

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	5
5.3 - Descrição - Controles Internos	9
5.4 - Alterações significativas	10

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	11
10.2 - Resultado operacional e financeiro	57
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	65
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	66
10.5 - Políticas contábeis críticas	68
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	74
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	75
10.8 - Plano de Negócios	77
10.9 - Outros fatores com influência relevante	78

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

5. RISCOS DE MERCADO

5.1. Riscos de mercado a que estamos expostos, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxa de juros:

O setor imobiliário é afetado pela conjuntura econômica do país e do próprio setor. 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 prazos, programas de financiamento hipotecário, confiança do consumidor, políticas governamentais, fatores demográficos e, em menor extensão, mudanças em impostos prediais, custos de energia e regulamentação de Imposto de Renda Pessoa Jurídica ("IRPJ"). O lançamento de novas unidades, por outro lado, é influenciado pelo estoque de unidades existentes, restrições na legislação de zoneamento, políticas governamentais, custo e disponibilidade de terrenos, custos diversos de construção e vendas, disponibilidade de financiamento, dentre outros fatores.

Existem incertezas econômicas e políticas consideráveis que podem 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 podem afetar a capacidade dos compradores de residências de obter financiamentos e, dessa forma, podem reduzir a demanda por novas residências, além de tornarem menos atrativas as condições de investimento em lajes comerciais. A falta de disponibilidade de financiamento é outro fator que pode afetar a demanda por novas residências, causando uma redução nas nossas vendas. A inflação também teve e poderá continuar a ter efeito sobre nossa situação financeira e em nossos resultados operacionais. Quase todas as nossas despesas operacionais são denominadas em moeda corrente nacional, e os fornecedores e prestadores de serviços relacionados a tais despesas, de modo geral, tentam reajustar seus preços para refletir a inflação brasileira.

Nossos resultados operacionais também podem ser afetados indiretamente por flutuações cambiais, visto que desvalorizações do Real em relação ao Dólar podem 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 e consequentemente o aumento das taxas de juros, fatores que podem provocar uma demanda crescente no setor imobiliário. Em períodos de desaceleração da economia, clientes e investidores compram um número menor de propriedades imobiliárias, as taxas de aluguel diminuem e o número de imóveis vagos aumenta, o que afeta adversamente nossos resultados operacionais.

Abaixo encontram-se melhor detalhados os principais fatores de risco a esse respeito.

A Emissora atua no mercado brasileiro estando sujeita, portanto, às condições econômicas e riscos relacionados ao Brasil

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

A economia brasileira tem sofrido intervenções frequentes por parte do Governo Federal que por vezes realiza modificações significativas em suas políticas e normas. As medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, frequentemente implicam aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de preços, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações, entre outras medidas. Não temos controle sobre as medidas e políticas que o Governo Federal pode vir a adotar no futuro, e tampouco podemos prevê-las. Os nossos negócios, a situação econômico-financeira e os resultados operacionais poderão vir a ser prejudicados de maneira relevante por modificações nas políticas ou normas que envolvam ou afetem fatores, tais como:

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

- taxas de juros;
- controles cambiais e restrições a remessas para o exterior, tais como os que foram impostos em 1989 e no início de 1990;
- política monetária;
- flutuações cambiais;
- ambiente regulatório pertinente às nossas atividades;
- alteração das normas trabalhistas;
- inflação;
- liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos;
- expansão ou contração da economia brasileira;
- política fiscal e alterações na legislação tributária;
- política habitacional;
- controle sobre importação e exportação 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 de valores mobiliários brasileiro e dos valores mobiliários emitidos no exterior por companhias brasileiras.

Poderemos ser prejudicados pelas altas da taxa de inflação e pelas medidas do governo brasileiro para combatê-la.

Historicamente, o Brasil registrou taxas de inflação extremamente altas. Determinadas medidas do Governo Federal para combatê-las tiveram impacto negativo relevante sobre a economia brasileira. No passado, as medidas adotadas para combater a inflação, bem como a especulação sobre tais medidas, geraram clima de incerteza econômica no Brasil e aumentaram a volatilidade do mercado brasileiro de valores mobiliários. Os índices de inflação anuais foram de 7,75%, 9,81%, -1,72%, 11,32% e 5,10% em 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011, respectivamente, de acordo com o Índice Geral de Preços – Mercado, e de 4,46%, 5,90%, 4,31%, 5,91% e 6,5% em 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011, respectivamente, de acordo com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

Caso o Brasil venha a vivenciar significativa inflação no futuro, não é possível prever se seremos capazes de compensar os efeitos da inflação em sua estrutura de custos, por meio do repasse do aumento dos custos decorrentes da inflação para os preços cobrados de nossos clientes em valores suficientes e prazo hábil para cobrir um eventual aumento dos nossos custos operacionais, o que, não ocorrendo, poderá diminuir nossas margens líquidas e operacionais. A adoção da política de câmbio flutuante e a desvalorização do Real em relação ao Dólar podem criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil, acarretando a necessidade de adoção de políticas recessivas pelo Governo Federal, acompanhadas de altas taxas de juros, que podem afetar a economia com um todo, inclusive o nosso setor de atuação e de nossos clientes. Uma política anti-inflacionária adotada pelo Governo Federal poderá resultar em redução do nível de atividade econômica e poder aquisitivo da população, além da falta de crédito disponível no mercado, gerando consequências negativas para os nossos negócios.

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

Estamos sujeitos a riscos de taxas de juros, uma vez que parte significativa de nossas obrigações financeiras estão indexadas a taxas flutuantes.

Estamos expostos ao risco de taxa de juros, uma vez que a maior parte de nossas obrigações financeiras está atrelada a taxas flutuantes, tais como a Taxa de Juros a Longo Prazo e o Certificado de Depósito Interbancário. O Comitê de Política Monetária do Banco Central ("COPOM") é responsável por estabelecer as metas das taxas de juros básicas para o sistema bancário brasileiro. Recentemente, a taxa de juros básica tem oscilado, tendo chegado a, aproximadamente, 45% em março de 1999 e caído para 18,0% em julho de 2002. A taxa básica de juros permaneceu em alta até junho de 2003, quando o COPOM iniciou a trajetória de decréscimo da taxa básica de juros. Em 31 de dezembro de 2010, a taxa básica de juros fixada era de 10,75% ao ano. Em 31 de dezembro de 2010, o nosso endividamento total consolidado em aberto era de R\$1.176,1 mil. Deste total, R\$ 334,0 mil (28,4%) era indexado à Taxa DI, R\$ 722,0 mil (61,4%) indexado à Taxa Referencial e R\$ 120,1 mil (10,8%) indexado ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Caso o Governo Federal aumente as taxas de juros, incluindo a Taxa de Juros a Longo Prazo ou adote outras medidas com relação à política monetária que resultem em um aumento significativo das taxas de juros, as nossas despesas financeiras poderão aumentar significativamente, afetando adversamente a nossa liquidez, nossas atividades, resultados operacionais e situação financeira

Estamos expostos ao risco de taxa de juros, uma vez que a maior parte de nossas obrigações financeiras está atrelada a taxas flutuantes, tais como a Taxa de Juros a Longo Prazo e o Certificado de Depósito Interbancário. O Comitê de Política Monetária do Banco Central ("COPOM") é responsável por estabelecer as metas das taxas de juros básicas para o sistema bancário brasileiro. Recentemente, a taxa de juros básica tem oscilado, tendo chegado a, aproximadamente, 45% em março de 1999 e caído para 18,0% em julho de 2002. A taxa básica de juros permaneceu em alta até junho de 2003, quando o COPOM iniciou a trajetória de decréscimo da taxa básica de juros. Em 31 de dezembro de 2011, a taxa básica de juros fixada era de 11,00% ao ano. Em 31 de dezembro de 2011, o nosso endividamento total consolidado em aberto era de R\$ 1.402.257 mil. Deste total, R\$ 554.943 mil (39,6%) era indexado à Taxa DI, R\$ 782.950 mil (55,8%) indexado à Taxa Referencial e R\$ 64.141 mil (4,6%) indexado ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Caso o Governo Federal aumente as taxas de juros, incluindo a Taxa de Juros a Longo Prazo ou adote outras medidas com relação à política monetária que resultem em um aumento significativo das taxas de juros, as nossas despesas financeiras poderão aumentar significativamente, afetando adversamente a nossa liquidez, nossas atividades, resultados operacionais e situação financeira

A instabilidade cambial pode prejudicar a economia brasileira e nossos resultados operacionais.

Em decorrência de diversas pressões, a moeda brasileira sofreu desvalorizações em relação ao Dólar e a 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.

Houve flutuações significativas da taxa de câmbio entre o Real, o Dólar e outras moedas. Por exemplo, o Real se valorizou 14,0%, 9,3% e 20,5% com relação ao Dólar em 2005, 2006 e 2007, respectivamente. Em 2008, em decorrência do agravamento da crise econômica mundial, o Real se desvalorizou 24,2% frente ao Dólar, tendo fechado em R\$2,34 por US\$1,00 em 31 de dezembro. No exercício social findo em 31 de dezembro de 2009, observou-se a valorização de

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

34,2% da moeda brasileira frente ao Dólar. Em 31 de dezembro 2010, a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar era de R\$1,6654 por US\$1,00. Em 31 de dezembro 2011, a taxa de câmbio entre o Real e o Dólar era de R\$1,8751 por US\$1,00. Não se pode garantir que o Real não sofrerá valorização ou desvalorização em relação ao Dólar novamente.

As depreciações do real em 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 e, indiretamente, nossos resultados operacionais já que nossas obrigações estão atreladas à inflação, CDI ou TR e não possuímos ativos ou passivos denominados em moeda estrangeira.

Eventos políticos, econômicos e sociais e a percepção de riscos em outros países, incluindo os Estados Unidos e países de economias emergentes, podem afetar adversamente a economia brasileira, os nossos negócios e o valor de mercado dos nossos valores mobiliários.

O mercado de valores mobiliários de emissão de companhias brasileiras é influenciado pelas condições econômicas e de mercado de outros países, inclusive Estados Unidos, da União Européia e de outras economias emergentes. Apesar de a conjuntura econômica desses países ser significativamente diferente da conjuntura econômica do Brasil, a reação dos investidores aos acontecimentos nesses outros países pode ter um efeito adverso relevante sobre o valor de mercado dos valores mobiliários de companhias brasileiras. Crises nos Estados Unidos, na União Européia ou em países emergentes podem reduzir o interesse de investidores nos valores mobiliários de companhias brasileiras, inclusive os valores mobiliários de nossa emissão.

Os preços das ações na BM&FBOVESPA, por exemplo, são historicamente afetados por flutuações nas taxas de juros vigentes nos Estados Unidos, bem como pelas variações dos principais índices de ações norte-americanos. Acontecimentos em outros países e mercados e capitais poderão prejudicar o valor de mercado das nossas ações, podendo, ademais, dificultar ou impedir totalmente o nosso acesso aos mercados de capitais e ao financiamento de suas operações no futuro em termos aceitáveis.

Não há garantia de que o mercado de capitais permaneça aberto às companhias brasileiras ou de que os custos de financiamento nesse mercado sejam vantajosos para nós. Crises em outros países emergentes podem restringir o interesse dos investidores em relação aos títulos e valores mobiliários emitidos por companhias brasileiras, inclusive os de nossa emissão, o que pode prejudicar sua liquidez e seu valor de mercado, além de dificultar o nosso acesso ao mercado de capitais e ao financiamento das suas operações no futuro, em termos aceitáveis ou absolutos.

Adicionalmente, no processo de convergência para o IFRS (International Financial Reporting Standards), além dos pronunciamentos contábeis já emitidos, espera-se que o CPC emita novos pronunciamentos no futuro. Este conjunto de novos pronunciamentos pode afetar os resultados de nossas operações de forma relevante e, consequentemente, a base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos. Esses eventos estão fora do nosso controle e nós não podemos prever o conteúdo de tais novos pronunciamentos contábeis. Assim, estes pronunciamentos contábeis podem alterar significativamente o modo como elaboraremos nossas futuras demonstrações financeiras.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado**5.2 Política de gerenciamento de riscos de mercado da Companhia, incluindo objetivos, estratégias e instrumentos****a) riscos para os quais se busca proteção;*****i) A Emissora atua no mercado brasileiro estando sujeita, portanto, às condições econômicas e riscos relacionados ao Brasil***

A companhia adota uma série de procedimentos com o objetivo de mitigar os riscos relacionados à condição econômica e ao país. Abaixo, as principais práticas adotadas com esse objetivo:

- buscamos não correr riscos de descasamentos de prazos, além daqueles inerentes à própria operação da Companhia.

- buscamos manter uma posição de ativos de curto prazo maior do que a posição de passivos a curto prazo, evitando assim problemas em relação à necessidade de capital de giro.

- buscamos minimizar os riscos de inadimplência através da implementação de análise de crédito no momento da venda das unidades, bem como acompanhamento constante da carteira de recebíveis. Além disso 100% das unidades entregues a partir de 2010 cujos clientes optaram pelo financiamento direto com a Companhia, possuem Alienação Fiduciária bem como seguros MIP (Morte e Invalidez Permanente) e DFI (Danos Físicos do Imóvel)- envidamos nossos maiores esforços para converter nossas vendas em financiamentos bancários ou securitização de recebíveis, após a entrega do empreendimento, de forma a encurtar nossos prazos de recebimento.

- contratamos financiamentos para a maioria dos nossos empreendimentos imobiliários e, só nos comprometemos com o lançamento de um empreendimento no momento em que temos *funding* adequado e equacionado de acordo com a velocidade de vendas prevista para o empreendimento.

- adotamos a estratégia de giro rápido em relação a aquisição de terrenos, que nos possibilita ter ciclo curto de lançamento, alta velocidade de vendas e baixa concentração em termos de segmento, localização e tamanho do empreendimento.

- possuímos uma estratégia focada em termos de segmento e região, o que nos possibilita maior compreensão de mercados e praças de atuação, inclusive em relação a legislações locais, aprovações, certidões e aspectos regulatórios específicos.

- fazemos controle e monitoramento regular de despesas a fim de garantir consistência estratégica e operacional.

- envidamos nossos maiores esforços para converter nossas vendas em financiamentos bancários ou securitização de recebíveis, após a entrega do empreendimento, de forma a encurtar nossos prazos de recebimento.

ii) Poderemos ser prejudicados pelas altas da taxa de inflação e pelas medidas do governo brasileiro para combatê-la.

A alta na taxa de inflação é uma grande preocupação pois impacta a capacidade de pagamento dos consumidores e principalmente o ganho real salarial que aconteceu nos últimos anos para a população brasileira. Em contrapartida, o governo pode criar medidas para conter a inflação, como por exemplo, o aumento da taxa de juros básica (SELIC). Essa medida pode diminuir o consumo e consequentemente prejudicar diretamente a companhia.

iii) Estamos sujeitos a riscos de taxas de juros, uma vez que parte significativa de nossas obrigações financeiras estão indexadas a taxas flutuantes.

A Companhia procura mitigar este risco com a adoção das práticas abaixo:

- procuramos não ter descasamentos em termos de moedas e taxas de juros. Nossas obrigações

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

estão atreladas majoritariamente à inflação, CDI ou TR. Não possuímos ativos ou passivos denominados em moeda estrangeira e não possuímos dependência significativa de materiais importados em nossa cadeia produtiva.

- procuramos manter um equilíbrio entre indexadores de passivos e ativos, mantendo nosso caixa aplicado em CDI e recebíveis indexados ao INCC no lado ativo, para balancear o passivo de custo de construção e obrigações financeiras.

iv) A instabilidade cambial pode prejudicar a economia brasileira e nossos resultados operacionais.

Mitigamos esse risco na medida em que procuramos não ter descasamentos em termos de moedas e taxas de juros. Nossas obrigações estão atreladas à inflação, CDI ou TR. Nenhum contrato de que somos parte está exposto às instabilidades cambiais por não termos endividamento em moeda estrangeira. Não possuímos ativos ou passivos denominados em moeda estrangeira e não possuímos dependência significativa de materiais importados em nossa cadeia produtiva.

v) Eventos políticos, econômicos e sociais e a percepção de riscos em outros países, incluindo os Estados Unidos e países de economias emergentes, podem afetar adversamente a economia brasileira, os nossos negócios e o valor de mercado dos nossos valores mobiliários.

Mitigamos esse risco monitorando as principais modificações e os acontecimentos relevantes no cenário político-econômico internacional de forma a antecipar eventuais questões que afetem nosso negócio e ter tempo hábil para tomar medidas adequadas no sentido de minimizar os impactos sobre nossa operação.

vi) Modificações nas práticas contábeis adotadas no Brasil em função de sua convergência às práticas contábeis internacionais (IFRS) podem afetar adversamente nossos resultados

As medidas tomadas para mitigação desse risco compreendem uma forte estrutura de sistemas (temos todas as operações registradas no SAP) e de controles internos, além de uma relação próxima com os auditores externos da Companhia, baseada em discussões regulares de práticas e políticas e eventuais impactos dessas modificações nos nossos números e resultados.

vii) risco de liquidez de recursos disponíveis

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

b) estratégia de proteção patrimonial (hedge);

Não possuímos uma estratégia específica para proteção patrimonial.

c) instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge);

Não possuímos instrumentos para proteção patrimonial.

d) parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos;

Gerenciamos nossos riscos de forma contínua, avaliando se as práticas adotadas na condução das nossas atividades estão em linha com as políticas preconizadas pela administração. Buscamos gerir nosso fluxo de caixa estabelecendo critérios de posições de caixa mínimo, além de buscar mitigar a exposição de caixa dos empreendimentos imobiliários através de financiamentos à produção através do Sistema Financeiro de Habitação. Como os riscos relacionados à variação de preços dos insumos para a construção, serviços e mão-de-obra podem influenciar diretamente os custos de construção, buscamos estabelecer contratos com os principais fornecedores por prazos mínimos de tal maneira que

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

os eventuais aumentos de preços não impactem os seus custos de curto prazo. Os riscos de crédito a que estamos sujeitos e que nossas controladas estão sujeitas em seu "contas a receber" de clientes (recebíveis) estão minimizados pela ampla base de clientes e pelo constante acompanhamento e cobrança desses recebíveis. Durante o período de construção não existem históricos de perdas relevantes devido à existência de garantia real de recuperação dos produtos comercializados. Além desses fatores o "contas a receber" antes da entrega das chaves dos empreendimentos tem uma correção atrelada a índices de construção, reduzindo os riscos de descasamento de índices de custo de construção e receita.

Dedicamos especial atenção ao controle dos riscos de nosso balanço e de nossos empreendimentos advindos de nossa atividade empresarial e condições macro econômicas. Em nosso Comitê Financeiro, realizado mensalmente, são examinados, entre outros assuntos, (i) projeções de fluxo de caixa, (ii) o comportamento dos empreendimentos já lançados em relação aos estudos realizados e aprovados anteriormente ao lançamento, (iii) o impacto de variações de parâmetros comerciais na rentabilidade e no fluxo de caixa nosso e dos nossos empreendimentos, (iv) o financiamento dos empreendimentos e (v) o nosso custo de capital.

Em dois momentos distintos, anteriormente ao estabelecimento de quaisquer obrigações para aquisição de terrenos e anteriormente ao lançamento de quaisquer empreendimentos, o Comitê de Investimentos é convocado para aprovar as condições propostas pelas nossas várias superintendências. Durante estas reuniões, são examinados (i) o produto proposto, (ii) o projeto e custo de construção, (iii) a viabilidade econômica, (iv) os termos comerciais e financeiros da proposta de compra, no caso de uma aquisição de terreno, (v) as condições comerciais e tabelas de venda, no caso de um lançamento, e (vi) a situação do terreno e/ou do empreendimento em seus aspectos legais e regulatórios.

e) se o Emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos;

A Companhia e suas sociedades controladas não possuem instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo no balanço patrimonial, tais como contratos futuros ou opções (compromissos de compra ou venda de moeda estrangeira, índices ou ações), contratos a termo, hedge ou qualquer outro derivativo, inclusive aqueles denominados "exóticos".

Realizamos em 1º de outubro de 2010 um swap de indexadores, para a terceira emissão de debêntures (R\$ 130.000.000,00). Através desta operação trocamos o indexador do nosso passivo de CDI+1,85% por IPCA+7,64%. No início de 2011, desfizemos a operação integralmente, no mesmo ato foi feito um novo swap de indexadores para R\$ 30.000.000,00 que vencerão em 1º de outubro de 2013 (terceira emissão de debêntures), trocando CDI + 1,85% por IPCA + 7,91%

O objetivo da realização do swap, trocando CDI por IPCA, se deve principalmente para alinhar os nossos ativos e passivos. Os ativos da companhia são majoritariamente indexados a indicadores inflacionários (IPCA ou INCC), exceto o caixa (CDI). Dessa forma, o objetivo é atrelar nosso passivo a indexadores de inflação, tais como IPCA.

O ganho ou perda resultante do swap estará refletido no balanço, no Passivo Exigível Longo Prazo, na rubrica Debêntures. Desta forma, teremos o valor do principal, dos juros e do resultado do swap. O resultado do swap será calculado através da diferença entre o custo efetivo da dívida (CDI + 1,85%) – (IPCA + 7,91%). O CDI e o IPCA utilizados na apuração serão os válidos na último dia útil do referido mês do exercício em apuração.

f) estrutura organizacional de controle de gerenciamento desses riscos;

Monitoramos nossos riscos por meio de uma estrutura organizacional multidisciplinar, tendo como responsável a diretoria adjunta de *compliance*, na qual a diretoria avalia se as ações praticadas estão sendo feitas conforme as políticas adotadas para gerenciamento de riscos. Mediante apuração, o monitoramento é realizado pela Diretoria Executiva da Companhia, avaliando as questões quando necessárias. Nos próximos meses será levada para aprovação em RCA a Política Financeira da Companhia.

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

Além disso, temos a diretoria adjunta de controladoria, que acompanha e monitora os resultados. Identifica os desvios em relação ao planejado e acompanha os planos de ação para eventuais correções de rumo.

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

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

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos**5.3. Alterações significativas nos principais riscos de mercado em que a Companhia está exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada no último exercício social:**

No ultimo exercício social (2011) não houve alterações significativas nos principais riscos de mercado, bem como no monitoramento de riscos adotados por nós.

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

5.4. Outras informações relevantes:

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

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

10.1. Comentários dos Diretores sobre:

a) condições financeiras e patrimoniais gerais

Nossos Diretores acreditam que nossa geração de caixa, principalmente a oriunda dos processos de repasse do financiamento bancário para os clientes, das unidades de empreendimentos em fase de entrega, é suficiente para atender aos compromissos assumidos relativos a todos os projetos já em andamento. Nos últimos anos, nossa Companhia apresentou expressivo crescimento no setor de construção civil, tendo obtido o 1º lugar entre as maiores construtoras do Estado de São Paulo, segundo o ranking da Embraesp divulgado em junho de 2009, referente ao ano de 2008, o 3º lugar entre as maiores construtoras do Brasil, de acordo com o ranking Informações Técnicas da Construção ("ITC Net"), divulgado em março de 2010, referente ao ano de 2009 e o 7º lugar entre as maiores construtoras do país segundo o mesmo ranking divulgado no corrente ano, referente a 2010.

Em 31 de dezembro de 2009, nossas vendas contratadas atingiram o valor de R\$1.232 milhões, em 2010 atingiram o valor R\$2.064 milhões e no exercício findo em 31 de dezembro de 2011, nossas vendas contratadas atingiram R\$1.623 milhões.

Nossos Diretores entendem que sob a perspectiva puramente financeira, a Companhia apresentou sólidos resultados, auferindo uma receita líquida consolidada de R\$1.168 milhões em 2009, R\$1.956 milhões em 2010 e no exercício findo em 31 de dezembro de 2011, R\$1.908 milhões.

Ademais, nossos Diretores entendem que apresentamos condições financeiras e patrimoniais suficientes para implementar nosso atual plano de negócio e cumprir nossas obrigações de curto e médio prazo.

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

Nossos Diretores entendem que nossa atual estrutura de capital, mensurada principalmente pela relação da dívida líquida sobre patrimônio líquido, apresenta hoje níveis de alavancagem em linha com os valores de alavancagem que observamos em empresas comparáveis do setor no mercado. Em 31 de dezembro de 2008 e 2009 apresentávamos uma relação entre dívida líquida e patrimônio líquido de 0,31 e 0,65, respectivamente. Em 31 de dezembro de 2010 apresentávamos uma relação entre dívida líquida e patrimônio líquido de 0,46. Em 31 de dezembro de 2011 apresentávamos uma relação entre dívida líquida* e patrimônio líquido de 0,61.

** Dívida Líquida = Empréstimos e Financiamentos de curto e longo prazo (+) Debêntures de curto e longo prazo (-) Caixas e Aplicações Financeiras*

i) hipóteses de resgate

Nossos Diretores entendem que não existe, no curto prazo, justificativa para realização de resgate de ações. A hipótese de resgate de ações aconteceria apenas na eventualidade de geração de caixa excessiva, superior à nossa capacidade de reinvestir tais valores em sua operação. Contudo, dada a nossa perspectiva de crescimento operacional, tal hipótese ainda é remota.

ii) fórmula de cálculo do valor do resgate

Nossos Diretores entendem que, como não há hipótese de realização de resgate de ações no curto prazo, não é possível mensurar a fórmula de cálculo de um valor hipotético de resgate.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**c) capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos**

Nossos Diretores, por meio da análise dos nossos indicadores de desempenho e de nossa geração operacional de caixa, entendem que para os exercícios findos em 2009, 2010 e 2011 tivemos e temos condições para honrar as obrigações de curto e médio prazo existentes nestas datas. Adicionalmente, acreditam que a nossa geração de caixa das operações confere-nos margem de conforto para honrar as nossas obrigações de curto e longo prazo.

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

Financiamos nosso capital de giro prioritariamente por meio de linhas de financiamento do Sistema Financeiro da Habitação. Nossos Diretores acreditam que esta fonte oferece taxas de juros mais baixas em relação a outras fontes de recurso disponíveis no mercado, opções de pagamento antecipado e a possibilidade de transferência da nossa dívida para os nossos clientes.

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

Nossos Diretores objetivam maximizar o volume de transferência para bancos dos recebíveis resultantes de vendas de suas unidades concluídas, reduzindo a necessidade adicional de capital de giro.

Ressaltamos que esta estratégia tem sido adotada pela Companhia ao longo dos anos, inclusive para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011.

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

O nosso capital de giro é financiado, preponderantemente, por recursos oriundos das antecipações de clientes, faturamento das vendas e financiamentos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação. Nossos Diretores entendem que tais recursos são suficientes para desenvolvermos nossas atividades e, apesar de não significativa, a necessidade de investimentos em ativos não-circulantes é financiada pela própria geração de caixa, captações de longo prazo ou linhas específicas de fomento como Financiamento de Máquinas e Equipamentos ("FINAME"). Reforçamos que esta estratégia tem sido adotada pela Companhia ao longo dos anos, inclusive para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011.

f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas

Nossos Diretores entendem que nossos níveis de endividamento são compatíveis com as práticas do setor imobiliário. Nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2008, 2009 e 2010, possuímos, respectivamente, 97%, 98% e 96% dos projetos lançados com financiamento assegurado preferencialmente por meio do Sistema Financeiro da Habitação que oferece taxas de juros fixas mais baixas que as oferecidas no mercado, limitadas a 12% ao ano. Em 31 de dezembro de 2011, o mesmo percentual era de 99%.

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

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

Outra parte do nosso endividamento é proveniente da linha de terrenos, que nos foi disponibilizada para aquisição de terrenos assegurados pelo financiamento à produção. Parte do nosso endividamento também é composto por debêntures de nossa emissão. A tabela abaixo apresenta a composição do nosso endividamento nos períodos indicados:

	Em 31 de dezembro de			Em 31 de dezembro de
	2008	2009	2010	2011
<i>(R\$ mil)</i>				
Crédito de Recebíveis Imobiliários	–	–	–	76.800
Empréstimos para Capital de Giro (FINAME)	–	–	–	2.439
Financiamento de terreno	142.133	151.970	123.946	164.099
Crédito imobiliário	158.143	417.966	721.972	782.950
Debêntures	263.225	320.581	330.160	375.970
Total	563.501	890.517	1.176.078	1.402.258

Financiamento de terreno

Nossas linhas de financiamento de terrenos são compostas por contratos celebrados junto aos bancos Itaú, Safra e Banco do Brasil. Essas linhas estão sujeitas à variação de 100% a 115% do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), acrescida de spread de 2% ao ano e são garantidas pela hipoteca do próprio terreno objeto do financiamento. De uma maneira geral, esses contratos estabelecem que devemos observar os seguintes índices e limites financeiros:

- (i) relação entre nossa (a) Dívida Líquida, somada a Contas a Pagar em relação à aquisição de imóveis e terrenos, e (b) nosso Patrimônio Líquido, menor ou igual a 1,2 durante o ano de 2008, 1,4 durante o ano de 2009, 1,2 durante o ano de 2010 e 1,0 durante o ano de 2011. Para os fins deste item (i), considera-se como (y) “Dívida Líquida” nosso endividamento bancário de curto e longo prazo total, incluindo financiamentos tomados no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, menos as nossas disponibilidades em caixa e aplicações financeiras; (w) “Contas a Pagar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em relação à aquisição de imóveis e terrenos; e (z) considera-se como “Patrimônio Líquido”, nosso patrimônio líquido constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas; e (ii) relação entre (a) Total dos Recebíveis, somados aos Estoques; e (b) Dívida Líquida, somada a Contas a Pagar por conta aquisição de imóveis e terrenos e somados a Custo e Despesas a Apropriar relativo a construções, maior ou igual a 1,5. Para os fins deste item (ii), considera-se como (y) “Total dos Recebíveis” à soma dos valores a receber de clientes de

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

curto e longo prazo refletidos ou não em nossas demonstrações financeiras ou informações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas às nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em função da prática contábil aprovada pelo Conselho Federal de Contabilidade 963/03; (w) “Estoques” valor constante na conta estoque em nosso Balanço Patrimonial, constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou informações financeiras trimestrais consolidadas, acrescido do adiantamento para pagamento de terrenos; e (z) “Custos e Despesas a Apropriar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas.

Crédito Imobiliário

Nossos Diretores entendem que nossas linhas de crédito imobiliário apresentam vantagens competitivas, pois são compostas por contratos celebrados junto aos principais bancos de crédito imobiliário do país, como Bradesco, HSBC, Itaú, Santander, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e Safra. Geralmente, realizamos financiamentos para cada empreendimento a ser construído. Essas linhas são indexadas pela Taxa Referencial (TR) acrescida de spread que varia entre 10% e 11% ao ano e tem vencimento entre 2012 e 2016. Normalmente elas são garantidas pela hipoteca do próprio empreendimento objeto do financiamento. As principais obrigações vinculadas ao crédito imobiliário são atingimento mínimo de quorum de vendas do empreendimento, atingimento mínimo de andamento de obra, registro da hipoteca em favor do credor e penhor dos recebíveis.

Debêntures

Nossas debêntures da 5ª emissão foram utilizadas principalmente para alongamento do perfil da dívida, com o pré-pagamento de debêntures da segunda emissão e da quarta emissão, conforme a estratégia definida pela administração da Companhia e para aquisição de novos terrenos. De uma maneira geral, devemos observar os seguintes índices e limites financeiros:

(i) relação entre nossa (a) Dívida Líquida, somada a Contas a Pagar em relação à aquisição de imóveis e terrenos, e (b) nosso Patrimônio Líquido, menor ou igual a 1,2 durante o ano de 2008, 1,4 durante o ano de 2009, 1,2 durante o ano de 2010, 1,0 durante o ano de 2011 e 1,0 durante o ano de 2012. Para os fins deste item (i), considera-se como (y) “Dívida Líquida” nosso endividamento bancário de curto e longo prazo total, incluindo financiamentos tomados no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, menos as nossas disponibilidades em caixa e aplicações financeiras; (w) “Contas a Pagar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em relação à aquisição de imóveis e terrenos; e (z) considera-se como “Patrimônio Líquido”, nosso patrimônio líquido constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas; e

(ii) relação entre (a) Total dos Recebíveis, somados aos Estoques; e (b) Dívida Líquida, somada a Contas a Pagar por conta aquisição de imóveis e terrenos e somados a Custo e Despesas a Apropriar relativo a construções, maior ou igual a 1,5. Para os fins deste item (ii), considera-se como (y) “Total dos Recebíveis” à soma dos valores a receber de clientes de curto e longo prazo refletidos ou não em nossas demonstrações financeiras ou informações financeiras, conforme indicado nas notas explicativas às nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou nossas informações financeiras trimestrais consolidadas em função da prática contábil aprovada pelo Conselho Federal de Contabilidade 963/03; (w) “Estoques” valor constante na conta estoque em nosso Balanço Patrimonial, constante de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou informações financeiras

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

trimestrais consolidadas, acrescido do adiantamento para pagamento de terrenos; e (z) “Custos e Despesas a Apropriar”, o valor indicado nas notas explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas.

Cronograma Para Amortização

A tabela abaixo apresenta o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$1.176.078 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2010:

Ano	Valor Total ^(*) (em R\$ mil)
2011.....	617.910
2012.....	407.609
2013.....	135.297
2014.....	15.262

(*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$845.918 mil e debêntures no montante de R\$330.160 mil

A tabela abaixo apresenta o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$1.176.078 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2011:

Ano	Valor Total ^(*) (em R\$ mil)
2012.....	613.405
2013.....	343.715
2014.....	120.993
2015 em diante.....	324.145

(*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$1.026.288 mil e debêntures no montante de R\$375.970 mil

(i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes

A tabela abaixo apresenta a evolução do nosso endividamento nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2008, 2009 e 2010, e no exercício findo em 31 de dezembro de 2011.

(R\$ mil)

31 de dezembro

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

Contratos Financeiros Relevantes	Encargos	Venci-mento	2008		2009		2010		2011	
			Curto Prazo	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo	Curto Prazo	Longo Prazo
Cédula de Crédito Bancário	100% CDI + spread 2% a.a.		–	–	–	–	–	–	–	76.800
Capital de Giro	100% CDI + spread 1,3% a.a.		–	–	–	–	–	–	851	1.589
Crédito Imobiliário	10% a 11%	2010 2011 2012 2013	84.042	74.101	110.903	307.062	515.997	205.975	442.261	340.689
Financia-mento de Terrenos	100% CDI + spread 2% a.a.	2010 2011 2012 2013	–	142.133	25.361	126.610	26.105	97.841	96.123	67.975
Debêntures	CDI + 1,3% spread a.a	01/out/13								
	IPCA + 8,75 juros a.a	15/out/12	14.291	248.934	16.830	303.751	75.808	254.352	74.170	301.800
	CDI + 1,9% juros a.a	04/jun/13								
Total			98.333	465.168	153.094	737.423	617.910	558.168	613.405	788.853

(ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Não há.

(iii) grau de subordinação entre as dívidas

Não há.

(iv) eventuais restrições impostas a Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário

As debêntures de nossa 4ª emissão e os contratos de financiamento de terreno contêm a obrigação de mantermos certos índices financeiros, inclusive com relação ao nosso endividamento.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**g) limites de utilização dos financiamentos já contratados**

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

Nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2008, 2009 e 2010, possuímos empréstimos com o Sistema Financeiro de Habitação contratados por um valor máximo de R\$1.273.925 mil, R\$1.991.217 mil e R\$1.943.444 mil, respectivamente, dos quais R\$963.928 mil, R\$1.109.155 e R\$556.279 mil não foram utilizados em 2008, 2009 e em 2010, respectivamente. No exercício findo em 31 de dezembro de 2011, tínhamos empréstimos com o Sistema Financeiro da Habitação contratados por um valor máximo de R\$2.287.742 mil dos quais R\$726.502 mil ainda não foram utilizados.

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

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

COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011

	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2010	A.V (%)	2011	A.V (%)	A.H (%)
<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>					
Receita Operacional Bruta	2.035.959	104,1%	1.979.076	103,7%	-2,8%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.008.211	102,7%	1.948.771	102,1%	-3,0%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	27.748	1,4%	30.305	1,6%	9,2%
Deduções da Receita Bruta	(80.028)	-4,1%	(70.728)	-3,7%	-11,6%
Receita líquida operacional	1.955.931	100,0%	1.908.348	100,0%	-2,4%
Custo das vendas realizadas	(1.420.128)	-72,6%	(1.387.814)	-72,7%	-2,3%
Lucro bruto	535.803	27,4%	520.534	27,3%	-2,8%
Receitas (despesas) operacionais	(199.356)	-10,2%	(239.827)	-12,6%	20,3%

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

Despesas Comerciais	(86.865)	-4,4%	(103.784)	-5,4%	19,5%
Despesas Gerais e Administrativas	(100.217)	-5,1%	(120.773)	-6,3%	20,5%
Remuneração de Administradores	(5.042)	-0,3%	(6.219)	-0,3%	23,3%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	(7.232)	-0,4%	(9.051)	-0,5%	25,2%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	336.447	17,2%	280.707	14,7%	-16,6%
Resultado Financeiro	(12.313)	-0,6%	13.008	0,7%	-205,6%
Despesas financeiras	(66.840)	-3,4%	(71.812)	-3,8%	7,4%
Receitas financeiras	54.527	2,8%	84.820	4,4%	55,6%
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	324.134	16,6%	293.715	15,4%	-9,4%
IRPJ e CSLL	(69.090)	-3,5%	(60.933)	-3,2%	-3,2%
Corrente	(52.153)	-2,7%	(53.933)	-2,8%	3,4%
Diferido	(16.937)	-0,9%	(7.000)	-0,4%	-58,7%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	255.044	13,0%	232.782	12,2%	-8,7%
Participação de Minoritários	(2.553)	-0,1%	(6.661)	-0,3%	160,9%
Lucro Líquido do Exercício	252.491	12,9%	226.121	11,8%	-10,4%

⁽¹⁾ Análise Vertical.⁽²⁾ Análise Horizontal.⁽³⁾ A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

Nos títulos abaixo, as expressões "em 2010" e "em 2011" referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2010 e 31 de dezembro de 2011, respectivamente.

Receita Operacional Bruta

Nossa receita operacional bruta atingiu R\$1.979.076 mil em 2011, uma redução de 2,8% em comparação com a receita operacional bruta de R\$2.035.959 mil apurada em 2010, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2011, obtivemos uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$1.948.771 mil, o que representou uma redução de 3,0% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2010 de R\$2.008.211 mil, esta variação deve-se principalmente a um volume de vendas contratadas em 2011 inferior a 2010.

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

Empreendimento	Ano de Lçto	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em		Percentual Vendido Acumulado		Receita Apropriada do Exercício Encerrado em 31 de		Percentual Companhia
			31 de		em 31 de		dezembro		Empreendim
			dezembro de	2011	dezembro de	2011	2010	2011	2011
		(em m²)	2010	2011	2010	2011	(em R\$ mil)		(em %)
serva Granja Julieta	2004	61.380	100%	100%	100%	100%	772.578	257.670	15%
ndow	2004	11.027	100%	100%	100%	100%	-	-	100%
View	2005	15.663	100%	100%	100%	100%	424.353	290.707	45%
ra Vitris	2005	10.600	100%	100%	100%	100%	(1)	0	100%
zeze Alto da Lapa	2005	13.526	100%	100%	100%	100%	25.497	(1.835)	100%
ib Park Santana	2005	23.464	100%	100%	100%	100%	204.474	519	100%
o	2005	37.475	100%	100%	99%	100%	1.900.976	1.090.771	25%
Life Cidade Universitária	2005	12.415	100%	100%	99%	99%	5	109.092	40%
á Alto da Lapa	2005	20.420	100%	100%	100%	100%	-	-	100%
serva do Bosque	2006	16.527	100%	100%	88%	88%	2.613.609	-	100%
mpo Belíssimo	2006	45.070	100%	100%	100%	100%	18.095.910	1.134.463	100%
ngfield	2006	9.362	100%	100%	100%	100%	-	(0)	100%
levard São Francisco	2006	25.423	100%	100%	99%	100%	8.761.045	471.461	100%
minatto	2006	9.780	100%	100%	98%	100%	13.046	1.019.935	100%
piratto	2006	12.797	100%	100%	100%	100%	505.929	(0)	100%
ticolare	2006	25.390	100%	100%	100%	98%	-	(402)	15%
za Mayor Vila Leopoldina	2006	57.712	100%	100%	100%	99%	10.117.779	817.857	75%
la Viva Mooca	2006	11.205	100%	100%	98%	100%	1.644.434	824.984	100%
la Viva Tatuapé	2006	10.514	100%	100%	98%	100%	2.216.039	676.930	100%
eciale	2007	5.020	100%	100%	90%	100%	4.526.899	2.756.906	100%
Parc	2007	10.606	98%	100%	98%	98%	2.577.069	-	50%
ndence	2007	16.603	97%	97%	94%	94%	5.425.198	-	50%
te	2007	9.803	100%	100%	100%	100%	1.738.177	394.227	100%
la Viva Santa Cruz	2007	9.828	100%	100%	100%	100%	1.257.318	-	100%
ncetto	2007	7.078	100%	100%	100%	100%	50.954	0	100%
ittá	2007	13.827	100%	100%	92%	100%	5.834.705	4.985.481	100%
Gift	2007	77.618	100%	100%	95%	100%	45.031.962	7.989.090	50%
la Viva Freguesia do Ó	2007	11.974	100%	100%	99%	100%	10.653.043	311.202	100%
la Viva Vila Maria	2007	8.642	100%	100%	100%	100%	4.111.012	308.574	100%
s ibirapuera	2007	7.785	100%	100%	100%	100%	13.954.247	484.775	100%
zeze Santana	2007	11.181	100%	100%	100%	100%	15.735.573	599.258	100%
rielle	2007	15.159	100%	100%	96%	100%	13.128.123	4.511.971	100%
ssence	2007	44.669	89%	100%	75%	89%	18.919.908	20.898.380	100%
izio Dell'Acqua	2007	35.161	88%	100%	84%	91%	32.011.821	32.254.360	100%
á Araguaia	2007	9.371	100%	100%	80%	99%	14.918.423	6.732.136	100%
Champ	2007	25.801	95%	100%	96%	100%	55.526.684	15.247.564	100%
nd Club Vila Ema	2007	82.944	70%	75%	74%	92%	50.324.571	29.717.721	100%
lagio Monteciello	2007	25.637	86%	100%	78%	78%	20.333.287	26.363.145	100%
razza Mooca	2007	15.850	96%	100%	96%	99%	34.591.642	6.176.160	100%
anda Mooca	2007	25.311	100%	100%	90%	98%	40.921.338	8.419.428	100%
uveaux	2007	21.766	94%	100%	99%	99%	28.172.950	6.787.526	100%
nature	2007	8.254	100%	100%	93%	100%	31.027.553	5.421.720	100%
Life	2007	39.708	91%	100%	91%	97%	74.320.378	35.313.855	100%
la Viva Butantã	2007	21.899	100%	100%	98%	99%	24.592.779	14.147	100%
la Viva São Bernardo	2007	32.540	98%	100%	91%	99%	47.947.589	11.627.131	100%
re Alto da Boa Vista	2007	23.412	100%	100%	93%	100%	42.205.957	6.804.113	100%
la Viva Parque Santana	2007	23.161	100%	100%	99%	99%	32.903.317	8.397.132	100%

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

Whistic	2008	32.790	94%	100%	92%	99%	62.891.092	29.885.948	100%
Weekend	2008	22.079	73%	100%	77%	99%	26.735.125	35.171.623	100%
ib Park Butantã	2008	57.949	77%	100%	87%	96%	75.535.293	72.829.311	100%
uble	2008	15.727	97%	100%	94%	100%	46.598.242	8.472.625	100%
n (Belo Horizonte)	2008	18.747	77%	97%	90%	96%	33.438.259	42.993.645	85%
en Jardim das Orquídeas	2008	8.644	71%	78%	95%	91%	7.481.654	1.536.977	100%
gnifique	2008	11.120	100%	100%	57%	72%	27.649.867	9.210.566	100%
arulhos Central Office/									
ryday Residencial Club	2008	16.291	61%	84%	98%	91%	30.021.922	31.757.928	50%
ilistano	2008	74.647	37%	63%	100%	78%	21.516.024	61.798.288	30%
za Mayor Ipiranga	2008	41.080	80%	100%	82%	100%	117.170.597	71.765.897	100%
la Viva Golf Club	2008	11.873	92%	100%	84%	100%	22.772.604	8.811.243	100%
ecittá (1ª fase)	2008	13.605	59%	87%	87%	96%	14.569.629	18.959.881	85%
ontro	2008	19.138	82%	100%	96%	100%	33.132.073	20.417.002	100%
ntemagno	2008	8.021	86%	100%	98%	100%	47.709.708	25.973.124	100%
no Santa Cruz	2008	16.286	84%	100%	99%	100%	34.137.005	15.937.354	100%
ning	2008	9.066	85%	100%	79%	100%	15.852.509	13.537.245	100%
la Viva Jardim Itália	2008	10.207	90%	100%	96%	100%	23.503.812	6.639.271	100%
la Viva Vila Guilherme	2008	9.263	100%	100%	88%	100%	20.255.421	6.158.686	100%
e Luxury Home Resort	2008	10.429	93%	100%	96%	99%	11.717.633	4.116.952	50%
Office Design Berrini	2008	13.235	63%	99%	88%	97%	11.590.600	20.244.313	50%
noré Bela Vista	2009	3.582	97%	100%	100%	100%	4.309.701	381.768	50%
xt Cidade Baixa	2009	14.425	77%	100%	95%	97%	11.879.827	7.134.175	50%
ra Nature - Ipê	2009	6.128	46%	91%	98%	100%	846.814	1.741.060	46%
pp Club Guarulhos - (1ª									
e)	2009	10.238	55%	95%	91%	98%	14.814.245	25.194.586	100%
ecittá (2ª fase)	2009	13.628	59%	87%	77%	96%	14.569.629	18.959.881	85%
ra Nature - Jatobá	2009	1.676	33%	99%	76%	50%	23.849	220.386	46%
ra Nature - Cerejeiras	2009	10.230	44%	95%	94%	96%	1.501.156	3.215.563	46%
izio Vittá Vila Ema	2009	10.169	49%	97%	100%	99%	10.402.192	26.810.257	100%
pp Club Vila Guilherme	2009	10.326	72%	100%	100%	99%	11.441.205	11.710.283	100%
ial Santana	2009	10.419	71%	100%	55%	81%	9.720.213	23.591.824	100%
car Freire Office	2009	7.539	60%	99%	100%	100%	13.177.605	27.317.891	100%
ra Nature - Nogueira	2009	10.230	31%	86%	94%	87%	769.514	3.000.150	46%
ra Nature Pau-Brasil	2009	1.463	41%	96%	51%	32%	78.292	77.214	46%
o Alto da Lapa	2009	15.878	51%	92%	100%	100%	17.754.605	38.984.599	100%
to Pinheiros	2009	16.065	52%	81%	100%	100%	31.395.299	42.826.752	100%
egro Jd Avelino	2009	12.102	47%	88%	98%	100%	5.448.417	19.352.208	100%
3 One	2009	6.988	49%	89%	54%	89%	5.562.238	21.700.226	100%
rgia	2009	20.500	31%	79%	81%	92%	9.151.462	31.576.736	100%
al	2009	14.602	38%	73%	99%	100%	15.748.119	30.769.786	100%
ar	2009	9.293	27%	65%	96%	100%	5.849.941	16.245.438	100%
ça Jardim	2009	16.930	25%	57%	86%	94%	9.902.775	19.373.797	100%
vitá Butantã	2009	14.898	44%	94%	99%	100%	20.353.362	53.414.672	100%
Clube Iguatemi									
anada)	2009	9.085	29%	67%	71%	68%	4.885.158	8.228.242	50%
sa do Sol (Jade)	2009	5.898	38%	86%	81%	91%	2.828.940	10.398.882	50%
le	2010	13.303	28%	49%	90%	91%	21.265.870	17.999.622	100%
io Nova Leopoldina	2010	23.121	32%	68%	96%	100%	14.724.215	19.242.449	50%
beca Nova Leopoldina	2010	13.144	32%	68%	100%	100%	14.724.215	19.242.449	50%
seio	2010	21.878	49%	80%	99%	100%	14.345.449	14.847.755	35%
uveau Vila da Serra	2010	13.783	22%	47%	100%	100%	6.292.091	8.206.311	43%
Clube Moinho	2010	15.533	32%	54%	98%	96%	8.042.543	6.740.103	50%
sione	2010	18.855	35%	67%	100%	100%	21.855.749	25.300.280	100%

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

a Cintra	2010	21.306	34%	50%	96%	98%	24.541.512	16.128.258	50%
le Berrini	2010	16.325	35%	52%	100%	100%	37.148.746	23.124.711	80%
ncept	2010	14.015	31%	47%	63%	64%	16.850.333	11.221.101	100%
ninhos da Barra	2010	22.193	25%	75%	23%	97%	3.505.820	18.947.713	100%
am	2010	19.641	27%	49%	97%	95%	7.501.699	11.289.523	50%
ia Madureira	2010	5.333	46%	65%	100%	100%	22.918.071	13.170.398	100%
yal Blue	2010	38.545	23%	35%	77%	95%	8.410.552	11.228.331	50%
al Brooklin	2010	14.905	37%	47%	38%	77%	12.323.756	21.502.211	67%
sione Duo	2010	12.446	34%	48%	99%	99%	16.483.922	9.036.672	100%
cinio Vila Mariana	2010	8.136	28%	46%	100%	100%	14.533.733	11.042.208	100%
be	2010	23.355	34%	39%	83%	93%	39.474.059	17.263.975	100%
k Club Bairro Jardim	2010	36.679	23%	43%	100%	100%	13.003.068	13.726.425	50%
ie	2010	5.400	24%	51%	58%	73%	5.097.210	9.270.357	100%
ita da Figueira	2010	207.638	36%	56%	61%	72%	4.581.975	3.989.896	18%
e Bela Vista	2010	8.348	24%	40%	44%	67%	4.822.002	9.724.336	50%
race Castelo	2010	7.609	0%	34%	0%	89%	-	9.955.226	100%
ratta Vila Ema	2010	7.277	23%	41%	53%	91%	3.169.841	7.841.123	100%
rdino	2010	14.482	28%	49%	64%	100%	10.028.284	19.603.922	100%
ção Campo Belo	2010	7.665	29%	38%	55%	98%	4.521.298	7.213.966	100%
m	2010	6.405	28%	39%	76%	98%	3.982.748	4.454.299	50%
ssence 2ª fase	2010	10.462	89%	100%	90%	98%	18.919.908	20.898.380	100%
yal Blue (Disa Catisa) 2ª									
z	2010	8.713	23%	35%	90%	100%	8.410.552	11.228.331	50%
zona 701	2011	13.746	-	38%	-	75%	-	27.515.668	80%
sign Campo Belo	2011	10.371	-	32%	-	42%	-	7.846.307	70%
port Office	2011	6.324	-	35%	-	100%	-	22.937.385	100%
DL	2011	35.609	-	32%	-	99%	-	11.030.138	45%
ivo Saturnino II	2011	5.445	-	23%	-	24%	-	1.396.089	50%
el Alto da Lapa	2011	6.884	-	35%	-	44%	-	8.035.096	100%
a	2011	2.981	-	39%	-	29%	-	1.821.300	50%
npo Grande Office & Mall	2011	9.637	-	17%	-	58%	-	5.444.797	100%
iorama Vila Mariana	2011	8.705	-	26%	-	70%	-	9.766.457	100%
ças da Lapa	2011	19.654	-	23%	-	83%	-	20.785.956	100%
Office Vila da Serra	2011	6.650	-	34%	-	42%	-	11.228.760	85%
Pompeia	2011	8.504	-	31%	-	26%	-	4.685.243	90%
w Age	2011	18.099	-	27%	-	60%	-	23.097.225	100%
ale Offices	2011	10.032	-	25%	-	74%	-	14.123.402	100%
und Park Eucaliptos	2011	24.877	-	33%	-	74%	-	43.069.502	80%
ninhos da Barra Mais	2011	11.488	-	18%	-	47%	-	2.926.326	50%
Escritórios Moema	2011	4.960	-	41%	-	28%	-	6.675.656	100%
rine Offices Pompéia	2011	3.885	-	41%	-	58%	-	10.372.200	100%
raz Vila Prudente	2011	6.971	-	31%	-	26%	-	2.811.769	100%
SP	2011	12.027	-	34%	-	56%	-	17.736.781	100%
ra Vida Club Canoas -									
ta	2011	11.169	-	21%	-	10%	-	1.984.420	80%
timore	2011	4.696	-	44%	-	51%	-	14.856.427	80%
xt Office Moema	2011	4.067	-	56%	-	71%	-	25.435.714	100%
ário da Vila	2011	5.495	-	36%	-	42%	-	7.644.805	100%
ndow Belém	2011	8.721	-	27%	-	52%	-	5.648.010	100%
me Design	2011	6.400	-	20%	-	50%	-	5.363.704	100%
l Cidade Universitária	2011	7.709	-	35%	-	47%	-	6.752.039	100%
eo Pompéia	2011	7.829	-	32%	-	26%	-	5.053.246	88%
l Tatuapé	2011	18.914	-	38%	-	23%	-	10.991.346	100%

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

Imóvel Residencial	2011	23.732	-	20%	-	19%	-	4.772.766	85%
Imóvel Laggio Nova Carrão	2011	11.737	-	30%	-	20%	-	3.010.132	100%
Imóvel Gal - Rubi	2011	11.634	-	41%	-	37%	-	12.859.137	80%
Receita Apropriada no Exercício								2.008.211.000	1.948.770.538

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos.

Nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$30.305 mil em 2011, aumentando 9,2% em comparação com a receita de construção e prestação de serviços de R\$27.748 mil apurada em 2010. Essa variação explica-se, principalmente, pelo aumento na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido à entrega de empreendimentos com participação de terceiros consolidados de forma proporcional.

Deduções de Receita Bruta

Nossa receita bruta operacional em 2011 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$70.728 mil, uma redução de 11,6% em comparação aos impostos de R\$80.028 mil em 2010. Essa variação explica-se aumento do número de empresas tributas pelo Regime de Tributação Especial (RET), cuja alíquota média é inferior aos demais regimes de tributação (Lucro Real e Lucro Presumido) no resultado consolidado.

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, nossa receita operacional líquida atingiu R\$1.908.348 mil em 2011, apresentando uma redução de R\$47.583 mil, 2,4%, em comparação com a receita operacional líquida de 2010.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$1.387.814 mil em 2011, redução de 2,3% em comparação com os custos das vendas realizadas em 2010 de R\$1.420.128 mil.

Lucro Bruto

Nosso lucro bruto atingiu R\$520.534 mil em 2011, redução de 2,8% em comparação com o lucro bruto de R\$535.803 mil apurado em 2010, pelo menor reconhecimento de receita em 2011 conforme explicado acima.

Nossa margem bruta em 2011 atingiu 31,1%, se expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento a produção), mantendo-se em linha em comparação ao ano de 2010 cuja margem bruta foi de 30,9% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo).

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

Receitas e Despesas Operacionais

Nossas receitas e despesas operacionais foram de R\$239.827 mil em 2011, aumentando 20,3% em comparação com as despesas operacionais de R\$199.356 mil apuradas em 2010. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo:

Despesas Comerciais

Nossas despesas comerciais atingiram em 2011 R\$103.784 mil, um aumento de R\$16.919 mil (19,5%) em relação a 2010. Esse aumento é reflexo do maior volume de operações que realizamos e de maiores gastos com construção de stands no exercício findo em 31 de dezembro de 2011. Nosso volume de lançamento em 2011 em VGV parte Even foi de 2011 R\$2.070.453 mil contra R\$1.528.025 mil em 2010 apresentando um aumento relevante de 35,5%.

Despesas Gerais e Administrativas

Nossas despesas gerais e administrativas atingiram R\$120.773 mil em 2011, contra R\$100.217 mil em 2010. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume de operações que realizamos e consequente aumento de contratações.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$6.219 mil em 2011, aumento de 23,3% em comparação com o a remuneração de R\$5.042 mil apurada em 2010. Esse aumento explica-se pelo aumento do quadro de nossos diretores estatutários.

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$9.051 mil em 2011, aumento de R\$1.819 mil (25,2%) em comparação a 2010 cujo montante foi de R\$ 7.232 mil. O aumento de despesas ocorreu principalmente pela inclusão do novo plano de opções de compra de ações da Companhia aprovado no início de 2011.

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$280.707 mil em 2011, apresentando uma redução de 16,6% em comparação ao lucro operacional de R\$336.447 mil de 2010.

Resultado Financeiro

Nosso resultado financeiro foi positivo em R\$13.008 mil em 2011, em comparação ao resultado financeiro negativo de R\$12.313 mil apurado em 2010. O resultado financeiro positivo de 2011 deve-se, principalmente pelos fatores indicados abaixo:

Despesas Financeiras

Nossas despesas financeiras foram de R\$71.812 mil em 2011, aumentando 7,4% em comparação com as despesas financeiras de R\$66.840 mil apuradas em 2010. Esse aumento explica-se principalmente pelo aumento no nível de endividamento dos empréstimos corporativos em 2011 versus 2010.

Receitas Financeiras

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

Nossas receitas financeiras foram de R\$84.820 mil em 2011, aumentando 55,6% em comparação com as receitas financeiras de R\$54.527 mil apuradas em 2010. Esse aumento deve-se aos encargos financeiros decorrentes da atualização do contas a receber de empreendimentos entregues e que estão em processo de repasse.

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

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 293.715 mil em 2011, apresentando redução de 9,4% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$324.134 mil em 2010.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$60.933 mil em 2011, redução de 3,2% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$69.090 mil apurado em 2010, conforme explicado abaixo:

Corrente

O IRPJ e CSLL correntes foram de R\$53.933 mil em 2011, aumentando 3,4% em comparação com o IRPJ e CSLL correntes de R\$52.153 mil apurados em 2010.

Diferido

O IRPJ e CSLL diferidos foram de R\$7.000 mil em 2011, reduzindo 58,7% em comparação com o IRPJ e CSLL diferidos de R\$16.937 mil apurados em 2010. Essa redução deve-se principalmente pelo aumento no número de empresas tributadas pelo Regime Especial de Tributação (RET), cuja alíquota de IRPJ e CSLL é inferior aos demais regimes.

Participação de Minoritários

A participação de minoritários foi de R\$ 6.661 mil em 2011, aumento de 160,9% em comparação com a participação de minoritários de R\$2.553 mil apurada em 2010. Essa variação explica-se, principalmente, pela maior participação de parceiros nas sociedades controladas.

Lucro Líquido

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido foi de R\$226.121 mil em 2011, apresentando uma redução de 10,4% em comparação com o lucro líquido de R\$252.491 mil reportado em 2010.

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

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

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2009	A.V (%)	2010	A.V (%)	A.H (%)
Receita Operacional Bruta	1.218.432	104,3%	2.035.959	104,1%	67,1%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	1.198.130	102,6%	2.008.211	102,7%	67,6%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	20.302	1,7%	27.748	1,4%	36,7%
Deduções da Receita Bruta	(50.227)	-4,3%	(80.028)	-4,1%	59,3%
Receita líquida operacional	1.168.205	100,0%	1.955.931	100,0%	67,4%
Custo das vendas realizadas	(835.886)	-71,6%	(1.420.128)	-72,6%	69,9%
Lucro bruto	332.319	28,4%	535.803	27,4%	61,2%
Receitas (despesas) operacionais	(144.428)	-12,4%	(199.356)	-10,2%	38,0%
Despesas Comerciais	(70.880)	-6,1%	(86.865)	-4,4%	22,6%
Despesas Gerais e Administrativas	(68.513)	-5,9%	(100.217)	-5,1%	46,3%
Remuneração de Administradores	(8.311)	-0,7%	(5.042)	-0,3%	-39,3%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	3.276	0,3%	(7.232)	-0,4%	-320,8%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	187.891	16,1%	336.447	17,2%	79,1%
Resultado Financeiro	(8.376)	-0,7%	(12.313)	-0,6%	47,0%
Despesas financeiras	(43.844)	-3,8%	(66.840)	-3,4%	52,4%
Receitas financeiras	35.468	3,0%	54.527	2,8%	53,7%
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	179.515	15,4%	324.134	16,6%	80,6%
IRPJ e CSLL	(43.877)	-3,8%	(69.090)	-3,5%	-3,5%
Corrente	(28.104)	-2,4%	(52.153)	-2,7%	85,6%
Diferido	(15.773)	-1,4%	(16.937)	-0,9%	7,4%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	135.638	11,6%	255.044	13,0%	88,0%
Participação de Minoritários	(11.184)	-1,0%	(2.553)	-0,1%	-77,2%
Lucro Líquido do Exercício	124.454	10,7%	252.491	12,9%	102,9%

⁽¹⁾ Análise Vertical.⁽²⁾ Análise Horizontal.⁽³⁾ A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

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

Nos títulos abaixo, as expressões “em 2009” e “em 2010” referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, respectivamente.

Receita Operacional Bruta

Nossa receita operacional bruta atingiu R\$2.035.959 mil em 2010, aumentando 67,1% em comparação com a receita operacional bruta de R\$1.218.432 mil apurada em 2009, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2010, obtivemos uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$2.008.211 mil, o que representou um aumento de 67,6% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2009 de R\$1.198.130 mil. Aproximadamente 51% de tal aumento foi decorrente do maior volume de vendas apurado em 2009, que saltou de R\$1.232.204 mil para R\$2.064.014 mil em Vendas Contratadas, em virtude, principalmente, da retomada do crescimento econômico e aproximadamente 49% de tal aumento foi decorrente do andamento das obras ocorrido em 2010, que impactou também o reconhecimento das receitas provenientes de Vendas Contratadas em períodos anteriores.

A tabela a seguir apresenta a evolução física e financeira dos nossos empreendimentos imobiliários e sua respectiva apropriação de receita:

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)					(em R\$ mil)		(em %)
Terra Vitris	2005	10.600	100%	100%	100%	100%	—		50,0%
Campo Belíssimo	2006	45.070	100%	100%	94%	100%	48.076	18.096	100,0%
Club Park Santana	2005	32.321	100%	100%	100%	100%	445	204	50,0%
Wingfield	2006	9.362	100%	100%	100%	100%	1.434		100,0%
Boulevard São Francisco	2006	25.423	100%	100%	89%	99%	24.247	8.761	100,0%
Especiale	2007	5.020	99%	100%	76%	90%	8.226	4.527	100,0%
Verte	2007	9.803	100%	100%	98%	100%	8.217	1.738	100,0%
Iluminatto	2006	9.780	100%	100%	100%	98%	6.730	13	100,0%
Inspiratto	2006	12.797	100%	100%	100%	100%	11.886	506	100,0%
Vida Viva Mooca	2006	11.205	100%	100%	93%	98%	9.072	1.644	100,0%
Vida Viva Santa Cruz	2007	9.828	100%	100%	98%	100%	12.881	1.257	100,0%

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

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Window	2004	11.027	100%	100%	100%	100%	–		100,0%
Evisa	2003	30.940	100%	100%	100%	100%	–		50,0%
Reserva Granja Julieta	2004	61.380	100%	100%	98%	100%	701	773	100,0%
The View	2005	15.663	100%	100%	98%	100%	1.981	424	100,0%
Vida Viva Tatuapé	2006	10.514	100%	100%	93%	98%	8.787	2.216	100,0%
Concetto	2007	7.078	100%	100%	100%	100%	9.099	51	100,0%
Duo	2005	37.475	100%	100%	99%	99%	7.565	1.901	100,0%
Particolare	2006	25.390	100%	100%	95%	100%	–		100,0%
Vitá Alto da Lapa	2005	20.420	100%	100%	100%	100%	954	25	100,0%
Breeze Alto da Lapa	2005	13.526	100%	100%	100%	100%	–		100,0%
Eco Life Cidade Universitária	2005	12.415	100%	100%	99%	99%	149		40,0%
Reserva do Bosque	2006	16.527	100%	100%	75%	88%	1.929	2.614	50,0%
Vida Viva Vila Maria	2007	8.642	94%	100%	94%	100%	10.780	4.111	100,0%
Vida Viva Freguesia do Ó	2007	11.974	93%	100%	74%	99%	13.287	10.653	100,0%
In Città	2007	13.827	100%	100%	83%	92%	19.778	5.835	100,0%
The Gift	2007	77.618	85%	100%	79%	95%	58.834	45.032	50,0%
Plaza Mayor Vila Leopoldina	2006	57.712	98%	100%	100%	100%	70.553	10.118	100,0%
Tendence	2007	16.603	95%	97%	86%	94%	5.648	5.425	50,0%
Le Parc	2007	10.606	83%	98%	97%	98%	5.956	2.577	50,0%
Vitá Araguaia	2007	9.371	50%	100%	59%	80%	5.923	14.918	100,0%
Arts	2007	7.785	90%	100%	87%	100%	16.431	13.954	100,0%
Breeze Santana	2007	11.181	77%	100%	98%	100%	17.638	15.736	100,0%
Gabrielle	2007	15.159	84%	100%	93%	96%	33.424	13.128	100,0%

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

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Spazio Dell'Acqua	2007	35.161	75%	88%	72%	84%	48.325	32.012	100,0%
L'essence	2007	44.669	57%	89%	50%	65%	21.681	37.840	100,0%
Viva Vida Butantã	2007	21.899	89%	100%	73%	98%	28.101	24.593	100,0%
Vivre Alto da Boa Vista	2007	23.412	72%	100%	62%	93%	21.581	42.206	100,0%
Monticiello	2007	25.637	68%	86%	67%	78%	25.755	20.333	100,0%
Vida Viva São.....	2007	32.540	67%	98%	57%	91%	20.358	47.948	100,0%
Du Champ	2007	25.801	63%	95%	69%	96%	27.021	55.527	100,0%
Vida Viva Parque Santana	2007	23.161	71%	100%	84%	99%	22.602	32.903	100,0%
Nouveaux Ipiranga	2007	21.766	62%	94%	94%	99%	22.797	28.173	100,0%
Mooca Terrazza	2007	15.850	59%	96%	57%	96%	10.327	34.592	100,0%
Mooca Veranda	2007	25.311	77%	100%	70%	90%	26.422	40.921	100,0%
Signature	2007	8.254	70%	100%	51%	93%	6.783	31.028	100,0%
Grand Club	2007	82.944	37%	70%	31%	49%	12.650	50.325	100,0%
Up Life	2007	39.708	49%	91%	59%	91%	24.547	74.320	100,0%
Magnifique	2008	11.120	71%	100%	28%	57%	7.387	27.650	100,0%
Sophistic	2008	32.790	62%	94%	87%	92%	36.012	62.891	100,0%
Weekend	2008	22.079	27%	73%	61%	77%	5.851	26.735	100,0%
Club Park Butantã	2008	57.949	40%	77%	71%	87%	21.740	75.535	100,0%
Plaza Mayor Ipiranga	2008	41.080	41%	80%	81%	95%	53.825	117.171	100,0%
Double	2008	15.727	69%	97%	59%	94%	14.186	46.480	100,0%
Jardim das Orquídeas	2008	8.644	33%	71%	38%	48%	3.193	7.482	100,0%
Icon	2008	18.747	43%	77%	66%	75%	16.529	33.438	100,0%
Vida Viva Golf Club	2008	11.873	45%	92%	62%	84%	6.974	22.773	100,0%
Paulistano	2008	74.647	25%	37%	52%	67%	11.152	21.516	30,0%

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

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Guarulhos Central Office/Everyday Residencial Club	2008	16.291	26%	61%	58%	80%	6.667	30.022	50,0%
Vida Viva Vila Guilherme	2008	9.263	40%	100%	71%	88%	4.190	20.255	100,0%
Pleno Santa Cruz	2008	16.286	39%	84%	79%	99%	9.775	34.137	100,0%
Timing	2008	9.066	38%	85%	51%	79%	3.181	15.853	100,0%
Vida Viva Jardim Itália	2008	10.207	41%	90%	37%	96%	2.799	23.504	100,0%
Cinecittá	2008	13.605	36%	59%	73%	86%	17.723	29.139	100,0%
Incontro	2008	19.138	39%	82%	81%	96%	11.365	33.132	100,0%
Montemagno	2008	8.021	40%	86%	47%	87%	10.214	47.710	100,0%
EOffice Design Berrini	2008	13.235	46%	63%	78%	88%	9.415	11.591	50,0%
Arte Luxury Home Resort	2008	10.429	59%	93%	86%	96%	9.618	11.718	50,0%
Spot	2009	14.425	36%	77%	78%	95%	6.284	11.880	50,0%
Honoré	2009	3.582	63%	97%	96%	100%	4.555	4.310	50,0%
Shop Club Guarulhos	2009	10.238	25%	55%	94%	92%	11.968	14.814	100,0%
Terra Nature – Ipê	2009	6.128	21%	46%	96%	98%	606	847	22,9%
Terra Nature – Cerejeiras	2009	10.230	16%	44%	96%	94%	800	1.501	22,9%
Terra Nature – Jatobá	2009	1.676	26%	33%	94%	76%	190	24	22,9%
Atual Santana	2009	10.419	39%	71%	49%	55%	8.266	9.720	100,0%
Shop Club Vila Guilherme	2009	10.326	39%	72%	99%	100%	10.740	11.441	100,0%
Spazio Vitta Vila Ema	2009	10.169	30%	49%	99%	100%	13.171	10.402	100,0%
Terra Nature – Nogueira	2009	10.230	23%	31%	80%	94%	960	770	22,9%

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

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)		(em %)			(em R\$ mil)		(em %)
Oscar Freire Offices	2009	7.539	40%	60%	99%	100%	21.650	13.178	100,0%
Allegro Jd Avelino	2009	12.102	36%	47%	98%	98%	12.002	5.448	100,0%
Duo Alto da Lapa	2009	15.878	33%	51%	96%	100%	24.357	17.755	100,0%
Altto Pinheiros	2009	16.065	38%	52%	73%	100%	32.472	31.395	100,0%
Terra Nature Pau Brasil	2009	1.463	28%	41%	42%	51%	88	78	22,9%
The One	2009	6.988	31%	49%	40%	54%	4.908	5.562	100,0%
Alegria	2009	20.500	18%	31%	60%	81%	5.677	9.151	100,0%
Ideal	2009	14.602	31%	38%	58%	99%	11.736	15.748	100,0%
Near	2009	9.293	18%	27%	59%	96%	3.523	5.850	100,0%
Praça Jardim	2009	16.930	14%	25%	22%	86%	1.429	9.903	100,0%
Novitá Butantã	2009	14.898	36%	44%	58%	100%	18.659	20.353	100,0%
Vida Viva Clube Iguatemi	2009	9.085	20%	29%	29%	71%	1.355	4.885	50,0%
Casa do Sol	2009	5.898	24%	38%	47%	81%	1.357	2.829	50,0%
Code	2010			28%		90%		21.266	100,0%
Condominio Nova Leopoldinda	2010			32%		96%		29.448	50,0%
Passeio	2010			49%		99%		14.345	35,0%
Nouveau Vila da Serra	2010			22%		100%		6.292	46,3,0%
VV Clube Moinho	2010			32%		98%		8.043	50,0%
Passione	2010			35%		100%		21.856	100,0%
Bela Cintra	2010			34%		96%		24.542	50,0%
Code Berrini	2010			35%		100%		37.149	80,0%
Concept	2010			31%		63%		16.850	100,0%
Caminhos da Barra	2010			25%		23%		3.506	50,0%

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

Empreendimento	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2009	2010	2009	2010	2009	2010	2010
		(em m ²)		(em %)			(em R\$ mil)		(em %)
Dream	2010			27%		97%		7.502	50,0%
Ponta da Figueira	2010			36%		61%		4.582	50,0%
Sena Madureira	2010			46%		100%		22.918	100,0%
Royal Blue	2010			23%		67%		16.821	100,0%
Ideal Brooklin	2010			37%		38%		12.324	66,6%
Passione Duo	2010			34%		99%		16.484	100,0%
Fascínio Vila Mariana	2010			28%		100%		14.534	100,0%
Cube	2010			34%		83%		39.474	100,0%
Park Club Bairro Jardim	2010			23%		100%		13.003	50,0%
True	2010			24%		58%		5.097	100,0%
Giardino	2010			28%		64%		10.028	100,0%
Diseno	2010			29%		55%		4.521	100,0%
Moratta	2010			23%		53%		3.170	100,0%
Hom	2010			28%		76%		3.983	50,0%
Arte Bela vista	2010			24%		44%		4.821	50,0%
Receita Apropriada no Exercício.....							1.198.130 2.008.211		

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos.

Nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$27.748 mil em 2010, aumentando 36,7% em comparação com a receita de construção e prestação de serviços de R\$20.302 mil apurada em 2009. Essa variação explica-se, principalmente, pelo aumento na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido à entrega de empreendimentos com participação de terceiros consolidados de forma proporcional.

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

Deduções de Receita Bruta

Nossa receita bruta operacional em 2010 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$80.028 mil, um aumento de 59,3% em comparação aos impostos de R\$50.227 mil em 2009. Essa variação explica-se pelo maior volume de receita auferido em 2010.

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, nossa receita operacional líquida atingiu R\$1.955.931 mil em 2010, aumentando R\$787.726 mil, ou 67,4%, em comparação com a receita operacional líquida de 2009.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$1.420.128 mil em 2010, aumentando 69,9% em comparação com os custos das vendas realizadas de R\$835.886 mil apurados em 2009. Esse aumento decorre de três fatores, sendo o mais representativo o aumento do reconhecimento de receita, aumentos pontuais nos custos orçados, e uma maior apropriação de encargos financeiros ao custo..

Lucro Bruto

Em razão dos fatores expostos acima, nosso lucro bruto atingiu R\$535.803 mil em 2010, aumentando 61,2% em comparação com o lucro bruto de R\$332.319 mil apurada em 2010.

Nossa margem bruta em 2010 atingiu 30,9%, se expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento a produção), uma diminuição em comparação a 2009 cuja margem bruta foi de 31,8% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo). Tal variação explicase pela diferença no portfólio de produtos cujas receitas foram reconhecidas nos dois anos, com uma maior representatividade de empreendimentos dos segmentos acessível e emergente em 2010.

Receitas e Despesas Operacionais

Nossas receitas e despesas operacionais foram de R\$199.356 mil em 2010, aumentando 38,0% em comparação com as despesas operacionais de R\$144.428 mil apuradas em 2009. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo.

Despesas Comerciais

Nossas despesas comerciais atingiram em 2009 R\$70.880 mil, um aumento de R\$70.880 mil (19,5%) em relação a 2008. Esse aumento é reflexo do maior volume de operações que realizamos e de maiores gastos com construção de estandes no exercício findo em 31 de dezembro de 2010 (33 empreendimentos lançados contra 26 empreendimentos lançados no mesmo período do ano anterior).

Despesas Gerais e Administrativas

Nossas despesas gerais e administrativas atingiram R\$100.217 mil em 2010, contra R\$68.513 mil em 2009. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume de operações que realizamos e conseqüente aumento de contratações.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$5.042 mil em 2010, diminuindo 39,3% em comparação com o a remuneração de R\$8.311 mil apurada em 2009. Essa diminuição explicase pela redução do quadro de nossos diretores estatutários.

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

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

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$7.232 mil em 2010, enquanto que em 2009 tivemos receitas operacionais líquidas de R\$3.276 mil. O aumento de despesas ocorreu devido a constituição de provisão para contingências trabalhistas, à baixa de imobilizado devido a mudança de sede, e às maiores despesas relativas a manutenção de obras. Esses aumentos de despesas contribuíram, respectivamente, com variações de 26%, 15% e 55% em relação ao mesmo período do ano anterior (demais variações representaram 4%).

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$336.447 mil em 2010, aumentando 79,1% em comparação o lucro operacional de R\$187.891 mil em 2009.

Resultado Financeiro

Nosso resultado financeiro foi negativo em R\$12.313 mil em 2010, aumentando 47,0% em comparação ao resultado financeiro negativo de R\$8.376 mil apurado em 2009. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo.

Despesas Financeiras

Nossas despesas financeiras foram de R\$66.840 mil em 2010, aumentando 52,4% em comparação com as despesas financeiras de R\$43.844 mil apuradas em 2009. Esse aumento explicase pelo aumento no nosso endividamento em 2010, que passou de R\$890.517 mil em 31 de dezembro de 2009 para R\$1.176.078 mil em 31 de dezembro de 2010, com aumento das operações de crédito imobiliário.

Receitas Financeiras

Nossas receitas financeiras foram de R\$54.527 mil em 2010, aumentando 53,7% em comparação com as receitas financeiras de R\$35.468 mil apuradas em 2009. Esse aumento deve-se aos recursos captados no followon em abril de 2010.

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

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 324.134 mil em 2010, aumentando 80,6% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$179.515 mil em 2009. Esse aumento explicase principalmente pelo conjunto de fatores descritos acima.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$69.090 mil em 2010, aumentando 57,5% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$43.877 mil apurado em 2009, conforme explicado abaixo.

Corrente

O IRPJ e CSLL correntes foram de R\$52.153 mil em 2010, aumentando 85,6% em comparação com o IRPJ e CSLL correntes de R\$28.104 mil apurados em 2009. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume que de arrecadação no ano de 2010, decorrente do maior volume de vendas e do reconhecimento do contas a receber, o que acarretou o aumento do imposto de renda.

Diferido

O IRPJ e CSLL diferidos foram de R\$16.937 mil em 2010, aumentando 7,4% em comparação com o IRPJ e CSLL diferidos de R\$15.773 mil apurados em 2009. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume de reconhecimento de receita operacional no ano de 2010 relacionado à evolução do andamento das obras em 2010.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Participação de Minoritários**

A participação de minoritários foi de R\$ 2.553 mil em 2010, diminuindo 77,2% em comparação com a participação de minoritários de R\$11.184 mil apurada em 2008. Essa variação deve-se, principalmente, pela diminuição da participação média de terceiros nos resultados reconhecidos em 2010 em comparação com 2009.

Lucro Líquido

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido foi de R\$252.491 mil em 2010, aumentando 102,9% em comparação com o lucro líquido de R\$124.454 mil em 2009. Esse aumento deve-se principalmente pelo conjunto de fatores descritos acima.

h) alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

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

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2008	A.V (%)	2009	A.V (%)	A.H (%)
Receita Operacional Bruta	865.900	104,6%	1.218.432	104,3%	40,7%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	837.087	101,2%	1.198.130	102,6%	43,1%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	28.813	3,5%	20.302	1,7%	-29,5%
Deduções da Receita Bruta	(38.377)	-4,6%	(50.227)	-4,3%	30,9%
Receita líquida operacional	827.523	100,0%	1.168.205	100,0%	41,2%
Custo das vendas realizadas	(551.881)	-66,7%	(835.886)	-71,6%	51,5%
Lucro bruto	275.642	33,3%	332.319	28,4%	20,6%
Receitas (despesas) operacionais	(170.342)	-20,6%	(144.428)	-12,4%	-15,2%
Despesas Comerciais	(88.063)	-10,6%	(70.880)	-6,1%	-19,5%
Despesas Gerais e Administrativas	(68.334)	-8,3%	(68.513)	-5,9%	0,3%
Remuneração de Administradores	(9.570)	-1,2%	(8.311)	-0,7%	-13,2%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	(4.375)	-0,5%	3.276	0,3%	-174,9%
Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro	105.300	12,7%	187.891	16,1%	78,4%
Resultado Financeiro	(7.565)	-0,9%	(8.376)	-0,7%	10,7%
Despesas financeiras	(38.860)	-4,7%	(43.844)	-3,8%	12,8%
Receitas financeiras	35.270	4,3%	35.468	3,0%	0,6%
Receitas financeiras	(3.975)	-0,5%	0		
Lucro antes do IRPJ e da CSLL	97.735	11,8%	179.515	15,4%	83,7%
IRPJ e CSLL	(26.148)	-3,2%	(43.877)	-3,8%	-3,8%
Corrente	(18.727)	-2,3%	(28.104)	-2,4%	50,1%
Diferido	(7.421)	-0,9%	(15.773)	-1,4%	112,5%
Lucro líquido antes da Participação de Minoritários	71.587	8,7%	135.638	11,6%	89,5%
Participação de Minoritários	(12.496)	-1,5%	(11.184)	-1,0%	-10,5%
Lucro Líquido do Exercício	59.091	7,1%	124.454	10,7%	110,6%

⁽¹⁾ Análise Vertical.⁽²⁾ Análise Horizontal.⁽³⁾ A rubrica "Receitas e Despesas Operacionais" diverge da publicada na DFP, uma vez que a rubrica "Resultado Financeiro" aparece isoladamente.

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

Nos títulos abaixo, as expressões “em 2008” e “em 2009” referem-se aos saldos e índices apurados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2008 e 31 de dezembro de 2009, respectivamente.

Receita Operacional Bruta

Nossa receita operacional bruta atingiu R\$1.218.432 mil em 2009, aumentando 40,7% em comparação com a receita operacional bruta de R\$865.900 mil apurada em 2008, em virtude dos fatores indicados abaixo.

Receita de Incorporação e Revendas de Imóveis

Em 2009, obtivemos uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$1.198.130 mil, o que representou um aumento de 43,1% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2008 de R\$837.087 mil. Aproximadamente 48% de tal aumento foi decorrente do maior volume de vendas apurado em 2009, que saltou de R\$1.126.227 mil para R\$1.232.204 mil em Vendas Contratadas, em virtude, principalmente, da retomada do crescimento econômico e aproximadamente 52% de tal aumento foi decorrente do andamento das obras ocorrido em 2009, que impactou também o reconhecimento das receitas provenientes de Vendas Contratadas em períodos anteriores.

A tabela a seguir apresenta a evolução física e financeira dos nossos empreendimentos imobiliários e sua respectiva apropriação de receita:

	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
		(em m ²)		(em %)			(em R\$ mil)		(em %)
Terra Vitris	2005	10.600	100%	100%	100%	100%	—	—	50,0%
Campo Belíssimo	2006	45.070	84%	100%	89%	94%	64.235	48.076	100,0%
Club Park Santana	2005	32.321	100%	100%	100%	100%	10.891	445	50,0%
Wingfield	2006	9.362	100%	100%	100%	100%	15.437	1.434	100,0%
Boulevard São Francisco	2006	25.423	87%	100%	66%	89%	27.090	24.247	100,0%
Especiale	2007	5.020	70%	99%	65%	76%	5.697	8.226	100,0%
Verte	2007	9.803	81%	100%	98%	98%	19.201	8.217	100,0%
Iluminatto	2006	9.780	90%	100%	98%	100%	18.245	6.730	100,0%
Inspiratto	2006	12.797	84%	100%	97%	100%	21.230	11.886	100,0%

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

	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
		(em m ²)	(em %)		(em R\$ mil)		(em %)		
Vida Viva Mooca	2006	11.205	89%	100%	79%	93%	15.160	9.072	100,0%
Vida Viva Santa Cruz .	2007	9.828	67%	100%	84%	98%	10.182	12.881	100,0%
Window.....	2004	11.027	100%	100%	100%	100%	233	—	100,0%
Evisa.....	2003	30.940	100%	100%	100%	100%	—	—	50,0%
Reserva Granja Julieta.....	2004	61.380	100%	100%	97%	98%	5.221	701	100,0%
The View	2005	15.663	100%	100%	95%	98%	4.991	1.981	100,0%
Vida Viva Tatuapé	2006	10.514	75%	100%	90%	93%	13.576	8.787	100,0%
Concetto	2007	7.078	75%	100%	100%	100%	12.070	9.099	100,0%
Duo.....	2005	37.475	99%	100%	99%	99%	24.390	7.565	100,0%
Particolare.....	2006	25.390	71%	100%	97%	95%	—	—	100,0%
Vitá Alto da Lapa.....	2005	20.420	99%	100%	100%	100%	16.701	954	100,0%
Breeze Alto da Lapa....	2005	13.526	99%	100%	100%	100%	—	—	100,0%
Eco Life Cidade Universitária.....	2005	12.415	100%	100%	95%	99%	2.177	149	40,0%
Reserva do Bosque.....	2006	16.527	97%	100%	73%	75%	10.405	1.929	50,0%
Vida Viva Vila Maria .	2007	8.642	61%	94%	83%	94%	8.662	10.780	100,0%
Vida Viva Freguesia do Ó.....	2007	11.974	54%	93%	56%	74%	6.925	13.287	100,0%
In Città	2007	13.827	74%	100%	66%	83%	15.353	19.778	100,0%
The Gift.....	2007	77.618	54%	85%	46%	79%	17.354	58.834	50,0%
Plaza Mayor Vila Leopoldina.....	2006	57.712	69%	98%	99%	100%	80.158	70.553	100,0%
Tendence.....	2007	16.603	58%	95%	86%	86%	6.547	5.648	50,0%
Le Parc	2007	10.606	41%	83%	94%	97%	3.744	5.956	50,0%
Vitá Araguaia	2007	9.371	19%	50%	42%	59%	1.129	5.923	100,0%

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

	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Arts.....	2007	7.785	65%	90%	75%	87%	16.603	16.431	100,0%
Breeze Santana	2007	11.181	49%	77%	91%	98%	10.911	17.638	100,0%
Gabrielle	2007	15.159	54%	84%	65%	93%	16.760	33.424	100,0%
Spazio Dell'Acqua	2007	35.161	35%	75%	61%	72%	15.839	48.325	100,0%
L'essence.....	2007	44.669	29%	57%	43%	50%	11.682	21.681	100,0%
Viva Vida Butantã.....	2007	21.899	33%	89%	45%	73%	5.484	28.101	100,0%
Vivre Alto da Boa Vista.....	2007	23.412	36%	72%	43%	62%	8.270	21.581	100,0%
Monticiello	2007	25.637	29%	68%	59%	67%	8.196	25.755	100,0%
Vida Viva São	2007	32.540	31%	67%	49%	57%	8.494	20.358	100,0%
Du Champ.....	2007	25.801	45%	63%	51%	69%	17.917	27.021	100,0%
Vida Viva Parque Santana	2007	23.161	34%	71%	61%	84%	10.548	22.602	100,0%
Nouveaux Ipiranga	2007	21.766	36%	62%	80%	94%	13.781	22.797	100,0%
Mooca Terrazza.....	2007	15.850	33%	59%	47%	57%	6.043	10.327	100,0%
Mooca Veranda	2007	25.311	42%	77%	64%	70%	19.233	26.422	100,0%
Signature.....	2007	8.254	51%	70%	47%	51%	9.786	6.783	100,0%
Grand Club	2007	82.944	21%	37%	26%	31%	7.955	12.650	100,0%
Up Life.....	2007	39.708	31%	49%	27%	59%	8.552	24.547	100,0%
Magnifique	2008	11.120	45%	71%	17%	28%	4.310	7.387	100,0%
Sophistic	2008	32.790	43%	62%	76%	87%	50.218	36.012	100,0%
Weekend	2008	22.079	15%	27%	46%	61%	4.113	5.851	100,0%
Club Park Butantã	2008	57.949	22%	40%	69%	71%	24.936	21.740	100,0%
Plaza Mayor Ipiranga..	2008	41.080	24%	41%	45%	81%	24.654	53.825	100,0%
Double.....	2008	15.727	44%	69%	51%	59%	15.997	14.186	100,0%

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

	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Jardim das Orquídeas..	2008	8.644	8%	33%	28%	38%	687	3.193	100,0%
Icon.....	2008	18.747	23%	43%	58%	66%	13.140	16.529	100,0%
Vida Viva Golf Club...	2008	11.873	22%	45%	45%	62%	3.694	6.974	100,0%
Paulistano.....	2008	74.647	20%	25%	30%	52%	8.206	11.152	30,0%
Guarulhos Central Office/Everyday Residencial Club	2008	16.291	14%	26%	45%	58%	5.291	6.667	50,0%
Vida Viva Vila Guilherme.....	2008	9.263	22%	40%	68%	71%	4.314	4.190	100,0%
Pleno Santa Cruz	2008	16.286	26%	39%	52%	79%	7.182	9.775	100,0%
Timing.....	2008	9.066	18%	38%	50%	51%	2.365	3.181	100,0%
Vida Viva Jardim Itália	2008	10.207	19%	41%	34%	37%	1.803	2.799	100,0%
Cinecittá	2008	13.605	23%	36%	43%	73%	9.616	17.723	100,0%
Incontro	2008	19.138	20%	39%	70%	81%	8.285	11.365	100,0%
Montemagno	2008	8.021	21%	40%	25%	47%	3.453	10.214	100,0%
EOffice Design Berrini	2008	13.235	35%	46%	53%	78%	9.234	9.415	50,0%
Arte Luxury Home Resort.....	2008	10.429	30%	59%	38%	86%	2.531	9.618	50,0%
Spot	2009	14.425	–	36%	–	78%	–	6.284	50,0%
Honoré	2009	3.582	–	63%	–	96%	–	4.555	50,0%
Shop Club Guarulhos	2009	10.238	–	25%	–	94%	–	11.968	100,0%
Terra Nature – Ipê	2009	6.128	–	21%	–	96%	–	606	22,9%
Terra Nature – Cerejeiras.....	2009	10.230	–	16%	–	96%	–	800	22,9%
Terra Nature – Jatobá..	2009	1.676	–	26%	–	94%	–	190	22,9%

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

	Ano de Lançamento	Área Útil Total	Evolução Financeira Acumulada em 31 de dezembro de		Percentual Vendido Acumulado em 31 de dezembro de		Receita Apropriada no Exercício Encerrado em 31 de dezembro de		Percentual da Companhia no Empreendimento
			2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009
		(em m ²)	(em %)				(em R\$ mil)		(em %)
Atual Santana	2009	10.419	–	39%	–	49%	–	8.266	100,0%
Shop Club Vila Guilherme.....	2009	10.326	–	39%	–	99%	–	10.740	100,0%
Spazio Vitta Vila Ema	2009	10.169	–	30%	–	99%	–	13.171	100,0%
Terra Nature – Nogueira	2009	10.230	–	23%	–	80%	–	960	22,9%
Oscar Freire Offices	2009	7.539	–	40%	–	99%	–	21.650	100,0%
Allegro Jd Avelino	2009	12.102	–	36%	–	98%	–	12.002	100,0%
Duo Alto da Lapa.....	2009	15.878	–	33%	–	96%	–	24.357	100,0%
Altto Pinheiros.....	2009	16.065	–	38%	–	73%	–	32.472	100,0%
Terra Nature Pau Brasil.....	2009	1.463	–	28%	–	42%	–	88	22,9%
The One	2009	6.988	–	31%	–	40%	–	4.908	100,0%
Alegria	2009	20.500	–	18%	–	60%	–	5.677	100,0%
Ideal.....	2009	14.602	–	31%	–	58%	–	11.736	100,0%
Near.....	2009	9.293	–	18%	–	59%	–	3.523	100,0%
Praça Jardim	2009	16.930	–	14%	–	22%	–	1.429	100,0%
Novitá Butantã.....	2009	14.898	–	36%	–	58%	–	18.659	100,0%
Vida Viva Clube Iguatemi.....	2009	9.085	–	20%	–	29%	–	1.355	50,0%
Casa do Sol	2009	5.898	–	24%	–	47%	–	1.357	50,0%
Receita Apropriada no Exercício							837.087	1.198.130	

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Receita de Prestação de Serviços*

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos para terceiros, sejam esses sócios em empreendimentos ou contratantes de serviços específicos.

Nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$20.302 mil em 2009, diminuindo 29,5% em comparação com a receita de construção e prestação de serviços de R\$28.813 mil apurada em 2008. Essa variação explicase, principalmente, pela diminuição na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido à entrega de empreendimentos com participação de terceiros consolidados de forma proporcional.

Deduções de Receita Bruta

Nossa receita bruta operacional em 2009 foi afetada por impostos sobre serviços e receitas, que atingiram R\$50.227 mil, um aumento de 30,9% em comparação aos impostos de R\$38.377 mil em 2008. Essa variação explica-se pelo maior volume de receita auferido em 2009.

Receita Operacional Líquida

Após a incidência de tais impostos, nossa receita operacional líquida atingiu R\$1.168.205 mil em 2009, aumentando R\$340.682 mil, ou 41,2%, em comparação com a receita operacional líquida de 2008.

Custos das Vendas Realizadas

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$835.886 mil em 2009, aumentando 51,5% em comparação com os custos das vendas realizadas de R\$551.881 mil apurados em 2008. Esse aumento decorre de três fatores, sendo o mais representativo o aumento do reconhecimento de receita, responsável por aproximadamente 39,5%, aumentos pontuais nos custos orçados, representando 8,8% e uma maior apropriação de encargos financeiros ao custo, correspondente a 3,2% desse aumento.

Lucro Bruto

Em razão dos fatores expostos acima, nosso lucro bruto atingiu R\$332.319 mil em 2009, aumentando 20,6% em comparação com o lucro bruto de R\$275.642 mil apurada em 2008.

Nossa margem bruta em 2009 atingiu 31,8%, se expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento a produção), uma diminuição em comparação a 2008 cuja margem bruta foi de 36,0% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo). Tal variação explicase pela diferença no portfólio de produtos cujas receitas foram reconhecidas nos dois anos, com uma maior representatividade de empreendimentos dos segmentos acessível e emergente em 2009.

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

Receitas e Despesas Operacionais

Nossas receitas e despesas operacionais foram de R\$144.428 mil em 2009, diminuindo 15,2% em comparação com as despesas operacionais de R\$170.342 mil apuradas em 2008. Essa diminuição é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo.

Despesas Comerciais

Nossas despesas comerciais atingiram em 2009 R\$70.880 mil, uma diminuição de R\$17.183 mil (19,5%) em relação a 2008. A redução das despesas comerciais ocorreu devido ao menor volume de lançamentos em termos de Valor Geral de Venda potencial em 2009, já que cerca de um terço do orçamento de despesas de marketing ocorre na fase de lançamento, principalmente para a construção do estande de vendas.

Despesas Gerais e Administrativas

Nossas despesas gerais e administrativas atingiram R\$68.513 mil em 2009, contra R\$68.334 mil em 2008. A manutenção do patamar de despesas gerais ocorreu devido a uma redução no quadro de colaboradores e a um plano de contenção e controle de despesas implementado a partir do segundo semestre de 2008.

Remuneração da Administração

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$8.311 mil em 2009, diminuindo 13,2% em comparação com o a remuneração de R\$9.570 mil apurada em 2008. Essa diminuição explicase pela redução do quadro de nossos diretores estatutários, que passou de 7 para 4 em 2009.

Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas

As outras receitas operacionais líquidas foram de R\$3.276 mil em 2009, enquanto que em 2008 tivemos despesas operacionais líquidas de R\$4.375 mil. Essa melhora deve-se principalmente a reversões em 2009 de despesas relativas ao plano de *stock options*.

Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$187.891 mil em 2009, aumentando 78,4% em comparação o lucro operacional de R\$105.300 mil em 2008.

Resultado Financeiro

Nosso resultado financeiro foi negativo em R\$8.376 mil em 2009, aumentando 10,7% em comparação ao resultado financeiro negativo de R\$7.565 mil apurado em 2008. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo.

Despesas Financeiras

Nossas despesas financeiras foram de R\$43.844 mil em 2009, aumentando 12,8% em comparação com as despesas financeiras de R\$38.860 mil apuradas em 2008. Esse aumento explicase pelo aumento no nosso endividamento em 2009, que passou de R\$563.501 mil em 31 de dezembro de 2008 para R\$890.517 mil em 31 de dezembro de 2009, com aumento das operações de crédito imobiliário (que passou de R\$158.143 mil em 2008 para R\$417.966 mil em 2009), com os empréstimos relativos às linhas de terreno (que passaram de R\$142.133 mil em 2008 para R\$151.970 mil em 2009) e pelo

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

aumento da operação de debêntures (que passou de R\$263.225 mil em 2008 para R\$320.581 mil em 2009).

Receitas Financeiras

Nossas receitas financeiras foram de R\$35.468 mil em 2009, aumentando 0,6% em comparação com as receitas financeiras de R\$35.270 mil apuradas em 2008. A manutenção da receita financeira deve-se à manutenção do caixa médio durante o ano de 2009 em volume similar ao caixa médio de 2008.

Variações Monetárias e Cambiais, Líquidas

Em 2009, as variações monetárias passaram a ser registradas na rubrica de despesas financeiras. Não tivemos variações cambiais em 2009.

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

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$179.515 mil em 2009, aumentando 83,7% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$97.735 mil em 2008. Esse aumento explica-se principalmente pelo conjunto de fatores descritos acima.

IRPJ e CSLL

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$43.877 mil em 2009, aumentando 67,8% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$26.148 mil apurado em 2008, conforme explicado abaixo.

Corrente

O IRPJ e CSLL correntes foram de R\$28.104 mil em 2009, aumentando 50,1% em comparação com o IRPJ e CSLL correntes de R\$18.727 mil apurados em 2008. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume que de arrecadação no ano de 2009, decorrente do maior volume de vendas e do reconhecimento do contas a receber, o que acarretou o aumento do imposto de renda.

Diferido

O IRPJ e CSLL diferidos foram de R\$15.773 mil em 2009, aumentando 112,5% em comparação com o IRPJ e CSLL diferidos de R\$7.421 mil apurados em 2008. Esse aumento ocorreu devido ao maior volume de reconhecimento de receita operacional no ano de 2009 relacionado à evolução do andamento das obras em 2009.

Participação de Minoritários

A participação de minoritários foi de R\$11.184 mil em 2009, diminuindo 10,5% em comparação com a participação de minoritários de R\$12.496 mil apurada em 2008. Essa variação explicase, principalmente, pela diminuição da participação média de terceiros nos resultados reconhecidos em 2009 em comparação com 2008.

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

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido foi de R\$124.454 mil em 2009, aumentando 110,6% em comparação com o lucro líquido de R\$59.091 mil em 2008. Esse aumento explica-se principalmente pelo conjunto de fatores descritos acima.

ANÁLISE DE NOSSOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONSOLIDADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2008, 2009, 2010 E 2011

Esta seção trata da análise de nossos balanços patrimoniais consolidados em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011, além das variações percentuais para os respectivos períodos (análise horizontal é a participação percentual dos itens sobre a receita total no mesmo período e análise vertical é a variação percentual de cada rubrica entre dois períodos).

ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2010 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2011

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2010 e de 2011:

	Em 31 de dezembro de				
	2010	A.V. ⁽¹⁾ (%)	2011	A.V. ⁽¹⁾ (%)	A.H. ⁽²⁾ (%)
<i>(em R\$ mil, exceto percentagem)</i>					
Total do Ativo	3.060.645	100,0%	3.489.080	100,0%	14,0%
Circulante	2.593.438	84,7%	3.144.975	90,1%	21,3%
Disponibilidades	528.462	17,3%	427.119	12,2%	-19,2%
Contas a receber	1.471.164	48,1%	1.811.587	51,9%	23,1%
Imóveis a Comercializar	448.389	14,7%	760.923	21,8%	69,7%
Outros Ativos Circulantes	145.423	4,8%	145.346	4,2%	-0,1%
Realizável a Longo Prazo	467.207	15,3%	344.105	9,9%	-26,3%
Contas a Receber	277.314	9,1%	180.017	5,2%	-35,1%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	0	0,0%	0	0,0%	-
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	168.046	5,5%	134.070	3,8%	-20,2%
Permanente	21.847	0,7%	30.018	0,9%	37,4%
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	3.060.645	100,0%	3.489.080	100,0%	14,0%
Total do Passivo	1.650.808	53,9%	1.894.606	54,3%	14,8%
Circulante	961.616	31,4%	997.696	28,6%	3,8%
Fornecedores	50.069	1,6%	43.885	1,3%	-12,4%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	1.046	0,0%	10.743	0,3%	927,1%

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

Adiantamentos de Clientes	1.988	0,1%	3.715	0,1%	86,9%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	26.375	0,9%	66.759	1,9%	153,1%
Empréstimos e Financiamentos	542.102	17,7%	539.235	15,5%	-0,5%
Impostos e Contribuição	42.485	1,4%	55.518	1,6%	30,7%
Tributos a Pagar	53.282	1,7%	63.032	1,8%	18,3%
Debêntures	75.808	2,5%	74.170	2,1%	-2,2%
Dividendos Propostos	59.967	2,0%	53.704	1,5%	-10,4%
Partes Relacionadas	13.224	0,4%	0	0,0%	-100,0%
Outros Passivos Circulantes	95.270	3,1%	86.935	2,5%	-8,7%
Exigível a Longo Prazo	689.192	22,5%	896.910	25,7%	30,1%
Empréstimos e Financiamentos	303.816	9,9%	487.053	14,0%	60,3%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	29.004	0,9%	17.223	0,5%	-40,6%
Impostos e Contribuições	54.350	1,8%	61.350	1,8%	12,9%
Tributos a Pagar	10.044	0,3%	6.263	0,2%	-37,6%
Debêntures	254.352	8,3%	301.800	8,6%	18,7%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	37.626	1,2%	23.221	0,7%	-38,3%
Patrimônio Líquido	1.409.837	46,1%	1.594.474	45,7%	13,1%
Capital Social	1.083.266	35,4%	1.083.266	31,0%	0,0%
Custos de transação	-15.775	-0,5%	-15.775	-0,5%	
Reserva de Capital	12.561	0,4%	17.301	0,5%	37,7%
Reserva de Lucros	310.071	10,1%	482.488	13,8%	55,6%
Participação de acionistas não controladores	19.714	0,6%	27.194	0,8%	37,9%

⁽¹⁾ *Análise Vertical.*⁽²⁾ *Análise Horizontal.***Ativo Circulante***Disponibilidades*

As disponibilidades totalizaram R\$427.119 mil em 31 de dezembro de 2011, apresentando uma redução de 19,2% em comparação com R\$528.462 mil em 31 de dezembro de 2010. Esta redução deve-se ao consumo de caixa as atividades operacionais.

Contas a Receber

O saldo de contas a receber é atualizado pela variação do Índice Nacional de Custo da Construção nas parcelas até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação dos índices de preços. As parcelas pós chaves sofrem ainda a incidência de juros de 12% ao ano, apropriados de forma pro rata temporis, calculados pelo sistema *price* de amortização.

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

O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. O aumento de 23,1% em 31 de dezembro de 2011, quando comparado a 31 de dezembro de 2010, decorre do maior reconhecimento da receita em 2010 em função do andamento acelerado das obras e dos lançamentos realizados no ano de 2011. Os valores a receber contratualmente das unidades vendidas e ainda não concluídas não está totalmente refletido como contas a receber nas demonstrações financeiras, uma vez que é reconhecido na medida da evolução da construção.

Imóveis a Comercializar

Os imóveis a comercializar totalizaram R\$760.923 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 69,7% em comparação com R\$448.389 mil em 31 de dezembro de 2010. Esta variação no saldo de estoques deve-se principalmente ao maior volume de lançamentos (VGV de lançamento foi 35% superior a 2010) e aceleração das obras em 2011.

Ativo Não Circulante

Contas a Receber

Nossas contas a receber totalizaram R\$180.017 mil em 31 de dezembro de 2011, apresentando uma redução de 35,1% em comparação com R\$277.314 mil em 31 de dezembro de 2010. Esta redução ocorreu devido principalmente à transferência de valores do longo para o curto prazo em função do aumento de entregas em 2011 e 2012.

Permanente

Nosso permanente totalizou R\$30.018 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 37,4% em comparação com R\$21.847 mil em 31 de dezembro de 2010. A variação em 2011 explica-se pelo lançamento de alguns empreendimentos cujo *stand* de vendas ficará disponível por mais de um ano.

Passivo Circulante

Fornecedores

Nossos fornecedores totalizaram R\$43.885 mil em 31 de dezembro de 2011, com uma redução de 12,4% em comparação com R\$50.069 mil em 31 de dezembro de 2010.

Adiantamento de Clientes

Nosso adiantamento de clientes totalizou R\$3.715 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 86,9% em comparação com R\$1.988 mil em 31 de dezembro de 2010.

Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis

Nossas contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$66.759 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 153,1% em comparação com R\$26.375 mil em 31 de dezembro de 2010. Esse aumento decorre do maior do volume de aquisição de terrenos em 2010, mantido no primeiro semestre de 2011, para recomposição do landbank cujo objetivo é atingirmos os *guidances* de lançamentos propostos.

Empréstimos e Financiamentos

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$539.235 mil em 31 de dezembro de 2011, apresentando uma redução de 0,5% em comparação com R\$542.102 mil em 31 de dezembro de 2010.

Impostos e Contribuições a Recolher

Nossos impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$55.518 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 30,7% em comparação com R\$42.485 mil em 31 de dezembro de 2010. Esse aumento deve-se pela variação dos recebimentos entre os exercícios correspondentes.

Debêntures

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

Nossas debêntures totalizaram R\$74.170 mil em 31 de dezembro de 2011, apresentando uma redução de 2,2% em comparação com R\$75.808 mil em 31 de dezembro de 2010.

Dividendos Propostos

Nossos dividendos propostos totalizaram R\$53.704 mil em 31 de dezembro de 2011 redução de 10,4% em comparação com R\$59.967 mil em 31 de dezembro de 2009. Essa redução é explicada pelo lucro líquido menor apresentado no período de 2011.

Outros Passivos Circulantes

Nossos outros passivos circulantes totalizaram R\$86.935 mil em 31 de dezembro de 2011, apresentando redução de 8,7% em comparação com R\$95.270 mil em 31 de dezembro de 2010.

Passivo Não Circulante

Empréstimos e Financiamentos

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$487.053 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 60,3% em comparação com R\$303.816 mil em 31 de dezembro de 2010. Esse aumento explica-se principalmente pelas novas contratações para mudança do perfil da dívida de curto para longo prazo.

Impostos e Contribuições

Nossos impostos e contribuições totalizaram R\$61.350 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 12,9% em comparação com R\$54.350 mil em 31 de dezembro de 2010. Este aumento é explicado basicamente pelos lançamentos de 2011, já que se tratam de tributos diferidos calculados sobre a diferença entre a receita de incorporação imobiliária apropriada pelo regime de competência e aquela submetida à tributação, que obedece ao regime de caixa.

Debêntures

Nossas debêntures totalizaram R\$301.800 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 18,7% em comparação com R\$254.352 mil em 31 de dezembro de 2010. Este aumento é devido ao ingresso dos montantes referente a quinta emissão de debêntures da Companhia, destinados ao alongamento do perfil da dívida e aquisição de novos terrenos.

Patrimônio Líquido

Capital Social

Nosso capital social de R\$1.083.266 mil em 31 de dezembro de 2011 manteve-se estável em relação ao capital social de 31 de dezembro de 2010.

Reserva de Lucros

Nossa reserva de lucros totalizou R\$482.488 mil em 31 de dezembro de 2011, aumentando 55,6% em comparação com R\$310.071 mil em 31 de dezembro de 2010. Esse aumento ocorreu principalmente em função do lucro líquido auferido no ano de 2011.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2009 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2010**

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2009 e de 2010:

(em R\$ mil, exceto percentagem)	Em 31 de dezembro de				
	2009	A.V. ⁽¹⁾ (%)	2010	A.V. ⁽¹⁾ (%)	A.H. ⁽²⁾ (%)
Total do Ativo	2.271.285	100,0%	3.060.645	100,0%	34,8%
Circulante	2.009.905	88,5%	2.593.438	84,7%	29,0%
Disponibilidades	313.791	13,8%	528.462	17,3%	68,4%
Contas a receber	1.033.999	45,5%	1.471.164	48,1%	42,3%
Imóveis a Comercializar	555.226	24,4%	448.389	14,7%	-19,2%
Outros Ativos Circulantes	106.889	4,7%	145.423	4,8%	36,1%
Realizável a Longo Prazo	261.380	11,5%	467.207	15,3%	78,7%
Contas a Receber	136.577	6,0%	277.314	9,1%	103,0%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	1.165	0,1%	0	0,0%	-100,0%
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	109.216	4,8%	168.046	5,5%	53,9%
Permanente	14.422	0,6%	21.847	0,7%	51,5%
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	2.271.285	100,0%	3.060.645	100,0%	34,8%
Total do Passivo	1.353.433	59,6%	1.650.808	53,9%	22,0%
Circulante	452.229	19,9%	961.616	31,4%	112,6%
Fornecedores	34.592	1,5%	50.069	1,6%	44,7%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	7.115	0,3%	1.046	0,0%	-85,3%
Adiantamentos de Clientes	129.737	5,7%	1.988	0,1%	-98,5%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	17.242	0,8%	26.375	0,9%	53,0%
Empréstimos e Financiamentos	136.264	6,0%	542.102	17,7%	297,8%
Impostos e Contribuição	31.886	1,4%	42.485	1,4%	33,2%
Tributos a Pagar	0	0,0%	53.282	1,7%	-
Debêntures	16.830	0,7%	75.808	2,5%	350,4%
Dividendos Propostos	29.733	1,3%	59.967	2,0%	101,7%
Partes Relacionadas	3.050	0,1%	13.224	0,4%	333,6%
Outros Passivos Circulantes	45.780	2,0%	95.270	3,1%	108,1%
Exigível a Longo Prazo	901.204	39,7%	689.192	22,5%	-23,5%
Empréstimos e Financiamentos	433.672	19,1%	303.816	9,9%	-29,9%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	27.752	1,2%	29.004	0,9%	4,5%

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

Impostos e Contribuições	40.528	1,8%	54.350	1,8%	34,1%
Tributos a Pagar	0	0,0%	10.044	0,3%	-
Debêntures	303.751	13,4%	254.352	8,3%	-16,3%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	95.501	4,2%	37.626	1,2%	-60,6%
Patrimônio Líquido	917.852	40,4%	1.409.837	46,1%	53,6%
Capital Social	757.264	33,3%	1.083.266	35,4%	43,0%
Custos de transação	0	0,0%	-15.775	-0,5%	
Reserva de Capital	10.981	0,5%	12.561	0,4%	14,4%
Reserva de Lucros	117.547	5,2%	310.071	10,1%	163,8%
Participação de acionistas não controladores	32.060	1,4%	19.714	0,6%	-38,5%

⁽¹⁾ Análise Vertical.⁽²⁾ Análise Horizontal.**Ativo Circulante***Disponibilidades*

As disponibilidades totalizaram R\$528.462 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 68,4% em comparação com R\$313.791 mil em 31 de dezembro de 2009. As disponibilidades foram impactadas positivamente devido à emissão de ações, no valor de R\$326.000 mil ocorrida em abril de 2010.

Contas a Receber

O saldo de contas a receber é atualizado pela variação do Índice Nacional de Custo da Construção nas parcelas até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação dos índices de preços. As parcelas pós chaves sofrem ainda a incidência de juros de 12% ao ano, apropriados de forma *pro rata temporis*, calculados pelo sistema price de amortização.

O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. O aumento de 42,3% em 31 de dezembro de 2010, quando comparado a 31 de dezembro de 2009, decorre do maior reconhecimento da receita em 2010 em função do andamento acelerado das obras e dos lançamentos realizados no ano de 2010. Os valores a receber contratualmente das unidades vendidas e ainda não concluídas não está totalmente refletido como contas a receber nas demonstrações financeiras, uma vez que é reconhecido na medida da evolução da construção.

Imóveis a Comercializar

Os imóveis a comercializar totalizaram R\$448.389 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 22,8% em comparação com R\$555.226 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento decorre da aceleração das obras em 2010, apesar da diminuição do número de unidades em estoque.

Ativo Não Circulante*Contas a Receber*

Nossas contas a receber totalizaram R\$434.904 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 218,4% em comparação com \$136.577 mil em 31 de dezembro de 2009. Este aumento ocorreu devido ao

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

andamento das obras no exercício findo em 31 de dezembro de 2010 e consequente maior apropriação da receita e também é uma consequência dos lançamentos ocorridos no mesmo período.

Permanente

Nosso permanente totalizou R\$21.847 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 51,5% em comparação com R\$14.422 mil em 31 de dezembro de 2009. Este aumento explica-se pela ativação de itens de imobilizado pertencentes a obra, e pela mudança de sede (compra de ativos e benfeitorias).

Passivo Circulante

Fornecedores

Nossos fornecedores totalizaram R\$50.069 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando apenas 44,7% em comparação com R\$34.592 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento é consequência do maior volume de obras em fases iniciais, principalmente fundação e estrutura, com reflexo direto no volume de suprimentos contratados e, por consequência, no montante de contas a pagar a fornecedores.

Adiantamento de Clientes

Nosso adiantamento de clientes totalizou R\$129.737 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 28,3% em comparação com R\$159.578 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento ocorreu fundamentalmente devido ao lançamento de empreendimentos com permutas de terrenos durante 2010, que foram adicionados ao saldo desta rubrica.

Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis

Nossas contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$26.375 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 53,0% em comparação com R\$17.242 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento é decorrente do maior volume de compra de terrenos realizado no exercício findo em 31 de dezembro de 2010.

Empréstimos e Financiamentos

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$542.102 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 297,8% em comparação com R\$542.102 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse crescimento explica-se principalmente pelo aumento em crédito imobiliário no montante de R\$304.006 mil, devido à aceleração do andamento das obras em 2010.

Impostos e Contribuições a Recolher

Nossos impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$42.485 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 33,2% em comparação com R\$31.886 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento explica-se pelo maior volume de recebimentos ocorrido no final de 2010, em virtude da entrega de vários empreendimentos.

Debêntures

Nossas debêntures totalizaram R\$75.808 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 350,4% em comparação com R\$16.830 mil em 31 de dezembro de 2009. O aumento é devido a transferência de R\$ 50.000 de parcela com vencimento em outubro, do longo prazo para o curto prazo.

Dividendos Propostos

Nossos dividendos propostos totalizaram R\$59.967 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 101,7% em comparação com R\$29.733 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento explica-se pelo maior lucro líquido atingido no período de 2010.

Outros Passivos Circulantes

Nossos outros passivos circulantes totalizaram R\$45.780 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 108,1% em comparação com R\$95.270 mil em 31 de dezembro de 2009, refletindo o maior volume de operações.

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

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$303.816 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 100,6% em comparação com R\$433.672 mil em 31 de dezembro de 2009. Essa diminuição explica-se principalmente pelas transferências das parcelas para o curto prazo.

Impostos e Contribuições

Nossos impostos e contribuições totalizaram R\$63.326 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 56,3% em comparação com R\$40.528 mil em 31 de dezembro de 2009. Este aumento é explicado basicamente pelos lançamentos de 2010, já que se tratam de tributos diferidos calculados sobre a diferença entre a receita de incorporação imobiliária apropriada pelo regime de competência e aquela submetida à tributação, que obedece ao regime de caixa.

Debêntures

Nossas debêntures totalizaram R\$254.352 mil em 31 de dezembro de 2010, diminuindo 16,3% em comparação com R\$303.751 mil em 31 de dezembro de 2009. A diminuição é devido a transferência de R\$ 50.000 de parcela com vencimento em outubro, do longo prazo para o curto prazo.

Patrimônio Líquido*Capital Social*

Nosso capital social totalizou R\$1.083.266 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 43,0% em relação ao valor de R\$757.264 mil em 31 de dezembro de 2009, devido a emissão de ações em abril de 2010.

Reserva de Lucros

Nossa reserva de lucros totalizou R\$310.071 mil em 31 de dezembro de 2010, aumentando 163,8% em comparação com R\$117.547 mil em 31 de dezembro de 2009. Esse aumento ocorreu principalmente em função do lucro líquido auferido no ano de 2010.

ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2008 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2009

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2008 e de 2009:

(em R\$ mil, exceto percentagem)	Em 31 de dezembro de				
	2008	A.V. ⁽¹⁾ (%)	2009	A.V. ⁽¹⁾ (%)	A.H. ⁽²⁾ (%)
Total do Ativo	1.761.420	100,0%	2.271.285	100,0%	28,9%
Circulante	1.378.689	78,3%	2.009.905	88,5%	45,8%
Disponibilidades	322.131	18,3%	313.791	13,8%	-2,6%
Contas a receber	540.539	30,7%	1.033.999	45,5%	91,3%
Imóveis a Comercializar	452.092	25,7%	555.226	24,4%	22,8%
Outros Ativos Circulantes	63.927	3,6%	106.889	4,7%	67,2%
Realizável a Longo Prazo	382.731	21,7%	261.380	11,5%	-31,7%
Contas a Receber	143.999	8,2%	136.577	6,0%	-5,2%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	3.606	0,2%	1.165	0,1%	-67,7%

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

Impostos Diferidos	1.924	0,1%	1.163	0,1%	-39,6%
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	206.323	11,7%	109.216	4,8%	-47,1%
Permanente	26.879	1,5%	13.259	0,6%	-50,7%
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	1.761.420	100,0%	2.271.285	100,0%	28,9%
Total do Passivo	948.427	53,8%	1.353.433	59,6%	42,7%
Circulante	363.741	20,7%	452.229	19,9%	24,3%
Fornecedores	34.114	1,9%	34.592	1,5%	1,4%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	7.381	0,4%	7.115	0,3%	-3,6%
Adiantamentos de Clientes	101.110	5,7%	129.737	5,7%	28,3%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	31.194	1,8%	17.242	0,8%	-44,7%
Empréstimos e Financiamentos	84.042	4,8%	136.264	6,0%	62,1%
Impostos e Contribuição	25.723	1,5%	31.886	1,4%	24,0%
Debêntures	14.291	0,8%	16.830	0,7%	17,8%
Dividendos Propostos	14.258	0,8%	29.733	1,3%	108,5%
Partes Relacionadas	4.967	0,3%	3.050	0,1%	-38,6%
Outros Passivos Circulantes	46.661	2,6%	45.780	2,0%	-1,9%
Exigível a Longo Prazo	584.686	33,2%	901.204	39,7%	54,1%
Empréstimos e Financiamentos	216.234	12,3%	433.672	19,1%	100,6%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	38.627	2,2%	27.752	1,2%	-28,2%
Impostos e Contribuições	26.064	1,5%	40.528	1,8%	55,5%
Tributos a Pagar	0	0,0%	0	0,0%	-
Debêntures	248.934	14,1%	303.751	13,4%	22,0%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	54.827	3,1%	95.501	4,2%	74,2%
Patrimônio Líquido	812.993	46,2%	917.852	40,4%	12,9%
Capital Social	757.262	43,0%	757.264	33,3%	0,0%
Custos de transação	-22.784	-1,3%	0	0,0%	
Reserva de Capital	8.996	0,5%	10.981	0,5%	22,1%
Reserva de Lucros	45.610	2,6%	117.547	5,2%	157,7%
Participação de acionistas não controladores	23.909	1,4%	32.060	1,4%	34,1%

⁽¹⁾ *Análise Vertical.*⁽²⁾ *Análise Horizontal.*

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Ativo Circulante***Disponibilidades*

As disponibilidades totalizaram R\$313.791 mil em 31 de dezembro de 2009, diminuindo 2,6% em comparação com R\$322.131 mil em 31 de dezembro de 2008. As disponibilidades foram impactadas negativamente pela aceleração das obras em 2009 e foram impactadas positivamente devido à quarta emissão de debêntures, no valor de R\$75.000 mil ocorrida em 2009.

Contas a Receber

O saldo de contas a receber é atualizado pela variação do Índice Nacional de Custo da Construção nas parcelas até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação dos índices de preços. As parcelas pós chaves sofrem ainda a incidência de juros de 12% ao ano, apropriados de forma *pro rata temporis*, calculados pelo sistema price de amortização.

O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. O aumento de 91,3% em 31 de dezembro de 2009, quando comparado a 31 de dezembro de 2008, decorre do maior reconhecimento da receita em 2009 em função do andamento acelerado das obras e dos lançamentos realizados no ano de 2009. Os valores a receber contratualmente das unidades vendidas e ainda não concluídas não está totalmente refletido como contas a receber nas demonstrações financeiras, uma vez que é reconhecido na medida da evolução da construção.

Imóveis a Comercializar

Os imóveis a comercializar totalizaram R\$555.226 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 22,8% em comparação com R\$452.092 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento decorre da aceleração das obras em 2009, apesar da diminuição do número de unidades em estoque.

Ativo Não Circulante*Contas a Receber*

Nossas contas a receber totalizaram R\$136.577 mil em 31 de dezembro de 2009, diminuindo 5,2% em comparação com R\$143.999 mil em 31 de dezembro de 2008. Esta queda ocorreu porque parte do contas a receber de longo prazo migrou para o curto prazo em virtude da grande quantidade de entregas prevista para o ano de 2010.

Permanente

Nosso permanente totalizou R\$14.422 mil em 31 de dezembro de 2009, diminuindo 46,3% em comparação com R\$26.879 mil em 31 de dezembro de 2008. Esta diminuição explica-se pela baixa realizada na rubrica de estandes de vendas, de acordo com os lançamentos do ano de 2009.

Passivo Circulante*Fornecedores*

Nossos fornecedores totalizaram R\$34.592 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando apenas 1,4% em comparação com R\$34.114 mil em 31 de dezembro de 2008. A manutenção do saldo de fornecedores explica-se pelo menor volume de lançamentos no último trimestre de 2008 com reflexo no início de novas obras.

Adiantamento de Clientes

Nosso adiantamento de clientes totalizou R\$129.737 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 28,3% em comparação com R\$101.110 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento ocorreu fundamentalmente devido ao lançamento de empreendimentos com permutas de terrenos durante 2009, que foram adicionados ao saldo desta rubrica.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis*

Nossas contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$17.242 mil em 31 de dezembro de 2009, diminuindo 44,7% em comparação com R\$31.194 mil em 31 de dezembro de 2008. Essa diminuição é decorrente do menor volume de compra de terrenos realizado em 2009.

Empréstimos e Financiamentos

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$136.264 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 62,1% em comparação com R\$84.042 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse crescimento explicase principalmente pelo aumento em crédito imobiliário no montante de R\$259.823 mil, devido à aceleração do andamento das obras em 2009.

Impostos e Contribuições a Recolher

Nossos impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$31.886 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 24% em comparação com R\$25.723 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento explicase pelo maior volume de recebimentos ocorrido no final de 2009, em virtude da entrega de vários empreendimentos.

Debêntures

Nossas debêntures totalizaram R\$16.830 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 17,8% em comparação com R\$14.291 mil em 31 de dezembro de 2008.

Dividendos Propostos

Nossos dividendos propostos totalizaram R\$29.733 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 108,5% em comparação com R\$14.258 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento explica-se pelo maior lucro líquido atingido no período de 2009.

Outros Passivos Circulantes

Nossos outros passivos circulantes totalizaram R\$80.137 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 71,7% em comparação com R\$46.661 mil em 31 de dezembro de 2008, refletindo o maior volume de operações.

Passivo Não Circulante*Empréstimos e Financiamentos*

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$433.672 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 100,6% em comparação com R\$216.234 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento explica-se principalmente pelo crescimento do financiamento à produção decorrente do andamento das obras em 2009 e do início de novas obras também em 2009.

Impostos e Contribuições

Nossos impostos e contribuições totalizaram R\$40.528 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 55,5% em comparação com R\$26.064 mil em 31 de dezembro de 2008. Este aumento é explicado basicamente pelos lançamentos de 2009, já que se tratam de tributos diferidos calculados sobre a diferença entre a receita de incorporação imobiliária apropriada pelo regime de competência e aquela submetida à tributação, que obedece o regime de caixa.

Debêntures

Nossas debêntures totalizaram R\$303.751 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 22,0% em comparação com R\$248.934 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento explicase pela quarta emissão de debêntures realizada em 2009.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**Patrimônio Líquido***Capital Social*

Nosso capital social totalizou R\$757.264 mil em 31 de dezembro de 2009, mantendo-se estável em relação ao valor de R\$757.262 mil em 31 de dezembro de 2008.

Reserva de Lucros

Nossa reserva de lucros totalizou R\$117.547 mil em 31 de dezembro de 2009, aumentando 157,7% em comparação com R\$45.610 mil em 31 de dezembro de 2008. Esse aumento ocorreu principalmente em função do lucro líquido auferido no ano de 2009.

Análise Do Fluxo De Caixa

A tabela abaixo demonstra os componentes do nosso fluxo de caixa para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2008, 2009, 2010 e 2011. Nossas informações sobre o fluxo de caixa foram extraídas das demonstrações financeiras consolidadas auditadas:

Demonstração dos Fluxos de Caixa Consolidados	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de			Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de
	2008	2009	2010	2011
	(em R\$ mil)			(em R\$ mil)
Caixa líquido aplicado nas atividades operacionais	(376.075)	(314.758)	(264.997)	(185.706)
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos	(25.363)	(3.670)	(247.214)	106.753
Caixa líquido proveniente das atividades de financiamentos	481.189	337.820	513.934	111.062
De terceiros	338.297	353.592	227.859	182.529
Dos acionistas/partes relacionadas	142.892	(15.772)	286.075	(71.467)
Aumento líquido de caixa e equivalentes de caixa	79.751	19.392	1.723	32.109

Caixa Líquido Aplicado nas Atividades Operacionais

A variação no fluxo de caixa líquido aplicado nas atividades operacionais decorre do crescimento do volume de atividades ao longo dos últimos anos e consequente aumento de contas a receber e estoques provenientes do aumento das vendas e do andamento das obras, respectivamente. Em 2008 o caixa líquido aplicado nas atividades operacionais foi de R\$376.075 mil, em 2009 foi de R\$314.758 mil, em 2010 de R\$264.997 mil e em 31 de dezembro de 2011 foi de R\$185.706 mil. Nestes períodos tal aplicação ocorreu principalmente devido ao aumento do contas a receber diretamente relacionado ao aumento das Vendas Contratadas. Além do aumento do contas a receber, em 2008, 2009, 2010 e 2011 houve também aumento dos estoques, o que contribuiu para aumentar o caixa líquido aplicado nas atividades operacionais.

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

Caixa Líquido Aplicado nas Atividades de Investimento

Nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento em 2008 supriu principalmente a construção de estandes de vendas com lançamentos indefinidos ou vida útil superior a um ano. Em 2009, o fluxo de caixa aplicado nas atividades de investimento foi de R\$3.670 mil e destinou-se a investimentos em bens do ativo imobilizado, como móveis e utensílios, computadores e softwares; em 2010 nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos foi de R\$247.214 mil e foi utilizado essencialmente para aplicação em ativos financeiros e em 2011 o nosso caixa líquido positivo de R\$106.753 mil foi proveniente basicamente pela redução do montante das aplicações financeiras em fundos de investimento.

Caixa Líquido Proveniente das Atividades de Financiamento

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

O aumento do caixa líquido proveniente das atividades de financiamento entre 2009 e 2008 decorreu, principalmente, do aumento do montante líquido de amortizações captado através de linhas de financiamento operacionais de R\$209.833 mil. Este aumento foi parcialmente neutralizado pela redução do volume captado por debêntures que variou negativamente em R\$195.000 mil em 2009. Houve ainda uma redução nos ingressos por integralização de capital de R\$150.000 mil entre 2009 e 2008.

Em 31 de dezembro de 2010, nosso caixa líquido proveniente das atividades de financiamento foi originado por terceiros e por acionistas, decorrente dos empréstimos relativos ao financiamento à produção. O caixa líquido proveniente das atividades de financiamento originado por acionistas é decorrente do aumento de capital realizado em abril de 2010.

Em 31 de dezembro de 2011, o caixa líquido proveniente das atividades de financiamento em relação a 2010 sofreu redução de aproximadamente R\$400.000 mil e deve-se basicamente ao ingresso de novos empréstimos e financiamentos e emissão de debêntures no início do ano, parcialmente neutralizado pela amortização de parte das debêntures emitidas em anos anteriores e empréstimos e financiamentos de curto prazo. Adicionalmente, tivemos um efeito favorável em 2010 referente à integralização de capital.

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

10.2. Comentários dos Diretores sobre:

- a) **resultado das operações da Companhia**
- (i) **descrição de quaisquer componentes importantes da receita**

Modelo de Negócios

Nossos diretores acreditam que nosso modelo de negócios alia a atividade de incorporação imobiliária à de prestação de serviços de construção, especialmente nos empreendimentos em que participamos como incorporadora, esse modelo traz maior estabilidade à parte de nossa receita, garantindo o custeio de nossa estrutura administrativa e operacional independentemente das oscilações do mercado de incorporação imobiliária e que esse modelo de negócios possibilita que os benefícios trazidos por reduções no custo de construção sejam imediatamente refletidos no custo do produto vendido da atividade de incorporação imobiliária.

Conforme os Princípios Contábeis Brasileiros, a Companhia consolida integralmente as sociedades nas quais detemos o controle, incluindo as sociedades de propósito específico e as nossas subsidiárias. Os Princípios Contábeis Brasileiros requerem a consolidação integral quando uma empresa detém o controle de outra e requer a consolidação proporcional quando existe controle compartilhado. A Companhia contabiliza 100% de todos os resultados das subsidiárias e sociedades de propósito específico que controlamos, linha por linha, e reconhece a participação de terceiros nessas subsidiárias e sociedades de propósito específico em uma única linha, na rubrica de “Participação de Minoritários”. Dependendo do modelo de negócios, uma sociedade de propósito específico pode ser consolidada integralmente (no caso de controle apenas por nós) ou proporcionalmente (quando o controle é compartilhado entre nós e os demais investidores, inclusive no caso de nós determos mais de 50% de participação). Na medida em que sejam efetuadas comparações com outras empresas do setor que adotem o modelo de consolidação proporcional ou que possuam um modelo de controle compartilhado diferente do adotado pela Companhia, tais diferenças na consolidação devem ser consideradas ao se efetuar comparações. Para fins de avaliar nossos resultados operacionais na comparação com outros concorrentes, nossos Diretores entendem que a utilização do resultado antes de participação de minoritários reduz as potenciais distorções ocasionadas pela consolidação integral ou proporcional.

Dessa forma, as diferenças nos modelos de negócios, em especial aquelas advindas da forma de controle dos empreendimentos (total ou compartilhado) e da prestação de serviços de construção, afetam a comparabilidade de nossas demonstrações financeiras com as de concorrentes, que apresentam modelos de negócios diferentes.

Em função do aumento do número de concorrentes em busca de maiores margens, a competição por terrenos em áreas nobres na região metropolitana de São Paulo está mais acirrada. Apesar da Companhia não esperar aumento nos preços no médio prazo, os proprietários de terreno estão pedindo uma parcela maior de pagamento em dinheiro e menor em permuta, modalidade por meio da qual parte do pagamento do terreno é feita com unidades ou com participação na receita futura do futuro empreendimento. Com isto, o custo financeiro de manutenção de um alto estoque de terreno tem aumentado consideravelmente.

Ao levar em consideração estes aspectos, nossos diretores adotaram uma estratégia de manter um baixo estoque de terreno com um alto giro. Desta forma o custo de manutenção de terreno é minimizado, sem comprometer o nosso cronograma de lançamentos.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**Receita Operacional Bruta**

Nossos Diretores entendem que um importante instrumento de comercialização no nosso modelo de negócios é a concessão aos nossos clientes de financiamento para a aquisição de unidades dos empreendimentos, a prazos similares ou mais longos que os praticados pelos nossos principais concorrentes. Entretanto, evitamos manter os recebíveis oriundos de tais financiamentos após a conclusão da construção de cada empreendimento, visando com isso a aumentar o retorno sobre nosso capital. Em decorrência, atualmente recebemos a maior parte de nossa receita de vendas até quatro meses após a conclusão de cada obra, aumentando a velocidade de reinvestimento de nosso capital.

Nossa receita operacional bruta decorre, principalmente, da incorporação e venda de imóveis e, em menor proporção, da prestação de serviços de construção próprios e para terceiros, de acordo com os seguintes valores e proporções nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2008, 2009 e 2010:

	Exercício encerrado em 31 de dezembro de							
	2008		2009		2010		2011	
	<i>R\$ mil</i>	%	<i>R\$ mil</i>	%	<i>R\$ mil</i>	%	<i>R\$ mil</i>	%
<i>(R\$ mil, exceto percentagem)</i>								
Receita Operacional Bruta	865.900	100,0%	1.218.432	100,0%	2.035.959	100,0%	1.979.076	100,0%
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	837.087	96,7%	1.198.130	98,3%	2.008.211	98,6%	1.948.771	98,5%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	28.813	3,3%	20.302	1,7%	27.748	1,4%	30.305	1,5%

Receita de Incorporação e Revenda de Imóveis

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

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

Receita de Prestação de Serviços

A receita de prestação de serviços decorre de taxas de administração cobradas sobre os serviços de gerenciamento e construção de empreendimentos. No caso das taxas de administração cobradas dos empreendimentos consolidados integralmente nos quais existem outros investidores, a receita de

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

prestação de serviços é eliminada na consolidação e por outro lado reconhecemos dentro da “participação dos minoritários” a participação dos outros investidores no custo da taxa de administração reconhecido na subsidiária. Portanto, a receita de prestação de serviços fornecidos para subsidiárias consolidadas não está refletida nesta linha nem no lucro bruto.

Reconhecimento da Receita Operacional Bruta

Nossos Diretores esclarecem que adotamos a política de reconhecer a receita operacional relativa a um empreendimento somente após o período de carência legal da incorporação de 180 dias, contado da data do registro do mesmo. Podemos, contudo, passar a reconhecer a receita operacional antes deste período, caso: (i) o empreendimento atinja um percentual mínimo de vendas previsto no registro de incorporação; ou (ii) registremos pedido de suspensão da carência do registro de incorporação, fato este assumido quando julgamos adequado. Sendo assim, nenhum empreendimento em período de carência terá reconhecida sua receita operacional, mesmo que tenhamos contratado vendas ou que tenhamos incorrido em gastos relativos aos custos de incorporação.

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

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

Deduções da Receita Bruta

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

Nossos diretores explicam que a Companhia e suas sociedades de propósito específico apuram o PIS e a COFINS sob o regime cumulativo. Tais tributos incidem, respectivamente, às alíquotas de 0,65% e 3,0% sobre o total das receitas auferidas. Nesse regime, não há a possibilidade de dedução de qualquer crédito relativo ao PIS e à COFINS eventualmente incidentes em operações anteriores.

Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (“ISS”)

A Companhia, diretamente ou através de nossas sociedades de propósito específico, prestam serviços de execução de obras de construção civil, hidráulica e elétrica, serviços de administração e fiscalização de obras e serviços de engenharia. Sobre a receita bruta dessas atividades incide o ISS, cuja competência para lançamento e cobrança será: (i) do município em que esteja sendo realizada a obra, nas hipóteses dos serviços de execução de obra e de administração e fiscalização de obra; e (ii) do município em que esteja localizado nosso estabelecimento, na hipótese dos serviços de engenharia. A

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

alíquota do ISS estabelecida para os nossos serviços prestados (i) no município de São Paulo é de 5%; (ii) no Município do Rio de Janeiro é de 3%; (iii) no Município de Belo Horizonte é de 2%; e (iv) no Município de Porto Alegre é de 4%.

Custo das Vendas Realizadas

Nossos custos decorrem da incorporação imobiliária e, em menor escala, do custo de serviços prestados.

Nossos Diretores esclarecem que os custos de incorporação imobiliária compreendem os custos relativos aos terrenos, os custos financeiros correspondentes ao financiamento à construção e terreno e aos custos de construção, que incluem projeto, fundação, estrutura e acabamento, assim como os custos relativos a uma ampla variedade de matérias-primas e mão-de-obra própria e terceirizada.

Dentre os custos de incorporação imobiliária, destaca-se o custo referente à aquisição de terrenos. Esse custo pode sofrer significativa variação em decorrência das características de cada um dos terrenos, da região e do segmento do empreendimento a ser lançado. As formas de aquisição de terreno consistem em pagamento em dinheiro, permuta por unidades de nossos empreendimentos presentes ou futuros, permuta financeira (em que uma parcela das receitas decorrentes da venda de unidades do empreendimento a ser desenvolvido no terreno é repassada ao seu vendedor), e a combinação de qualquer dessas formas.

Nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011, a maior parte dos nossos custos de construção concentrou-se, principalmente, no período do 13º mês ao 18º mês da obra, conforme a evolução dos nossos custos empregados, apresentados na tabela a seguir:

Período de Construção (em meses)	Percentual de Custo Incorrido⁽¹⁾
1º ao 6º	15%
7º ao 12º	25%
13º ao 18º	35%
19 ao 24º	25%

⁽¹⁾ Não incluindo o custo para aquisição dos terrenos.

Os custos financeiros referem-se aos juros, encargos financeiros e correção monetária dos empréstimos para o financiamento à produção dos empreendimentos.

Lucro Bruto

Nosso lucro bruto reflete, basicamente, o resultado bruto de incorporação e revenda de nossos imóveis. Nossos Diretores entendem que isso se deve ao fato de que, devido aos critérios de consolidação, a receita de prestação de serviços é eliminada, na consolidação, com o respectivo custo das vendas reconhecido em nossas subsidiárias, exceção apenas à parcela de prestação de serviços contabilizada como estoque (relativo às unidades ainda não comercializadas). Com isso, nosso lucro bruto é pouco

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

impactado pelo resultado de prestação de serviços (o impacto seria nulo, não fosse a variação proporcionada pela contabilização dos estoques).

Receitas (Despesas) Operacionais

Nossos diretores explicam que as despesas operacionais da Companhia incluem preponderantemente as despesas comerciais, as despesas gerais e administrativas e as receitas e despesas financeiras líquidas.

Despesas Comerciais

As despesas comerciais incluem gastos com montagem dos plantões de vendas (estandes de vendas), decoração do apartamento modelo de cada um dos empreendimentos lançados, propagandas e publicidade. As despesas comerciais são integralmente apropriadas ao resultado observando-se o regime de competência, independentemente do seu desembolso.

Despesas Gerais e Administrativas

As despesas gerais e administrativas incluem, principalmente, (i) serviços terceirizados de auditoria, consultoria, advocatícios e outros; (ii) remuneração aos empregados e encargos sociais; (iii) honorários da administração e encargos sociais (iv) despesas societárias, incluindo a publicação de atas e demonstrações financeiras; (v) despesas legais, incluindo os serviços prestados por cartórios e pela junta comercial; e (vi) despesas com cobrança e serviços terceirizados.

Receitas e Despesas Financeiras Líquidas

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

Nossas despesas financeiras são resultado de juros incorridos por empréstimos e financiamentos a nós e às nossas subsidiárias. Contudo, as despesas financeiras não incorporam o custo financeiro relativo aos financiamentos à produção (construção e terreno), contabilizados como custo das vendas realizadas, conforme descrito acima.

Imposto de Renda e Contribuição Social

IRPJ e CSLL

Nossos diretores explicam que a Companhia apura a base de cálculo do IRPJ e CSLL de acordo com o regime de apuração do lucro real, ao passo que algumas de nossas sociedades de propósito específico utilizam o regime de apuração do lucro presumido. As atividades de incorporação imobiliária, loteamento e compra e venda de imóveis contam com procedimentos próprios de apuração do lucro real ou presumido, os quais nós adotamos.

A base de cálculo para tributação das empresas que utilizam o regime de lucro presumido para as atividades de incorporação imobiliária, loteamento e compra e venda de imóveis é determinada aplicando-se, sobre a receita bruta, o percentual de 8% para efeito do IRPJ e o percentual de 12% para efeito da CSLL.

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

Sobre o lucro real ou presumido incidem o IRPJ à alíquota de 15%, acrescida do adicional de 10%, e a CSLL à alíquota de 9%. Logo, conforme facultado pela legislação tributária, as subsidiárias cujo faturamento anual do exercício anterior tenha sido inferior a R\$48.000 mil podem optar pelo regime de lucro presumido.

Patrimônio de Afetação

O regime especial de tributação instituído pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, juntamente com a medida provisória nº 460, de 30 de março de 2009 e a Lei nº 12.024 de 27 de agosto de 2009, prevê que toda a tributação relativa a PIS, COFINS IRPJ e CSLL seja efetuada através de uma alíquota simplificada de 6% calculada sobre a receita bruta.

Participação de Minoritários e Lucro Líquido

Devido ao critério de consolidação requerido pelos Princípios Contábeis Brasileiros e adotado por nós, o lucro líquido corresponde à participação efetiva que detemos nas sociedades por nós controladas após exclusão dos resultados atribuíveis a outros investidores apresentados na rubrica “participação de minoritários”. Desta forma, contabilizamos receitas e despesas relativas a sociedades por nós controladas integralmente, mesmo que não detenhamos a totalidade do seu capital. O resultado atribuível aos outros investidores nas sociedades controladas por nós é apresentado em uma única linha de “participação de minoritários”. O nosso lucro líquido reflete corretamente apenas a nossa parcela do resultado apurado. Nossos Diretores entendem que o “lucro operacional” é a base mais conveniente para fins de comparar os nossos resultados operacionais em comparação com os de outros empreendedores. Pelos motivos indicados na seção “Modelo de Negócios” nossos Diretores entendem que nossos resultados podem não ser plenamente comparáveis com os de outros concorrentes com modelos de negócios diferentes. Para fins de avaliar nossos resultados operacionais na comparação com os de outros concorrentes, nossos Diretores entendem que a utilização da linha do resultado antes da rubrica “participação de minoritários” reduz as potenciais distorções ocasionadas pela consolidação integral ou proporcional.

EBITDA

Nossos diretores explicam que o EBITDA é o resultado líquido antes do IRPJ e da CSLL, acrescido de depreciação, amortização, despesas financeiras líquidas e encargos financeiros apropriados ao custo. O EBITDA não é uma medida de acordo com os Princípios Contábeis Brasileiros, não representa o fluxo de caixa para os períodos apresentados e não deve ser considerado como substituto para o lucro líquido como indicador do nosso desempenho operacional ou como substituto para o fluxo de caixa como indicador de liquidez. O EBITDA não possui significado padronizado e a nossa definição de EBITDA pode não ser comparável àquelas utilizadas por outras empresas.

(ii) Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais.

Nossos Diretores esclarecem que nossos resultados operacionais foram afetados preponderantemente pelo aumento do volume de lançamentos desde 2007, o que contribuiu para um aumento das vendas, de evolução das obras e consequentemente, do reconhecimento de receita. Entre o quarto trimestre de 2008 e o segundo trimestre de 2009, reduzimos o volume de nossas operações para nos adequarmos à conjuntura macroeconômica. Este volume operacional retomou seus níveis normais no segundo semestre de 2009. A redução experimentada, no entanto, trouxe impactos no volume de receita

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

reconhecida e conseqüentemente no lucro líquido de 2009. Não houve outros fatores exógenos à nossa operação que afetassem significativamente os nossos resultados operacionais. Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2010 e 2011, nosso volume de operações, ou seja, nosso volume de lançamentos em VGV potencial de vendas, foi respectivamente de R\$1.528 milhões e R\$2.070 milhões, um aumento de 35%.

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

Nossos diretores explicam que o reconhecimento das receitas resultantes de empreendimentos imobiliários é feito em função de suas obras, com base em uma mensuração financeira de conclusão dos empreendimentos e não à época da celebração dos contratos de venda. Geralmente, os principais impactos nas variações de nossas receitas são decorrentes de alterações em volumes de vendas e andamento das obras.

Em 2009, obtivemos uma receita de incorporação e revendas de imóveis de R\$1.198.130 mil, o que representou um aumento de 43,1% em relação à receita de incorporação e revenda de imóveis do exercício de 2008 de R\$837.087 mil. Aproximadamente 48% de tal aumento foi decorrente do maior volume de vendas apurado em 2009, que saltou de R\$1.126.227 mil para R\$1.232.204 mil em Vendas Contratadas, em virtude, principalmente, da retomada do crescimento econômico e aproximadamente 52% de tal aumento foi decorrente do andamento das obras ocorrido em 2009, que impactou também o reconhecimento das receitas provenientes de Vendas Contratadas em períodos anteriores. Em 31 de dezembro de 2010, atingimos o volume de R\$2.064.014 mil em vendas contratadas, o que representa um aumento de 67,5% em comparação com o mesmo período de 2009. Em 2011, atingimos o volume de R\$1.623.240 mil em vendas contratadas, uma redução de 21,4% ocasionada basicamente pela alta base de comparação do volume de vendas de 2010; uma vez que em 2010 o mercado imobiliário estava muito aquecido em decorrência dos estímulos e incentivos governamentais implementados naquele ano, com o propósito de retomar o ritmo da economia após os problemas macroeconômicos de 2008 e 2009. Adicionalmente, o menor volume de vendas provenientes de um estoque menor em 31 de dezembro de 2010 também afetou o volume de vendas, além do impacto da crise na Europa sobre as vendas do 3T11 e principalmente 4T11.

Ademais, nossos Diretores entendem que nossas receitas também são impactadas pela inflação através da atualização de nosso contas a receber de acordo com a variação do Índice Nacional da Construção Civil – INCC. Em 2009, o impacto da atualização do INCC sobre a nossa Receita Bruta foi de aproximadamente R\$31.300 mil, em 2010 o impacto foi de aproximadamente R\$101.528 mil e em 2011 de aproximadamente R\$82.562. Por fim, nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$20.302 mil em 2009, diminuindo 29,5% em comparação com a receita de construção e prestação de serviços de R\$28.813 mil apurada em 2008. Essa variação explica-se, principalmente, pela diminuição na prestação de serviços de construção e gerenciamento devido à entrega de empreendimentos com participação de terceiros consolidados de forma proporcional. No exercício findo em 31 de dezembro de 2010, nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$27.748 mil, o que representa um aumento em relação ao valor de R\$20.302 mil apurado no mesmo período em 2009, devido ao maior volume de obras em andamento que acarreta maior faturamento de taxa de gerenciamento e construção. De 2010 para 2011 a receita de prestação de serviços subiu 9,2% para R\$30.305 devido a volume de obras acelerado e pela maior participação de parceiros nas sociedades controladas – valores não eliminados integralmente na consolidação.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**Ambiente econômico no Brasil**

Nossos diretores entendem que as informações à respeito do ambiente econômico brasileiro estão refletidas no quadro 5.1 deste formulário, uma vez que neste item explicamos que atuamos no mercado brasileiro e estamos sujeitos, portanto, às condições econômicas relacionados ao Brasil.

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

Nossos diretores acreditam que as principais taxas indexadoras presentes no nosso plano de negócios são o Índice Nacional de Custo da Construção, Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, Taxa Referencial e Certificado de Depósito Interbancário:

Índice Nacional da Construção Civil – (“INCC”): os nossos custos de construção e a carteira de recebimentos de projetos não finalizados são atualizados por este índice. Em 2009 o impacto da inflação, refletido através da atualização dos nossos custos de construção pelo INCC, foi de aproximadamente R\$8.500 mil. Em 2010, o impacto do INCC, foi de aproximadamente R\$ 25.304 mil e em 2011 foi de R\$ 32.276 mil O impacto da variação do INCC sobre nossa receita já foi descrito no item anterior.

Taxa Referencial (“TR”): 55,8% do nosso endividamento total está atrelado à Taxa Referencial (financiamento à produção). Em 2009 o impacto da TR no resultado Financeiro foi de aproximadamente R\$1.600 mil negativos, em 2010, o impacto da TR em nosso resultado financeiro foi de aproximadamente 2.291 mil e em 2011 de R\$8.871 mil.

Certificado de Depósito Interbancário (“CDI”): parcela substancial de nossas aplicações financeiras e 34,1% do nosso endividamento total estão atrelados ao Certificado de Depósito Interbancário. Em 2009 o impacto do CDI nas despesas financeiras foi de aproximadamente R\$14.900 mil e o impacto do CDI nas receitas financeiras foi de aproximadamente R\$27.100 mil. Em 2010, o impacto do CDI em nossa receita financeira foi de aproximadamente R\$14.793 mil e em 2011 foi de R\$23.204 mil.

Taxas de câmbio: não possuímos dívidas ou valores a receber denominados em moeda estrangeira.

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

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

a) introdução ou alienação de segmento operacional

Não introduzimos ou alienamos qualquer segmento operacional durante os períodos apresentados.

b) constituição, aquisição ou alienação de participação societária

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

c) eventos ou operações não usuais

Não ocorreram eventos ou operações não usuais.

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

Em Dezembro de 2010 o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (“CPC”) também aprovou a Orientação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis 04, (“OCPC 04”) – Aplicação da Interpretação Técnica ICPC 02 às Entidades De Incorporação Imobiliárias Brasileiras que fornece orientações detalhadas adicionais para definir o modelo contábil a aplicar para o reconhecimento de receita em diversos contratos de incorporação imobiliária.

A administração da Companhia se encontra avaliando os seus diversos contratos para avaliar se os mesmos qualificam conforme o OCPC 04 para reconhecer a receita com base no método de percentual de evolução da obra ou no momento da entrega das unidades. O estagio da análise atual indica que é improvável que o reconhecimento seja no momento da entrega das unidades.

Adicionalmente, nesse processo de convergência para o IFRS, além dos pronunciamentos contábeis já emitidos, esperase que o CPC emita novos pronunciamentos no futuro. Este conjunto de novos pronunciamentos pode afetar os resultados de nossas operações de forma relevante e, consequentemente, a base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos. Esses eventos estão fora do nosso controle e nós não podemos prever o conteúdo de tais novos pronunciamentos contábeis. Assim, estes pronunciamentos contábeis podem alterar significativamente o modo como elaboraremos nossas futuras demonstrações financeiras.

b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

Não aplicáveis para os exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2010 e 2011.

Os efeitos relevantes em 2007 e 2008 decorrentes das alterações das práticas contábeis estão divulgados no Formulário de Referência de 2010 (Item 10.4.b).

c) ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Os pareceres de auditoria emitidos sobre as nossas demonstrações financeiras dos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2009 (apresentadas em forma comparativa com 2008) e de 2008 (apresentadas em forma comparativa com 2007) incluem parágrafo de ênfase, em decorrência das mudanças nas Práticas Contábeis Adotadas no Brasil durante o ano de 2008. As demonstrações financeiras relativas ao exercício anterior encerrado em 31 de dezembro de 2007, apresentadas para fins de comparação, foram ajustadas e reapresentadas conforme previsto nas Normas e Procedimentos de Contabilidade – NPC nº 12 – “Práticas Contábeis, Mudanças de Estimativas Contábeis e Correção de Erros”. Nossos diretores optaram por apresentar as referidas demonstrações contábeis ajustadas, para possibilitar a comparabilidade entre os exercícios.

Os pareceres de auditoria emitidos sobre as nossas demonstrações financeiras dos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2011 e 31 de dezembro de 2010 contém ênfase relacionada à elaboração das demonstrações financeiras, pois adicionalmente as IFRS, consideram a Orientação OCPC 04 editada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata do reconhecimento da receita desse setor e envolve assuntos relacionados ao significado e aplicação do conceito de transferência contínua de riscos, benefícios e de controle na venda de unidades imobiliárias, conforme descrito em

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

maiores detalhes no Item 10.5 a seguir. Nossos auditores reforçam que a opinião deles não está ressalvada em função desse assunto.

Adicionalmente, o parecer de auditoria emitido sobre a demonstração financeira do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2011 contempla ênfase sobre as demonstrações individual e consolidada do valor adicionado (DVA), uma vez que estas são requeridas pela legislação societária brasileira para companhias abertas, mas não são requeridas pelas IFRS. Essas demonstrações foram submetidas aos mesmos procedimentos de auditoria e, de acordo com nossos auditores, estão adequadamente apresentadas, em todos os seus aspectos relevantes, em relação às demonstrações financeiras preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil tomadas em conjunto.

A administração da Companhia entende que neste período de adaptação e evolução das práticas contábeis adotadas no Brasil a ênfase apresentada nos pareceres de auditoria apenas reforça e alerta o leitor das demonstrações financeiras sobre este processo de convergência e seus impactos no setor como um todo.

A Companhia avaliou os seus diversos contratos para verificar se os mesmos se qualificam conforme o OCPC 04 para reconhecer a receita com base no método de percentual de evolução da obra ou no momento da entrega das unidades e entendemos que sim. A administração se encontra em fase de finalização da análise dos impactos da aplicação de outros pronunciamentos emitidos pelo CPC e aplicáveis para o encerramento dos próximos exercícios.

Adicionalmente, nesse processo de convergência para o IFRS, além dos pronunciamentos contábeis já emitidos, espera-se que o CPC emita novos pronunciamentos no futuro. Este conjunto de novos pronunciamentos pode afetar os resultados de nossas operações de forma relevante e, consequentemente, a base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos. Esses eventos estão fora do nosso controle e nós não podemos prever o conteúdo dos novos pronunciamentos contábeis. Cabe reforçar, estes pronunciamentos contábeis poderão alterar significativamente o modo como elaboraremos nossas futuras demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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

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

Abaixo segue uma descrição das práticas contábeis críticas que adotamos:

Reconhecimento da Receita: Receita de Venda de Imóveis

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

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

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

- O valor justo da receita das unidades vendidas é calculado a valor presente com base na taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo IPCA, entre o momento da assinatura do contrato e a data prevista para a entrega das chaves do imóvel pronto ao promitente comprador (a partir da entrega das chaves, sobre as contas a receber passa a incidir juros de 12% ao ano, acrescido de atualização monetária). A taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo IPCA é compatível com a natureza, o prazo e os riscos de transações similares em condições de mercado, sendo sua taxa média no exercício findo em 31 de dezembro de 2011 de 6,5 % ao ano (2010 – 6,2% ao ano). Subsequentemente, à medida que o tempo passa, os juros são incorporados ao novo valor justo para determinação da receita a ser apropriada, sobre o qual será aplicado o POC.

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

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

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

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

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

Contas a receber

A comercialização das unidades é efetuada, substancialmente, durante as fases de lançamento e construção dos empreendimentos. As contas a receber de clientes, nesses casos, são constituídas aplicando-se o percentual de evolução da obra (POC) sobre a receita das unidades vendidas, ajustada segundo as condições dos contratos de venda, sendo assim determinado o montante das receitas acumuladas a serem reconhecidas, sobre o qual deduz-se as parcelas recebidas, determinando-se o valor do contas a receber. Caso o montante das parcelas recebidas fosse superior ao da receita acumulada reconhecida, o saldo seria classificado como adiantamento de clientes, no passivo.

As contas a receber de clientes são, inicialmente, reconhecidas pelo valor justo e, subsequentemente, mensuradas pelo custo amortizado com o uso do método da taxa efetiva de juros menos a Provisão para Devedores Duvidosos (PDD) (impairment).

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

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

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

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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

Imóveis a comercializar

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

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

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

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

Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro

As despesas de imposto de renda e contribuição social do período compreendem os impostos corrente e diferido, ambos reconhecidos na demonstração do resultado.

O encargo de imposto de renda e contribuição social corrente e diferido é calculado com base nas leis tributárias promulgadas na data do balanço. A administração avalia, periodicamente, as posições assumidas pelo Grupo nas declarações de impostos de renda com relação às situações em que a regulamentação fiscal aplicável dá margem a interpretações. Estabelece provisões, quando apropriado, com base nos valores estimados de pagamento às autoridades fiscais.

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

Conforme facultado pela legislação tributária, certas controladas, cujo faturamento anual do exercício anterior tenha sido inferior a R\$ 48.000, optaram pelo regime de lucro presumido. Para essas sociedades, a base de cálculo do imposto de renda é calculada à razão de 8% e a da contribuição social à razão de 12% sobre as receitas brutas (32% quando a receita for proveniente da prestação de serviços e 100% das receitas financeiras), sobre as quais aplicam-se as alíquotas regulares do respectivo imposto e contribuição.

Adicionalmente, como também facultado pela legislação tributária, certas controladas efetuaram a opção irrevogável pelo "Regime Especial de Tributação – RET", adotando o "patrimônio de afetação", segundo o qual o imposto de renda e contribuição social são calculados à razão de 3,34% sobre as receitas brutas (6% também considerando as Contribuições ao Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e ao Programa de Integração Social (PIS) sobre as receitas).

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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

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

Os impostos de renda diferidos ativos e passivos são compensados quando há um direito exequível legalmente de compensar os ativos fiscais correntes contra os passivos fiscais correntes e quando os impostos de renda diferidos ativos e passivos se relacionam com os impostos de renda incidentes pela mesma autoridade tributável sobre a entidade tributária ou diferentes entidades tributáveis onde há intenção de liquidar os saldos numa base líquida.

Nossos Diretores entendem que este é um procedimento conservador, em linha com as práticas de mercado.

Plano de pensão

O plano de previdência complementar foi implantado na modalidade de Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL). Nos termos do regulamento desse plano, o custeio é paritário, de modo que a nossa parcela equivale a 100% daquela efetuada pelo empregado de acordo com uma escala de contribuição embasada em faixas salariais, que variam de 1% a 6% da remuneração do empregado. Os fundos para os quais as contribuições são direcionadas são:

- (a) UBB AIG Corporate I FIQ FI Especialmente Constituídos Renda Fixa;
- (b) UBB AIG Corporate IV FIQ FI Especialmente Constituídos Renda Fixa; e
- (c) PREVER Platinum RV 49 FIQ de FI Especialmente Constituídos Multimercado (Plano Composto).

Nossos Diretores entendem que esse benefício é um diferencial oferecido pela Companhia aos seus colaboradores.

Instrumentos Financeiros

Os ativos financeiros são classificados sob as seguintes categorias: mensurados ao valor justo por meio do resultado, empréstimos e recebíveis. A classificação depende da finalidade para a qual os ativos financeiros foram adquiridos. Nossos Diretores determinam a classificação de seus ativos financeiros no reconhecimento inicial.

(i) Risco de crédito

O risco de crédito é administrado corporativamente. O risco de crédito decorre de contas a receber de clientes, depósitos em bancos e ativos financeiros ao valor justo por meio do resultado. Nosso Diretores avaliam nosso risco de crédito como praticamente nulo face a garantia real de recuperação de seus produtos nos casos de inadimplência durante o período de construção. As informações contábeis consolidadas contemplam provisão, para fazer face a eventuais perdas na recuperação de recebíveis relacionados com imóveis já concluídos, representando 0,7% dessa carteira.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**(ii) Risco de taxa de juros**

As taxas de juros contratadas sobre aplicações financeiras são equivalentes a 100,0% a 101,0% da variação do Certificado de Depósito Interbancário (CDI). As contas a receber estão, substancialmente, atualizadas pela variação do Índice Nacional da Construção Civil (INCC) até a entrega das chaves e, posteriormente, pela variação do Índice Geral de Preços Mercado (IGPM) ou pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acrescido de juros de 12% ao ano, apropriados de forma pro rata temporis a partir da conclusão da construção e entrega da unidade vendida. O financiamento para aquisição de terrenos está sujeito à variação de 100% da taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), acrescida de spread de 2,0% ao ano. As operações de crédito imobiliário estão sujeitas à variação da Taxa Referencial de Juros (TR), acrescida de 11% a 12% ao ano. Os saldos de mútuos mantidos com parceiros estão, substancialmente, sujeitos à variação de 100% da taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), acrescido de juros de 3,5% a 4% ao ano, com vencimentos renegociáveis para o longo prazo, obedecendo ao prazo médio de desenvolvimento e finalização dos empreendimentos correspondentes.

(iii) Risco de liquidez

É o risco de não dispormos de recursos líquidos suficientes para honrar nossos compromissos financeiros, em decorrência de descasamento de prazo ou de volume entre os recebimentos e pagamentos previstos. Para administrar a liquidez do caixa em moeda nacional, são estabelecidas premissas de desembolsos e recebimentos futuros, sendo monitoradas diariamente pela área de Tesouraria. Nossos Diretores entendem que tal prática minimiza nosso risco de liquidez.

(iv) Gestão de riscos financeiros

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

(v) Risco com taxa de câmbio

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

(vi) Instrumentos financeiros derivativos

A Companhia e suas sociedades controladas possuem apenas uma operação de hedge em todo o período das demonstrações financeiras e encontra-se em aberto em 31 de dezembro de 2011. O Grupo documenta, no início da operação, a relação entre os instrumentos de hedge e os itens protegidos por hedge, assim como os objetivos da gestão de risco e a estratégia para a realização de várias operações de hedge. O Grupo também documenta sua avaliação, tanto no início do hedge como de forma contínua, de que os derivativos usados nas operações de hedge são altamente eficazes na compensação de variações no valor justo ou nos fluxos de caixa dos itens protegidos por hedge.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

O ganho ou perda relacionado com a parcela efetiva dos swaps de taxa de juros que protege as debêntures com taxas variáveis é reconhecido na demonstração do resultado como "Despesas financeiras". Não há ganho ou perda relacionado com a parcela não efetiva, uma vez que a operação foi efetuada com mesmo valor e vencimento.

O Grupo não possui outros instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo no balanço patrimonial, tais como contratos futuros ou opções (compromissos de compra ou venda de moeda estrangeira, índices ou ações), swaps, contratos a termo ou qualquer outro derivativo, inclusive aqueles denominados "exóticos".

Nossos Diretores entendem que uma política mais conservadora com relação aos instrumentos financeiros derivativos é mais favorável à nós.

Provisões para Contingências

Somos parte em processos, judiciais e administrativos, de natureza tributária, cível e trabalhista. Realizamos provisões para processos judiciais e administrativos dos quais somos parte, as quais nossos Diretores entendem que são suficientes para atender aquelas contingências cuja perda consideramos provável.

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

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

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

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs***10.6. Comentários dos Diretores sobre controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis:*****a) grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

Nossos Diretores acreditam que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é satisfatório. Estamos atentos às novas tecnologias e investimos em seus controles a fim de aprimorá-los cada vez mais. Tendo em vista os nossos planos de crescimento, nossos Diretores decidiram implantar, a partir de 2006, o Sistema SAP de informações gerenciais, de modo a melhorar seus controles internos. Adicionalmente, a partir do ano 2008, criamos um departamento de auditoria interna, o qual tem como principal objetivo assegurar que operacionalmente manteremos padrões de qualidade e controles que vão contribuir para a melhoria contínua da elaboração de nossas demonstrações financeiras. Nossos Diretores acreditam que o departamento de auditoria interna já contribuiu para a melhoria de nossos padrões de qualidade do ano de 2009 até o momento. Sempre que necessário corrigimos relatórios existentes e customizamos novas ferramentas para maior controle e eficiência de nossas operações.

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

Os auditores independentes emitiram “Relatório sobre o estudo e a avaliação dos sistemas contábil e de controles internos elaborado em conexão com o exame das demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2008” no qual informam nossos diretores que foi efetuado estudo e avaliação dos sistemas contábil e de controles internos com o exclusivo propósito de estabelecer a natureza, a oportunidade e a extensão necessárias para a aplicação dos procedimentos de auditoria para fins de emitir opinião sobre as demonstrações financeiras nessa data e não para fins de expressar uma opinião ou conclusão sobre os nossos sistemas contábil e de controles internos. Como resultado desse estudo e avaliação foram feitas sugestões de aprimoramento dos controles internos pelos auditores independentes, principalmente relacionadas à formalização de acessos e definições de privilégios nos sistemas de informação. Nossos Diretores entendem que as principais deficiências relativas ao aprimoramento dos controles de formalização de acessos e definições de privilégios nos nossos sistemas de informação foram sanadas e que, atualmente, não possuímos deficiências significativas neste aspecto que possam afetar nossas demonstrações financeiras.

Os auditores não efetuaram recomendações sobre os controles internos em relação ao exame das demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2009, 2010 e a carta de 2011 está em fase de elaboração.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados***10.7. Comentários dos Diretores sobre aspectos referentes a eventuais ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários:*****a) como os recursos resultantes da oferta foram utilizados***Ações*

Em março de 2007, realizamos uma oferta pública primária de 34.782.609 ações ordinárias acrescidas, em abril de 2007, de 5.217.391 ações do lote suplementar, ao preço de R\$11,50 por ação, totalizando R\$460.000 mil. Os recursos resultantes da oferta pública primária de ações foram utilizados no desenvolvimento normal de nossas atividades, sendo alocados para aquisição de terrenos e incorporação de novos empreendimentos (70%), para financiamento de clientes (5%), para construção de empreendimentos lançados à época (15%), bem como, para reforçar nosso *capital de giro* (10%).

Em abril de 2010, realizamos uma oferta pública de 48.666.667 ações ordinárias acrescidas, de 5.666.667 ações do lote suplementar, ao preço de R\$6,00 por ação, totalizando R\$326.000 mil. Os recursos resultantes da oferta pública de ações estão sendo utilizados no desenvolvimento normal de nossas atividades, sendo alocados para aquisição de terrenos e incorporação de novos empreendimentos.

Debêntures

Realizamos nossa segunda emissão de debêntures em 30 de janeiro de 2008, sob o nº CVM/SRE/DEB/2008/007. Na nossa segunda emissão pública de debêntures, primeira emissão no âmbito de nosso primeiro programa de distribuição pública de debêntures, foram emitidas 15.000 debêntures simples, todas nominativas e escriturais, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, de nossa emissão, no valor total de R\$150 milhões, na data de emissão, qual seja, 1º de outubro de 2007, com valor nominal unitário de R\$10.000,00. Os recursos resultantes da nossa segunda emissão de debêntures foram utilizados no pagamento de financiamentos que tomamos junto a bancos, cujos recursos foram utilizados no desenvolvimento normal das nossas atividades, sendo utilizados na aquisição de terrenos e na incorporação de novos empreendimentos.

Realizamos nossa terceira emissão de debêntures em 20 de fevereiro de 2008, sob o nº CVM/SRE/DEB/2008/010. Na nossa terceira emissão pública de debêntures, segunda emissão no âmbito do nosso primeiro programa de distribuição pública de debêntures, foram emitidas 10.000 debêntures simples, todas nominativas e escriturais, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, de nossa emissão, no valor total de R\$100,0 milhões, na data de emissão, qual seja, 15 de outubro de 2007, com valor nominal unitário de R\$10.000,00. Os recursos resultantes da nossa terceira emissão de debêntures foram utilizados no desenvolvimento normal das atividades da Emissora, sendo utilizados da seguinte forma: (i) aproximadamente 20% dos recursos captados, para reforço de capital de giro; e (ii) aproximadamente 80% dos recursos captados, a serem utilizados na aquisição de terrenos.

Realizamos nossa quarta emissão de debêntures em 4 de dezembro de 2009, nos termos da Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009. Na nossa quarta emissão pública de debêntures, foram emitidas 75 debêntures simples, todas nominativas e escriturais, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, de nossa emissão, no valor total de R\$75 milhões, na data de emissão, qual seja, 4 de dezembro de 2009, com valor nominal unitário de R\$1 milhão. Os recursos resultantes da nossa quarta emissão de debêntures foram utilizados para (i) suprir a necessidade de capital de giro; (ii) suprir necessidade de gastos de custos de construção anteriores ao desembolso de financiamento a produção

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

de cada projeto; (iii) suprir gastos gerais administrativos; e (iv) prépagamento de parcela de debêntures no valor de R\$20 milhões vincenda em 2010, referente à nossa segunda emissão de debêntures.

Realizamos nossa quinta emissão de debêntures em 10 de março de 2011, nos termos da Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009. Na nossa quinta emissão pública de debêntures, foram emitidas 25.000 mil debêntures simples, todas nominativas e escriturais, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em até duas séries, de nossa emissão, no valor total de R\$250 milhões, na data de emissão, qual seja, 10 de março de 2011, com valor nominal unitário de R\$10 mil. Os recursos resultantes da nossa quinta emissão de debêntures foram utilizados para (i) alongamento do perfil da dívida, mediante pré-pagamento de R\$145 milhões; dos quais R\$100 milhões foram utilizados para pagamento de debêntures da segunda emissão de debêntures da Companhia emitidas em 2007 e R\$45 milhões para o pagamento das debêntures da quarta emissão de debêntures da Companhia, emitidas em 2009; e (ii) o restante, R\$102 milhões, foram destinados para aquisição de novos terrenos.

Nossos Diretores entendem que as emissões de debêntures foram importantes para o alongamento do perfil de nossa dívida, o que nos permitiu realizar mais investimentos em nossos empreendimentos.

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.

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

Não houve desvios.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios***10.8. Itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia:***

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

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

b) outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

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

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante**10.9. Comentários dos Diretores sobre cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8:****(a) como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor**

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

(b) natureza e o propósito da operação

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

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

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