

## 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	61
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	69
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	70
10.5 - Políticas contábeis críticas	72
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	81
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	83
10.8 - Plano de Negócios	85
10.9 - Outros fatores com influência relevante	86

**5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos****5.1. Riscos de mercado a que estamos expostos, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxa de juros:****i) Risco de mercado**

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 salas 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.

**ii) Risco de crédito**

Estamos expostos ao risco de crédito, haja vista que financiamos o cliente até conduzirmos o repasse dos recebíveis à instituições financeiras quando entregue a unidade. As contas a receber da venda das unidades concluídas e não concluídas, sem considerar os efeitos de ajuste a valor presente, pode ser demonstrada conforme segue, por ano de vencimento em R\$ mil:

	Consolidado	
	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Vencidas	33.483	31.319
A vencer:		
2012	-	1.841.132
2013	2.021.221	961.053
2014	1.248.037	622.457
2015	545.121	382.440
2016 em diante	<u>106.515</u>	<u>-</u>
	<u>3.954.377</u>	<u>3.838.401</u>

**iii) Risco de liquidez**

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,

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

são estabelecidas premissas de desembolsos e recebimentos futuros, sendo monitoradas diariamente pela área de Tesouraria.

A previsão de fluxo de caixa é realizada nas entidades operacionais do Grupo e agregada pelo Departamento de Finanças, o qual monitora as previsões contínuas das exigências de liquidez do Grupo para assegurar que ele tenha caixa suficiente para atender às necessidades operacionais. Também mantém espaço livre suficiente em suas linhas de crédito compromissadas disponíveis, a qualquer momento, a fim de que o Grupo não quebre os limites ou as cláusulas do empréstimo (quando aplicável) em qualquer uma de suas linhas de crédito. Essa previsão leva em consideração os planos de financiamento da dívida do Grupo e o cumprimento de cláusulas contratuais.

### iv) Risco do fluxo de caixa e taxa de juros

O Grupo analisa sua exposição à taxa de juros de forma dinâmica. São simulados diversos cenários, levando em consideração refinanciamento, renovação de posições existentes, financiamento e “hedge” alternativos. Com base nesses cenários, o Grupo define uma mudança razoável na taxa de juros e calcula o impacto sobre o resultado. Análise de sensibilidade de variação em taxas de juros e outros indexadores dos ativos e passivos financeiros:

<u>Dados consolidados</u>	2012		2011		2012		
	<u>Ativo</u>	<u>Passivo</u>	<u>Ativo</u>	<u>Passivo</u>	<u>Provável</u>	<u>25%</u>	<u>50%</u>
Contas a receber de clientes (nota explicativa nº 9.(a)):	<u>2.034.560</u>	-	<u>1.991.604</u>	-			
IGP-M/IPCA	500.764	-	480.789	-	39.119	29.339	19.560
INCC	1.553.796	-	1.510.815	-	111.387	83.540	55.694
Cessão de recebíveis (nota explicativa nº9.(b))	-	<u>19.830</u>	-	<u>30.664</u>			
IGP-M/IPCA	-	19.830	-	30.664	(1.549)	(1.936)	(2.324)
Empréstimos (nota explicativa nº 15.(a))	-	<u>1.041.046</u>	-	<u>1.026.288</u>			
CDI	-	220.025	-	243.337	(18.475)	(23.094)	(27.713)
TR	-	821.021	-	782.951	(2.378)	(2.973)	(3.568)
Debêntures (nota explicativa nº 15.(b))	-	<u>400.000</u>	-	<u>354.000</u>			
IPCA	-	-	-	50.000	-	-	-
CDI	-	400.000	-	304.000	(33.588)	(41.985)	(50.381)

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

<u>Dados consolidados</u>	2012		2011		2012		
	<u>Ativo</u>	<u>Passivo</u>	<u>Ativo</u>	<u>Passivo</u>	<u>Provável</u>	<u>25%</u>	<u>50%</u>
Mútuos (nota explicativa nº 20)	<u>52.106</u>	<u>-</u>	<u>33.320</u>	<u>-</u>			
CDI	52.106	-	33.320	-	4.375	3.281	1.641
Contas a pagar de terrenos (nota explicativa nº 14)	<u>-</u>	<u>103.385</u>	<u>-</u>	<u>83.982</u>			
INCC	-	103.385	-	80.040	(7.508)	(9.385)	(11.262)
IGP-M	-	-	-	2.666	-	-	-
INPC	-	-	-	1.276	-	-	-

Na análise de sensibilidade para os próximos 12 meses a Companhia classificou como provável as variações decorrentes dos indexadores CDI, TR, INCC, IGP-M e IPCA acumulados em 31 de dezembro de 2012. Nos cenários adicionais são contempladas, no caso dos ativos financeiros, a deterioração das variações percentuais em 25% e 50%. Para os passivos financeiros, a análise contempla uma variação superior dos indexados em 25% e 50%.

Os passivos sujeitos a taxas variáveis de juros são: (1) crédito imobiliário, o qual está sujeito à variação da TR de juros, cujo risco de volatilidade é considerado baixo pela Administração; (2) debêntures e empréstimos e financiamentos, os quais estão parcialmente sujeitos à variação das taxas de CDI e para as quais existe um “hedge” natural nas aplicações financeiras, minimizando impactos relacionados com os riscos de volatilidade; e (3) contas a pagar na aquisição de imóveis, as quais estão sujeitas à variação do INCC e para as quais existe um “hedge” natural no contas a receber de clientes de unidades em construção.

Eventualmente, o Grupo também efetua operações de “swap” de taxa de juros, a fim de proteger o risco de taxa de juros decorrente de debêntures emitidas e sujeitas à variação das taxas de CDI.

**v) Risco cambial**

As depreciações do real em relação ao dólar podem 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.

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.

**vi) Risco macroeconômico**

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.

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

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.

### **vii) Risco de mudanças contábeis**

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, conseqüentemente, 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;

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

##### i) Risco de liquidez

Para administrar a liquidez do caixa em moeda nacional, são estabelecidas premissas de desembolsos e recebimentos futuros, sendo monitoradas diariamente pela área de Tesouraria. O excesso de caixa mantido pelas entidades operacionais, além do saldo exigido para administração do capital circulante, é transferido para o fundo exclusivo para aplicação pelo Grupo, o qual investe o excesso de caixa em contas-correntes com incidência de juros, depósitos a prazo, depósitos de curto prazo e títulos e valores mobiliários, escolhendo instrumentos com vencimentos apropriados ou liquidez suficiente para fornecer margem às previsões de fluxo de caixa operacional.

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.

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) Risco de crédito

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).

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

##### iii) Risco de mercado

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.

##### iv) Risco do fluxo de caixa

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

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

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.

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

### v) Risco cambial

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.

### vi) Risco macroeconômico

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.

### vii) Risco de mudanças contábeis

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.

### b) estratégia de proteção patrimonial (hedge);

Não possuímos uma estratégia específica para proteção patrimonial.

### c) instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge);

O Grupo possui apenas uma operação de “hedge” em todo o período das demonstrações financeiras, em aberto em 31 de dezembro de 2012.

Em 20 de agosto de 2010, foi contratada operação de “swap” de taxa de juros, com data de efetivação a partir de 1º de outubro de 2010, para as debêntures de primeira emissão, substituindo a remuneração de CDI mais 1,85% para IPCA mais 7,64%. Após a liquidação antecipada das referidas debêntures no exercício findo em 31 de dezembro de 2012, o contrato de “swap” foi convertido e passou a ser apresentado na rubrica “Empréstimos e financiamentos”, item a) desta nota, até a sua total quitação em 1º de outubro de 2013.

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

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

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 no último dia útil do referido mês do exercício em apuração.

### **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 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 e monitoria do nível de inadimplência. 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 periodicamente, são examinados, entre outros assuntos, (i) projeções de fluxo de caixa e indicador de alavancagem, (ii) o comportamento dos empreendimentos já lançados em relação aos parâmetros econômico-financeiros (margens e retorno sobre o capital investido) dos estudos realizados e aprovados anteriormente ao lançamento, (iii) o impacto de variações de parâmetros comerciais (preços e velocidade de vendas) na rentabilidade e no fluxo de caixa nosso e dos nossos empreendimentos, (iv) o financiamento dos empreendimentos (taxa de juros e volume financiado) 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 com objetivos diversos de proteção patrimonial (*hedge*).

### **f) estrutura organizacional de controle de gerenciamento desses riscos;**

A Companhia não possui Comitê Executivo de Risco instalado.

Monitoramos nossos riscos por meio de uma estrutura organizacional multidisciplinar, tendo como responsável a Diretoria Executiva de Assuntos Corporativos, a qual avalia se as ações praticadas estão sendo feitas conforme as políticas adotadas para gerenciamento de riscos.



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

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

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

Em relação aos riscos financeiros, a gestão é realizada pela Tesouraria Central do Grupo a qual identifica e avalia os riscos de acordo com a Política Financeira da Companhia aprovada em RCA.

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

Consideramos adequada a estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada.

## **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 (2012) 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 2012 a Even Construtora e Incorporadora foi eleita a Empresa que Mais Respeita o Consumidor, pela revista Consumidor Moderno, com base em uma pesquisa realizada pela Shopper Experience.

Em 31 de dezembro de 2010, nossas vendas contratadas atingiram o valor de R\$2.064 milhões, no exercício de 2011 atingiram R\$1.623 milhões e no exercício findo em 31 de dezembro de 2012, nossas vendas contratadas atingiram R\$1.758,3 milhões.

Nossos Diretores entendem que sob a perspectiva puramente financeira, a Companhia apresentou sólidos resultados, auferindo uma receita líquida consolidada de R\$1.956 milhões em 2010, R\$1.908 milhões em 2011 e no exercício findo em 31 de dezembro de 2012, R\$2.162 milhões.

Apresentamos lucro líquido de R\$252,5 milhões em 2010 (margem líquida de 12,9%); R\$226,1 milhões em 2011 (margem líquida de 11,8%) e no exercício findo em 31 de dezembro de 2012, R\$256,9 milhões (margem líquida de 11,9%).

Concluimos o ano de 2012 com uma posição de caixa de R\$471,7 milhões e alavancagem de 54% (Dívida Líquida / Patrimônio Líquido), além de termos apresentado uma geração de caixa no ano (variação de dívidas líquidas de dez/11 para dez/12) de R\$52 milhões. Concluimos o ano de 2011 com uma posição de caixa de R\$427,1 milhões e alavancagem de 61% e 2010 com R\$528,5 milhões e alavancagem de 46%.

Terminamos o ano de 2010 com uma dívida líquida de R\$648 milhões, 2011 com R\$975 milhões e 2012 com R\$977 milhões.

Apresentamos em 2012 ROE (Retorno sobre o capital próprio) de 15,4%, em 2011 de 15,3% e em 2010 de 22%.

A Even apresentou liquidez corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante) em 2012 de 4,2x, em 2011 de 3,1x e em 2010 de 2,6x.

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.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****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, conforme já demonstrado assim. 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 e em 31 de dezembro de 2012 de 0,54.

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

Abaixo demonstramos a abertura da nossa estrutura financeira aberta por capital próprio (PL) e capital de terceiros (Passivo):

	2012	%	2011	%	2010	%
Passivo Circulante	765.036	20%	997.696	29%	961.616	31%
Passivo não Circulante	1.203.552	32%	896.910	26%	689.192	23%
Patrimônio Líquido	1.805.093	48%	1.594.474	46%	1.409.837	46%
<b>Total</b>	<b>3.773.681</b>	<b>100%</b>	<b>3.489.080</b>	<b>100%</b>	<b>3.060.645</b>	<b>100%</b>

É importante ressaltar que em 31 de dezembro de 2012 a soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo e das debêntures de curto e longo prazo totalizou R\$1.448,7 milhões, sendo que 66% deste total era composto por financiamento à produção e terrenos e 34% por dívida corporativa (debêntures e CRI's). É importante destacar que a companhia não possui vencimentos da dívida corporativa até o ano de 2014.

**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.

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

Nossos diretores avaliam constantemente o fluxo de caixa e os resultados da Companhia, o que engloba indicadores como caixa, endividamento, alavancagem, lucro líquido e ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido).

As diretrizes para avaliação e tomada de decisão em relação ao fluxo de caixa da companhia estão baseadas na nossa Política Financeira aprovada e revisada pelo Conselho de Administração periodicamente.

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

Desta forma, nossos diretores entendem que tivemos (em 2010, 2011 e 2012) e continuaremos tendo condições para honrar com as nossas obrigações de curto e médio prazos.

### **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. Preponderantemente, financiamos nosso capital de giro por recursos oriundos das antecipações de clientes e faturamento das vendas.

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.

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”).

Ressaltamos que esta estratégia tem sido adotada pela Companhia ao longo dos anos, inclusive para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2010, 2011 e 2012.

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

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

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

### **f) níveis de endividamento e as características de tais dívidas**

Nossos Diretores entendem que nossos níveis de endividamento são compatíveis com as práticas do setor imobiliário. Nos exercício social findo em 31 de dezembro de 2010, possuímos 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 aumentou para 99% e em 31 de dezembro de 2012 foi de 97%.

**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
	2009	2010	2011	dezembro de
				2012
<i>(R\$ mil)</i>				
Crédito de Recebíveis Imobiliários	–	–	76.800	84.841
Empréstimos para Capital de Giro (FINAME)	–	–	2.439	–
Financiamento de terreno	151.970	123.946	164.099	132.970
Crédito imobiliário	417.966	721.972	782.950	821.021
Debêntures	320.581	330.160	375.970	407.617
Outros	–	–	–	2.214
<b>Total</b>	<b>890.517</b>	<b>1.176.078</b>	<b>1.402.258</b>	<b>1.448.662</b>

**Financiamento de terreno**

Nossas linhas de financiamento de terrenos são compostas por contratos celebrados junto aos bancos Itaú 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 índices e limites financeiros apresentados no item 10.1.f.iv deste formulário.

**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 8,5% e 11% ao ano e tem vencimento entre 2013 e 2017. 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.

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

Nossa emissão de 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 índices e limites financeiros também apresentados no item 10.1.f.iv deste formulário.

São Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da Espécie Quirografária, em Série Única, para Distribuição Pública com Garantia Firme de Colocação e vencimento em 42 meses contados da data de emissão e possuem remuneração que corresponde à 100% da variação acumulada das taxas médias diárias dos depósitos interfinanceiros (DI), capitalizada de um spread correspondente a 1,9% ao ano. De uma maneira geral, devemos observar os índices e limites financeiros também apresentados no item 10.1.f.iv deste formulário.

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:

<b>Ano</b>	<b>Valor Total <sup>(*)</sup> (em R\$ mil)</b>
2011 .....	617.910
2012 .....	407.609
2013 .....	135.297
2014 .....	15.262

**<sup>(\*)</sup> 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\$1.402.258 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2011:

<b>Ano</b>	<b>Valor Total <sup>(*)</sup> (em R\$ mil)</b>
2012 .....	613.405
2013 .....	343.715
2014 .....	120.993
2015 em diante .....	324.145

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



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

A tabela abaixo apresenta o cronograma para amortização da nossa dívida no valor total de R\$1.448.662 mil, conforme apurado em 31 de dezembro de 2012:

<b>Ano</b>	<b>Valor Total <sup>(*)</sup> (em R\$ mil)</b>
2013 .....	307.279
2014 .....	482.896
2015 .....	387.805
2016 em diante .....	270.682

**(\*) Dívida inclui empréstimos e financiamentos no montante de R\$1.041.046 mil e debêntures no montante de R\$407.617 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 2010, 2011, e no exercício findo em 31 de dezembro de 2012.

<b>(R\$ mil)</b>			<b>31 de dezembro</b>					
			<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
			<b>Curto Prazo</b>	<b>Longo Prazo</b>	<b>Curto Prazo</b>	<b>Longo Prazo</b>	<b>Curto Prazo</b>	<b>Longo Prazo</b>
<b>Contratos Financeiros Relevantes</b>	<b>Encargos</b>	<b>Vencimento</b>						
Crédito de Recebíveis Imobiliário - CRI	100% CDI + spread 1,5% a.a.	15/Ago/2023	-	-	-	76.800	-	84.841
Capital de Giro	100% CDI + spread 1,3% a.a.		-	-	851	1.589	-	-
Crédito Imobiliário	10% a 11%	2013 2014 2016 2017	515.997	205.975	442.261	340.689	284.978	536.043
Financiamento de Terrenos	100% a 115% CDI + spread 2% a.a.	25/Nov/2014 25/Nov/2015	26.105	97.841	96.123	67.975	12.970	120.000
Debêntures	1ª série - CDI + 1,95% juros a.a	10/Mar/2014 10/Mar/2015	75.808	254.352	74.170	301.800	9.140	398.477
	2ª série - CDI + 2,0% juros a.a	10/Mar/2016						
	CDI + 1,6% juros a.a	03/Out/2015 03/Out/2016 03/Out/2017						
Outros			-	-	-	-	1.715	499
<b>Total</b>			<b>617.910</b>	<b>558.168</b>	<b>613.405</b>	<b>788.853</b>	<b>308.803</b>	<b>1.139.860</b>

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

### (ii) outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Não há.

### (iii) grau de subordinação entre as dívidas

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

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

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

### (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 5ª emissão de uma maneira geral, devem 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 1,2. 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 trimestrais consolidadas, acrescido do adiantamento para pagamento de terrenos; e (z) “Custos e Despesas a Apropriar”, o valor indicado nas notas

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

explicativas de nossas demonstrações financeiras anuais consolidadas ou de nossas informações financeiras trimestrais consolidadas.

Nossos contratos de financiamento de terreno, de uma maneira geral, 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 1,2. 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 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.

### **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.

No exercício social findo em 31 de dezembro de 2010, possuímos empréstimos com o Sistema Financeiro de Habitação contratados por um valor máximo de R\$1.943.444 mil, dos quais R\$556.279 mil não foram utilizados em 2010. 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 não foram utilizados em 2011 e no exercício findo em 31 de dezembro de 2012, tínhamos empréstimos com o Sistema Financeiro de Habitação contratados por um valor máximo de R\$2.524.706 mil dos quais R\$798.230 mil ainda não foram utilizados.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****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 2011 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2012**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2011	A.V (%)	2012	A.V <sup>1</sup> (%)	A.H <sup>2</sup> (%)
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>1.979.076</b>	<b>103,70%</b>	<b>2.220.787</b>	<b>102,7%</b>	<b>12,2%</b>
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	1.948.771	102,10%	2.176.168	100,6%	11,7%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	30.305	1,60%	44.619	2,1%	47,2%
Deduções da Receita Bruta	(70.728)	-3,70%	(58.547)	-2,7%	-17,2%
<b>Receita líquida operacional</b>	<b>1.908.348</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.162.240</b>	<b>100,0%</b>	<b>13,3%</b>
Custo das vendas realizadas	(1.387.814)	-72,70%	(1.546.371)	-71,5%	11,4%
<b>Lucro bruto</b>	<b>520.534</b>	<b>27,30%</b>	<b>615.869</b>	<b>28,5%</b>	<b>18,3%</b>
<b>Receitas (despesas) operacionais<sup>3</sup></b>	<b>(239.827)</b>	<b>-12,60%</b>	<b>(289.590)</b>	<b>-13,4%</b>	<b>20,7%</b>
Despesas Comerciais	(103.784)	-5,40%	(112.597)	-5,2%	8,5%
Despesas Gerais e Administrativas	(120.773)	-6,30%	(149.128)	-6,9%	23,5%
Remuneração de Administradores	(6.219)	-0,30%	(6.957)	-0,3%	11,9%
Outras receitas e despesas operacionais, líquidas	(9.051)	-0,50%	(20.908)	-1,0%	131,0%
<b>Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro</b>	<b>280.707</b>	<b>14,70%</b>	<b>326.279</b>	<b>15,1%</b>	<b>16,2%</b>
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>13.008</b>	<b>0,70%</b>	<b>(8.516)</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-165,5%</b>
Despesas financeiras	(71.812)	-3,80%	(71.572)	-3,3%	-0,3%
Receitas financeiras	84.820	4,40%	63.056	2,9%	-25,7%
<b>Lucro antes do IRPJ e da CSLL</b>	<b>293.715</b>	<b>15,40%</b>	<b>317.763</b>	<b>14,7%</b>	<b>8,2%</b>
IRPJ e CSLL	(60.933)	-3,20%	(47.199)	-2,2%	-22,5%
Corrente	(53.933)	-2,80%	(61.233)	-2,8%	13,5%
Diferido	(7.000)	-0,40%	14.034	0,6%	-300,5%
<b>Lucro líquido antes da Participação de Minoritários</b>	<b>232.782</b>	<b>12,20%</b>	<b>270.564</b>	<b>12,5%</b>	<b>16,2%</b>
Participação de Minoritários	(6.661)	-0,30%	(13.645)	-0,6%	104,8%



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

Particolare	2006	25.390	100%	100%	98%	98%	-401.805	-	100%
Plaza Mayor Vila Leopoldina	2006	57.712	100%	100%	99%	100%	817.857	2.149.071	100%
Vida Viva Mooca	2006	11.205	100%	100%	100%	100%	824.984	-	100%
Vida Viva Tatuapé	2006	10.514	100%	100%	100%	100%	676.930	-	100%
Especiale	2007	5.020	100%	100%	100%	100%	2.756.906	-	100%
Le Parc	2007	10.606	100%	100%	98%	98%	-	-	50%
Tendence	2007	16.603	97%	97%	94%	94%	-	-	50%
Verte	2007	9.803	100%	100%	100%	100%	394.227	-	100%
Vida Viva Santa Cruz	2007	9.828	100%	100%	100%	100%	-	-	100%
Concetto	2007	7.078	100%	100%	100%	100%	3,49246E-09	-	100%
In Città	2007	13.827	100%	100%	100%	100%	4.985.481	313.987	100%
The Gift	2007	77.618	100%	100%	100%	100%	7.989.090	1.733.354	50%
Vida Viva Freguesia do Ó	2007	11.974	100%	100%	100%	100%	311.202	-	100%
Vida Viva Vila Maria	2007	8.642	100%	100%	100%	100%	308.574	182.410	100%
Arts ibirapuera	2007	7.785	100%	100%	100%	100%	484.775	-	100%
Breeze Santana	2007	11.181	100%	100%	100%	100%	599.258	-	100%
Gabrielle	2007	15.159	100%	100%	100%	100%	4.511.971	-	100%
L'essence	2007	44.669	100%	100%	89%	100%	20.898.380	7.728.368	100%
Spazio Dell'Acqua	2007	35.161	100%	100%	91%	100%	32.254.360	18.438.194	100%
Vitá Araguaia	2007	9.371	100%	100%	99%	99%	6.732.136	407.407	100%
Du Champ	2007	25.801	100%	100%	100%	100%	15.247.564	-	100%
Grand Club Vila Ema	2007	82.944	75%	77%	92%	96%	29.717.721	28.690.203	100%
Villagio Monteciello	2007	25.637	100%	100%	78%	98%	26.363.145	30.107.453	100%
Terrazza Mooca	2007	15.850	100%	100%	99%	100%	6.176.160	724.247	100%
Veranda Mooca	2007	25.311	100%	100%	98%	100%	8.419.428	2.042.999	100%
Nouveaux	2007	21.766	100%	100%	99%	99%	6.787.526	- 4.539	100%
Signature	2007	8.254	100%	100%	100%	100%	5.421.720	-	100%
Up Life	2007	39.708	100%	100%	97%	99%	35.313.855	7.561.706	100%
Vida Viva Butantã	2007	21.899	100%	100%	99%	100%	14.147	697.490	100%
Vida Viva São Bernardo	2007	32.540	100%	100%	99%	100%	11.627.131	561.054	100%
Vivre Alto da Boa Vista	2007	23.412	100%	100%	100%	100%	6.804.113	248.292	100%
Vida Viva Parque Santana	2007	23.161	100%	100%	99%	99%	8.397.132	- 422.697	100%
Sophistic	2008	32.790	100%	100%	99%	100%	29.885.948	2.794.231	100%
Weekend	2008	22.079	100%	100%	99%	99%	35.171.623	2.781.915	100%
Club Park Butantã	2008	57.949	100%	100%	96%	100%	72.829.311	11.717.955	100%
Double	2008	15.727	100%	100%	100%	100%	8.472.625	-	100%
Icon (Belo Horizonte)	2008	18.747	97%	100%	96%	98%	42.993.645	10.728.078	100%
Open Jardim das Orquídeas	2008	8.644	78%	79%	91%	94%	1.536.977	- 406.978	100%
Magnifique	2008	11.120	100%	100%	72%	96%	9.210.566	12.829.949	100%
Guarulhos Central Office/ Everyday Residencial Club	2008	16.291	84%	100%	91%	96%	31.757.928	22.610.330	50%
Paulistano	2008	74.647	63%	87%	78%	92%	61.798.288	52.864.016	30%
Plaza Mayor Ipiranga	2008	41.080	100%	100%	100%	100%	71.765.897	11.780.037	100%

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

Vida Viva Golf Club	2008	11.873	100%	100%	100%	100%	8.811.243		294.690	100%
Cinecittá (1ª fase)	2008	13.605	87%	94%	96%	99%	18.959.881		9.196.651	100%
Incontro	2008	19.138	100%	100%	100%	100%	20.417.002		1.331.196	100%
Montemagno	2008	8.021	100%	100%	100%	100%	25.973.124		627.047	100%
Pleno Santa Cruz	2008	16.286	100%	100%	100%	100%	15.937.354		-	100%
Timing	2008	9.066	100%	100%	100%	100%	13.537.245		103.712	100%
Vida Viva Jardim Itália	2008	10.207	100%	100%	100%	100%	6.639.271		95.634	100%
Vida Viva Vila Guilherme	2008	9.263	100%	100%	100%	100%	6.158.686	-	436.620	100%
Arte Luxury Home Resort	2008	10.429	100%	100%	99%	99%	4.116.952		335.782	50%
E-Office Design Berrini	2008	13.235	99%	100%	97%	98%	20.244.313		5.640.649	50%
Honoré Bela Vista	2009	3.582	100%	100%	100%	100%	381.768		238.893	50%
Spot Cidade Baixa	2009	14.425	100%	100%	97%	99%	7.134.175		990.671	50%
Terra Nature - Ipê	2009	6.128	91%	100%	100%	100%	1.741.060		1.278.089	46%
Shop Club Guarulhos - (1ª Fase)	2009	10.238	95%	100%	98%	100%	25.194.586		8.775.073	100%
Cinecittá (2ª fase)	2009	13.628	87%	94%	96%	98%	18.959.881		9.196.651	100%
Terra Nature - Jatobá	2009	1.676	99%	100%	50%	37%	220.386	-	224.295	46%
Terra Nature - Cerejeiras	2009	10.230	95%	100%	96%	99%	3.215.563		1.717.850	46%
Spazio Vittá Vila Ema	2009	10.169	97%	100%	99%	100%	26.810.257		5.958.935	100%
Shop Club Vila Guilherme	2009	10.326	100%	100%	99%	97%	11.710.283		192.221	100%
Atual Santana	2009	10.419	100%	100%	81%	97%	23.591.824		8.090.548	100%
Oscar Freire Office	2009	7.539	99%	100%	100%	99%	27.317.891		1.403.787	100%
Terra Nature - Nogueira	2009	10.230	86%	100%	87%	95%	3.000.150		3.272.705	46%
Terra Nature Pau-Brasil	2009	1.463	96%	100%	32%	24%	77.214	-	87.522	46%
Duo Alto da Lapa	2009	15.878	92%	100%	100%	97%	38.984.599		5.239.485	100%
Altto Pinheiros	2009	16.065	81%	100%	100%	100%	42.826.752		31.793.642	100%
Allegro Jd Avelino	2009	12.102	88%	100%	100%	100%	19.352.208		8.684.179	100%
The One	2009	6.988	89%	100%	89%	100%	21.700.226		10.717.925	100%
Alegria	2009	20.500	79%	100%	92%	100%	31.576.736		22.298.446	100%
Ideal	2009	14.602	73%	100%	100%	100%	30.769.786		28.526.583	100%
Near	2009	9.293	65%	100%	100%	97%	16.245.438		15.456.340	100%
Praça Jardim	2009	16.930	57%	100%	94%	99%	19.373.797		29.865.484	100%
Novitá Butantã	2009	14.898	94%	100%	100%	99%	53.414.672		19.054.785	100%
VV Clube Iguatemi (Granada)	2009	9.085	67%	90%	68%	88%	8.228.242		11.388.963	50%
Casa do Sol (Jade)	2009	5.898	86%	100%	91%	99%	10.398.882		4.492.246	50%
Code	2010	13.303	49%	84%	91%	100%	17.999.622		39.777.396	100%
Soho Nova Leopoldina	2010	23.121	68%	100%	100%	100%	19.242.449		19.868.047	50%
Tribeca Nova Leopoldina	2010	13.144	68%	100%	100%	100%	19.242.449		19.868.047	50%
Passeio	2010	21.878	80%	100%	100%	100%	14.847.755		5.140.027	35%
Nouveau Vila da Serra	2010	13.783	47%	80%	100%	100%	8.206.311		11.664.674	46%
VV Clube Moinho	2010	15.533	54%	80%	96%	98%	6.740.103		8.689.824	50%
Passione	2010	18.855	67%	100%	100%	99%	25.300.280		30.820.135	100%
Bela Cintra	2010	21.306	50%	92%	98%	98%	16.128.258		41.812.868	50%
Code Berrini	2010	16.325	52%	85%	100%	100%	23.124.711		48.616.842	100%

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

Concept	2010	14.015	47%	85%	64%	70%	11.221.101	29.658.508	100%
Caminhos da Barra	2010	22.193	75%	100%	97%	100%	18.947.713	10.503.875	50%
Dream	2010	19.641	49%	100%	95%	95%	11.289.523	13.157.443	50%
Sena Madureira	2010	5.333	65%	100%	100%	100%	13.170.398	24.669.369	100%
Royal Blue	2010	38.545	35%	79%	95%	99%	11.228.331	30.624.848	50%
Ideal Brooklin	2010	14.905	47%	78%	77%	100%	21.502.211	47.102.356	100%
Passione Duo	2010	12.446	48%	100%	99%	93%	9.036.672	30.688.646	100%
Fascinio Vila Mariana	2010	8.136	46%	90%	100%	100%	11.042.208	28.797.246	100%
Cube	2010	23.355	39%	60%	93%	99%	17.263.975	45.597.430	100%
Park Club Bairro Jardim	2010	36.679	43%	95%	100%	98%	13.726.425	37.354.390	50%
True	2010	5.400	51%	87%	73%	100%	9.270.357	21.491.083	100%
Ponta da Figueira	2010	207.638	56%	82%	72%	77%	3.989.896	5.278.025	50%
Arte Bela Vista	2010	8.348	40%	49%	67%	79%	9.724.336	6.879.687	50%
Vivace Castelo	2010	7.609	34%	73%	89%	86%	9.955.226	12.034.748	100%
Moratta Vila Ema	2010	7.277	41%	87%	91%	90%	7.841.123	14.797.111	100%
Giardino	2010	14.482	49%	95%	100%	100%	19.603.922	34.248.706	100%
Diseño Campo Belo	2010	7.665	38%	85%	98%	100%	7.213.966	17.985.469	100%
Hom	2010	6.405	39%	64%	98%	99%	4.454.299	6.610.688	50%
L'Essence 2ª fase	2010	10.462	100%	100%	98%	100%	20.898.380	7.728.368	100%
Royal Blue (Disa Catisa) 2ª fase	2010	8.713	35%	79%	100%	100%	11.228.331	30.624.848	50%
Arizona 701	2011	13.746	38%	64%	75%	88%	27.515.668	31.660.928	100%
Design Campo Belo	2011	10.371	32%	50%	42%	69%	7.846.307	12.865.186	70%
Airport Office	2011	6.324	35%	61%	100%	91%	22.937.385	16.783.700	100%
MDL	2011	35.609	32%	32%	99%	99%	11.030.138	29.664.346	45%
Bravo Saturnino II	2011	5.445	23%	76%	24%	38%	1.396.089	7.213.301	50%
Level Alto da Lapa	2011	6.884	35%	60%	44%	55%	8.035.096	10.390.244	100%
Ária	2011	2.981	39%	54%	29%	65%	1.821.300	3.217.303	50%
Campo Grande Office & Mall	2011	9.637	17%	68%	58%	79%	5.444.797	23.733.020	100%
Panorama Vila Mariana	2011	8.705	26%	54%	70%	95%	9.766.457	19.589.455	100%
Praças da Lapa	2011	19.654	23%	58%	83%	96%	20.785.956	43.244.079	100%
E-Office Vila da Serra	2011	6.650	34%	47%	42%	50%	11.228.760	7.313.271	100%
Art Pompeia	2011	8.504	31%	60%	26%	31%	4.685.243	6.901.397	100%
New Age	2011	18.099	27%	54%	60%	84%	23.097.225	46.159.667	100%
Ideale Offices	2011	10.032	25%	49%	74%	87%	14.123.402	18.899.584	100%
Grand Park Eucaliptos	2011	24.877	33%	46%	74%	81%	43.069.502	28.020.214	80%
Caminhos da Barra Mais	2011	11.488	18%	61%	47%	99%	2.926.326	20.384.154	100%
Arq Escritórios Moema	2011	4.960	41%	59%	28%	37%	6.675.656	6.974.799	100%
Vitrine Offices Pompéia	2011	3.885	41%	63%	58%	91%	10.372.200	15.642.851	100%
Vivaz Vila Prudente	2011	6.971	31%	48%	26%	45%	2.811.769	4.681.713	100%
NY SP	2011	12.027	34%	43%	56%	78%	17.736.781	16.195.607	100%
Viva Vida Club Canoas - Brita	2011	11.169	21%	32%	10%	72%	1.984.420	1.953.694	80%
Baltimore	2011	4.696	44%	56%	51%	83%	14.856.427	9.718.403	80%
Spot Office Moema	2011	4.067	56%	62%	71%	81%	25.435.714	8.643.099	100%



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

Cenário da Vila	2011	5.495	36%	48%	42%	71%	7.644.805	11.234.139	100%
Window Belém	2011	8.721	27%	37%	52%	56%	5.648.010	3.597.240	100%
Prime Design	2011	6.400	20%	34%	50%	85%	5.363.704	10.303.263	100%
Feel Cidade Universitária	2011	7.709	35%	59%	47%	58%	6.752.039	8.200.380	100%
Pateo Pompéia	2011	7.829	32%	41%	26%	53%	5.053.246	10.274.145	100%
Red Tatuapé	2011	18.914	38%	47%	23%	37%	10.991.346	13.190.011	100%
Viverde Residencial	2011	23.732	20%	31%	19%	87%	4.772.766	15.704.744	100%
Villaggio Nova Carrão	2011	11.737	30%	52%	20%	33%	3.010.132	6.554.441	100%
Cobal - Rubi	2011	11.634	41%	46%	37%	72%	12.859.137	16.010.439	100%
Altto Campo Belo	2012	-	-	40%	-	89%	-	21.173.310	50%
Vista Mariana	2012	-	-	36%	-	100%	-	23.011.997	100%
Estilo Bom Retiro	2012	-	-	31%	-	100%	-	16.315.263	100%
Viva Vida Club Canoas - 2ª fase	2012	-	-	32%	-	44%	-	1.953.694	80%
Supreme	2012	-	-	50%	-	62%	-	12.460.293	80%
Alameda Santos	2012	-	-	73%	-	75%	-	40.440.919	100%
Mosaico Vila Guilherme	2012	-	-	44%	-	64%	-	13.955.850	100%
Vitalis	2012	-	-	48%	-	47%	-	9.677.716	100%
Paulista Tower	2012	-	-	55%	-	95%	-	57.198.633	100%
Viverde Residencial - 2ª fase	2012	-	-	31%	-	81%	-	15.704.744	100%
Plenna Vila Prudente	2012	-	-	31%	-	62%	-	10.851.099	100%
Haddock Business	2012	-	-	41%	-	31%	-	8.541.857	100%
Boreal Santana	2012	-	-	31%	-	14%	-	2.076.259	50%
Air Campo Belo	2012	-	-	40%	-	74%	-	28.140.248	100%
Acervo Pinheiros	2012	-	-	45%	-	26%	-	21.115.064	100%
Arcos 123	2012	-	-	30%	-	95%	-	14.263.100	100%
Verano Clube Aricanduva	2012	-	-	27%	-	55%	-	11.999.255	100%
Braz Leme Offices	2012	-	-	29%	-	34%	-	2.567.841	50%
Bella Anhaia Mello	2012	-	-	38%	-	52%	-	21.636.315	100%
Somma Brooklin	2012	-	-	46%	-	32%	-	14.189.219	100%
Design Office Center	2012	-	-	43%	-	79%	-	22.074.058	80%
Essência Brooklin	2012	-	-	43%	-	21%	-	7.510.379	100%
Torre Pinheiros	2012	-	-	52%	-	44%	-	16.838.528	100%
Anália Franco Offices	2012	-	-	29%	-	32%	-	7.903.613	100%
Haddock Offices	2012	-	-	43%	-	40%	-	14.795.159	100%
Quatro Brooklin	2012	-	-	43%	-	18%	-	6.053.629	100%
London SP	2012	-	-	42%	-	41%	-	28.058.037	100%
Club Park Remédios	2012	-	-	37%	-	44%	-	18.598.022	100%
Riachuelo 366 Corporate	2012	-	-	36%	-	40%	-	7.947.375	100%
Viva Vida Club Canoas - Brita 3ª fase	2012	-	-	32%	-	4%	-	1.953.694	80%
Clube Centro	2012	-	-	32%	-	26%	-	7.298.556	80%
Quartier Cabral	2012	-	-	48%	-	46%	-	10.012.919	50%
Hom lindaia	2012	-	-	36%	-	30%	-	9.269.521	80%

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

Nine	2012	-	32%	-	45%	-	8.455.806	80%
Bear Even*							10.000.000	

<b>Receita Apropriada no Exercício</b>	<b>1.948.770.538</b>	<b>2.176.167.530</b>
--	----------------------	----------------------

\*Venda de Terreno realizada em dezembro de 2012

**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\$44.619 mil em 2012, aumentando 47,2% em comparação com a receita de prestação de serviços de R\$30.305 mil apurada em 2011. 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\$58.547 mil, uma redução de 17,2% em comparação aos impostos de R\$70.728 mil em 2011. Essa variação explica-se em parte pelo aumento do número de empresas tributas pelo Regime de Tributação Especial (RET), cuja alíquota média é inferior aos demais regimes de tributação (Lucro Real e Lucro Presumido) no resultado consolidado.

Além disto, em 01 de janeiro de 2013 houve redução na carga tributária RET (Regime Especial de Tributação), a qual em 2013 passou de 6% para 4%. Podemos entender a redução da alíquota, conforme quadro abaixo:

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

Sem considerar o efeito da mudança da alíquota da tributação (RET) os impostos sobre serviços e receitas seriam de R\$77.731 mil, apresentando um aumento de 9,9% em comparação aos impostos de R\$70.728 mil em 2011, este aumento seria explicado pelo maior volume de receita auferida no mesmo período a qual apresentou crescimento de 12,2%, conforme explicado acima.

**Receita Operacional Líquida**

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

Após a incidência de tais impostos, nossa receita operacional líquida atingiu R\$2.162.240 mil em 2012, apresentando um aumento de R\$253.82 mil, 13,3%, em comparação com a receita operacional líquida de 2011.

### **Custos das Vendas Realizadas**

Os custos das vendas realizadas atingiram R\$1.546.371 mil em 2012, aumento de 11,4% em comparação com os custos das vendas realizadas em 2011 de R\$1.387.814 mil.

### **Lucro Bruto**

Nosso lucro bruto atingiu R\$615.869 mil em 2012, aumento de 18,3% em comparação ao lucro bruto de R\$520.534 mil apurado em 2011, reflexo do maior reconhecimento de receita em 2012 conforme explicado acima e do impacto do RET.

Nossa margem bruta em 2012 atingiu 32,5%, expurgados os efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo (correspondentes a encargos sobre dívida corporativa e financiamento a produção), com aumento de 1,4 p.p. em relação à margem bruta de 2011 de 31,1% (também expurgados efeitos dos encargos financeiros apropriados ao custo).

### **Receitas e Despesas Operacionais**

Nossas receitas e despesas operacionais foram de R\$289.590 mil em 2012, aumentando 20,7% em comparação com as despesas operacionais de R\$239.827 mil apuradas em 2011. Esse aumento é reflexo, principalmente, dos fatores indicados abaixo:

#### *Despesas Comerciais*

Nossas despesas comerciais atingiram em 2011 R\$112.597 mil, um aumento de R\$8.813 mil (8,5%) em relação a 2011. 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 2012. Nosso volume de lançamento em 2012 em VGV parte Even foi de R\$2.516.821 mil contra R\$2.070.453 mil em 2011 apresentando um aumento relevante de 21,6%.

#### *Despesas Gerais e Administrativas*

Nossas despesas gerais e administrativas atingiram R\$149.128 mil em 2012, contra R\$120.773 mil em 2011. Esta variação ocorreu essencialmente devido ao aumento da participação da Even na MelneckEven que passou de 50% para 80%.

#### *Remuneração da Administração*

A remuneração da administração atingiu o valor de R\$6.957 mil em 2012, aumento de 11,9% em comparação com o a remuneração de R\$6.219 mil apurada em 2011. Esse aumento explica-se essencialmente pelo impacto do dissídio (correção salarial do período devido ao acordo coletivo).

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

### *Outras Receitas (Despesas) Operacionais, Líquidas*

As outras despesas operacionais líquidas foram de R\$20.908 mil em 2012, aumento de R\$11.857 mil em comparação a 2011 cujo montante foi de R\$9.051 mil. O aumento das despesas operacionais ocorreu principalmente pelo impacto da inclusão do novo plano de opções da Companhia, aprovado em junho de 2011. Em 2011 o impacto foi de R\$1,4 milhões sendo refletido apenas no resultado do segundo semestre, já em 2012 o impacto foi quase o dobro pois refletiu no resultado do ano completo. Houve também o aumento na provisão de contingências em R\$3,0 milhões e aumento em outras despesas de garantia.

### **Lucro Operacional Antes do Resultado Financeiro**

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro operacional antes do resultado financeiro foi de R\$326.279 mil em 2012, apresentando um aumento de 16,2% em comparação ao lucro operacional de R\$280.707 mil de 2011.

### **Resultado Financeiro**

Nosso resultado financeiro foi negativo em R\$8.516 mil em 2012, em comparação ao resultado financeiro positivo de R\$13.008 mil apurado em 2011. O resultado financeiro negativo de 2012 deve-se, principalmente pelos fatores indicados abaixo:

#### *Despesas Financeiras*

Nossas despesas financeiras foram de R\$71.572 mil em 2012, praticamente estável em relação às despesas financeiras de R\$71.812 mil apuradas em 2011. O que é explicado principalmente pelo mesmo nível de endividamento dos empréstimos corporativos em 2012 versus 2011.

#### *Receitas Financeiras*

Nossas receitas financeiras foram de R\$63.056 mil em 2012, com redução de 25,7% em comparação com as receitas financeiras de R\$84.820 mil apuradas em 2011. Essa variação deve-se à redução do caixa médio da empresa de 2011 para 2012 e a queda do CDI (Cédula de Depósito Interbancário), uma vez que nossas aplicações financeiras são em sua maioria indexadas ao CDI.

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

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL foi de R\$ 317.763 mil em 2012, apresentando um aumento de 8,2% em comparação com o lucro líquido antes do IRPJ e da CSLL de R\$293.715 mil em 2011.

### **IRPJ e CSLL**

O valor total de IRPJ e CSLL foi de R\$47.199 mil em 2012, redução de 22,5% em comparação com o valor total de IRPJ e CSLL de R\$60.933 mil apurado em 2011.

Esta variação é parcialmente explicada pela redução da alíquota do RET, conforme mencionado anteriormente, a qual impactou positivamente o imposto diferido:

	<b>Alíquota Total</b>	<b>Alíquota Proposta</b>
CSLL	0,98%	0,66%

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

IRPJ	1,89%	1,26%
	<b>2,87%</b>	<b>1,92%</b>

Sem o impacto do RET o valor total de IRPJ e CSLL teria sido de R\$64.552 mil em 2012, com aumento de 5,9% em comparação ao valor total de IRPJ e CSLL de R\$60.933 mil apurado em 2011.

*Corrente*

O IRPJ e CSLL correntes foram de R\$61.233 mil em 2012, aumentando 13,5% em comparação com o IRPJ e CSLL correntes de R\$53.933 mil apurados em 2011.

*Diferido*

O IRPJ e CSLL diferidos foi uma receita de R\$14.034 mil em 2012 em comparação com o IRPJ e CSLL diferidos negativo de R\$7.000 mil apurados em 2011. Essa variação deve-se ao impacto positivo da redução da alíquota do RET. Sem o efeito do RET o IRPJ e CSLL teria sido negativo em R\$3.319 em 2012.

**Participação de Minoritários**

A participação de minoritários foi de R\$13.645 mil em 2012, aumento de 104,8% em comparação com a participação de minoritários de R\$6.661 mil apurada em 2011. Essa variação explica-se, pelo andamento acelerado das obras com participação de parceiros, o que resulta em um maior reconhecimento de Receita.

**Lucro Líquido**

Em virtude dos fatores indicados acima, nosso lucro líquido foi de R\$256.919 mil em 2012, apresentando um aumento de 13,6% em comparação com o lucro líquido de R\$226.121 mil reportado em 2011.

**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 2010 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2011**

<i>(em R\$ mil, exceto porcentagem)</i>	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de				
	2010	A.V (%)	2011	A.V (%)	A.H (%)
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>2.035.959</b>	<b>104,1%</b>	<b>1.979.076</b>	<b>103,7%</b>	<b>-2,8%</b>
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%
<b>Receita líquida operacional</b>	<b>1.955.931</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.908.348</b>	<b>100,0%</b>	<b>-2,4%</b>
Custo das vendas realizadas	(1.420.128)	-72,6%	(1.387.814)	-72,7%	-2,3%
<b>Lucro bruto</b>	<b>535.803</b>	<b>27,4%</b>	<b>520.534</b>	<b>27,3%</b>	<b>-2,8%</b>
<b>Receitas (despesas) operacionais</b>	<b>(199.356)</b>	<b>-10,2%</b>	<b>(239.827)</b>	<b>-12,6%</b>	<b>20,3%</b>
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%
<b>Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro</b>	<b>336.447</b>	<b>17,2%</b>	<b>280.707</b>	<b>14,7%</b>	<b>-16,6%</b>
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(12.313)</b>	<b>-0,6%</b>	<b>13.008</b>	<b>0,7%</b>	<b>-205,6%</b>
Despesas financeiras	(66.840)	-3,4%	(71.812)	-3,8%	7,4%
Receitas financeiras	54.527	2,8%	84.820	4,4%	55,6%
<b>Lucro antes do IRPJ e da CSLL</b>	<b>324.134</b>	<b>16,6%</b>	<b>293.715</b>	<b>15,4%</b>	<b>-9,4%</b>
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%
<b>Lucro líquido antes da Participação de</b>	<b>255.044</b>	<b>13,0%</b>	<b>232.782</b>	<b>12,2%</b>	<b>-8,7%</b>

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

Participação de Minoritários	(2.553)	-0,1%	(6.661)	-0,3%	160,9%
	<b>Evolução</b>		<b>Percentual</b>		
	<b>Financeira</b>		<b>Vendido</b>		
	<b>Acumulada em</b>		<b>Acumulado</b>	<b>Receita Apropriada do</b>	<b>Percentual da</b>
<b>Ano de</b>	<b>31 de</b>		<b>em 31 de</b>	<b>Exercício Encerrado em 31 de</b>	<b>Companhia no</b>
<b>Lçto</b>	<b>dezembro de</b>		<b>dezembro de</b>	<b>dezembro</b>	<b>Empreendimento</b>
<b>Área Útil Total</b>					

<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>252.491</b>	<b>12,9%</b>	<b>226.121</b>	<b>11,8%</b>	<b>-10,4%</b>
-----------------------------------	----------------	--------------	----------------	--------------	---------------

<sup>(1)</sup> Análise Vertical.<sup>(2)</sup> Análise Horizontal.<sup>(3)</sup> 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			2010	2011	2010	2011	2010	2011	2011
			(em m²)	(em %)		(em R\$ mil)		(em %)	
Reserva Granja Julieta	2004	61.380	100%	100%	100%	100%	772.578	257.670	15%
Window	2004	11.027	100%	100%	100%	100%	-	-	100%
The View	2005	15.663	100%	100%	100%	100%	424.353	290.707	45%
Terra Vitris	2005	10.600	100%	100%	100%	100%	(1)	0	100%
Breeze Alto da Lapa	2005	13.526	100%	100%	100%	100%	25.497	(1.835)	100%
Club Park Santana	2005	23.464	100%	100%	100%	100%	204.474	519	100%
Duo	2005	37.475	100%	100%	99%	100%	1.900.976	1.090.771	25%
EcoLife Cidade Universitária	2005	12.415	100%	100%	99%	99%	5	109.092	40%
Vitá Alto da Lapa	2005	20.420	100%	100%	100%	100%	-	-	100%
Reserva do Bosque	2006	16.527	100%	100%	88%	88%	2.613.609	-	100%
Campo Belíssimo	2006	45.070	100%	100%	100%	100%	18.095.910	1.134.463	100%
Wingfield	2006	9.362	100%	100%	100%	100%	-	(0)	100%
Boulevard São Francisco	2006	25.423	100%	100%	99%	100%	8.761.045	471.461	100%
Iluminatto	2006	9.780	100%	100%	98%	100%	13.046	1.019.935	100%
Inspiratto	2006	12.797	100%	100%	100%	100%	505.929	(0)	100%
Particolare	2006	25.390	100%	100%	100%	98%	-	(402)	15%
Plaza Mayor Vila Leopoldina	2006	57.712	100%	100%	100%	99%	10.117.779	817.857	75%
Vida Viva Mooca	2006	11.205	100%	100%	98%	100%	1.644.434	824.984	100%
Vida Viva Tatuapé	2006	10.514	100%	100%	98%	100%	2.216.039	676.930	100%
Especiale	2007	5.020	100%	100%	90%	100%	4.526.899	2.756.906	100%
Le Parc	2007	10.606	98%	100%	98%	98%	2.577.069	-	50%
Tendence	2007	16.603	97%	97%	94%	94%	5.425.198	-	50%
Verte	2007	9.803	100%	100%	100%	100%	1.738.177	394.227	100%
Vida Viva Santa Cruz	2007	9.828	100%	100%	100%	100%	1.257.318	-	100%
Concetto	2007	7.078	100%	100%	100%	100%	50.954	0	100%
In Città	2007	13.827	100%	100%	92%	100%	5.834.705	4.985.481	100%
The Gift	2007	77.618	100%	100%	95%	100%	45.031.962	7.989.090	50%
Vida Viva Freguesia do Ó	2007	11.974	100%	100%	99%	100%	10.653.043	311.202	100%
Vida Viva Vila Maria	2007	8.642	100%	100%	100%	100%	4.111.012	308.574	100%
Arts ibirapuera	2007	7.785	100%	100%	100%	100%	13.954.247	484.775	100%
Breeze Santana	2007	11.181	100%	100%	100%	100%	15.735.573	599.258	100%
Gabrielle	2007	15.159	100%	100%	96%	100%	13.128.123	4.511.971	100%
L'essence	2007	44.669	89%	100%	75%	89%	18.919.908	20.898.380	100%
Spazio Dell'Acqua	2007	35.161	88%	100%	84%	91%	32.011.821	32.254.360	100%
Vitá Araguaia	2007	9.371	100%	100%	80%	99%	14.918.423	6.732.136	100%
Du Champ	2007	25.801	95%	100%	96%	100%	55.526.684	15.247.564	100%
Grand Club Vila Ema	2007	82.944	70%	75%	74%	92%	50.324.571	29.717.721	100%
Villagio Monteciello	2007	25.637	86%	100%	78%	78%	20.333.287	26.363.145	100%
Terrazza Mooca	2007	15.850	96%	100%	96%	99%	34.591.642	6.176.160	100%
Veranda Mooca	2007	25.311	100%	100%	90%	98%	40.921.338	8.419.428	100%
Nouveaux	2007	21.766	94%	100%	99%	99%	28.172.950	6.787.526	100%
Signature	2007	8.254	100%	100%	93%	100%	31.027.553	5.421.720	100%
Up Life	2007	39.708	91%	100%	91%	97%	74.320.378	35.313.855	100%
Vida Viva Butantã	2007	21.899	100%	100%	98%	99%	24.592.779	14.147	100%
Vida Viva São Bernardo	2007	32.540	98%	100%	91%	99%	47.947.589	11.627.131	100%
Vivre Alto da Boa Vista	2007	23.412	100%	100%	93%	100%	42.205.957	6.804.113	100%
Vida Viva Parque Santana	2007	23.161	100%	100%	99%	99%	32.903.317	8.397.132	100%
Sophistic	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%
Club Park Butantã	2008	57.949	77%	100%	87%	96%	75.535.293	72.829.311	100%
Double	2008	15.727	97%	100%	94%	100%	46.598.242	8.472.625	100%



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

Icon (Belo Horizonte)	2008	18.747	77%	97%	90%	96%	33.438.259	42.993.645	85%
Open Jardim das Orquídeas	2008	8.644	71%	78%	95%	91%	7.481.654	1.536.977	100%
Magnifique	2008	11.120	100%	100%	57%	72%	27.649.867	9.210.566	100%
Guarulhos Central Office/ Everyday Residencial Club	2008	16.291	61%	84%	98%	91%	30.021.922	31.757.928	50%
Paulistano	2008	74.647	37%	63%	100%	78%	21.516.024	61.798.288	30%
Plaza Mayor Ipiranga	2008	41.080	80%	100%	82%	100%	117.170.597	71.765.897	100%
Vida Viva Golf Club	2008	11.873	92%	100%	84%	100%	22.772.604	8.811.243	100%
Cinecittá (1ª fase)	2008	13.605	59%	87%	87%	96%	14.569.629	18.959.881	85%
Incontro	2008	19.138	82%	100%	96%	100%	33.132.073	20.417.002	100%
Montemagno	2008	8.021	86%	100%	98%	100%	47.709.708	25.973.124	100%
Pleno Santa Cruz	2008	16.286	84%	100%	99%	100%	34.137.005	15.937.354	100%
Timing	2008	9.066	85%	100%	79%	100%	15.852.509	13.537.245	100%
Vida Viva Jardim Itália	2008	10.207	90%	100%	96%	100%	23.503.812	6.639.271	100%
Vida Viva Vila Guilherme	2008	9.263	100%	100%	88%	100%	20.255.421	6.158.686	100%
Arte Luxury Home Resort	2008	10.429	93%	100%	96%	99%	11.717.633	4.116.952	50%
E-Office Design Berrini	2008	13.235	63%	99%	88%	97%	11.590.600	20.244.313	50%
Honoré Bela Vista	2009	3.582	97%	100%	100%	100%	4.309.701	381.768	50%
Spot Cidade Baixa	2009	14.425	77%	100%	95%	97%	11.879.827	7.134.175	50%
Terra Nature - Ipê	2009	6.128	46%	91%	98%	100%	846.814	1.741.060	46%
Shop Club Guarulhos - (1ª Fase)	2009	10.238	55%	95%	91%	98%	14.814.245	25.194.586	100%
Cinecittá (2ª fase)	2009	13.628	59%	87%	77%	96%	14.569.629	18.959.881	85%
Terra Nature - Jatobá	2009	1.676	33%	99%	76%	50%	23.849	220.386	46%
Terra Nature - Cerejeiras	2009	10.230	44%	95%	94%	96%	1.501.156	3.215.563	46%
Spazio Vittá Vila Ema	2009	10.169	49%	97%	100%	99%	10.402.192	26.810.257	100%
Shop Club Vila Guilherme	2009	10.326	72%	100%	100%	99%	11.441.205	11.710.283	100%
Atual Santana	2009	10.419	71%	100%	55%	81%	9.720.213	23.591.824	100%
Oscar Freire Office	2009	7.539	60%	99%	100%	100%	13.177.605	27.317.891	100%
Terra Nature - Nogueira	2009	10.230	31%	86%	94%	87%	769.514	3.000.150	46%
Terra Nature Pau-Brasil	2009	1.463	41%	96%	51%	32%	78.292	77.214	46%
Duo Alto da Lapa	2009	15.878	51%	92%	100%	100%	17.754.605	38.984.599	100%
Altto Pinheiros	2009	16.065	52%	81%	100%	100%	31.395.299	42.826.752	100%
Allegro Jd Avelino	2009	12.102	47%	88%	98%	100%	5.448.417	19.352.208	100%
The One	2009	6.988	49%	89%	54%	89%	5.562.238	21.700.226	100%
Alegria	2009	20.500	31%	79%	81%	92%	9.151.462	31.576.736	100%
Ideal	2009	14.602	38%	73%	99%	100%	15.748.119	30.769.786	100%
Near	2009	9.293	27%	65%	96%	100%	5.849.941	16.245.438	100%
Praça Jardim	2009	16.930	25%	57%	86%	94%	9.902.775	19.373.797	100%
Novitá Butantã	2009	14.898	44%	94%	99%	100%	20.353.362	53.414.672	100%
VV Clube Iguatemi (Granada)	2009	9.085	29%	67%	71%	68%	4.885.158	8.228.242	50%
Casa do Sol (Jade)	2009	5.898	38%	86%	81%	91%	2.828.940	10.398.882	50%
Code	2010	13.303	28%	49%	90%	91%	21.265.870	17.999.622	100%
Soho Nova Leopoldina	2010	23.121	32%	68%	96%	100%	14.724.215	19.242.449	50%
Tribeca Nova Leopoldina	2010	13.144	32%	68%	100%	100%	14.724.215	19.242.449	50%
Passeio	2010	21.878	49%	80%	99%	100%	14.345.449	14.847.755	35%
Nouveau Vila da Serra	2010	13.783	22%	47%	100%	100%	6.292.091	8.206.311	43%
VV Clube Moinho	2010	15.533	32%	54%	98%	96%	8.042.543	6.740.103	50%
Passione	2010	18.855	35%	67%	100%	100%	21.855.749	25.300.280	100%
Bela Cintra	2010	21.306	34%	50%	96%	98%	24.541.512	16.128.258	50%
Code Berrini	2010	16.325	35%	52%	100%	100%	37.148.746	23.124.711	80%
Concept	2010	14.015	31%	47%	63%	64%	16.850.333	11.221.101	100%
Caminhos da Barra	2010	22.193	25%	75%	23%	97%	3.505.820	18.947.713	100%

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

Dream	2010	19.641	27%	49%	97%	95%	7.501.699	11.289.523	50%
Sena Madureira	2010	5.333	46%	65%	100%	100%	22.918.071	13.170.398	100%
Royal Blue	2010	38.545	23%	35%	77%	95%	8.410.552	11.228.331	50%
Ideal Brooklin	2010	14.905	37%	47%	38%	77%	12.323.756	21.502.211	67%
Passione Duo	2010	12.446	34%	48%	99%	99%	16.483.922	9.036.672	100%
Fascínio Vila Mariana	2010	8.136	28%	46%	100%	100%	14.533.733	11.042.208	100%
Cube	2010	23.355	34%	39%	83%	93%	39.474.059	17.263.975	100%
Park Club Bairro Jardim	2010	36.679	23%	43%	100%	100%	13.003.068	13.726.425	50%
True	2010	5.400	24%	51%	58%	73%	5.097.210	9.270.357	100%
Ponta da Figueira	2010	207.638	36%	56%	61%	72%	4.581.975	3.989.896	18%
Arte Bela Vista	2010	8.348	24%	40%	44%	67%	4.822.002	9.724.336	50%
Vivace Castelo	2010	7.609	0%	34%	0%	89%	-	9.955.226	100%
Moratta Vila Ema	2010	7.277	23%	41%	53%	91%	3.169.841	7.841.123	100%
Giardino	2010	14.482	28%	49%	64%	100%	10.028.284	19.603.922	100%
Diseño Campo Belo	2010	7.665	29%	38%	55%	98%	4.521.298	7.213.966	100%
Hom	2010	6.405	28%	39%	76%	98%	3.982.748	4.454.299	50%
L'Essence 2ª fase	2010	10.462	89%	100%	90%	98%	18.919.908	20.898.380	100%
Royal Blue (Disa Catisa) 2ª fase	2010	8.713	23%	35%	90%	100%	8.410.552	11.228.331	50%
Arizona 701	2011	13.746	-	38%	-	75%	-	27.515.668	80%
Design Campo Belo	2011	10.371	-	32%	-	42%	-	7.846.307	70%
Airport Office	2011	6.324	-	35%	-	100%	-	22.937.385	100%
MDL	2011	35.609	-	32%	-	99%	-	11.030.138	45%
Bravo Saturnino II	2011	5.445	-	23%	-	24%	-	1.396.089	50%
Level Alto da Lapa	2011	6.884	-	35%	-	44%	-	8.035.096	100%
Ária	2011	2.981	-	39%	-	29%	-	1.821.300	50%
Campo Grande Office & Mall	2011	9.637	-	17%	-	58%	-	5.444.797	100%
Panorama Vila Mariana	2011	8.705	-	26%	-	70%	-	9.766.457	100%
Praças da Lapa	2011	19.654	-	23%	-	83%	-	20.785.956	100%
E-Office Vila da Serra	2011	6.650	-	34%	-	42%	-	11.228.760	85%
Art Pompeia	2011	8.504	-	31%	-	26%	-	4.685.243	90%
New Age	2011	18.099	-	27%	-	60%	-	23.097.225	100%
Ideale Offices	2011	10.032	-	25%	-	74%	-	14.123.402	100%
Grand Park Eucaliptos	2011	24.877	-	33%	-	74%	-	43.069.502	80%
Caminhos da Barra Mais	2011	11.488	-	18%	-	47%	-	2.926.326	50%
Arq Escritórios Moema	2011	4.960	-	41%	-	28%	-	6.675.656	100%
Vitrine Offices Pompéia	2011	3.885	-	41%	-	58%	-	10.372.200	100%
Vivaz Vila Prudente	2011	6.971	-	31%	-	26%	-	2.811.769	100%
NY SP	2011	12.027	-	34%	-	56%	-	17.736.781	100%
Viva Vida Club Canoas - Brita	2011	11.169	-	21%	-	10%	-	1.984.420	80%
Baltimore	2011	4.696	-	44%	-	51%	-	14.856.427	80%
Spot Office Moema	2011	4.067	-	56%	-	71%	-	25.435.714	100%
Cenário da Vila	2011	5.495	-	36%	-	42%	-	7.644.805	100%
Window Belém	2011	8.721	-	27%	-	52%	-	5.648.010	100%
Prime Design	2011	6.400	-	20%	-	50%	-	5.363.704	100%
Feel Cidade Universitária	2011	7.709	-	35%	-	47%	-	6.752.039	100%
Pateo Pompéia	2011	7.829	-	32%	-	26%	-	5.053.246	88%
Red Tatuapé	2011	18.914	-	38%	-	23%	-	10.991.346	100%
Viverde Residencial	2011	23.732	-	20%	-	19%	-	4.772.766	85%
Villaggio Nova Carrão	2011	11.737	-	30%	-	20%	-	3.010.132	100%
Cobal - Rubi	2011	11.634	-	41%	-	37%	-	12.859.137	80%

**Receita Apropriada no Exercício**

**2.008.211.000 1.948.770.538**

## 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\$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).

### **Receitas e Despesas Operacionais**

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

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 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*

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.

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

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

Em virtude dos fatores indicados acima, 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).

**COMPARAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DO EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2009 COMPARADO COM O EXERCÍCIO ENCERRADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010**

---

Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais***(em R\$ mil, exceto porcentagem)*

	2009	A.V (%)	2010	A.V (%)	A.H (%)
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>1.218.432</b>	<b>104,3%</b>	<b>2.035.959</b>	<b>104,1%</b>	<b>67,1%</b>
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%
<b>Receita líquida operacional</b>	<b>1.168.205</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.955.931</b>	<b>100,0%</b>	<b>67,4%</b>
Custo das vendas realizadas	(835.886)	-71,6%	(1.420.128)	-72,6%	69,9%
<b>Lucro bruto</b>	<b>332.319</b>	<b>28,4%</b>	<b>535.803</b>	<b>27,4%</b>	<b>61,2%</b>
<b>Receitas (despesas) operacionais</b>	<b>(144.428)</b>	<b>-12,4%</b>	<b>(199.356)</b>	<b>-10,2%</b>	<b>38,0%</b>
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%
<b>Lucro Operacional Antes das Participações Societárias e do Resultado Financeiro</b>	<b>187.891</b>	<b>16,1%</b>	<b>336.447</b>	<b>17,2%</b>	<b>79,1%</b>
<b>Resultado Financeiro</b>	<b>(8.376)</b>	<b>-0,7%</b>	<b>(12.313)</b>	<b>-0,6%</b>	<b>47,0%</b>
Despesas financeiras	(43.844)	-3,8%	(66.840)	-3,4%	52,4%
Receitas financeiras	35.468	3,0%	54.527	2,8%	53,7%
<b>Lucro antes do IRPJ e da CSLL</b>	<b>179.515</b>	<b>15,4%</b>	<b>324.134</b>	<b>16,6%</b>	<b>80,6%</b>
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%
<b>Lucro líquido antes da Participação de Minoritários</b>	<b>135.638</b>	<b>11,6%</b>	<b>255.044</b>	<b>13,0%</b>	<b>88,0%</b>
Participação de Minoritários	(11.184)	-1,0%	(2.553)	-0,1%	-77,2%
<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>124.454</b>	<b>10,7%</b>	<b>252.491</b>	<b>12,9%</b>	<b>102,9%</b>

<sup>(1)</sup> Análise Vertical.<sup>(2)</sup> Análise Horizontal.<sup>(3)</sup> 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 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.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****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 <sup>2</sup> )					(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%
Window	2004	11.027	100%	100%	100%	100%	—		100,0%
Evisa	2003	30.940	100%	100%	100%	100%	—		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 <sup>2</sup> )			(em %)		(em R\$ mil)		(em %)
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%
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%



**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 <sup>2</sup> )							
					(em %)			(em R\$ mil)	(em %)
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..... Ber	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%
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%

**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 <sup>2</sup> )			(em %)		(em R\$ mil)		(em %)
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%
EOOffice 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%
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%

**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 <sup>2</sup> )					(em R\$ mil)		(em %)
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%
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%

**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 <sup>2</sup> )		(em %)			(em R\$ mil)		(em %)
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%
<b>Receita Apropriada no Exercício .....</b>							<b>1.198.130</b>	<b>2.008.211</b>	

*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.

*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\$1.955.931mil em 2010, aumentando R\$787.726 mil, ou 67,4%, em comparação com a receita operacional líquida de 2009.

**Custos das Vendas Realizadas**

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

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 stands 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*

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.

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

### 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.

### 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.

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

**ANÁLISE DE NOSSOS BALANÇOS PATRIMONIAIS CONSOLIDADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010, 2011 e 2012**

Esta seção trata da análise de nossos balanços patrimoniais consolidados em 31 de dezembro de 2010, 2011 e 2012, 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).

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*****ANÁLISE DO BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2011 COMPARADO COM O BALANÇO PATRIMONIAL CONSOLIDADO DE 31 DE DEZEMBRO DE 2012***

A tabela a seguir apresenta as informações de nosso balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2011 e de 2012:

	Em 31 de dezembro de				
	2011	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	2012	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	A.H. <sup>(2)</sup> (%)
<i>(em R\$ mil, exceto percentagem)</i>					
<b>Total do Ativo</b>	<b>3.489.080</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.773.681</b>	<b>100,00%</b>	<b>8,16%</b>
<b>Circulante</b>	<b>3.144.975</b>	<b>90,14%</b>	<b>3.319.507</b>	<b>87,96%</b>	<b>5,55%</b>
Disponibilidades	427.119	12,24%	471.740	12,50%	10,45%
Contas a receber	1.811.587	51,92%	1.701.883	45,10%	-6,06%
Imóveis a Comercializar	760.923	21,81%	987.885	26,18%	29,83%
Outros Ativos Circulantes	145.346	4,17%	157.999	4,19%	8,71%
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>344.105</b>	<b>9,86%</b>	<b>454.174</b>	<b>12,04%</b>	<b>31,99%</b>
Contas a Receber	180.017	5,16%	332.677	8,82%	84,80%
Adiantamento para Futuro Aumento de Capital	0	0	0	-	-
Outros Ativos Realizáveis a Longo Prazo	134.070	3,84%	91.918	2,44%	-31,44%
Permanente	30.018	0,86%	29.579	0,78%	-1,46%
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>3.489.080</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.773.681</b>	<b>100,00%</b>	<b>8,16%</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.894.606</b>	<b>54,30%</b>	<b>1.968.588</b>	<b>52,17%</b>	<b>3,90%</b>
<b>Circulante</b>	<b>997.696</b>	<b>28,59%</b>	<b>765.036</b>	<b>20,27%</b>	<b>-23,32%</b>
Fornecedores	43.885	1,26%	68.896	1,83%	56,99%
Contas Correntes com Parceiros nos Empreendimentos	10.743	0,31%	6.901	0,18%	-35,76%
Adiantamentos de Clientes	3.715	0,11%	9.075	0,24%	144,28%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	66.759	1,91%	98.817	2,62%	48,02%
Empréstimos e Financiamentos	539.235	15,45%	299.663	7,94%	-44,43%
Impostos e Contribuição	55.518	1,59%	42.463	1,13%	-23,51%
Tributos a Pagar	63.032	1,81%	44.054	1,17%	-30,11%
Debêntures	74.170	2,13%	9.140	0,24%	-87,68%
Dividendos Propostos	53.704	1,54%	61.018	1,62%	13,62%
Partes Relacionadas	0	-	0	-	-
Outros Passivos Circulantes	86.935	2,49%	125.009	3,31%	43,80%
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>896.910</b>	<b>25,71%</b>	<b>1.203.552</b>	<b>31,89%</b>	<b>34,19%</b>



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

Empréstimos e Financiamentos	487.053	13,96%	741.383	19,65%	52,22%
Contas a pagar por aquisição de Imóveis	17.223	0,49%	4.568	0,12%	-73,48%
Impostos e Contribuições	61.350	1,76%	47.316	1,25%	-22,88%
Tributos a Pagar	6.263	0,18%	8.611	0,23%	37,50%
Debêntures	301.800	8,65%	398.477	10,56%	32,03%
Outros Exigíveis a Longo Prazo	23.221	0,67%	3.197	0,08%	-86,23%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.594.474</b>	<b>45,70%</b>	<b>1.805.093</b>	<b>47,83%</b>	<b>13,21%</b>
Capital Social	1.083.266	31,05%	1.083.266	28,71%	0,00%
Custos de transação	(15.775)	-0,45%	(15.775)	-0,42%	0,00%
Reserva de Capital	17.301	0,50%	23.490	0,62%	35,77%
Reserva de Lucros	482.488	13,83%	678.459	17,98%	40,62%
Participação de acionistas não controladores	27.194	0,78%	35.653	0,94%	31,11%

<sup>(1)</sup> *Análise Vertical.*

<sup>(2)</sup> *Análise Horizontal.*

**Ativo Circulante***Disponibilidades*

As disponibilidades totalizaram R\$471.740 mil em 31 de dezembro de 2012, apresentando um aumento de 10,4% em comparação com R\$427.119 mil em 31 de dezembro de 2011. Este aumento deve-se à geração de caixa das atividades operacionais no ano de 2012 e captações de financiamento para giro.

*Contas a Receber*

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

O saldo do contas a receber é a diferença entre o montante reconhecido da receita das unidades comercializadas até então e os pagamentos efetivamente realizados pelos promitentes compradores. A redução de 6,1% em 31 de dezembro de 2012, quando comparado a 31 de dezembro de 2011, decorre do forte volume de entregas realizado no ano de 2012. 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\$987.885 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 29,8% em comparação com R\$760.923 mil em 31 de dezembro de 2011. Esta variação no saldo de estoques deve-se principalmente ao maior volume de lançamentos (VGV de lançamento foi 22% superior a 2011) e aceleração das obras em 2012.

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

Nossas contas a receber totalizaram R\$332.677 mil em 31 de dezembro de 2012, apresentando um aumento de 84,8% em comparação com R\$180.017 mil em 31 de dezembro de 2011. Este aumento deve-se pelo aumento dos lançamentos de 2012 e maior reconhecimento de receita em função do andamento de obras.

*Permanente*

Nosso permanente totalizou R\$29.579 mil em 31 de dezembro de 2012, reduzindo 1,5% em comparação com R\$30.018 mil em 31 de dezembro de 2011.

**Passivo Circulante***Fornecedores*

Nossos fornecedores totalizaram R\$68.896 mil em 31 de dezembro de 2012, com um aumento de 57,0% em comparação com R\$43.885 mil em 31 de dezembro de 2011.

*Adiantamento de Clientes*

Nosso adiantamento de clientes totalizou R\$9.075 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 144,3% em comparação com R\$3.715 mil em 31 de dezembro de 2011.

*Contas a Pagar por Aquisição de Imóveis*

Nossas contas a pagar por aquisição de imóveis totalizaram R\$98.817 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 48,0% em comparação com R\$66.759 mil em 31 de dezembro de 2011. Esse aumento decorre do maior do volume de aquisição de terrenos em 2012, para recomposição do landbank.

*Empréstimos e Financiamentos*

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$299.663 mil em 31 de dezembro de 2012, apresentando uma redução de 44,4% em comparação com R\$539.235 mil em 31 de dezembro de 2011.

*Impostos e Contribuições a Recolher*

Nossos impostos e contribuições a recolher totalizaram R\$42.463 mil em 31 de dezembro de 2012, com redução de 23,5% em comparação com R\$55.518 mil em 31 de dezembro de 2011. Essa redução explica-se em parte pela redução da alíquota do RET.

*Debêntures*

Nossas debêntures com vencimento de curto prazo totalizaram R\$9.140 mil em 31 de dezembro de 2012, apresentando uma redução de 87,7% em comparação com R\$74.170 mil em 31 de dezembro de 2011, refletindo a liquidação antecipada das debentures da primeira e terceira emissão e da quitação do saldo remanescente da segunda emissão, através dos recursos capitados na 5ª emissão de debentures da companhia no valor de R\$150.000 mil, realizada no quarto trimestre de 2012.

*Dividendos Propostos*

Nossos dividendos propostos totalizaram R\$61.018 mil em 31 de dezembro de 2012 com aumento de 13,6% em comparação com R\$53.704 mil em 31 de dezembro de 2011. Esse aumento é explicado pelo lucro líquido maior apresentado no período de 2012.

*Outros Passivos Circulantes*

Nossos outros passivos circulantes totalizaram R\$125.009 mil em 31 de dezembro de 2012, apresentando um aumento de 43,8% em comparação com R\$86.935 mil em 31 de dezembro de 2011.

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

Nossos empréstimos e financiamentos totalizaram R\$741.383 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 52,2% em comparação com R\$487.053 mil em 31 de dezembro de 2011. 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\$47.316 mil em 31 de dezembro de 2012, reduzindo 22,9% em comparação com R\$61.350 mil em 31 de dezembro de 2011. Esta redução é basicamente explicada pela redução da alíquota do RET.

*Debêntures*

Nossas debêntures totalizaram R\$398.477 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 32,0% em comparação com R\$301.800 mil em 31 de dezembro de 2011. 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 2012 manteve-se estável em relação ao capital social de 31 de dezembro de 2012.

*Reserva de Lucros*

Nossa reserva de lucros totalizou R\$678.459 mil em 31 de dezembro de 2012, aumentando 40,6% em comparação com R\$482.488 mil em 31 de dezembro de 2011. Esse aumento ocorreu principalmente em função do lucro líquido auferido no ano de 2012.

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

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

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

<i>(em R\$ mil, exceto percentagem)</i>	Em 31 de dezembro de				
	2010	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	2011	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	A.H. <sup>(2)</sup> (%)
<b>Total do Ativo</b>	<b>3.060.645</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.489.080</b>	<b>100,0%</b>	<b>14,0%</b>
<b>Circulante</b>	<b>2.593.438</b>	<b>84,7%</b>	<b>3.144.975</b>	<b>90,1%</b>	<b>21,3%</b>
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%
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>467.207</b>	<b>15,3%</b>	<b>344.105</b>	<b>9,9%</b>	<b>-26,3%</b>
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%
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>3.060.645</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.489.080</b>	<b>100,0%</b>	<b>14,0%</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.650.808</b>	<b>53,9%</b>	<b>1.894.606</b>	<b>54,3%</b>	<b>14,8%</b>
<b>Circulante</b>	<b>961.616</b>	<b>31,4%</b>	<b>997.696</b>	<b>28,6%</b>	<b>3,8%</b>
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%
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%
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>689.192</b>	<b>22,5%</b>	<b>896.910</b>	<b>25,7%</b>	<b>30,1%</b>
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%

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

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%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.409.837</b>	<b>46,1%</b>	<b>1.594.474</b>	<b>45,7%</b>	<b>13,1%</b>
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%

<sup>(1)</sup> *Análise Vertical.*<sup>(2)</sup> *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.

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*

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

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*

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

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

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:

<i>(em R\$ mil, exceto percentagem)</i>	Em 31 de dezembro de				
	2009	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	2010	A.V. <sup>(1)</sup> (%)	A.H. <sup>(2)</sup> (%)
<b>Total do Ativo</b>	<b>2.271.285</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.060.645</b>	<b>100,0%</b>	<b>34,8%</b>
<b>Circulante</b>	<b>2.009.905</b>	<b>88,5%</b>	<b>2.593.438</b>	<b>84,7%</b>	<b>29,0%</b>
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%
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>261.380</b>	<b>11,5%</b>	<b>467.207</b>	<b>15,3%</b>	<b>78,7%</b>
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%
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>2.271.285</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.060.645</b>	<b>100,0%</b>	<b>34,8%</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>1.353.433</b>	<b>59,6%</b>	<b>1.650.808</b>	<b>53,9%</b>	<b>22,0%</b>
<b>Circulante</b>	<b>452.229</b>	<b>19,9%</b>	<b>961.616</b>	<b>31,4%</b>	<b>112,6%</b>
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%
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>901.204</b>	<b>39,7%</b>	<b>689.192</b>	<b>22,5%</b>	<b>-23,5%</b>
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%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>917.852</b>	<b>40,4%</b>	<b>1.409.837</b>	<b>46,1%</b>	<b>53,6%</b>
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%

<sup>(1)</sup> *Análise Vertical.*<sup>(2)</sup> *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.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais****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 2010, 2011 e 2012. Nossas informações sobre o fluxo de caixa foram extraídas das demonstrações financeiras consolidadas auditadas:

<b>Demonstração dos Fluxos de Caixa Consolidados</b>	<b>Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de</b>		
	<b>2010</b> (em R\$ mil)	<b>2011</b> (em R\$ mil)	<b>2012</b> (em R\$ mil)
Caixa líquido aplicado nas atividades operacionais	(264.997)	(185.706)	82.169
Caixa líquido aplicado nas atividades de investimentos	(247.214)	106.753	(83.330)
Caixa líquido proveniente das atividades de financiamentos	513.934	111.062	(18.888)
De terceiros	227.859	182.529	33.590
Dos acionistas/partes relacionadas	286.075	(71.467)	(52.478)
<b>Aumento líquido de caixa e equivalentes de caixa</b>	<b>1.723</b>	<b>32.109</b>	<b>(20.048)</b>

**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 2010 o caixa líquido aplicado nas atividades operacionais foi 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, 2010 e 2011 houve também aumento dos estoques, o que contribuiu para aumentar o caixa líquido aplicado nas atividades operacionais.

Em 2012 nossa operação apresentou geração de caixa de R\$82.169 mil, promovendo menor necessidade de financiamento dos investimentos em giro.

**Caixa Líquido Aplicado nas Atividades de Investimento**

Nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento em 2010 foi de R\$247.214 mil e foi utilizado essencialmente para aplicação em ativos financeiros. 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. Em 2012 o nosso caixa líquido aplicado nas atividades de investimento foi de R\$83.330 mil, essencialmente para aplicação em ativos financeiros e aquisição de bens do ativo imobilizado.

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

### 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.

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.

Em 31 de dezembro de 2012, o caixa líquido aplicado nas atividades de financiamento em relação a 2011 foi de R\$18.888 e deve-se basicamente aos dividendos pagos no ano de 2012, o qual foi parcialmente neutralizado pelo ingresso de R\$150.000 mil referente à 5ª emissão de debentures para amortização de emissões de debentures anteriores e pagamento de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

## 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 2010, 2011 e 2012:

(R\$ mil, exceto percentagem)	Exercício encerrado em 31 de dezembro de					
	2010		2011		2012	
	R\$ mil	%	R\$ mil	%	R\$ mil	%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>2.035.959</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.979.076</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.220.787</b>	<b>100,00%</b>
Receita de Incorporação e Revenda de imóveis	2.008.211	98,60%	1.948.771	98,50%	2.176.168	97,99%
Receitas de Construção e Prestação de Serviços	27.748	1,40%	30.305	1,50%	44.619	2,01%

**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 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

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

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”)*

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

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

#### *Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (“ISS”)*

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



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

município em que esteja localizado nosso estabelecimento, na hipótese dos serviços de engenharia. A alíquota do ISS estabelecida para os nossos serviços prestados (i) no município de São Paulo é de 5%; (ii) no Município do Rio de Janeiro é de 3%; (iii) no Município de Belo Horizonte é de 2%; e (iv) no Município de Porto Alegre é de 4%.

### 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 2010, 2011 e 2012, 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:

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

<sup>(1)</sup> 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

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

como estoque (relativo às unidades ainda não comercializadas). Com isso, nosso lucro bruto é pouco 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 4% 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 consequentemente 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, 2011 e 2012, nosso volume de operações, ou seja, nosso volume de lançamentos em VGV potencial de vendas, foi respectivamente de R\$1.528 milhões, R\$2.070 milhões e R\$2.517, um aumento de 22% entre 2011 e 2012.

### **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 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.

Em 31 de dezembro de 2012, atingimos volume de vendas de R\$1.758.308 mil em vendas contratadas parte Even, com um aumento de 8,3% em relação a 2011, refletindo as vendas de um maior volume de lançamentos, o qual aumentou 21,6% em relação a 2011.

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 2010 o impacto da atualização do INCC sobre a nossa Receita Bruta foi de aproximadamente R\$127.867 mil, em 2011 de aproximadamente R\$181.741 e em 2012 de aproximadamente R\$186.436 mil. Por fim, nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$27.748 mil em 2010, 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. Em 2012 nossa receita de prestação de serviços atingiu R\$44.619 mil, com aumento de 1,6% em relação a 2011, devido ao maior volume de obras em andamento que acarreta maior faturamento de taxa de gerenciamento e construção.

**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 2010 o impacto da inflação, refletido através da atualização dos nossos custos de construção pelo INCC foi de aproximadamente R\$ 25.304 mil, em 2011 foi de R\$ 32.276 mil e em 2012 de R\$33.749 mil. O impacto da variação do INCC sobre nossa receita já foi descrito no item anterior.

Taxa Referencial (“TR”): 56,7% do nosso endividamento total está atrelado à Taxa Referencial (financiamento à produção). Em 2010 o impacto da TR no resultado Financeiro foi de aproximadamente R\$2.291 mil, em 2011 de R\$8.871 mil e em 2012 de R\$2.688 mil.

Certificado de Depósito Interbancário (“CDI”): parcela substancial de nossas aplicações financeiras e 43,3% do nosso endividamento total estão atrelados ao Certificado de Depósito Interbancário. Em 2010 o impacto do CDI nas despesas financeiras foi de aproximadamente R\$14.793 mil, em 2011 foi de R\$23.204 mil e em 2012 foi de R\$38.659 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, 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.

**b) efeitos significativos das alterações em práticas contábeis**

Não aplicáveis para os exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2010, 2011 e 2012.

**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 2012 e em 31 de dezembro 2011, 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 maiores detalhes na nota explicativa nº2 às demonstrações financeiras. Nossos auditores reforçam que a opinião deles não está ressalvada em função desse assunto.

Outro ponto, emitido pelos auditores em 31 de dezembro de 2012 que conforme descrito na nota explicativa nº 2 às demonstrações financeiras, as demonstrações financeiras individuais foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. No caso da EVEN Construtora e Incorporadora S.A. essas práticas diferem das IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil, em relação às demonstrações financeiras separadas, somente no que se refere à avaliação dos investimentos em controladas, coligadas e controladas em conjunto pelo método de equivalência patrimonial, enquanto que para fins de IFRS aplicáveis a entidades de incorporação imobiliária no Brasil seria custo ou valor justo. Nossa opinião não está ressalvada em função desse assunto.

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

Adicionalmente, o parecer de auditoria emitido sobre a demonstração financeira do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2012 e em 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.



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

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

- O valor justo da receita das unidades vendidas é calculado a valor presente com base na taxa de juros para remuneração de títulos públicos indexados pelo 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 2012 de 5,84% ao ano (2011 – 6,5% 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). Em 28 de dezembro de 2012, a Medida Provisória nº 601 revisou as alíquotas do RET e a partir de 1º de janeiro de 2013 passará a

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

vigorar as alíquotas de 1,92% para imposto de renda e contribuição social e 2,08% para COFINS e PIS.

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.

### Remuneração com base em ações

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

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

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

### 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.

#### (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. Nossos 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

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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 2012. 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.

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.

### “Impairment” de ativos financeiros

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

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

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

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

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

### **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.

### **Distribuição de dividendos**

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

### **Reservas de lucros**

A reserva legal é calculada com base em 5% do lucro líquido do exercício, conforme determinação da Lei nº 6.404/76.

O saldo da reserva de lucros refere-se à retenção do saldo remanescente de lucros acumulados, a fim de atender ao projeto de crescimento dos negócios estabelecido em plano de investimentos, conforme orçamento de capital proposto pelos administradores da Companhia para fazer face aos compromissos assumidos (nota explicativa nº 27.a), o qual será submetido à aprovação da Assembleia Geral Ordinária.

### **Demonstração do Valor Adicionado (“DVA”)**

Essa demonstração tem por finalidade evidenciar a riqueza criada pela Companhia e sua distribuição durante determinado período e é apresentada pela Companhia, conforme requerido pela legislação societária brasileira, como parte de suas demonstrações financeiras individuais e como informação

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

suplementar às demonstrações financeiras consolidadas, pois não é uma demonstração prevista e nem obrigatória conforme as IFRSs.

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

### Ativos intangíveis

#### Softwares

As licenças de software adquiridas são capitalizadas com base nos custos incorridos para adquirir os softwares e fazer com que eles estejam prontos para ser utilizados. Esses custos são amortizados durante sua vida útil estimável de três a cinco anos.

Os custos associados à manutenção de softwares são reconhecidos como despesa, conforme incorridos.

### Imobilizado

A sede da Companhia, suas filiais e controladas localizam-se em imóveis alugados de terceiros.

O imobilizado é demonstrado ao custo histórico de aquisição, deduzido da depreciação calculada pelo método linear, às seguintes taxas anuais:

	Anos
Benfeitorias em imóveis arrendados	2
Instalações	10
Máquinas e equipamentos	10
Móveis e utensílios	10
Computadores	5
Estandes de vendas	(*)

(\*) Os gastos incorridos e diretamente relacionados com a construção de estande de vendas e apartamento-modelo têm natureza de caráter prioritariamente tangível e, dessa forma, se a respectiva vida útil estimada é superior a um ano, são registrados na rubrica “Ativo imobilizado”, sendo depreciados de acordo com o prazo da vida útil estimada, e o correspondente encargo de depreciação é alocado na rubrica “Despesas com vendas”. Isso ocorre, geralmente, quando o empreendimento é composto por fases e o estande de vendas é utilizado para a comercialização nos vários lançamentos de cada fase ao longo do tempo. No caso de empreendimentos em uma única fase, não há expectativa de que a vida útil estimada seja superior a um ano e, por esse motivo, são apropriados diretamente às despesas de vendas por ocasião em que os custos são incorridos, juntamente com as demais despesas de propaganda, marketing e outras atividades correlatas, independentemente de ter ou não ocorrido a



**10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**

*apropriação de receitas relacionadas com o empreendimento. Visto que historicamente o Grupo não aliena seus itens de imobilizado, o valor residual dos bens foi considerado como sendo zero. A vida útil dos ativos é revisada e ajustada, se apropriado, no fim de cada exercício. No caso específico dos estandes de vendas, caso a comercialização termine em período menor que o previsto ou venha a ser efetuada a sua demolição, o valor residual relacionado ao empreendimento é imediatamente baixado. O valor contábil de um ativo é imediatamente baixado para seu valor recuperável se o seu valor contábil for maior que seu valor recuperável estimado (nota explicativa nº 2.12).*

**“Impairment” de ativos não financeiros**

Os ativos sujeitos à depreciação ou amortização são revisados para a verificação de “impairment” sempre que eventos ou mudanças nas circunstâncias indicarem que o valor contábil pode não ser recuperável. Uma perda por “impairment” é reconhecida pelo valor contábil do ativo que excede seu valor recuperável. Este último é o valor mais alto entre o valor justo de um ativo menos os custos de venda e o seu valor em uso. Para fins de avaliação do “impairment”, os ativos são agrupados nos níveis mais baixos para os quais existam fluxos de caixa identificáveis separadamente (Unidades Geradoras de Caixa - UGC). A Administração do grupo concluiu pela não necessidade de registro de “impairment” em 2012 e 2011.

**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.**

A administração da Companhia acredita que o grau de eficiência dos controles internos adotados para assegurar a elaboração das demonstrações financeiras é satisfatório, ainda assim sempre que necessário investimos na criação de novos procedimentos além de revisão e aperfeiçoamento constante nos processos de controles internos.

Tendo em vista o constante crescimento da empresa e sempre atentos às novas tecnologias e eficácia nos controles, investimos e adotamos desde o ano de 2006 a utilização do sistema integrado SAP de informações gerenciais, para maior controle e eficiência de nossas operações. A partir do ano 2008, instituiu-se a criação departamento de auditoria interna, o qual tem como principal objetivo assegurar que operacionalmente manteremos padrões de qualidade e controles que contribuirão para a melhoria contínua na elaboração de nossas demonstrações financeiras, além da melhoria contínua em todos os processos de controle interno atendendo ao objetivo principal da companhia com relação a seus investidores: a minimização de riscos e impacto nas demonstrações financeiras.

Em 2011 iniciamos o processo de automatização do fechamento contábil e financeiro no SAP, que trará ganhos significativos na redução do tempo de fechamento, na qualidade da informação contábil e na consolidação destas informações. Ao longo de 2012 todas as SPEs (Sociedade de Propósito Específico) “lançadas” já estão neste formato e a cada trimestre incluímos algumas já em andamento, atualmente temos mais de 70 empresas neste modelo.

Ao longo de 2011 e 2012 a área de controladoria liberou projetos importantes com as áreas técnicas e de incorporação da companhia, estreitando ainda mais os processos de acompanhamento e gestão dos custos de obras, controle das despesas comerciais e do banco de terrenos.

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

Ao longo dos últimos três anos 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” no qual informam nossos diretores sobre as avaliações dos sistemas da companhia – foco no sistema 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 desses estudos e avaliações foram feitas sugestões de aprimoramento dos nossos controles internos pelos auditores independentes, principalmente relacionadas à formalização de acessos e definições de privilégios nos sistemas de informação, alguns pontos de controles internos e aspectos contábeis.

Como pontos de oportunidades foram indicados pelos Auditores Independentes os seguintes pontos: (i) o processo de análise da conciliação dos saldos contábeis, (ii) documentação da

**10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**

conciliação do custo contábil incorrido entre os controles da engenharia e os registros contábeis, (iii) inexistência de procedimentos formais que assegurem que as informações preparadas pelas sociedades controladas para fins de elaboração das demonstrações financeiras consolidadas estão de acordo com as políticas contábeis da Companhia; (iv) preparação de demonstrações financeiras societárias das sociedades controladas e processo de consolidação em planilhas eletrônicas; (v) aprimoramento no processo de conciliação conjunta com parceiros em empreendimentos; (vi) inexistência de formulários padrão para obtenção das informações necessárias das controladas para elaboração das demonstrações financeiras consolidadas; e (vii) aprimoramento e controle sistemático dos processos administrativos e judiciais.

Neste sentido, diversas ações de melhoria e evolução foram adotadas de maneira sistemática pela Companhia, com o objetivo de aprimorar os processos de controles internos (administrativos e contábeis), tais como:

- a) revisão e aperfeiçoamento no processo de conciliação dos saldos contábeis, alguns mais críticos fizeram parte, inclusive, da meta de resultado das áreas responsáveis em 2012, possibilitando a identificação de possíveis falhas nos procedimentos internos e regularização de itens pendentes;
- b) aprimoramento no processo de conciliação conjunta com parceiros em empreendimentos, com a criação da área de Parcerias;
- c) implementação e controle dos processos administrativos e judiciais pelo departamento jurídico, com o acompanhamento e revisão trimestral da contabilidade;
- d) implantação do mapa de conciliação entre o custo contábil incorrido e os constantes nos controles da Engenharia, revisado e validado pela controladoria trimestralmente para identificação de eventuais divergências;

Quanto aos itens (iii) e (vi) apontados pelos Auditores Independentes, entendemos que atualmente nosso sistema informacional (SAP) garante uniformidade e consistência em todos os eventos ocorridos na controladora e suas controladas, assegurando que todos os registros contábeis estejam de acordo com as políticas contábeis adotadas pela Companhia e órgãos competentes, pois é um sistema único, integrado e implementado em todas as áreas da empresa. Quanto ao item (iv) em 2012 iniciamos o fechamento fiscal no sistema SAP, para 2013 o nosso objetivo é que o fechamento fiscal esteja 100% concluído e então, a partir de 2014 iniciaremos a automatização do fechamento societário e da consolidação societária.

Apesar dos pontos levantados pelos Auditores Independentes, entendemos que as deficiências apontadas não causam nenhuma distorção ou podem afetar significativamente nossas Demonstrações Financeiras.

**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.