil, representadas por 500.000 debêntures no valor nominal unitário de um mil reais, com vencimento em 03 de maio de 2017. O valor nominal das debêntures será pago em duas parcelas iguais vencíveis em 03 de maio de 2016 e de 2017. As debêntures fazem jus a juros remuneratórios, incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, se for o caso, equivalentes à variação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) acrescido de spread de 1,5% ao ano, pagos semestralmente.

7ª Emissão

Em 05 de dezembro de 2014, a Companhia concluiu a sétima emissão pública de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, sem garantia, no montante de R\$300.000 mil, representadas por 30.000 debêntures no valor nominal unitário de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), com data de liquidação para 15 de janeiro de 2015 e com vencimento em 05 de dezembro de 2016. O valor nominal das debêntures será pago em parcela única na data de vencimento em 05 de dezembro de 2016. As debêntures fazem jus a juros remuneratórios, incidentes sobre o valor nominal, ou saldo do mesmo, se for o caso, equivalentes à 100% da variação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) acrescido de spread de 1,6% ao ano, pagos semestralmente nos meses de junho e dezembro a partir da data de emissão.

CCB

Em 18 de fevereiro de 2011, a Companhia emitiu duas Cédulas de Crédito Bancário ("CCB") totalizando R\$240.900 mil, que lastrearam a operação de Certificado de Recebíveis Imobiliários ("CRI") emitidos pela Brazilian Securities Companhia de Securitização, no dia 15 de março de 2011. O saldo em 31 de dezembro de 2011 de principal e juros era de R\$242.109 mil. Os gastos incorridos com a emissão dos CCBs foram de R\$3.895, sendo o saldo em 31 de dezembro de 2011 era de R\$3.239. Estes recursos são destinados à aquisição de terrenos, construção e desenvolvimento de determinados empreendimentos habitacionais. Esta operação tem um prazo de carência de 2 anos, amortizações trimestrais em 9 parcelas, vencimento final em 16 de março de 2015 e remuneração equivalente à variação dos Depósitos Interfinanceiros (DI), acrescida de spread de 1,15% ao ano, paga trimestralmente. Esta operação não conta com garantias, sejam elas reais ou fidejussórias.

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

CCB

Em 24 de setembro de 2015, a Companhia emitiu duas Cédulas de Crédito Bancário ("CCB") totalizando R\$60.000 mil, que lastrearam a operação de Certificado de Recebíveis Imobiliários ("CRI") emitidos pela Ápice Securitizadora S/A, no dia 30 de Setembro de 2015. Os gastos incorridos com a emissão dos CCBs foram de R\$146 mil. Estes recursos são destinados à aquisição de terrenos, construção e desenvolvimento de determinados empreendimentos habitacionais. Esta operação possui uma única amortização no vencimento, no dia 05/12/2016. Esta operação faz jus a remuneração equivalente à variação dos Depósitos Interfinanceiros (DI), acrescida de spread de 1,3% ao ano, paga semestralmente. Esta operação não conta com garantias, sejam elas reais ou fidejussórias.

Capital de Giro

Os contratos de capital de giro e financiamento à construção têm como garantias de pagamento recebíveis caucionadas, alienação de terrenos, ou notas promissórias, sendo algumas avalizadas pelos acionistas controladores.

FINAME

O contrato de financiamento FINAME refere-se a compra de aeronave, no valor total de R\$5.665 mil por meio do Programa FINAME. A liquidação do valor principal ocorrerá em parcelas mensais e sucessivas, sendo o primeiro vencimento em maio de 2012 e o último em abril de 2020. As liquidações dos valores de juros ocorrem em parcelas trimestrais e sucessivas durante o prazo de carência do principal (maio de 2012) e após este prazo será pago mensalmente. Os juros contratados desse financiamento são pré-fixados a taxa de 4,50% ao ano. O financiamento tem como garantia a alienação fiduciária em favor do agente financeiro, e nota promissória no valor correspondente a 130% do valor total do principal.

Cláusulas restritivas (Covenants):

Covenants	Em 31 de dezembro de		
	2012	2013	2014
$(\text{Dívida Líquida} + \text{Imóveis a Pagar}) / (\text{Patrimônio Líquido}) < 0,65$	0,26	0,17	0,19
$(\text{Recebíveis} + \text{Receita a Apropriar} + \text{Estoques}) / (\text{Dívida Líquida} + \text{Imóveis a Pagar} + \text{Custo a Apropriar}) > 1,6 \text{ ou } < 0$	4,18	4,12	3,84

Grau de subordinação entre as dívidas

De acordo com os contratos das dívidas contraídas pela Companhia, nenhuma tem precedência em relação à outra, mesmo em eventual concurso universal de credores.

Considerando que nos contratos das dívidas da Companhia não há ordem de precedência, em eventual concurso universal de credores, a Companhia obedece os termos estabelecidas no Código Civil.

g) limites de utilização dos financiamentos já contratados

Os recursos da 4ª emissão de debêntures da Companhia no montante de R\$300.000 mil mencionada no item 10.01 f) são liberados para utilização de acordo com o cronograma físico-financeiro dos empreendimentos financiados. Até dezembro de 2014, R\$ 298.783 mil já haviam sido liberados para a Companhia, restando ainda R\$ 1.217 mil para serem liberados.

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

INFORMAÇÕES FINANCEIRAS

As demonstrações financeiras consolidadas são elaboradas e apresentadas de acordo com as Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS), aplicáveis a 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), e de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, identificadas como Consolidado.

Receita Operacional Líquida

Nossa receita operacional líquida passou de R\$ 3.804 milhões em 2012, para R\$ 3.871 milhões no exercício social encerrado em 2013 e para R\$ 4.186 milhões em 2014. O crescimento de 8,2% comparado a 2013, está relacionado a um aumento do peso das safras de vendas mais recentes, que têm preço mais elevado e melhores margens. Adicionalmente, o POC (*percentage of completion*) das unidades que transitaram nos resultados estava mais avançado, o que compensou a queda no número de

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

unidades produzidas no ano. Por fim, vale destacar o forte crescimento nas vendas contratadas líquidas da Companhia, que aumentaram 13,7% quando comparado a 2013.

Custo dos Imóveis Vendidos

O custo dos imóveis vendidos passou de R\$ 2.737 milhões no exercício social encerrado em 2012, para R\$ 2.849 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 e para R\$ 3.002 em 2014, um aumento de 5,4% em relação a 2013. De acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia este aumento deveu-se à correção inflacionária de materiais e serviços, porém em nível inferior ao índice oficial que mede a evolução de custo da construção civil (INCC).

Lucro Bruto

O lucro bruto consolidado de 2014 atingiu R\$ 1.184 milhões, um aumento de 15,9% em comparação aos R\$ 1.021 milhões registrados em 2013 devido ao aumento recorrente da margem bruta, que foi elevada em 1,9 p.p.. Em 2012, o lucro bruto foi de R\$ 1.066 milhões. A margem bruta atingiu 28,3% em 2014, 1,9 p.p. acima dos 26,4%, em 2013. Em 2012 a margem bruta foi 28,0%.

Durante o ano de 2014 tivemos um importante volume de entrega dos projetos das safras de 2011 os quais reportaram margens menores. Os projetos de safras mais recentes, com melhores margens, ganharam relevância nos resultados ao longo dos últimos trimestres, fazendo com que os resultados da Companhia passassem a refletir sua qualidade operacional. Com maior reconhecimento de receita dos projetos de safras mais recentes e controle rígido dos custos de safras antigas, a margem bruta alcançou 30,3% no 4T14.

Um fator importante a ser destacado é o aumento da produtividade, seja pela velocidade de produção ou pela redução dos custos da Companhia, através de investimentos em treinamento e capacitação e menor *turnover* da equipe de produção.

A Diretoria entende que o nível de provisionamento para manutenção está adequado, sendo esta revisada anualmente devido ao melhor controle de qualidade e gestão do histórico de assistência técnica prestada.

Receitas (Despesas) Operacionais

Despesas com Vendas

As nossas despesas com vendas passaram de R\$ 251 milhões em 2012, para R\$ 270 milhões em 2013 e para R\$ 356 milhões em 2014. Em percentual da receita líquida, as despesas com vendas aumentaram, passando de 6,6% em 2012, para 7,0% em 2013 e para 8,5% em 2014. As despesas comerciais da Companhia cresceram, em 2014, 32% (em valor absoluto), em razão da internalização da força de vendas iniciada no 1º semestre de 2014. A equipe própria passou de 2.686 corretores (69% do total) em dez/13 para 3.624 corretores (83% do total) em dez/14, um aumento de 35%. O aumento das despesas comerciais reflete nossa mudança estratégica em relação ao pagamento das comissões de vendas, na qual passamos a pagar as comissões diretamente aos corretores, buscando dirimir dúvidas junto a consumidores, bem como maximizar o desempenho da força de vendas.

Outro fator que colaborou para o aumento das despesas comerciais foi o aumento das despesas com marketing. No último trimestre do ano lançamos uma campanha comemorativa aos 35 anos da MRV, apresentada pelo ator Reinaldo Gianecchini. Acreditamos que esses investimentos foram muito importantes para contrapor o difícil momento econômico e a perda de confiança do consumidor, colaborando em reforçar a solidez e a confiança na marca MRV.

Despesas Gerais e Administrativas (incluindo os honorários da administração)

Nossas despesas gerais e administrativas (incluindo os honorários da administração) passaram de R\$ 215 milhões em 2012, para R\$ 244 milhões em 2013 e para R\$ 259 milhões em 2014. Em percentual da receita líquida, as despesas gerais e administrativas passaram de 5,6% em 2012, para 6,3% em 2013 e para 6,2% em 2014. As despesas gerais e administrativas apresentaram oscilação naturais, em especial no 4T14, devido ao pagamento de participação nos lucros e *stock options*. Os Diretores da Companhia acreditam que a estrutura administrativa da Companhia está montada e apta a absorver o crescimento da operação e estamos focados na otimização da mesma.

Outras Receitas e Despesas Operacionais, Líquidas

As outras despesas operacionais passaram de R\$ 40 milhões em 2012, para R\$ 39 milhões em 2013 e para R\$ 80 milhões em 2014. Em 2013 esta rubrica apresentou ganhos com a transação de capital, equivalente a R\$ 23 milhões aferidos na venda de participação da controlada em conjunto LOG Commercial Properties S.A.. Em 2014, o crescimento está relacionado ao aumento das contingências, de discussões relacionadas às safras antigas, cujos fatos geradores já foram sanados pela Companhia e não se repetem nos novos empreendimentos.

Resultado em participação societária

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

O resultado em participação societária passou de R\$ 59 milhões em 2012, para R\$ 0,2 milhões em 2013 e para R\$ 215 em 2014. Um fator importante a ser ressaltado é que, de forma a refletir o valor de mercado da Companhia, a LOG Commercial Properties S.A. optou por registrar os seus ativos pelo seu valor justo (em conformidade com o CPC28) a partir do segundo trimestre de 2014, marcando o valor de suas propriedades, para cima ou para baixo, incorporando nesta flutuação a potencial depreciação e/ou valorização de cada um dos imóveis. Logo, no trimestre, foi reconhecido no resultado da LOG CP um total líquido de R\$ 706 milhões referente à variação do valor justo das suas propriedades, dos quais R\$ 267,6 milhões foram registrados nos Demonstrativos Financeiros da MRV, na rubrica Resultado em participação societária.

Outro fator importante, desde 2013 essa rubrica tem sido impactada pela performance da PRIME Incorporações e Construções S.A., responsável pelas nossas operações no Centro Oeste, cujo resultado foi impactado pelo mercado mais competitivo da região e pelo desempenho abaixo do esperado de alguns de seus projetos. Este conjunto de obras pertence a safras antigas cujos problemas já estão endereçados.

Resultado Financeiro

Despesas Financeiras

Nossas despesas financeiras passaram de R\$ 129 milhões em 2012, para R\$ 137 milhões em 2013 e para R\$ 112 milhões em 2014. Uma queda de 18,2% em relação a 2013. Esta queda está relacionada com a expressiva redução de 17% no endividamento da Companhia ao longo de 2014, que passou de R\$ 3.018 milhões para R\$ 2.502 milhões.

Receitas Financeiras

Nossas receitas financeiras totais passaram de R\$ 91 milhões em 2012, para R\$ 129 milhões em 2013 e para R\$ 161 milhões em 2014. Um aumento de 25,4% em relação a 2013, principalmente, pela forte geração de caixa no período (R\$ 567 milhões), aumentando a posição média das aplicações atrelada a maior rentabilidade da carteira. Esse aumento é também explicado pelo aumento da taxa SELIC, que passou de 10% a.a. para 11,75% a.a..

No 3T14, a Companhia, revendo os processos de apuração fiscal, promoveu acertos e optou pela adesão ao parcelamento de tributos federais (REFIS), gerando um ganho financeiro de R\$ 13,6 milhões.

Receitas Financeiras provenientes dos clientes por incorporação de imóveis

Nossas receitas financeiras provenientes dos clientes por incorporação de imóveis passaram de R\$ 13 milhões em 2012, para R\$ 39 milhões em 2013 e para R\$ 62 milhões em 2014, um aumento de 60,1% em relação a 2013. Essa rubrica é composta pela correção do contas a receber de unidades com habite-se que são corrigidas por IGP-M. Dado o aumento do número de unidades entregues e não repassadas, o impacto da correção dessas unidades ganhou expressividade.

Lucro Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

Pelas razões apresentadas acima, nosso lucro antes da tributação passou de R\$ 596 milhões em 2012, para R\$ 499 milhões em 2013 e para R\$ 815 milhões em 2014. Um aumento de 63,2% em relação a 2013.

Imposto de Renda e Contribuição Social

A despesa com imposto de renda e contribuição social passou de R\$ 21 milhões em 2012, para R\$ 49 milhões em 2013 e para R\$ 63 milhões em 2014.

Com a divulgação de 2 medidas, ainda final do ano de 2012, alterando as alíquotas do Regime Especial de Tributação (RET), que expandiram o valor da unidade de R\$85 mil para R\$100 mil para elegibilidade ao RET 1% e, para as demais unidades elegíveis ao RET, a alíquota baixou de 6% para 4% a partir de 2013, houve uma redução das alíquotas de imposto, promovendo uma reversão do imposto diferido. Os impostos e contribuições contabilizados foram impactados fundamentalmente devido às transferências de empreendimentos que eram tributados pelo Lucro Real e Presumido para a tributação pelo RET. Em 2013, foi realizado uma reversão do imposto diferido em R\$17 milhões.

Devido ao enquadramento da integralidade dos novos projetos no regime especial de tributação, a alíquota efetiva (PIS / COFINS / IRPJ / CSLL) da Companhia gira em torno dos 4%.

Em 2014, a Companhia revisou os processos de apuração fiscal do passado, promoveu acertos e optou pela adesão ao parcelamento dos tributos federais (REFIS). Com o advento da MP 651/2014, a Companhia decidiu pela compensação parcial dos débitos com utilização de prejuízo fiscal, gerando um ganho por reconhecimento de crédito tributário, composto conforme quadro abaixo:

REFIS e MP 651/2014	Adesão ao parcelamento	Crédito tributário	Total no resultado
PIS/COFINS	(5.681)	-	(5.681)
Resultado financeiro:			

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

Receita financeira	17.091	-	17.091
Despesa financeira líquida da redução pela opção ao REFIS	(3.493)	-	(3.493)
Efeito no resultado financeiro	13.599	-	13.599
IR/CS	(2.568)	27.967	25.399
Efeito total no resultado	5.350	27.967	33.317

Lucro Líquido do Exercício

Nosso Lucro Líquido do Exercício passou de R\$ 528 milhões em 2012 (representando 13,9% da nossa receita operacional líquida), para R\$ 423 milhões em 2013 (representando 10,9% da nossa receita operacional líquida) para R\$ 720 milhões em 2014 (representando 17,2% da nossa receita operacional líquida). Essa forte evolução no lucro líquido está composta também pelo ganho advindo da LOG (R\$ 267,6 milhões), pela mudança na forma de contabilização dos seus ativos.

PRINCIPAIS VARIAÇÕES NAS CONTAS PATRIMONIAIS**Ativo Circulante***Caixa e equivalentes de caixa e Títulos e Valores Mobiliários*

A tabela abaixo descreve nosso caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários, nas datas indicadas:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Caixa e equivalentes de caixa	1.385.307	1.422.595	1.217.497	-12,11%	-14,42%
Títulos e valores mobiliários – circulante	154.029	266.059	154.699	0,43%	-41,86%
Títulos e valores mobiliários – não circulante	-	-	-	-	-
Total	1.539.336	1.688.654	1.372.196	-10,86%	-18,74%

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta Caixa e equivalentes de caixa totalizou R\$ 1.217 milhões, comparados a R\$ 1.423 milhões em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 1.385 milhões em 31 de dezembro de 2012. Essa redução em 2014, em relação a 2013, está relacionada a quitação da 3ª emissão de Debêntures, com pagamentos de R\$ 272 milhões entre juros e principal, no 1T14, pagamento de duas parcelas da remuneração da 4ª emissão de Debêntures e desembolsos com a recompra de ações que totalizaram, R\$ 229 milhões no ano.

Títulos e Valores Mobiliários

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta títulos e valores mobiliários totalizou R\$ 155 milhões, comparados aos R\$ 266 milhões em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 154 milhões em 31 de dezembro de 2012. A queda em relação a 2013 é decorrente da movimentação normal dos recursos da Companhia.

Clientes por Incorporação de Imóveis

A tabela abaixo descreve nossas contas a receber de clientes, nas datas indicadas:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Clientes por incorporação de imóveis	4.681.294	4.269.708	3.999.166	-14,57%	-6,34%
Ajustes a valor presente	-19.590	-23.207	-39.202	100,11%	68,92%
Total	4.661.704	4.246.501	3.959.964	-15,05%	-6,75%
Circulante	2.733.147	2.294.413	2.431.918	-11,02%	5,99%
Não Circulante	1.928.557	1.952.088	1.528.046	-20,77%	-21,72%

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

Total	4.661.704	4.246.501	3.959.964	-15,05%	-6,75%
--------------	------------------	------------------	------------------	----------------	---------------

Os saldos de contas a receber em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012 estão deduzidos pelo ajuste a valor presente conforme requerido pelo Pronunciamento CPC nº 12.

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de clientes por incorporação de imóveis totalizou R\$ 3.960 milhões, comparados a R\$ 4.247 milhões em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 4.662 milhões em 31 de dezembro de 2012. A queda de 15,1% em relação a 2013 é decorrente da maior eficiência no repasse dos clientes aos bancos, principalmente de clientes de vendas mais antigas, uma vez que parcela substancial das vendas são recebidas através de repasse dos agentes financeiros.

Adicionalmente, no ano de 2014 consolidamos a implementação do projeto "Vendas Simultâneas", processo que aumenta significativamente a velocidade do repasse. Além da redução do risco de distrato, que posterga a geração de caixa e, consequentemente, a redução no contas a receber, otimiza a estrutura de capital através do fluxo de caixa mais rápido e eficiente, minimizando o risco operacional e reduzindo o ciclo financeiro.

Clientes por Prestação de Serviços

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Clientes por prestação de serviços	1.706	1.269	2.075	21,63%	63,51%
Total	1.706	1.269	2.075	21,63%	63,51%

O saldo de clientes por prestação de serviços totalizou R\$ 2,1 milhão em 31 de dezembro de 2014, um aumento de 63,51% e de 21,63% quando comparado ao R\$ 1,3 milhão em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 1,7 milhão de 31 de dezembro de 2012, respectivamente.

Essa rubrica refere-se aos recebimentos da Companhia referentes a serviços administrativos prestados às controladas em conjunto LOG, MRL e Prime e serviços de construção e prestação de serviço a algumas partes relacionadas.

Imóveis a Comercializar

O saldo de imóveis a comercializar estava assim composto, nas datas indicadas:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Imóveis em construção	1.151.196	1.192.978	1.324.132	15,02%	10,99%
Imóveis concluídos	38.805	54.878	57.232	47,49%	4,29%
Estoque de terrenos	1.847.318	1.926.022	2.616.426	41,63%	35,85%
Adiantamento a fornecedores	36.658	44.880	40.990	11,82%	-8,67%
Estoque de materiais	10.670	6.659	6.690	-37,30%	0,47%
Total	3.084.647	3.225.417	4.045.470	31,15%	25,42%

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta de imóveis a comercializar totalizou R\$ 4.045 milhões, um aumento de 25,42% e 31,15% com relação a 31 de dezembro de 2013 e 31 de dezembro de 2012, respectivamente, devido principalmente ao incremento dos terrenos adquiridos através de permuta financeira, dada as oportunidades de negócios que a Companhia concluiu em 2014 com esse formato. De acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia, o banco de terrenos já está consolidado, sendo que as aquisições visam a reposição dos terrenos lançados bem como oportunidades de negócios atípicas e a Companhia prioriza a permuta.

Ativo Não Circulante*Créditos com empresas ligadas*

Em 31 de dezembro de 2014, a nossa conta de créditos com empresas ligadas totalizou R\$ 57 milhões comparados aos R\$ 51 milhões em 31 de dezembro de 2013 e aos R\$ 64 milhões em 31 de dezembro de 2012. O aumento de 12,8% em 2014 em relação a 2013 é decorrente do transcurso normal das operações.

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

A nossa conta de Imobilizado passou de R\$ 86 milhões em 31 de dezembro de 2012, para R\$ 80 milhões em 31 de dezembro de 2013 e, por fim, para R\$ 84 milhões em 31 de dezembro de 2014. A variação dessa conta em relação ao último ano está relacionada, primordialmente, com os gastos da mudança para nova sede da Companhia, que está em operação desde o início de março/2015.

Intangível

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo da conta intangível totalizou R\$ 77 milhões, comparados a R\$ 48 milhões em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 41 milhões em 31 de dezembro de 2012. O expressivo aumento na conta intangível está relacionado à aquisição da marca MRV Engenharia, no valor de R\$ 24 milhões de reais, em agosto de 2014.

Passivo*Fornecedores*

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de fornecedores totalizava R\$ 242 milhões, um aumento de 28,8% quando comparado com os R\$ 188 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de 0,8% quando comparado com os R\$ 240 milhões em 31 de dezembro de 2012. Este aumento deve-se ao incremento do volume de imóveis em construção, o que refletiu diretamente nos fornecimentos de material e serviços, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Empréstimos, Financiamentos e Debêntures – Circulante e Não Circulante

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Arrendamento mercantil	10.082	5.980	1.600	-84,13%	-73,24%
Debêntures	1.960.549	1.540.760	1.159.600	-40,85%	-24,74%
Empréstimos bancários de capital de giro	51.961	417.651	512.655	886,61%	22,75%
Financiamentos	940.278	887.111	735.281	-21,80%	-17,12%
CCB	239.324	166.221	92.894	-61,18%	-44,11%
Total	3.202.194	3.017.723	2.502.030	-21,87%	-17,09%
Circulante	898.548	774.692	993.083	10,52%	28,19%
Não circulante	2.303.646	2.243.031	1.508.947	-34,50%	-32,73%
Total	3.202.194	3.017.723	2.502.030	-21,87%	-17,09%

Consolidado (em R\$ mil)	31/12/2014	Vencimento	Indexador	Spread anual médio
Debêntures – 4ª emissão – série única	120.965	12/2017	TR	8,25%-10,25%
Debêntures – 5ª emissão – série única	531.657	07/2016	CDI	1,50%
Debêntures - 6ª emissão – série única	510.021	05/2017	CDI	1,50%
Capital de Giro – CDI	512.655	até 06/2017	CDI	1,10% a 1,60%
CCB que lastrearam a operação de CRI	93.145	03/2013 a 03/2015	CDI	1,15%
Financiamento à construção	732.123	até 11/2019	TR	8% a 10,5%
FINAME	3.158	até 04/2020	Pré-fixado	4,50%
Arrendamento mercantil	1.600			
Gastos de emissão de debêntures	-3.043			
Gastos de emissão de CCB	-251			
Total	2.502.030			

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

Em 31 de dezembro de 2014, nossos Empréstimos, Financiamentos e Debêntures totalizaram R\$ 2.502 milhões, uma queda de 17,1% quando comparado com os R\$ 3.018 milhões em 31 de dezembro de 2013 e uma queda de 21,9% quando comparado com os R\$ 3.202 milhões em 31 de dezembro de 2012.

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de debêntures totalizou R\$ 1.160 milhões, uma queda de 24,7% quando comparado com os R\$ 1.541 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de 40,9% quando comparado com os R\$ 1.961 milhões em 31 de dezembro de 2012, em função do vencimento da 1ª emissão de debêntures em Junho de 2013 e da 3ª emissão de Debêntures em Fevereiro de 2014 e amortização de duas parcelas da 4ª emissão de debêntures, conforme já era previsto.

Obrigações sociais e trabalhistas

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta Obrigações sociais e trabalhistas totalizou R\$ 123 milhões, um aumento de 33,7% quando comparado com os R\$ 92 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de 38,0% quando comparado com os R\$ 89 milhões em 31 de dezembro de 2012. O aumento reflete o ajuste anual (dissídio) dos salários do nosso quadro de funcionários, provisão de 13º salário e PLR (participação nos lucros e resultados), de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Obrigações fiscais

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta Obrigações fiscais totalizou R\$ 50 milhões, um aumento de 3,8% quando comparado com os R\$ 48 milhões em 31 de dezembro de 2013 e uma queda de 13,7% quando comparado com os R\$ 58 milhões em 31 de dezembro de 2012. Este aumento em relação a 2013 decorreu, do aumento do saldo de impostos e contribuições retidos de terceiros, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Contas a Pagar por Aquisição de Terrenos – Circulante e Não Circulante

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Circulante	211.940	292.495	415.501	96,05%	42,05%
Não circulante	204.086	264.361	785.874	285,07%	197,27%
Total	416.026	556.856	1.201.375	188,77%	115,74%

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta de aquisições de terrenos totalizou R\$ 1.201 milhões, um aumento de 115,7% quando comparado com os R\$ 557 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de 188,8% quando comparado com os R\$ 416 milhões em 31 de dezembro de 2012. Este aumento deve-se ao volume de aquisições de terrenos ocorridas em 2014 através de permuta financeira em função de oportunidades de negócios bastante favoráveis, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Adiantamentos de Clientes – Circulante e Não Circulante

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Circulante	1.476.629	933.464	884.293	-40,11%	-5,27%
Não circulante	199.497	576.386	639.742	220,68%	10,99%
Total	1.676.126	1.509.850	1.524.035	-9,07%	0,94%

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta adiantamentos de clientes totalizou R\$ 1.524 milhões, 0,9% superior ao saldo de 31 de dezembro de 2013 e 9,7% menor que o saldo de 31 de dezembro de 2012.

Esses aumentos derivam dos valores recebidos por venda de unidades de empreendimentos lançados e ainda não construídos, ou cujos recebimentos superam o valor reconhecido de receita; e reflete também a maior aquisição de terrenos por permuta e a estratégia de aumentar o sinal no momento da venda com o intuito de melhorar a qualidade/comprometimento dos clientes, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Provisão para Manutenção de Imóveis – Circulante e Não Circulante

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de	Variação
--------------------------	----------------------	----------

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

	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Circulante	19.026	32.853	33.733	77,30%	2,68%
Não circulante	145.511	89.988	89.772	-38,31%	-0,24%
Total	164.537	122.841	123.505	-24,94%	0,54%

Em 31 de dezembro de 2014, nossa conta de provisão para manutenção, em função da garantia de cinco anos após a conclusão do empreendimento, atingiu R\$ 124 milhões, representando um aumento de 0,54% em relação a 2013 e uma queda de 24,9% em relação ao saldo de 31 de dezembro de 2012. Essa variação refletiu o crescimento das nossas operações, bem como a variação em nosso percentual provisionado. Em função dos investimentos contínuos em qualidade dos nossos projetos, diminuimos os níveis de provisão ainda em 2012, em função das melhorias de processos que a Companhia teve ao longo dos últimos três anos e por este motivo, reduziu dos 3% para 1,85% o valor a ser provisionados sobre o custo de construção incorrido.

Obrigações com empresas ligadas

A partir de 2007 os saldos de obrigações com empresas ligadas passaram a ser registrados dentro do grupo outras contas a pagar (ver "outras contas a pagar"). Para atendimento às normas de elaboração das demonstrações financeiras, os saldos de obrigações com empresas ligadas foram objeto de divulgação em nota explicativa.

O saldo a partir de 2007 reduziu significativamente devido principalmente à liquidação dos saldos a pagar com MRV Serviços de Engenharia e CVG, antigas empresas participantes do grupo MRV.

Impostos Diferidos Passivos

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Circulante	142.986	81.223	78.791	-44,90%	-2,99%
Não circulante	77.291	61.671	48.403	-37,38%	-21,51%
Total	220.277	142.894	127.194	-42,26%	-10,99%

Nossa conta de impostos diferidos passivos é constituída de diferenças temporárias apuradas referentes à diferença entre o regime de caixa adotado fiscalmente e o regime de competência adotado contabilmente. Uma medida que favoreceu o setor imobiliário foi a divulgação de duas medidas ao final de 2013 alterando as alíquotas do Regime Especial de Tributação - RET. A primeira alteração relevante foi a expansão do valor da unidade de R\$ 85 mil para R\$ 100 mil para elegibilidade ao RET 1%, medida que foi prorrogada em 2014. Para as demais unidades elegíveis ao RET, a alíquota baixou de 6% para 4% a partir de 2013.

Em 2014, com a revisão dos processos de apuração fiscal do passado, a Companhia optou pela adesão ao parcelamento dos tributos federais (REFIS). Com o advento da MP 651/2014, a Companhia decidiu pela compensação parcial dos débitos com utilização de prejuízo fiscal, gerando um ganho por reconhecimento de crédito tributário.

Otras Contas a Pagar

O saldo de outras contas a pagar estava assim composto, nas datas indicadas:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Circulante	24.381	17.318	14.609	-40,08%	-15,64%
Não circulante	18.415	13.543	16.379	-11,06%	20,94%
Total	42.796	30.861	30.988	-27,59%	0,41%

Nossa conta de outras contas a pagar totalizou R\$ 31 milhões em 31 de dezembro de 2014 representando um aumento de 0,4% comparado ao saldo de R\$ 31 milhões de 31 de dezembro de 2013.

Provisões para Riscos Cíveis, Trabalhistas e Tributários

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

Consolidado (em R\$ mil)	Saldo em 31/12/13	Adições	Reversões	Pagamentos	Atualização monetária	Saldo em 31/12/14
Cíveis	13.394	29.277	-2.758	-11.702	1.911	30.122
Trabalhistas	9.913	11.464	-1.466	-5.632	4.612	18.891
Tributárias	96	820	-882	-8	9	35
Total	23.403	41.561	-5.106	-17.342	6.532	49.048

O aumento nas provisões em relação a 31 de dezembro de 2013, estão relacionadas com discussões relacionadas às safras antigas, cujos fatos geradores já foram sanados pela Companhia e não se repetem nos novos empreendimentos.

Com base na opinião dos nossos assessores legais, na análise das ações em curso e no histórico de soluções dos processos, a nossa administração acredita que as provisões constituídas referentes aos riscos prováveis são em montante suficiente para cobrir as perdas estimadas e que a decisão final nas ações não venha a impactar substancialmente a sua posição patrimonial. As contingências de natureza tributária referiam-se principalmente a ações judiciais que tratavam do tributo ISS.

Além disso, possuímos outras ações/contingências consideradas por nossos consultores legais como de probabilidade de perda possível. Em conformidade com as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil, para essas ações/contingências não foi constituída provisão para fazer face a eventuais perdas.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2014, o capital social era de R\$3.507 milhões, um aumento de 9,7% quando comparado com o saldo de R\$ 3.198 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de 32,3% quando comparado com o saldo de R\$ 2.651 milhões em 31 de dezembro de 2012, principalmente devido ao aumento de capital social na AGO/E de 30 de Abril de 2014, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Em 31 de dezembro de 2014, o patrimônio líquido totalizou R\$ 4.673 milhões, comparado com o saldo de R\$4.365 milhões em 31 de dezembro de 2013 e de R\$ 4.088 milhões em 31 de dezembro de 2012. O aumento do patrimônio líquido em 2014 decorreu principalmente devido ao lucro líquido de R\$ 720 milhões apurado no ano, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Liquidez e Recursos de Capital

Nossas principais fontes de liquidez derivam do caixa gerado pelas nossas operações e, quando necessário, da contratação de financiamentos imobiliários e empréstimos, que podem ser garantidos por terrenos ou pelo contas a receber. Nos anos de 2007 a 2014 a expansão das nossas atividades foi financiada por captações de financiamento imobiliário e pelas emissões de ações e debêntures.

De acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia, o financiamento e o gerenciamento do nosso fluxo de caixa são cruciais em uma atividade de longo prazo como a nossa. Buscamos reduzir a exposição de caixa para cada empreendimento imobiliário com o uso das seguintes estratégias: (i) financiamento da totalidade ou de parte do preço de compra de terrenos, mediante outorga, ao vendedor do terreno, de certo número de Unidades a serem construídas no terreno ou de um percentual do produto da venda das Unidades no empreendimento imobiliário; e (ii) financiamento da construção com recursos do SFH. Acreditamos que essas fontes continuarão sendo suficientes para atender às nossas atuais necessidades de recursos, que incluem capital de investimento, amortização de empréstimos e capital de giro.

Fluxo de Caixa

Nossos fluxos de caixa das atividades operacionais de investimento e das atividades de financiamento nos anos de 2012, 2013 e 2014 estão descritos na tabela a seguir:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de			Variação	
	2012	2013	2014	2014/2012	2014/2013
Caixa líquido utilizado nas atividades operacionais	257.954	568.892	603.526	133,97%	6,09%
Caixa líquido utilizado nas atividades de investimento	-126.179	-170.262	96.665	-176,61%	-156,77%
Caixa líquido gerado nas atividades de financiamento	463.306	-361.342	-905.289	-295,40%	150,54%
Aumento (redução) do caixa e equivalentes de caixa	595.081	37.288	-205.098	-134,47%	-650,04%

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

No exercício de 2014, apresentamos uma queda de caixa de R\$ 205 milhões em função da amortização de dívidas que venceram durante o ano, diminuindo a alavancagem, e pela recompra de ações, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Investimentos

Em 2014 investimentos R\$ 55 milhões, em 2013 foram R\$ 41 milhões e em 2012 foram R\$ 55 milhões respectivamente, em ativo imobilizado e intangível, destinados principalmente para a construção de stands de vendas e aquisição de licenças de uso de software.

Operações Não Registradas nas Demonstrações Contábeis

Atualmente, as receitas de vendas são apropriadas ao resultado utilizando-se o método do percentual de conclusão de cada empreendimento, sendo esse percentual mensurado em razão do custo total orçado dos respectivos empreendimentos. Em decorrência desta prática contábil, ao final de cada período possuímos saldos de Receita Bruta de Vendas a apropriar de transações de vendas de imóveis já contratadas, referentes a imóveis não concluídos. Para maiores informações vide item 10.8.

Avaliação Quantitativa e Qualitativa dos Riscos de Mercado

Nós estamos expostos a riscos de mercado advindos do curso normal de nossas atividades. Estes riscos de mercado podem afetar o valor de nosso passivo financeiro e nossa situação patrimonial. Em 2014, não tínhamos passivos financeiros em montantes que pudéssemos considerar relevantes, frente a nossos ativos e nossas atividades, de acordo com o entendimento dos Diretores da Companhia.

Taxas de Juros

Nossas receitas e despesas podem ser afetadas pelas mudanças nas taxas de juros devido aos impactos que essas alterações podem ter nas seguintes contas: (i) parcelas de vendas a receber; (ii) despesas de juros provenientes dos instrumentos de dívida com taxas variáveis; e (iii) receitas de juros geradas a partir dos saldos de caixa e equivalentes de caixa e aplicações financeiras.

Liquidez

Gerenciamos o risco de liquidez efetuando uma administração baseada em fluxo de caixa, mantendo uma forte estrutura de capital e um baixo grau de alavancagem. Além disso, nossas situações de ativos e de passivos são constantemente monitoradas por nossa administração.

Taxa de Câmbio

Nossos resultados operacionais também podem ser afetados indiretamente por flutuações cambiais. Embora quase todas as nossas receitas sejam denominadas em reais, alguns de nossos insumos, tais como cimento e aço, são produtos com preços determinados no mercado internacional. Desta forma, flutuações no câmbio podem afetar os preços destas mercadorias. Além disso, desvalorizações do Real em relação ao Dólar podem vir a criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil e desencadear aumentos das taxas de juros. Por outro lado, valorizações do Real em relação ao Dólar podem conter a alta da inflação, o que pode resultar em uma diminuição das taxas de juros, causando eventual aquecimento do setor imobiliário.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**a) resultados das operações da Companhia**

Nossas receitas decorrem principalmente da incorporação, construção e venda de imóveis e inclui os valores provenientes das unidades vendidas dos nossos empreendimentos.

Nossa receita operacional é apropriada ao resultado pelo método de percentual de conclusão de cada obra, líquida de descontos e rescisões, conforme as práticas contábeis vigentes no Brasil.

Os Diretores acreditam que, desde 2007, os nossos resultados operacionais foram afetados positivamente pelo crescimento das vendas e do volume de unidades construídas refletindo as condições do mercado no segmento em que atuamos e a capacidade de execução de nossa Companhia. No ano de 2014, quando comparado a 2013, a Companhia apresentou forte aumento de 18% em vendas contratadas e uma queda de 6% em unidades construídas equivalentes que, juntamente com um aumento dos distratos resultaram em um crescimento de 10% na receita operacional líquida. O expressivo aumento das vendas líquida de distratos nos últimos dois anos, mais que compensou a queda na produção, fazendo com que a receita operacional líquida da Companhia crescesse expressivamente.

Além dos riscos que afetam de modo geral o mercado imobiliário, tais como interrupções de fornecimento e volatilidade do preço dos materiais e equipamentos de construção, disponibilidade de mão-de-obra, oferta e procura de empreendimentos em certas regiões, greves e regulamentos ambientais e de zoneamento, os Diretores entendem que nossas atividades são afetadas pelos seguintes riscos:

- (i) Nossa capacidade de manter o sucesso continuado dos nossos esforços de comercialização e venda e da nossa capacidade de implementar com sucesso nossa estratégia operacional;
- (ii) Nossa capacidade de realizar nosso VGV;
- (iii) Alterações nas leis e nos regulamentos aplicáveis ao setor imobiliário, bem como a promulgação de leis e de regulamentos futuros versando sobre matéria imobiliária, fiscal ou de zoneamento;
- (iv) Aumento de nossos custos e despesas, incluindo o custo com aquisição de terrenos e construção de empreendimentos;
- (v) Mudanças de preços do mercado imobiliário, da atratividade de nossos empreendimentos e das condições da concorrência;
- (vi) Nossa capacidade de repassar parte da carteira de recebíveis de nossos clientes com taxas atrativas;
- (vii) A alteração da conjuntura econômica, da política e de negócios no Brasil, inclusive dos índices de crescimento econômico, flutuações nas taxas de câmbio, de juros ou de inflação;
- (viii) Os efeitos da crise econômica e financeira internacional no Brasil;
- (ix) Nossa capacidade de obter mão de obra, produtos, materiais e serviços de fornecedores sem interrupção e a preços razoáveis;
- (x) A obtenção de licenças e autorizações governamentais para nossas construções e empreendimentos;
- (xi) Nosso nível de endividamento, demais obrigações financeiras e nossa capacidade de contratar financiamentos quando necessário e em termos razoáveis;
- (xii) Disponibilidade de crédito e políticas de concessão de crédito habitacional pelos bancos públicos;
- (xiii) Interesses do nosso Acionista Controlador; e
- (xiv) Demais riscos apresentados no item 4.1. deste Formulário de Referência.

Os Diretores acreditam que a ocorrência de quaisquer dos riscos acima poderá ter um efeito material adverso sobre as nossas atividades, situação financeira e resultados operacionais.

A Diretoria da Companhia afirma a intenção de continuar dedicando-se à aquisição, desenvolvimento, administração, incorporação, construção e venda de imóveis residenciais.

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

Os Diretores acreditam que as receitas de vendas podem ser impactadas pela variação nos índices de inflações que corrigem os nossos contratos de vendas. Nos contratos de venda a longo prazo, nossos créditos perante clientes são, em sua maior parte, reajustados da seguinte forma: (i) até a assinatura do financiamento bancário do cliente com a instituição financeira (durante a fase de construção), pelo INCC, e (ii) após a concessão do Habite-se (pós-construção), à taxa de juros de 12,0% ao ano, acrescido de IGP-M.

Em 2014, o preço médio de venda por m² foi 9% superior à média do ano de 2013. Vide capítulo 5.1 para performance dos indicadores de inflação e juros em 2014.

Além dos impactos oriundos de inflação nos recebíveis da Companhia, a Diretoria indica que as condições de mercado exercem relevante impacto podendo levar a alterações no volume e preço de vendas dos novos projetos podendo gerar variações

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

significativas das receitas da Companhia. Adicionalmente, o volume de unidades produzidas no ano pode provocar variações relevantes no reconhecimento de receita.

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 do emissor

Na avaliação da Diretoria, as variações nas taxas de juros e inflação afetam o mercado imobiliário na medida em que impactam a atividade econômica, o consumo e o investimento. Além disso, a Diretoria também acredita que 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.

Atualmente a Companhia não apresenta exposição relevante e direta às moedas estrangeiras, sendo o impacto do câmbio indireto e proveniente do impacto gerado na economia brasileira.

Vide capítulo 5.1 para desempenho dos indicadores de inflação e juros em 2014.

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

a) introdução ou alienação de segmento operacional

A LOG CP foi constituída em junho de 2008 pela nossa Companhia e pelo Autonomy Investimentos, para atuar no segmento imobiliário voltado para a incorporação e locação de centros de distribuição, condomínios industriais, hubs (centrais de empresas que usam nossos galpões para centralizar suas operações de determinadas regiões) e condomínios logísticos (empreendimento para locação de empresas operadoras de logística – transportadoras – que alugam parte de galpões e dividem a parte comum como refeitório, restaurante, dormitório, apoio, etc). Em Novembro de 2013, a LOG CP obteve o registro de Companhia aberta na categoria “b” pela CVM.

A Urbamais foi constituída em julho de 2012 pela nossa Companhia, com o objetivo de desenvolver grandes áreas urbanas de forma sustentável para uso residencial e/ou misto. Linhas claras de segregação dos negócios foram estabelecidas, delimitando os negócios da Urbamais, LOG e MRV. A própria natureza e foco de atuação são diferentes, suprimindo potenciais conflitos de interesse.

A Diretoria acredita que a introdução desses novos segmentos operacionais trarão impactos positivos nas demonstrações financeiras da Companhia, conforme o crescimento das operações e maturação dos seus ativos. Os benefícios ao longo dos anos deverão impactar positivamente o lucro líquido e o valor dos ativos da Companhia.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

MRL Engenharia e Empreendimentos S.A.

Em novembro de 2007, nos tornamos acionistas da Blás Engenharia e Empreendimentos S.A., por meio de subscrição de ações, passando a deter 49% do seu capital social. A MRL Engenharia e Empreendimentos S.A atua no segmento de Empreendimentos Residenciais Populares, com foco principalmente no Estado do Rio de Janeiro e na cidade de Belo Horizonte.

Em 01 de maio de 2010, a Controlada em conjunto Blás incorporou integralmente a sociedade LGB Construções Ltda. (“LGB”). Nessa mesma data, a sua razão social foi alterada para MRL Engenharia e Empreendimentos S.A. (“MRL”). O acervo líquido incorporado foi de R\$2.793 mil. Em virtude disso, na referida data, a participação da Companhia passou de 49% para 37,73% do capital social da empresa MRL Engenharia e Empreendimentos S.A..

Em 2014, a Companhia teve uma redução de sua participação na MRL em decorrência do aumento de capital através de exercícios das opções de ações por parte de colaboradores. Em virtude desta alteração a Companhia passou de 37,65% para 37,59% do capital social da MRL.

A Diretoria acredita que estas operações não resultaram em impactos relevantes nas demonstrações financeiras da Companhia.

Prime Incorporações e Construções S.A.

Em setembro de 2007, adquirimos por meio de subscrição de ações, 50% do capital social da Prime, que atua no segmento de Empreendimentos Residenciais Populares, principalmente na região Centro-Oeste. Em novembro de 2008, aumentamos a nossa participação no capital social da Prime para 60,0%.

A Diretoria acredita que estas operações não resultaram em impactos relevantes nas demonstrações financeiras da Companhia.

LOG Commercial Properties e Participações S.A.

A partir de novembro de 2008, a nossa Companhia, juntamente com Autonomy Investimentos, passou a deter 63,05% e 36,95%, respectivamente, do capital social da LOG CP.

Em 15 de março de 2010, a participação de trinta e cinco por cento na LOG CP., anteriormente detida pelo Autonomy Investimentos S.A., foi adquirida pela Conedi Participações Ltda., empresa controlada pelo acionista Rubens Menin Teixeira de Souza.

Em 15 de julho de 2011, a Companhia e os demais acionistas da LOG, em conjunto com o fundo de investimento Starwood Capital (“Starwood”) assinaram um acordo de investimentos para a compra de 62.650.009 ações ordinárias a serem emitidas pela LOG, totalizando R\$350 milhões (R\$250 milhões por parte do Starwood e R\$100 milhões por parte dos demais acionistas, sendo R\$63 milhões por parte da Companhia). As integralizações de recursos ocorreram em agosto e outubro de 2011 nos montantes de R\$140 milhões e R\$210 milhões, respectivamente. Após estas integralizações a participação da companhia passou de 63,05% para 42,03%. Esta operação resultou, em 2011, em outras receitas operacionais líquidas um ganho de R\$65,7 milhões.

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

Em Assembleia Geral Extraordinária realizada em janeiro de 2012 foi aprovada a alteração do nome e marca da antiga MRV Logística e Participações S.A. para LOG Commercial Properties e Participações S.A ("LOG"). Esta alteração visa refletir o negócio da empresa e para fortalecer sua estratégia de uma companhia de propriedades comerciais.

Em 17 de maio de 2013, a Companhia e os demais acionistas da LOG, em conjunto com o Fundo de Investimento em Participações Multisetorial Plus ("FIP MPlus") assinaram um acordo de investimentos para a compra de 36.945.672 ações ordinárias a serem emitidas pela LOG, totalizando R\$277.462 (R\$127.462 por parte do FIP MPlus e R\$150.000 por parte dos demais acionistas), sendo R\$63.050 por parte da Companhia.

Em junho de 2013, houve integralização dos recursos. Após esta integralização, a participação da Companhia passou de 42,03% para 37,87%. Apesar desta redução de participação, em função da referida integralização ter sido feita a valor justo, superior ao valor patrimonial contábil, houve um ganho no valor de R\$22.681, líquido de gastos na operação, registrado no resultado em "Outras receitas operacionais".

Urbamais Properties e Participações S.A

A Urbamais foi constituída em julho de 2012 pela nossa Companhia, com participação de 60% do capital social.

c) eventos ou operações não usuais

No segundo trimestre de 2014, a LOG Commercial Properties e Participações S.A. optou por registrar os seus ativos pelo seu valor justo (em conformidade com o CPC28), marcando o valor de suas propriedades para cima ou para baixo, incorporando nesta flutuação a potencial depreciação e/ou valorização de cada um dos imóveis. Logo, no 2T14, foi reconhecido no resultado da LOG CP um total líquido de R\$ 706 milhões referente à variação do valor justo das suas propriedades, dos quais R\$ 267,6 milhões foram registrados nos Demonstrativos Financeiros da MRV, na rubrica Resultado em participação societária..

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**a) Mudanças significativas nas praticas contábeis**

Os Diretores da Companhia entendem que as demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2014 foram elaboradas considerando as Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS) aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, como aprovadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluindo a Orientação OCPC 04 - Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades de Incorporação Imobiliárias Brasileiras, e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC), chamadas de IFRS, conforme as práticas contábeis adotadas no Brasil, com todos os pronunciamentos e respectivas interpretações técnicas e orientações técnicas emitidos pelo CPC e aprovados pela CVM.

As informações contábeis apresentadas devem ser lidas em conjunto com as nossas demonstrações contábeis consolidadas auditadas relativas ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2014 e respectivas notas explicativas.

As referidas informações financeiras consolidadas foram extraídas das nossas demonstrações financeiras, individuais e consolidadas, para o exercício findo em 31 de dezembro de 2014, e compreendem os balanços patrimoniais levantados em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, e as respectivas demonstrações dos resultados, dos resultados abrangentes, das mutações do patrimônio líquido, dos fluxos de caixa e da demonstração do valor adicionado correspondentes aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2014 e de 2013.

Os balanços patrimoniais levantados em 31 de dezembro de 2014 e de 2013, e as respectivas demonstrações dos resultados, dos resultados abrangentes, das mutações do patrimônio líquido, dos fluxos de caixa e da demonstração do valor adicionado correspondentes aos exercícios findos naquelas datas foram auditados pela Ernst & Young Terco Auditores Independentes S.S. de acordo com as normas brasileiras e internacionais de auditoria.

Exercício findo em 31 de dezembro de 2014:

Não houve mudanças significativas nas práticas contábeis da Companhia, exceto na controlada em conjunto LOG Commercial Properties e Participações S.A. que passou a mensurar ao valor justo suas propriedades para investimento, após serem reconhecidas inicialmente ao custo. Os efeitos desta mudança estão demonstrados no item 10.4 (b) abaixo.

Exercício findo em 31 de dezembro de 2013:

A mudança de prática contábil ocorrida em 2013 foi em decorrência da adoção de novos pronunciamentos contábeis que entraram em vigor a partir de 1º de janeiro de 2013 e foram adotados pela Companhia, conforme detalhado abaixo:

CPC 19 (R2) – Negócios em Conjunto (IFRS 11): removeu a opção de consolidar os empreendimentos controlados em conjunto utilizando a forma de consolidação proporcional. Dessa forma, a partir de 1º de janeiro de 2013, esses empreendimentos passaram a ser reconhecidos no saldo Consolidado por equivalência patrimonial. Para as demonstrações financeiras individuais não houve alteração, uma vez que já eram reconhecidos pelo método de equivalência patrimonial.

CPC 45 – Divulgação de Participação em Outras Entidades (IFRS 12): estabelece as divulgações mínimas para entidades que tenham investimentos em subsidiárias, controladas em conjunto, associadas ou outras entidades não consolidadas.

A aplicação pela primeira vez do CPC 19 (R2) fez com que os saldos consolidados referentes ao ano anterior (2012) fossem reapresentados para fins comparativos, e conforme requerido pelo CPC 23 estão demonstrados no item 10.4 (b) abaixo.

Exercício findo em 31 de dezembro de 2012

Conforme destacado acima, todas as informações contábeis constantes neste documento foram obtidas das Demonstrações Financeiras de 31 de dezembro de 2013, na qual os saldos dos balanços patrimoniais de 31 de dezembro e 1º de janeiro de 2012 e os saldos da demonstração dos resultados, dos fluxos de caixa e dos valores adicionados referentes ao exercício de 2012 foram reapresentados, para fins comparativos.

Desta forma, a Diretoria da Companhia entende que os saldos dos balanços patrimoniais de 31 de dezembro e 1º de janeiro de 2012 e os saldos da demonstração dos resultados, dos fluxos de caixa e dos valores adicionados referentes ao exercício de 2012 reapresentados nas Demonstrações Financeiras de 31 de dezembro de 2013 são comparativos com os dos balanços patrimoniais de 31 de dezembro de 2013 e os saldos da demonstração dos resultados, dos fluxos de caixa e dos valores adicionados referentes ao exercício de 2013.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis:**

Exercício findo em 31 de dezembro de 2014:

Conforme mencionado no item 10.4 (a), a controlada em conjunto LOG Commercial Properties e Participações S.A. (LOG) alterou a sua política contábil sobre as propriedades para investimento do método de custo para o método de valor justo. Desta forma, o saldo de investimento nesta controlada em conjunto foi ajustado para refletir esta mensuração a valor justo. Conforme "ICPC 09(R1) – Demonstrações contábeis individuais, demonstrações separadas, demonstrações consolidadas e aplicação do método de equivalência patrimonial", item 63, a Companhia optou por reconhecer o efeito total deste ajuste no resultado de equivalência patrimonial, conforme demonstrado abaixo:

	2014
Ajuste a valor justo das propriedades para investimento	269.801
Outros resultados correntes	9.154
Resultado de equivalência patrimonial	<u>278.955</u>

Exercício findo em 31 de dezembro de 2013:

Conforme mencionado no item 10.4 (a), os Diretores da Companhia informaram que as demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2013 foram elaboradas adotando novas práticas contábeis, decorrentes da adoção de novos pronunciamentos que entraram em vigor a partir de 1º de janeiro 2013. Desta forma, para fins comparativos, o balanço patrimonial de 31 de dezembro de 2012, o balanço patrimonial de abertura de 1º de Janeiro de 2012, as demonstrações dos resultados, dos fluxos de caixa e dos valores adicionados foram ajustados, conforme abaixo:

	Consolidado					
	01/01/2012			31/12/2012		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapre- sentado	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapre- sentado
Balanço patrimonial:						
ATIVO						
Circulante						
Caixa e equivalentes de caixa	930.496	(140.270)	790.226	1.522.862	(137.555)	1.385.307
Clientes por incorporação de imóveis	2.856.493	(274.914)	2.581.579	3.098.666	(365.519)	2.733.147
Imóveis a comercializar	1.855.548	(156.924)	1.698.624	1.965.550	(231.156)	1.734.394
Outros ativos circulantes	356.303	8.071	364.374	325.883	790	326.673
Total do ativo circulante	5.998.840	(564.037)	5.434.803	6.912.961	(733.440)	6.179.521
Não circulante						
Clientes por incorporação de imóveis	1.809.343	(204.072)	1.605.271	2.113.282	(184.725)	1.928.557
Imóveis a comercializar	869.936	(8.588)	861.348	1.356.936	(6.683)	1.350.253
Créditos com partes relacionadas	65.694	1.838	67.532	61.760	2.693	64.453
Outros ativos não circulantes	81.922	(14.558)	67.364	120.694	15.679	136.373
Investimento - Participações em controladas em conjunto	-	476.621	476.621	-	553.615	553.615
Propriedades para investimento	222.903	(222.903)	-	402.991	(402.991)	-
Imobilizado	77.809	(7.417)	70.392	95.466	(9.120)	86.346
Intangível	34.199	(3.459)	30.740	44.652	(3.565)	41.087
Total do ativo não circulante	3.161.806	17.462	3.179.268	4.195.781	(35.097)	4.160.684
Total do ativo	9.160.646	(546.575)	8.614.071	11.108.742	(768.537)	10.340.205
PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO						
Passivo circulante						
Fornecedores	249.619	(34.824)	214.795	251.893	(11.906)	239.987
Empréstimos, financiamentos e debêntures	532.489	(86.063)	446.426	1.004.189	(105.641)	898.548
Contas a pagar por aquisição de terrenos	286.660	(24.400)	262.260	246.875	(34.935)	211.940
Adiantamentos de clientes	1.234.160	(175.295)	1.058.865	1.645.535	(168.906)	1.476.629
Impostos diferidos passivos	224.520	(22.578)	201.942	158.944	(15.958)	142.986
Dividendos propostos	180.524	-	180.524	125.297	-	125.297
Outros passivos circulantes	165.123	(14.588)	150.535	213.173	(22.452)	190.721
Total do passivo circulante	2.873.095	(357.748)	2.515.347	3.645.906	(359.798)	3.286.108
Passivo não circulante						
Empréstimos, financiamentos e debêntures	2.144.517	(178.831)	1.965.686	2.678.645	(374.999)	2.303.646
Adiantamentos de clientes	115.204	(11.451)	103.753	216.211	(16.714)	199.497
Provisão para manutenção de imóveis	130.127	(13.950)	116.177	165.783	(20.272)	145.511
Impostos diferidos passivos	108.076	(7.531)	100.545	84.984	(7.693)	77.291
Outros passivos não circulantes	119.538	22.936	142.474	229.240	10.939	240.179
Total do passivo não circulante	2.617.462	(188.827)	2.428.635	3.374.863	(408.739)	2.966.124

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

	Consolidado					
	01/01/2012			31/12/2012		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapre- sentado	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapre- sentado
Balanco patrimonial:						
Total do passivo	5.490.557	(546.575)	4.943.982	7.020.769	(768.537)	6.252.232
Patrimônio líquido						
Capital social	2.650.220	-	2.650.220	2.650.615	-	2.650.615
Reservas	772.686	-	772.686	1.151.018	-	1.151.018
Patrimônio líquido atribuível a acionistas da controladora	3.422.906	-	3.422.906	3.801.633	-	3.801.633
Participações não controladoras	247.183	-	247.183	286.340	-	286.340
Total do patrimônio líquido	3.670.089	-	3.670.089	4.087.973	-	4.087.973
Total do passivo e do patrimônio líquido	9.160.646	(546.575)	8.614.071	11.108.742	(768.537)	10.340.205

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

	Consolidado		
	2012		
	Originalmente apresentado	Ajustes	Reapresentado
Demonstração dos resultados:			
Receita operacional líquida	4.265.885	(462.077)	3.803.808
Custo dos imóveis vendidos e dos serviços prestados	(3.074.431)	336.824	(2.737.607)
Lucro bruto	1.191.454	(125.253)	1.066.201
Receitas (despesas) operacionais			
Despesas operacionais	(549.837)	44.907	(504.930)
Resultado de equivalência patrimonial	-	59.431	59.431
Lucro operacional antes do resultado financeiro	641.617	(20.915)	620.702
Resultado financeiro	(35.341)	10.668	(24.673)
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	606.276	(10.247)	596.029
Imposto de renda e contribuição social	(31.439)	10.247	(21.192)
Lucro líquido do exercício	574.837	-	574.837
Lucro líquido atribuível a:			
Acionistas controladores	527.566	-	527.566
Acionistas não controladores	47.271	-	47.271
	574.837	-	574.837
Demonstração dos fluxos de caixa:			
Fluxo de caixa das atividades operacionais:			
Lucro líquido do exercício	574.837	-	574.837
Ajustes para reconciliar o lucro de exercício com o caixa aplicado nas atividades operacionais:			
Resultado de equivalência patrimonial	-	(59.431)	(59.431)
Outros ajustes para reconciliar o lucro do exercício	166.980	178.192	345.172
	741.817	118.761	860.578
Aumento nos ativos operacionais	(721.843)	181.336	(540.507)
Redução nos passivos operacionais	(74.286)	12.169	(62.117)
Caixa líquido (utilizado nas) gerado pelas atividades operacionais	(54.312)	312.266	257.954
Fluxo de caixa das atividades de investimento:			
Aquisição de propriedades para investimento	(162.027)	162.027	-
Outras movimentações nas atividades de investimento	21.683	(147.862)	(126.179)
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimento	(140.344)	14.165	(126.179)
Fluxo de caixa das atividades de financiamento:			
Caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento	787.022	(323.716)	463.306
Aumento líquido no caixa e equivalentes de caixa	592.366	2.715	595.081
Caixa e equivalentes de caixa			
No início do exercício	930.496	(140.270)	790.226
No fim do exercício	1.522.862	(137.555)	1.385.307
Aumento líquido no caixa e equivalentes de caixa	592.366	2.715	595.081
Demonstração do valor adicionado:			
Receitas	4.665.531	(650.458)	4.015.073
Custos dos imóveis e dos serviços vendidos: materiais, terrenos, energia, serviços de terceiros e outros	(2.897.582)	448.796	(2.448.786)
Valor adicionado bruto	1.767.949	(201.662)	1.566.287
Depreciação e amortização	(27.853)	4.412	(23.441)
Valor adicionado líquido produzido pela Companhia	1.740.096	(197.250)	1.542.846
Valor adicionado recebido em transferência:			
Resultado de equivalência patrimonial	-	59.431	59.431
Receitas financeiras	112.724	(8.669)	104.055
Valor adicionado total a distribuir	1.852.820	(146.488)	1.706.332
Distribuição do valor adicionado:			
Pessoal	447.912	(56.673)	391.239
Impostos, taxas e contribuições	359.775	(46.873)	312.902
Remuneração de capitais de terceiros	470.296	(42.942)	427.354
Remuneração de capitais próprios:			
Dividendos	125.297	-	125.297
Lucros retidos no exercício	402.269	-	402.269
Participação de acionistas não controladores	47.271	-	47.271
Valor adicionado distribuído	1.852.820	(146.488)	1.706.332

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

c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor
--

2014

A Diretoria da Companhia informa que as demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2014 foram auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes S.S.. Entendemos que o referido parecer reflete o parecer padrão para as incorporadoras imobiliárias no Brasil, pois o parecer de auditoria foi emitido seguindo as orientações do IBRACON, que é o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, orientação esta a ser adotada para todas empresas do setor.

Basicamente, informamos que o parecer de auditoria menciona que as referidas demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária que consideraram adicionalmente a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Essa orientação 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. A opinião do auditor não está ressalvada em função desses assuntos.

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras, individuais (controladora) e consolidadas, acima referidas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da MRV Engenharia e Participações S.A. em 31 de dezembro de 2014 e de 2013, o desempenho de suas operações e os seus fluxos de caixa para os exercícios findos naquelas datas, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

2013 e 2012 (Reapresentado)

A Diretoria da Companhia informa que as demonstrações financeiras para o exercício findo em 31 de dezembro de 2013 foram auditadas pela Ernst & Young Auditores Independentes S.S.. Entendemos que o referido parecer reflete o parecer padrão para as incorporadoras imobiliárias no Brasil, pois o parecer de auditoria foi emitido seguindo as orientações do IBRACON, que é o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, orientação esta a ser adotada para todas empresas do setor.

Basicamente, informamos que o parecer de auditoria menciona que as referidas demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com as IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária que consideraram adicionalmente a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, a qual 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 imobiliária, bem como destaca a reapresentação dos valores correspondentes referentes ao exercício de 2012 em decorrência da mudança das práticas contábeis realizadas pela Companhia em 2013, decorrente da aplicação de novos pronunciamentos contábeis que entraram em vigor a partir de 1º de janeiro de 2013. A opinião do auditor não está ressalvada em função desses assuntos.

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras, individuais (controladora) e consolidadas, acima referidas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da MRV Engenharia e Participações S.A. em 31 de dezembro de 2013 e de 2012, o desempenho de suas operações e os seus fluxos de caixa para os exercícios findos naquelas datas, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Comentário geral

Os Diretores entendem que os princípios contábeis críticos são importantes para descrever a condição financeira e resultados operacionais da Companhia e exigem que se façam julgamentos difíceis, subjetivos ou complexos, quase sempre devido à necessidade de fazer estimativas sobre o efeito de questões cuja incerteza é inerente. À medida que aumenta o número de variáveis e premissas que afetam a futura resolução possível das incertezas, os julgamentos se tornam ainda mais subjetivos e complexos. Para que possamos entender como a Administração avalia os eventos futuros, incluindo as variáveis e premissas inerentes às estimativas, além da sensibilidade de tais avaliações em relação a circunstâncias variadas, foram identificados os princípios contábeis críticos.

A Diretoria acredita que as políticas contábeis críticas da Companhia se devem ao fato de envolver estimativas e premissas, baseadas na experiência histórica, dentre as quais se destacam: (i) estimativa do custo total orçado dos empreendimentos para a apuração da receita a ser registrada; (ii) estimativa de perdas na realização de contas a receber; (iii) estimativas de valor de terrenos permutados; (iv) expectativa de início do empreendimento para imóveis a comercializar; (v) estimativa de conclusão de causas judiciais para provisões para riscos cíveis, trabalhistas e tributários; e (vi) estimativa dos gastos com manutenção de imóveis. Além disso, a complexidade de cálculo na apuração dos impostos correntes e diferidos (PIS, COFINS, imposto de renda e contribuição social), em função dos regimes existentes na Companhia e controladas, como lucro real, lucro presumido e o Regime Especial de Tributação – RET, e em função do regime de caixa adotado fiscalmente, para cálculo dos impostos correntes, e do regime de competência adotado contabilmente que implica em apuração de impostos diferidos.

Os Diretores entendem que o uso de diferentes premissas pode alterar de maneira significativa as Demonstrações Financeiras da Companhia.

A preparação das demonstrações financeiras requer que a Diretoria efetue estimativas e adote premissas no seu melhor julgamento e baseados na experiência histórica e em outros fatores considerados relevantes, que afetam os montantes apresentados de ativos e passivos, bem como os valores das receitas, custos e despesas. A liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores divergentes dos registrados nas demonstrações financeiras.

A Diretoria revisa as estimativas e premissas, pelo menos, anualmente. Os efeitos decorrentes dessas revisões são reconhecidos no período em que as estimativas são revisadas se a revisão afetar apenas este período, ou também em períodos posteriores se a revisão afetar tanto o período presente como períodos futuros.

Reconhecimento de receita

As práticas adotadas para a apuração e apropriação do resultado e registro dos valores nas contas de receita de incorporação imobiliária, imóveis a comercializar, clientes por incorporação de imóveis e adiantamentos recebidos de clientes seguem os procedimentos e orientações estabelecidos pela Orientação OCPC 04 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às entidades de incorporação imobiliária brasileiras, aprovada pela Deliberação CVM Nº 653/10, quais sejam:

- Nas vendas de unidades não concluídas, o resultado é apropriado com base nos seguintes critérios:
 - (i) As receitas de vendas são apropriadas ao resultado à medida que a construção avança, uma vez que a transferência de riscos e benefícios ocorre de forma contínua. Desta forma, é adotado o método chamado de “POC”, “percentual de execução ou percentual de conclusão” de cada empreendimento, ou seja, o reconhecimento das receitas ocorre à medida que a construção avança. O método POC é feito utilizando a razão do custo incorrido em relação ao custo total orçado dos respectivos empreendimentos sobre as vendas contratadas. Os custos de terrenos e de construção inerentes às respectivas incorporações das unidades vendidas são apropriados ao resultado quando incorridos.
 - (ii) As receitas de vendas apuradas conforme o item (i), incluindo a atualização monetária, líquidas das parcelas já recebidas, são contabilizadas como contas a receber, ou como adiantamentos de clientes, em função da relação entre as receitas contabilizadas e os valores recebidos.
- Nas vendas a prazo de unidades concluídas, o resultado é apropriado no momento que a venda é efetivada, independentemente do prazo de recebimento do valor contratual, sendo as receitas mensuradas pelo valor justo da contraprestação recebida e a receber.
- Os juros e os ajustes a valor presente são apropriados ao resultado, na rubrica de receita de incorporação imobiliária no período pré-chaves e na rubrica de receitas financeiras no período pós-chaves, observando o regime de competência, independentemente de seu recebimento.
- As receitas e despesas são apropriadas ao resultado de acordo com o regime de competência.

Caso necessário, é constituída provisão para devedores duvidosos, com base na avaliação da Administração quanto a eventuais perdas na realização de contas a receber. Não foi feita a provisão para devedores duvidosos em 31 de dezembro de 2014, de 2013 e de 2012, tendo em vista que o risco de crédito ter sido avaliado como muito baixo em face da garantia real de recuperação dos imóveis nos casos de inadimplência de clientes.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Estimativas de valor de terrenos permutados

Para as permutas de terrenos, o valor do terreno adquirido pela Companhia e por suas controladas é apurado com base no valor justo das unidades imobiliárias a serem entregues e foi registrado como estoque de terrenos, em contrapartida a adiantamento de clientes no passivo, no momento da assunção dos riscos e definição do projeto de comercialização. Prevaecem para estas transações os mesmos critérios de apropriação aplicados para o resultado de incorporação imobiliária em seu todo.

Expectativa de início do empreendimento para imóveis a comercializar

A segregação de curto e longo prazo dos estoques de imóveis a comercializar e terrenos é realizada em decorrência da expectativa de lançamento dos empreendimentos e da curva de construção estimada.

Provisões

As provisões para riscos cíveis, trabalhistas e tributários são reconhecidas para obrigações presentes (legal ou presumida) resultante de eventos passados, em que seja possível estimar os valores de forma confiável e cuja liquidação seja provável. O valor reconhecido como provisão é a melhor estimativa das considerações requeridas para liquidar a obrigação no final de cada período de relatório, considerando-se os riscos e as incertezas relativos à obrigação.

Quando alguns ou todos os benefícios econômicos requeridos para a liquidação de uma provisão são esperados que sejam recuperados de um terceiro, um ativo é reconhecido se, e somente se, o reembolso for certo e o valor puder ser mensurado de forma confiável.

Provisão para manutenção de imóveis (Garantias)

As provisões para o custo esperado com a manutenção de imóveis são reconhecidas ao resultado no mesmo critério de apropriação da receita de incorporação imobiliária, a partir da data da venda das respectivas unidades imobiliárias, com base na melhor estimativa da Administração em relação aos gastos necessários para liquidar a obrigação da Companhia.

Tributação

O imposto de renda, a contribuição social e os impostos sobre vendas, correntes e diferidos, são reconhecidos no resultado, exceto quando correspondem a itens registrados em "Outros resultados abrangentes", ou diretamente no patrimônio líquido, caso em que os impostos correntes e diferidos também são reconhecidos em "Outros resultados abrangentes" ou diretamente no patrimônio líquido, respectivamente.

As despesas com imposto de renda e contribuição social e com impostos sobre vendas representam as somas dos impostos correntes, diferidos e impostos com recolhimento diferido.

Impostos diferidos ativos e passivos são mensurados pelas alíquotas aplicáveis no período no qual se espera que o passivo seja liquidado ou o ativo seja realizado, com base nas alíquotas previstas na legislação tributária vigente no final de cada período de relatório, ou quando uma nova legislação tiver sido substancialmente aprovada. A mensuração dos impostos diferidos ativos e passivos reflete as consequências fiscais que resultariam da forma na qual a Companhia e controladas esperam, no final de cada período de relatório, recuperar ou liquidar o valor contábil desses ativos e passivos.

Imposto de renda e contribuição social

Impostos correntes

A Companhia e controladas adotam, como facultado pela legislação fiscal vigente, o regime de caixa para apuração do resultado na incorporação imobiliária, sendo o resultado apurado utilizado na determinação do lucro tributável.

A provisão para imposto de renda e contribuição social está baseada no lucro tributável do exercício. O lucro tributável difere do lucro apresentado na demonstração do resultado, porque exclui receitas ou despesas tributáveis ou dedutíveis em outros exercícios, além de excluir itens não tributáveis ou não dedutíveis de forma permanente. A provisão para imposto de renda e contribuição social é calculada individualmente para cada empresa com base nas alíquotas vigentes no fim do exercício.

A Companhia e controladas apuram o imposto de renda (IRPJ) e contribuição social (CSLL) com base no lucro real, lucro presumido ou patrimônio de afetação com RET ("Regime Especial de Tributação"), conforme detalhado abaixo:

- Lucro real

Adotado pela Companhia e algumas controladas. Nesta sistemática, o IRPJ é calculado com base na alíquota de 15%, acrescida do adicional de 10% sobre o lucro tributável excedente de R\$240, e a CSLL é calculada pela alíquota de 9% sobre o lucro tributável, e consideram a compensação de prejuízos fiscais e base negativa de CSLL, limitada a 30% do lucro tributável em cada exercício fiscal.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

- Lucro presumido

Adotado por certas controladas. Nesta sistemática, o resultado para fins de IRPJ e CSLL de cada empresa é calculado aplicando-se sobre a receita as alíquotas definidas para essa atividade, que são de 8% e 12%, respectivamente. Sobre o resultado presumido foram aplicadas as alíquotas de imposto de renda e contribuição social vigentes na data do encerramento de cada período (15% mais adicional de 10% para lucros superiores a R\$240 anuais para IRPJ, e 9% para CSLL).

- Regime Especial de Tributação (RET)

Adotado para certos empreendimentos da Companhia e controladas. Conforme facultado pela Lei 12.024 de 27 de agosto de 2009, que alterou a Lei 10.931/2004 que instituiu o RET, foi feita a opção por submetê-los ao patrimônio de afetação e consequentemente ao RET. Para esses empreendimentos, o encargo consolidado referente ao IRPJ e a CSLL, a contribuição para financiamento da seguridade social – COFINS e programa de integração social – PIS, é calculado a alíquota global total de 4% sobre as receitas brutas ou 1% sobre as receitas brutas para os contratos elegíveis ao Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), conforme limite estabelecido em lei. A alíquota total para o IRPJ e CSLL é de 1,92% para o RET e 0,47% para o RET – PMCMV.

Impostos diferidos

O imposto de renda e contribuição social diferidos (“impostos diferidos”) são reconhecidos em sua totalidade, conforme descrito no CPC 32 - Tributos sobre o Lucro (“IAS 12”), sobre as diferenças entre ativos e passivos reconhecidos para fins fiscais e correspondentes valores compreendidos nas demonstrações financeiras e são determinados considerando as alíquotas (e leis) vigentes na data de preparação das demonstrações financeiras e aplicáveis quando o respectivo imposto de renda e contribuição social forem realizados.

Os impostos diferidos ativos são reconhecidos somente na extensão em que seja provável que existirá base tributável positiva para a qual as diferenças temporárias possam ser utilizadas e os prejuízos fiscais possam ser compensados. A recuperação do saldo dos impostos diferidos ativos é revisada no final de cada exercício e, quando não for provável que lucros tributários futuros estarão disponíveis para permitir a recuperação de todo o ativo, ou parte dele, o saldo do ativo é ajustado de forma a refletir o montante que se espera que seja recuperado.

Impostos sobre as vendas

A receita é apresentada líquida de impostos sobre as vendas (PIS e COFINS). Para fins de cálculo do PIS e da COFINS, a alíquota total é de 9,25% no lucro real, 3,65% no lucro presumido, 2,08% no RET e 0,53% no RET - PMCMV.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

A Diretoria da Companhia acredita que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é plenamente satisfatório. No campo dos projetos de construção, que é o principal item de custos da Companhia, nossos gestores mantêm estreito e contínuo acompanhamento físico e financeiro de custos de cada projeto individual. Nossa principal ferramenta de gestão é o SAP. É um sistema integrado cujas maiores características são a integração de todas as operações e a rastreabilidade.

Nossos sistemas (SAP, inclusive) não possuem imperfeições técnicas. Existe um trabalho contínuo de Governança, Riscos e Compliance (GRC) que promove a revisão das regras implementadas e a adoção de melhorias, de maneira que as necessidades identificadas são imediatamente tratadas.

Atualmente possuímos controles automáticos implementados por ferramentas de mercado, como por exemplo, o Risk Manager, da Módulo, a ferramenta da SAP, GRC (Governança de Acessos), já em uso e em processo de melhoria contínua para aumentar a eficiência dos controles de acessos críticos (SAT) e segregação de função (SOD). Revisamos recentemente, com o apoio de consultoria de renome internacional, a Matriz de Riscos utilizada no GRC do grupo MRV, a fim de atualizá-la com as melhores práticas de mercado. Possuímos, também, uma área de auditoria interna, responsável pelos controles antifraude, atuando diretamente nos processos, cobertos por um canal confidencial alimentado diretamente pelos nossos colaboradores e fornecedores relatando situações de risco, contribuindo para a mitigação de riscos em todas as áreas do nosso negócio.

A Companhia continua atenta às novas tecnologias e ao desenvolvimento pessoal de seus colaboradores, e investe em seus controles a fim de continuamente aprimorá-los

O item a seguir apresenta algumas recomendações acerca desses controles feitas pelo auditor independente.

b) deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente

Nossos auditores não efetuaram seus procedimentos com o objetivo de opinar sobre os nossos sistemas de controles internos. O objetivo do trabalho foi emitir opinião sobre as demonstrações financeiras. Entretanto, em conexão com a auditoria das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2014, nossos auditores emitiram uma “carta comentário” indicando a seguinte recomendação:

Política interna formal para registro de distratosComentário da auditoria:

Recomendou-se a definição de uma política interna que determine um evento (“gatilho”) para o registro contábil dos distratos de venda efetuados, pois a falta de formalização de uma política interna poderia acarretar em registros de distratos fora do período correto de competência. Adicionalmente, comenta-se que algumas vendas decorrentes de distratos foram efetuadas a um valor menor em comparação ao valor original da transação. Portanto, foi recomendado que seja feita análise quanto a necessidade de se constituir provisão para distratos nos próximos exercícios fiscais.

Comentário da Administração:

A Companhia entende não serem adequadas tais recomendações para este processo, uma vez que é de interesse da mesma a recuperação de seus clientes, sem aumentar o risco de seu negócio. Várias ações são tomadas pela empresa antes da realização de um distrato, como por exemplo: a oferta de troca por uma unidade mais acessível, caso o cliente esteja com dificuldades em obter o financiamento e/ou em quitar a unidade originalmente comprada. Adicionalmente, a empresa faz uma análise detalhada dos motivos que ocasionariam os distratos: analisa as condições dos clientes (ex. renda disponível, tamanho do risco a ser incorrido, possibilidade de solicitação de garantias adicionais – aval), o prazo para a entrega das chaves, entre outros. Entendemos que este é um processo analítico, com soluções distintas para cada caso, se necessário. Podem ocorrer casos, como citado acima, que o valor de revenda seja inferior à venda inicial, mas, na média, o valor de revenda é superior ao valor da venda inicial, corrigido pela inflação.

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

a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados

Os recursos de nossa oferta pública inicial de ações realizada em 2007 tinham como destinação aquisição de terrenos para incorporações e construções, assim como para o desenvolvimento e construção de projetos. Já os recursos captados em nossa oferta pública de ações em 2009 foram ou ainda estão sendo utilizados para construção de unidades.

Os recursos das últimas emissões de Debêntures, tinham as seguintes destinações:

- 5ª emissão: alongamento do perfil da dívida e/ou recomposição de caixa da Companhia;
- 6ª emissão: alongamento do perfil da dívida da Companhia;
- 7ª emissão: alongamento do perfil da dívida da Companhia por meio do pagamento de dívidas de curto prazo e/ou reforço do capital de giro da Companhia.

Os recursos resultantes das emissões da Companhia foram ou estão sendo utilizados conforme as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos e / ou escrituras das respectivas distribuições.

b) se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição

Não houve desvios relevantes das aplicações dos recursos apresentadas em nossa oferta pública inicial de ações realizada em 2007 e em nossa oferta pública de ações em 2009, assim como dos recursos da primeira, segunda, terceira, quarta, quinta, sexta e sétima emissão de debêntures.

c) caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios

Não aplicável.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios

a) os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (inclusive arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos, carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos, contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços, contratos de construção não terminada e contratos de recebimentos futuros de financiamentos)

Atualmente, as receitas de vendas são apropriadas ao resultado utilizando-se o método do percentual de conclusão de cada empreendimento, sendo esse percentual mensurado em razão do custo total orçado dos respectivos empreendimentos. Em decorrência desta prática contábil, ao final de cada período possuímos saldos de Receita Bruta de Vendas a apropriar de transações de vendas de imóveis já contratadas, referentes a imóveis não concluídos, as quais são divulgadas nas notas explicativas.

b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

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

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

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 da Companhia.

As receitas a apropriar afetam/afetarão nossa receita operacional à medida da evolução das obras dos empreendimentos.

b) natureza e propósito da operação

Não aplicável.

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

R\$ mil	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Receita bruta de vendas a apropriar	3.697.634	3.172.485	2.782.944