

UNIVERSIDADE NOVE DE JULHO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA

VICTOR HUGO BANDEIRA DE CARVALHO

**CHOQUE AMBIENTAL E CAPACIDADES DINÂMICAS: PERCEPÇÃO,  
APROVEITAMENTO E RECONFIGURAÇÃO (SENSING, SEIZING E  
RECONFIGURING) EM INCORPORADORAS BRASILEIRAS DURANTE A  
COVID-19**

**SÃO PAULO**

**2026**

VICTOR HUGO BANDEIRA DE CARVALHO

**CHOQUE AMBIENTAL E CAPACIDADES DINÂMICAS: PERCEPÇÃO,  
APROVEITAMENTO E RECONFIGURAÇÃO (SENSING, SEIZING E  
RECONFIGURING) EM INCORPORADORAS BRASILEIRAS DURANTE A  
COVID-19**

**ENVIRONMENTAL SHOCK AND DYNAMIC CAPABILITIES: SENSING, SEIZING,  
AND RECONFIGURING IN BRAZILIAN REAL ESTATE DEVELOPERS DURING  
COVID-19**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Nove de Julho (UNINOVE), como requisito parcial para qualificação de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Lima Ruas

Coorientadora: Profa. Dra. Isabel Cristina Scafuto

**SÃO PAULO**

**2026**

Carvalho, Victor Hugo Bandeira de.

Choque ambiental e capacidades dinâmicas: percepção, aproveitamento e reconfiguração (sensing, seizing e reconfiguring) em incorporadoras brasileiras durante a COVID 19. / Victor Hugo Bandeira de Carvalho. 2026.

167 f.

Dissertação (Mestrado)- Universidade Nove de Julho - UNINOVE, São Paulo, 2026.

Orientador (a): Prof. Dr. Roberto Lima Ruas.

1. Capacidades dinâmicas. 2. Questões estratégicas. 3.Sensing. 4. Seizing e Reconfiguring. 5. Incorporação Imobiliária.

I. Ruas, Roberto Lima. II. Título

CDU 658

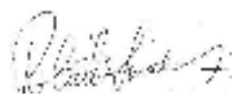
**DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

Victor Hugo Bandeira de Carvalho,

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Nove de Julho – UNINOVE, Mestrado em Administração, como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Administração**.

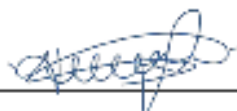
São Paulo, 25 de fevereiro de 2026.

Banca Examinadora:



---

Prof.(a) Dr.(a). Roberto Lima Ruas (ORIENTADOR)



---

Prof.(a) Dr.(a). Isabel Cristina Scafuto (COORIENTADORA)



---

Prof.(a) Dr.(a). Emerson Antonio Maccari (UNINOVE)

---

**goubr**

UNIVERSIDADE GOUVERNO DO BRASIL  
CLARISSA CARMEIRO MUSSI  
RUA: RUA DO GOUVERNO DO BRASIL, 1000  
CAMPUS: CAMPUS GOUVERNO DO BRASIL

---

Prof.(a) Dr.(a). Clarissa Carneiro Mussi (UNISUL)

*Dedico este trabalho a quem me ajudou a seguir – com carinho, paciência e presença – até o último parágrafo.*

*“O sonho é que leva a gente para a frente. Se a gente for seguir a razão, fica aquietado, acomodado.” – Ariano Suassuna*

## AGRADECIMENTOS

Este trabalho é resultado de um longo percurso que não teria sido possível sem o apoio, a confiança e a colaboração de muitas pessoas, para as quais deixo o meu agradecimento.

Primeiramente a meu orientador Roberto Ruas, pelo apoio e direcionamento ao longo deste processo. A minha coorientadora, Isabel Scafuto, pelo suporte adicional e todo cuidado no encaminhamento deste trabalho. Agradeço ao PPGA, a todos os professores, e à UNINOVE, pela oportunidade e pela bolsa de estudos oferecida neste mestrado. Um agradecimento especial ao professor Fernando Serra, por atrair minha atenção para esta oportunidade e incentivo.

Agradeço à minha família por todo apoio no período, especialmente minha Mãe Célia e meu Pai Moisés, obrigado por sempre me incentivarem a ir além e superar meus limites. Um agradecimento a todos meus amigos, que apoiaram e me suportaram durante esse período corrido da vida, em especial ao Marcos Paulo, sem seu apoio muitas dessas páginas não tinham nem saído.

Um agradecimento muito especial a todos os entrevistados e facilitadores deste trabalho, a colaboração de todos foi fundamental para o bom andamento deste trabalho e para as concussões e contribuições trazidas na versão final. Um agradecimento especial ao meu chefe Sergio Paulo, pela generosidade e pelo enorme apoio para conseguir completar a fase das entrevistas, seu apoio e suporte foram essenciais para finalizar este trabalho.

Agradeço também a todos meus líderes e colegas dentro da MRV, que me proporcionaram oportunidades incríveis, e me incentivaram cada vez mais a conhecer esse universo impressionante e bonito da incorporação imobiliária. Este trabalho representa um marco pessoal de amadurecimento e resiliência, foram dois anos de muitos desafios no equilíbrio entre a pesquisa acadêmica e novas oportunidades profissionais e pessoais.

## RESUMO

A pandemia de COVID-19 configurou um choque ambiental relevante para o setor de incorporação imobiliária brasileiro, alterando simultaneamente condições de demanda, custos, financiamento e operação. Embora submetidas ao mesmo contexto adverso, empresas do segmento econômico responderam de forma distinta, produzindo desempenhos heterogêneos ao longo do período. Nesse contexto, a presente dissertação parte da seguinte questão de pesquisa: como a mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas (Sensing, Seizing e Reconfiguring) explica o desempenho heterogêneo de incorporadoras do segmento econômico durante a pandemia de COVID-19? Diante disso, o estudo tem como objetivo analisar como a mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas contribui para explicar o desempenho heterogêneo de incorporadoras do segmento econômico listadas na B3 durante pandemia de COVID-19. Para tanto, foi realizada uma análise comparativa da trajetória de cinco incorporadoras brasileiras do segmento econômico entre 2020 e 2023, com base na codificação de releases de resultados, Demonstrativos Financeiros e transcrições de conferências com investidores, seguida de triangulação com entrevistas semiestruturadas. Os resultados evidenciam heterogeneidade relevante entre empresas expostas ao mesmo choque, indicando que organizações com estruturas menos intensivas em capital, maior capacidade de ajuste e posicionamento em faixas superiores do Programa Minha Casa Minha Vida apresentam melhor desempenho no período, com menor alavancagem, maior capacidade de captura de preço e menor impacto sobre a demanda. Além disso, os achados mostram que a mobilização da tríade não ocorreu de forma linear ou sequencial, mas de maneira coordenada e contingente às pressões de contexto. Conclui-se que a mobilização diferencial de Sensing, Seizing e Reconfiguring contribui para explicar parte importante da heterogeneidade de desempenho observada entre as incorporadoras analisadas, ao mesmo tempo em que sua efetividade se manifesta em interação com condições estruturais das firmas. Com isso, o estudo propõe um framework analítico que sistematiza manifestações empíricas da tríade no contexto da incorporação imobiliária, oferecendo uma ferramenta útil para gestores do setor e contribuindo para o avanço empírico da literatura de Capacidades Dinâmicas.

Palavras-chave: Capacidades Dinâmicas; Questões Estratégicas; Sensing, Seizing e Reconfiguring; Incorporação Imobiliária; COVID-19.

## ABSTRACT

The COVID-19 pandemic constituted a significant environmental shock for the Brazilian real estate development sector, simultaneously altering demand, costs, financing, and operational conditions. Although exposed to the same adverse context, firms in the affordable housing segment responded in different ways, resulting in heterogeneous performance throughout the period. In this context, this dissertation addresses the following research question: how does the differential mobilization of the Dynamic Capabilities triad (Sensing, Seizing, and Reconfiguring) explain the heterogeneous performance of affordable housing developers during the COVID-19 pandemic? Accordingly, this study aims to analyze how the differential mobilization of the Dynamic Capabilities triad contributes to explaining the heterogeneous performance of affordable housing developers listed on B3 during the COVID-19 pandemic. To this end, a comparative analysis was conducted on the trajectories of five Brazilian affordable housing developers between 2020 and 2023, based on the coding of earnings releases, Financial Statements, and earnings call transcripts, followed by triangulation with semi-structured interviews. The results reveal significant heterogeneity among firms exposed to the same shock, indicating that organizations with less capital-intensive structures, greater adjustment capacity, and positioning in upper tiers of the Minha Casa Minha Vida Program showed better performance during the period, with lower leverage, greater price-capturing capacity, and less impact on demand. In addition, the findings show that the mobilization of the triad did not occur in a linear or sequential manner, but rather in a coordinated and context-contingent way. It is concluded that the differential mobilization of Sensing, Seizing, and Reconfiguring helps explain an important part of the performance heterogeneity observed among the analyzed developers, while its effectiveness is manifested in interaction with firms' structural conditions. Based on these findings, the study proposes an analytical framework that systematizes the empirical manifestations of the triad in the real estate development context, offering a useful tool for industry managers and contributing to the empirical advancement of the Dynamic Capabilities literature.

**Keywords:** Dynamic Capabilities; Strategic Issues; Sensing, Seizing, and Reconfiguring; Real Estate Development; COVID-19.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
1.1 Contextualização.....	13
1.2 Problema de Pesquisa.....	15
1.3 Questão de Pesquisa.....	17
1.4 Objetivos.....	17
1.5 Justificativa e Relevância.....	18
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>20</b>
2.1 Choques Ambientais e Crises: Onde a COVID-19 se encaixa.....	20
2.2 Capacidades Dinâmicas: Conceito e Evolução.....	22
2.3 A Tríade das Capacidades Dinâmicas.....	28
2.4 Capacidades Dinâmicas em Contextos de Crise.....	28
2.5 Questões Estratégicas: Como os Gestores Interpretam Choques Ambientais.....	31
2.6 Quadro Conceitual Integrador: Choque ambiental às Respostas Organizacionais.....	35
<b>3 MÉTODO.....</b>	<b>39</b>
3.1 Desenho de Pesquisa.....	39
3.2 Unidade de Análise.....	40
3.3 Procedimentos de Coleta de Dados.....	41
3.4 Procedimentos de Análise dos Dados.....	42
3.5 Definições Operacionais dos Constructos.....	46
<b>4 RESULTADOS.....</b>	<b>50</b>
4.1 Caracterização dos casos e Comparativo de Performance.....	50
4.2 Análise Intracasos.....	59
4.3 Análise Comparativa Intercasos.....	103
4.4 Triangulação de Casos e Entrevistas Semi-Estruturadas.....	123
<b>5 DISCUSSÃO E CONCLUSÕES.....</b>	<b>128</b>
5.1 Framework Analítico de Manifestações Empíricas.....	129
5.2 Conclusão.....	130
<b>6 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>140</b>

## LISTA DE FIGURAS

- Figura 1** – Quadro conceitual integrador
- Figura 2** – Esquema do processo analítico da pesquisa (baseado em Eisenhardt, 1989)
- Figura 3** - Gráfico comparativo com preço médio de lançamentos de 9M2025.
- Figura 4** – Matriz de Posicionamento das Incorporadoras por Faixa de Mercado (MCMV/SBPE)
- Figura 5** – Posicionamento da plataforma da MRV por faixa de renda
- Figura 6** – Gatilhos de oportunidade para crescimento para 2020
- Figura 7** – Expansão da estratégia de crescimento da MRV como plataforma habitacional
- Figura 8** – Evolução da taxa de juros pré-fixada do SBPE (2016-2020) e efeito potencial em mercado endereçável
- Figura 9** – Evolução da margem bruta de novas vendas da MRV Incorporação (dez/19-dez/22)
- Figura 10** – Síntese dos ciclos de negócio da MRV Incorporação (2007-2023)
- Figura 11** – Metas e direcionadores estratégicos/operacionais da MRV Incorporação
- Figura 12** – Perspectivas de curto-prazo sob a COVID-19, com impactos operacionais e financeiros
- Figura 13** – Impactos de aumento de custo em margem e lucro líquido (1T19-4T20)
- Figura 14** – Esquema da iniciativa de Centro de Distribuição e Transformação (CDT)
- Figura 15** – Formulação do trade-off preço x velocidade de vendas (VSO)
- Figura 16** – Evolução do indicador de alavancagem corporativa (Dívida Líquida/PL)
- Figura 17** – Consumo de caixa operacional e consumo total (R\$ milhões) por período (2021-4T22)
- Figura 18** – Impacto do desvio de custos em P&L por trimestre (1T22-2T23) e evolução do INCC acumulado em 12 meses
- Figura 19** – Segmentação geográfica dos lançamentos de 2019
- Figura 20** – Evolução da margem bruta ajustada (2T20-3T22)
- Figura 21** – Detalhamento de estoque por ano de lançamento e modalidade
- Figura 22** – Síntese das mensagens chave da Cury em 2022
- Figura 23** – Composição das despesas comerciais (R\$ milhões), comparando 2019 e 2020
- Figura 24** – Evolução da dívida líquida e seus componentes (31/12/2019 vs 31/12/2020)
- Figura 25** – Lançamento da linha “SPPACE” voltado ao segmento “mid-low”

**Figura 26** – Framework analítico do estudo

### **LISTA DE TABELAS**

**Tabela 1** – Fontes de dados da pesquisa

**Tabela 2** – Critérios de análise das capacidades dinâmicas

**Tabela 3** – Operacionalização de Performance Organizacional Heterogênea

**Tabela 4** – Critérios de Mobilização Diferencial

**Tabela 5** – Critérios de Mobilização Diferencial

**Tabela 6** – Manifestações Empíricas da Tríade de Capacidades Dinâmicas

**Tabela 7** – Períodos de Análise e Objetivos Específicos

**Tabela 8** - Padrões de Resposta a Choques Ambientais

**Tabela 9** – Estrutura do Capítulo 4

**Tabela 10** – Quadro Comparativo de Caracterização dos Casos

**Tabela 11** – Matriz Comparativa de Desempenho 2019–2023.

**Tabela 12** – Síntese Executiva de Performance e Segmentação em Grupos

**Tabela 13** – Matriz de Classificação dos Casos por Grupos de Desempenho (G1–G3)

**Tabela 14** – Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas.

**Tabela 15** – Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2020.

**Tabela 16** – Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2021.

**Tabela 17** – Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2022.

**Tabela 18** – Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2023.

**Tabela 19** – Strategic Issues e rotulagem de choques.

**Tabela 20** – Sensing – O que monitorava/ como percebeu o contexto:

**Tabela 21** – Seizing – Decisões, Trade-offs e Timing:

**Tabela 22** – Reconfiguring – Processos, estrutura e modelo de negócio:

## 1. INTRODUÇÃO

O setor de incorporação imobiliária brasileiro, que representava mais de 6% do PIB nacional (Fibra, 2017) enfrentou durante a pandemia de COVID-19 um dos maiores desafios de sua história recente. Este período de crise criou condições para tentar entender uma questão fundamental da gestão estratégica sobre o porquê empresas do mesmo setor, expostas a choques ambientais similares, apresentam capacidades diferenciadas de resposta e adaptação.

O setor caracteriza-se por alta sensibilidade a choques macroeconômicos, mudanças regulatórias e ciclos econômicos. Esta vulnerabilidade estrutural decorre da dependência de variáveis como taxa de juros, disponibilidade de crédito habitacional, políticas públicas e estabilidade macroeconômica (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias e Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas [ABRAINC-FIPE], 2018), criando um ambiente onde a sobrevivência organizacional depende da capacidade de antecipação, adaptação e reconfiguração estratégica frente a mudanças abruptas no contexto operacional.

Para explicar essa heterogeneidade de respostas, este estudo mobiliza o constructo de capacidades dinâmicas, especificamente a tríade conceitual proposta por Teece (2007): Sensing (percepção de ameaças e oportunidades), Seizing (aproveitamento eficaz dessas oportunidades) e Reconfiguring (reconfiguração de operações e recursos). Os ciclos produtivos extensos (18-36 meses), a dependência de financiamento externo e a volatilidade de custos da construção civil tornam o setor um laboratório natural para investigar como organizações mobilizam essas capacidades durante períodos de disrupção (Teece, 2007).

A pandemia de COVID-19 criou uma convergência de choques simultâneos que testaram integralmente as capacidades dinâmicas das incorporadoras: disrupções operacionais por meio de lockdowns e restrições, volatilidade macroeconômica com a taxa Selic variando de 2% a 13,75%, inflação de custos da construção civil, e mudanças fundamentais nos padrões de demanda habitacional. Esta configuração representa uma pesquisa empírica de como organizações mobilizam capacidades dinâmicas em contextos de crise.

Para os fins deste estudo, a pandemia de COVID-19 é tratada como um choque ambiental, entendido como uma ruptura exógena e relevante no ambiente competitivo e institucional das firmas, capaz de alterar de forma súbita as condições de operação, financiamento, demanda e coordenação organizacional. No segmento de incorporação residencial econômica, esse choque produziu mudanças simultâneas em diferentes frentes, impondo às empresas a necessidade de

interpretar sinais do ambiente, mobilizar respostas e reconfigurar rotinas, processos e prioridades estratégicas.

## **1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO**

### **1.1.1 O Setor de Incorporação Imobiliária Brasileiro: Relevância e Volatilidade**

O setor de incorporação imobiliária brasileiro representa uma das principais forças motrizes da economia nacional, contribuindo com mais de 6% do Produto Interno Bruto (Fibra, 2017) e demonstrando significativa capacidade de geração de empregos. Segundo dados do Ministério do Trabalho e Emprego, a construção civil gerou 110.921 novos empregos formais em 2024, representando crescimento de 4,04% no estoque de trabalhadores do setor (Secretária de Comunicação Social [SECOM], 2025). Além do impacto econômico direto, o setor possui relevância social significativa no contexto do déficit habitacional brasileiro, estimado em 6,21 milhões de domicílios segundo dados de 2022 da Fundação João Pinheiro (FJP, 2024).

A incorporação imobiliária no Brasil tem sido historicamente caracterizada por ciclos de crescimento e retração, influenciados diretamente por variáveis macroeconômicas como taxa de juros, disponibilidade de crédito, políticas habitacionais e estabilidade econômica. Esta volatilidade setorial cria um ambiente competitivo dinâmico onde a sobrevivência organizacional depende da capacidade de perceber mudanças no ambiente (sensing), aproveitar oportunidades emergentes (seizing) e reconfigurar operações (reconfiguring) em resposta a choques externos recorrentes.

### **1.1.2 Ciclos Setoriais e Teste de Capacidades Dinâmicas (2002-2019)**

O setor experimentou transformações significativas nas últimas duas décadas que evidenciam a importância das capacidades dinâmicas. A partir de 2002, período de forte expansão culminou com o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV) em 2009 (Brasil, 2009), que representou uma oportunidade de escala para o setor. O impacto transformacional do programa evidencia-se nos números: as operações de crédito imobiliário cresceram aproximadamente 24 vezes entre 2004 e 2018, com o crédito imobiliário brasileiro passando de 1,5% do PIB em 2003 para 9,33% ao final de 2016 (Jardim & Lorrany, 2020). Para as incorporadoras do segmento econômico, o PMCMV exigiu capacidades de reconfiguring

fundamentais por meio da reorientação de portfólio de produtos e desenvolvimento de competências em habitação popular.

O período de expansão foi interrompido por uma crise econômica no biênio 2015-2016, que registrou queda acumulada de cerca de 7% do PIB nacional (Valêncio, 2020). A política monetária restritiva elevou a taxa SELIC de 7,25% em outubro/2012 para 14,25% em julho/2015 (Banco Central do Brasil, 2023), e o volume de empréstimos imobiliários retraiu 33% em 2015 e 38% em 2016 (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança [ABECIP], 2016). Esta crise testou as capacidades de sensing das incorporadoras para antecipar a retração e suas capacidades de reconfiguring para sobreviver em ambiente adverso.

A partir de 2017, o setor iniciou um período de recuperação sustentado pelo crescimento econômico e redução das taxas de juros. O ano de 2019 consolidou a recuperação setorial, registrando crescimento de vendas de 9,7% e de lançamentos de 15,5% (Câmara Brasileira da Indústria e do Comércio [CBIC], 2019), evidenciando que as empresas conseguiram mobilizar capacidades dinâmicas para aproveitar a melhoria do ambiente macroeconômico. Esta retomada estimulou um novo ciclo de aberturas de capital no setor, com empresas do segmento econômico como Plano & Plano e Cury realizando IPOs em 2020 (Money Times, 2020).

### **1.1.3 A Pandemia de COVID-19 como Choque Ambiental (2020-2023)**

O primeiro trimestre de 2020 marcou o início de um período que testaria integralmente a tríade de capacidades dinâmicas das incorporadoras. A pandemia de COVID-19 criou uma convergência inédita de choques simultâneos: disrupções operacionais através de lockdowns e restrições de circulação, volatilidade macroeconômica, e elevação dos custos da construção civil, com o Índice Nacional de Custo da Construção Civil (INCC) atingindo 17,4% no acumulado de 12 meses em junho/2021 (Fundação Getúlio Vargas [FGV], 2021).

Paradoxalmente, o setor mostrou resiliência agregada, registrando crescimento de 8,4% em 2020 comparado ao ano anterior (CBIC, 2021). Este crescimento foi viabilizado por fatores que demandaram capacidades de sensing sofisticadas para identificar oportunidades emergentes: aquecimento da demanda habitacional impulsionado pelo trabalho remoto e mudanças nas preferências residenciais, além da política monetária expansionista que levou a SELIC à mínima histórica de 2% em agosto/2020. O período foi caracterizado por aceleração da digitalização, demandando capacidades de reconfiguring para adaptar processos de venda e

atendimento para plataformas online. O ciclo se completou com novo período de aperto monetário a partir de 2021, com a SELIC alcançando 13,75% em 2022, demandando nova rodada de adaptações estratégicas.

Desde 2023, o setor ingressou em nova fase de estabilização que permite observar os resultados das capacidades dinâmicas mobilizadas durante a pandemia. Os resultados consolidam a recuperação: o setor registrou 400.547 unidades habitacionais comercializadas em 2024 (CBIC, 2025), representando o maior volume de vendas da história setorial e crescimento de 20,9% comparado a 2023.

#### **1.1.4 O Segmento Econômico como Contexto de Investigação**

Dentro deste contexto setorial, o segmento econômico, focado em habitação popular e programas governamentais, constitui o contexto empírico ideal para investigar capacidades dinâmicas por três razões fundamentais. Primeiro, sua maior dependência de políticas públicas amplifica a sensibilidade a choques externos, tornando as capacidades de sensing particularmente críticas. Segundo a sensibilidade às condições de crédito e ciclos econômicos intensifica a necessidade de capacidades de seizing para aproveitar janelas de oportunidade. Terceiro, as mudanças regulatórias frequentes demandam capacidades de reconfiguring constantes.

As principais incorporadoras deste segmento listadas na B3, incluindo MRV, Cury, Plano & Plano e outras, representam casos empíricos privilegiados porque, além de operarem no mesmo ambiente regulatório e competitivo, oferecem transparência informacional através da divulgação obrigatória de relatórios trimestrais, vídeos e documentos estratégicos. Esta transparência permite investigação empírica aprofundada de como diferentes organizações mobilizaram capacidades dinâmicas durante a pandemia.

A trajetória histórica descrita evidencia que o setor de incorporação imobiliária brasileiro, especialmente o segmento econômico, constitui contexto privilegiado para investigar capacidades dinâmicas em contextos de volatilidade. A pandemia de COVID-19, representando o choque mais complexo da história recente do setor, oferece condições ideais para investigar como a mobilização diferencial da tríade sensing-seizing-reconfiguring explica a heterogeneidade de performance organizacional durante crises.

## 1.2. PROBLEMA DE PESQUISA

O constructo de capacidades dinâmicas, desde sua formulação seminal por Teece, Pisano e Shuen (1997), tem sido desenvolvido por diferentes perspectivas teóricas que ampliaram a compreensão sobre como as organizações percebem mudanças no ambiente, aproveitam oportunidades e reconfiguram recursos. Nesse percurso, destacam-se tanto a formulação da tríade Sensing-Seizing-Reconfiguring (Teece, 2007) quanto abordagens que enfatizam rotinas organizacionais e diferentes tipologias de capacidades (Eisenhardt & Martin, 2000; Wang & Ahmed, 2007). Apesar desse avanço, persistem lacunas relevantes que ainda limitam a contribuição do constructo para a compreensão de fenômenos organizacionais em contextos de crise.

Três limitações principais emergem da literatura atual. Primeiro, a operacionalização empírica da tríade Sensing-Seizing-Reconfiguring ainda enfrenta desafios significativos, especialmente em contextos nos quais os três componentes são mobilizados simultaneamente durante crises (Haapanen et al., 2020; Peteraf et al., 2013). Permanecem questões importantes sobre como identificar manifestações empíricas específicas de cada componente quando as organizações enfrentam múltiplos choques concorrentes e fortes pressões temporais.

Segundo, a literatura apresenta forte concentração em setores de alta tecnologia e ambientes hipercompetitivos, deixando lacunas na compreensão de como capacidades dinâmicas se manifestam em indústrias tradicionalmente estáveis, mas sujeitas a choques externos relevantes (Heavey & Simsek, 2017). Setores caracterizados por ciclos longos, dependência de variáveis macroeconômicas e sensibilidade regulatória permanecem sub-representados nos estudos empíricos, limitando a generalização do constructo (Vega-Jurado et al., 2019; Forés et al., 2023).

Terceiro, ainda são escassos os estudos que investigam empiricamente como organizações mobilizam capacidades dinâmicas durante choques exógenos súbitos e de alta magnitude (Xu & Hou, 2024). A literatura carece de evidências sobre como a tríade opera quando as organizações enfrentam simultaneamente disrupções operacionais, volatilidade macroeconômica e mudanças estruturais na demanda (Huynh et al., 2022; Baishya et al., 2024).

Essas lacunas teóricas manifestam-se empiricamente no setor de incorporação imobiliária brasileiro por meio de um fenômeno que demanda explicação: a heterogeneidade de desempenho organizacional observada durante a pandemia de COVID-19, apesar de as

empresas terem sido expostas a choques ambientais semelhantes. A pandemia criou um contexto em que incorporadoras do segmento econômico foram submetidas simultaneamente a disrupções operacionais, volatilidade macroeconômica e mudanças nos padrões de demanda habitacional.

Apesar dessa relativa homogeneidade de choques externos, observou-se heterogeneidade significativa entre as empresas, evidenciada pela diferença na evolução de indicadores financeiros, operacionais e mercadológicos, bem como pela distinta capacidade de aproveitamento de oportunidades emergentes no período. Essa diferença de resultados, em condições ambientais semelhantes, sugere a atuação de fatores organizacionais internos ainda não suficientemente explicados pelos estudos existentes sobre capacidades dinâmicas em contextos de crise.

Para os fins desta pesquisa, o desempenho organizacional foi tratado de forma multidimensional, sendo operacionalizado a partir de três dimensões analíticas: financeira, operacional e de mercado. Essa delimitação foi adotada para captar de forma mais abrangente a heterogeneidade de resultados observada entre as incorporadoras analisadas durante a pandemia, considerando não apenas indicadores econômico-financeiros, mas também manifestações relacionadas à execução organizacional e à resposta do mercado.

Diante disso, o problema central desta pesquisa consiste em compreender como a mobilização diferencial da tríade de capacidades dinâmicas pode explicar a heterogeneidade de resposta e desempenho observada entre incorporadoras do segmento econômico submetidas ao mesmo choque ambiental durante a pandemia de COVID-19.

### **1.3. QUESTÃO DE PESQUISA**

A questão de pesquisa apresentada na presente dissertação consiste em analisar como a mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas (Sensing-Seizing-Reconfiguring) explica o desempenho heterogêneo de incorporadoras do segmento econômico durante a pandemia de COVID-19?

### **1.4. OBJETIVOS**

#### **1.4.1 OBJETIVO GERAL**

Analisar como a mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas (Sensing, Seizing e Reconfiguring) contribui para explicar a performance heterogênea de incorporadoras do segmento econômico listadas na B3 durante a pandemia de COVID-19.

#### **1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

I – Identificar as manifestações empíricas das capacidades de Sensing mobilizadas pelas incorporadoras para percepção e antecipação de oportunidades e ameaças durante o período pandêmico;

II – Analisar como as capacidades de Seizing foram operacionalizadas pelas empresas para aproveitamento de oportunidades emergentes e mobilização de recursos em resposta aos choques da pandemia;

III – Examinar as estratégias de Reconfiguring implementadas pelas incorporadoras para adaptação de processos, estruturas organizacionais e modelos operacionais durante o contexto de crise;

IV - Analisar como a mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas se relaciona com a performance heterogênea observada entre as incorporadoras estudadas durante a pandemia de COVID-19.

#### **1.5. JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA**

A investigação proposta justifica-se pela convergência de relevâncias teóricas, empíricas e metodológicas que fundamentam sua contribuição para o avanço do conhecimento científico em capacidades dinâmicas e gestão estratégica organizacional.

Do ponto de vista teórico, esta pesquisa parte de uma lacuna ainda presente na literatura de Capacidades Dinâmicas: a escassez de evidências empíricas sobre como a tríade Sensing-Seizing-Reconfiguring se manifesta de forma articulada em contextos de crise, particularmente em setores tradicionalmente estáveis e sujeitos a choques macroeconômicos relevantes. Embora o constructo tenha avançado conceitualmente, persistem limitações quanto à sua operacionalização empírica integrada, à observação de sua manifestação em ambientes não

hipercompetitivos e à compreensão de como sua mobilização diferencial contribui para explicar respostas e desempenhos organizacionais heterogêneos diante de um mesmo choque ambiental.

Nesse sentido, o estudo responde a lacunas identificadas na literatura de capacidades dinâmicas, especialmente no que se refere à necessidade de maior operacionalização empírica da tríade Sensing-Seizing-Reconfiguring em contextos de crise (Herrmann et al., 2017). Diante da fragmentação conceitual e da ambiguidade operacional que ainda caracterizam o campo (Peteraf et al., 2013), a pesquisa contribui para uma compreensão mais precisa de como a tríade se manifesta empiricamente em situações de choque, além de estender o constructo para setores tradicionalmente estáveis, mas sujeitos a choques macroeconômicos (Ruiz-Ortega et al., 2024), e avançar na compreensão da dinâmica temporal e da interdependência entre os componentes das capacidades dinâmicas durante crises (Wang et al., 2023; Hock-Doepgen et al., 2024).

Adicionalmente, a concentração da literatura em setores de alta tecnologia (Heavey & Simsek, 2017; Ge & Yang, 2009) deixa uma lacuna significativa na compreensão de como capacidades dinâmicas operam em indústrias tradicionalmente estáveis sujeitas a choques externos, limitando a generalização do constructo. O presente estudo contribui para preencher essa lacuna ao investigar o setor de incorporação imobiliária, caracterizado por dependência de variáveis macroeconômicas e ciclos econômicos longos, expandindo assim a aplicabilidade teórica das capacidades dinâmicas para contextos sub-representados na literatura (Teece, 2020).

A relevância empírica fundamenta-se na importância econômica do setor de incorporação imobiliária brasileiro, que representa mais de 6% do Produto Interno Bruto nacional (Fibra, 2017) e demonstra significativa capacidade de geração de empregos, tendo criado 110.921 novos postos de trabalho formais em 2024 (Secom, 2025). Esta relevância econômica é amplificada pelo impacto social do setor no contexto do déficit habitacional brasileiro, estimado em 6,21 milhões de domicílios (FJP, 2024), onde programas habitacionais como o Minha Casa Minha Vida comercializaram 168,7 mil unidades em 2023 (CBIC, 2024), evidenciando a centralidade do setor para políticas de desenvolvimento urbano e inclusão social.

A escolha do período pandêmico como contexto de investigação justifica-se pela criação de um experimento natural onde empresas do mesmo setor enfrentaram choques ambientais similares, mas apresentaram performance heterogênea, configurando condições ideais para investigar a mobilização diferencial de capacidades dinâmicas (McDonald & Eisenhardt, 2020). A pandemia de COVID-19 gerou simultaneamente disrupções operacionais, volatilidade macroeconômica e mudanças nos padrões de demanda, criando um contexto de complexidade

que testa integralmente as capacidades organizacionais de adaptação e reconfiguração (Herrmann et al., 2017).

A investigação alinha-se diretamente com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável estabelecidos pela Organização das Nações Unidas, particularmente o ODS 8 (Trabalho Decente e Crescimento Econômico) e ODS 11 (Cidades e Comunidades Sustentáveis) (Organização das Nações Unidas [ONU], 2015), ao investigar um setor relevante para o desenvolvimento urbano e geração de emprego em economias emergentes. Esta conexão com agendas globais de desenvolvimento amplifica a relevância social da pesquisa e suas potenciais implicações para políticas públicas setoriais.

Para a comunidade acadêmica, o estudo oferece contribuições específicas ao campo de capacidades dinâmicas através da redução da ambiguidade conceitual via operacionalização empírica (Webster & Watson, 2002), extensão da aplicabilidade teórica para setores sub-representados (Lessard et al., 2016), e avanço na compreensão da dinâmica temporal das capacidades organizacionais em contextos de crise (Steininger et al., 2022).

Para gestores e profissionais do setor, a investigação proporciona insights práticos sobre estratégias organizacionais eficazes para navegação em ambientes de alta volatilidade e incerteza, contribuindo para o aprimoramento da gestão estratégica em momentos de crise (Hannah & Eisenhardt, 2018). Especificamente, espera-se oferecer orientações sobre como desenvolver capacidades de sensing mais eficazes para antecipação de choques, estratégias de seizing para aproveitamento de oportunidades em contextos adversos, e processos de reconfiguring que equilibrem adaptação e continuidade operacional.

A convergência dessas múltiplas dimensões de relevância fundamenta a importância da investigação proposta e justifica sua contribuição para o avanço do conhecimento científico em gestão estratégica e capacidades organizacionais, especialmente em contextos de alta relevância econômica e social como o setor de incorporação imobiliária brasileiro.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. CHOQUES AMBIENTAIS E CRISES: ONDE A COVID-19 SE ENCAIXA**

As organizações contemporâneas operam em ambientes caracterizados por crescente volatilidade e imprevisibilidade, sendo frequentemente expostas a perturbações externas que desafiam suas estratégias e rotinas estabelecidas. Esses eventos, conceitualizados como "choques ambientais" (environmental jolts), representam perturbações de origem externa, difíceis de prever e potencialmente disruptivas para as organizações (Teixeira et al., 2020).

A natureza disruptiva desses eventos reside em sua capacidade de desalinhar estratégias organizacionais e rotinas operacionais, pressionando as firmas a responderem sob restrições temporais e de recursos (Trahms et al., 2013). Essa pressão temporal exige das organizações uma coordenação refinada entre ações operacionais e estratégicas, cuja efetividade depende da orquestração de recursos como capacidade organizacional.

Embora os choques ambientais sejam caracterizados como "transientes" em sua origem, seus efeitos podem prolongar-se significativamente na medida em que perturbam o ajuste organizacional ao ambiente. Essa perturbação frequentemente desencadeia trajetórias de declínio que demandam respostas simultâneas e coordenadas, combinando estratégias de enxugamento e recuperação (retrenchment e recovery). Em economias emergentes, como a brasileira, a incidência de choques apresenta-se de forma mais frequente e intensa, seja por mudanças abruptas na política macroeconômica, seja por repercussões de choques globais (Herrmann et al., 2017; Vega-Jurado et al., 2019). Esse contexto torna ainda mais saliente a necessidade de coordenação entre desinvestimentos, reconfigurações e novas aquisições de recursos, evidenciando o papel da orquestração de recursos como elemento sincronizador de ações de curto e médio prazo diante de perturbações ambientais.

#### **2.1.1 Processamento Cognitivo-Comportamental de Choques Ambientais**

Do ponto de vista cognitivo-comportamental, um choque ambiental adquire relevância estratégica apenas quando integra a agenda dos decisores organizacionais como "questão estratégica" (strategic issue). As questões estratégicas constituem desenvolvimentos, tendências ou eventos percebidos pelos gestores como capazes de afetar os objetivos organizacionais (Teixeira, Serra e Miller, 2023). Sua natureza intrinsecamente ambígua e complexa torna

importante a mobilização de processos de scanning, interpretação e aprendizado organizacional para que ganhem saliência e orientem efetivamente a ação gerencial.

O processamento organizacional dessas questões é influenciado por diversos fatores cognitivos e emocionais. A rotulagem de eventos como ameaças ou oportunidades, combinada com juízos de urgência e viabilidade, exerce efeitos sobre o tipo de resposta adotada pelas organizações. Adicionalmente, emoções, enquadramentos cognitivos e a dinâmica do time de alta gestão influenciam significativamente tanto a seleção quanto o tratamento das questões estratégicas (Teixeira, Serra e Miller, 2023).

Em termos práticos, choques exógenos caracterizados por alta incerteza tendem a expandir o conjunto de questões estratégicas, elevando a disputa por atenção gerencial e tornando mais custoso e politizado o processo de fechamento de consenso sobre as ações a serem implementadas. Essa dinâmica ajuda a explicar por que algumas organizações apresentam respostas lentas, truncadas ou inconsistentes diante de perturbações ambientais significativas.

### **2.1.2 Capacidades Dinâmicas e Orquestração de Recursos**

O enquadramento teórico dos choques ambientais dialoga diretamente com a perspectiva das capacidades dinâmicas, uma vez que tais eventos elevam a incerteza ambiental e testam a habilidade das firmas de detectar mudanças incipientes (*sensing*), apreender oportunidades e mitigar riscos por meio de decisões e compromissos oportunos (*seizing*), e reconfigurar ativos, processos e fronteiras organizacionais (*reconfiguring*) (Teece, 2007).

A orquestração de recursos emerge como mecanismo integrador dessa tríade de capacidades dinâmicas, envolvendo a estruturação de portfólios de recursos, sua combinação (*bundling*) em capacidades e seu aproveitamento para criação de valor (Teixeira et al., 2020). Essa capacidade torna operacionalmente executável a mobilização coordenada de *sensing*, *seizing* e *reconfiguring* sob pressão, permitindo às organizações combinar cortes e realocações com iniciativas de reposicionamento e inovação sem comprometer a cadência operacional.

Em contextos emergentes, onde choques ambientais tendem a sobrepor-se temporalmente, a orquestração de recursos assume particular relevância como condição de possibilidade para respostas organizacionais eficazes. A capacidade de sincronizar ações de diferentes horizontes temporais, mantendo a coerência estratégica mesmo em situações de alta

pressão e incerteza, constitui um diferencial competitivo para organizações que operam em ambientes turbulentos.

### **2.1.3 COVID-19 como Choque Ambiental**

A pandemia de COVID-19 pode ser analiticamente enquadrada como um choque ambiental exógeno de amplitude incomum, que adquire contornos de crise ao espalhar efeitos cruzados sobre cadeias de suprimentos, estruturas regulatórias, mercados financeiros e rotinas sociais (Herrmann et al., 2017; Steininger et al., 2022). Em termos organizacionais, a pandemia emergiu inicialmente como questão estratégica ambígua, sendo rapidamente rotulada como ameaça dominante, caracterizada por elevada urgência e viabilidade percebida variável entre firmas e setores.

Essa combinação específica de características afeta tanto a intensidade quanto a direção das respostas estratégicas organizacionais, ilustrando empiricamente os mecanismos teóricos propostos pela literatura de questões estratégicas. O caso da COVID-19 oferece, portanto, uma oportunidade singular para examinar como as capacidades dinâmicas organizacionais são mobilizadas em resposta a choques ambientais de magnitude excepcional, com a orquestração de recursos funcionando como microfundamento operacional dessas respostas.

## **2.2 CAPACIDADES DINÂMICAS: CONCEITO E EVOLUÇÃO**

A questão fundamental de como organizações conseguem sustentar vantagem competitiva em ambientes caracterizados por mudança rápida e incerteza permanece central nos estudos de estratégia organizacional. As abordagens tradicionais, focadas na sustentação de posições competitivas existentes através da criação de barreiras de entrada, mostraram-se insuficientes para explicar a capacidade diferencial de organizações em renovar suas vantagens competitivas em contextos dinâmicos (Teece, Pisano, & Shuen, 1997). Mesmo a Visão Baseada em Recursos, ao enfatizar a importância de recursos valiosos, raros, inimitáveis e não substituíveis, tratava esses recursos como relativamente estáticos, oferecendo explicações limitadas sobre como organizações desenvolvem, renovam ou reconfiguram sua base de recursos em resposta a mudanças ambientais (Hernández-Linares et al., 2021).

### **2.2.1 Definição e Natureza das Capacidades Dinâmicas**

O constructo de capacidades dinâmicas emergiu para preencher essa lacuna teórica, sendo definido como "a capacidade da firma de integrar, construir e reconfigurar competências internas e externas para responder rapidamente a ambientes em mudança" (Teece, Pisano, & Shuen, 1997, p. 516). Esta conceituação estabelece três elementos fundamentais que distinguem capacidades dinâmicas de outras formas de competência organizacional: a integração de competências dispersas, a construção de novas competências quando necessário, e a reconfiguração de competências existentes para adequação a novos contextos competitivos.

A distinção conceitual entre capacidades operacionais e dinâmicas tornou-se fundamental para a delimitação teórica do campo (Winter, 2003). Enquanto capacidades operacionais referem-se às rotinas e processos que permitem execução eficiente de atividades atuais dentro do paradigma operacional existente, capacidades dinâmicas operam em nível superior, modificando as próprias capacidades operacionais através da alteração, desenvolvimento ou criação de rotinas organizacionais (Zollo & Winter, 2002). Esta hierarquização conceitual esclarece que capacidades dinâmicas não geram valor diretamente, mas através de sua influência na base de recursos e capacidades operacionais da organização.

### **2.2.2 Componentes e Operacionalização das Capacidades Dinâmicas**

A operacionalização empírica de capacidades dinâmicas tem sido objeto de debate teórico significativo, com diferentes perspectivas sobre sua natureza e componentes. Uma linha de pesquisa caracteriza capacidades dinâmicas como processos organizacionais específicos e identificáveis, tais como desenvolvimento de produtos, tomada de decisões estratégicas e formação de alianças, que exibem características comuns entre organizações e podem ser consideradas "melhores práticas" (Eisenhardt e Martin, 2000). Esta perspectiva processual enfatiza a natureza executável e observável das capacidades dinâmicas, contribuindo para sua identificação em contextos organizacionais específicos.

Abordagem complementar incorpora elementos de aprendizagem organizacional, conceitualizando capacidades dinâmicas como padrões aprendidos e estáveis de atividade coletiva através dos quais organizações sistematicamente geram e modificam rotinas operacionais (Zollo e Winter, 2002). Esta perspectiva identifica três mecanismos fundamentais de desenvolvimento: acumulação de experiência através da repetição, articulação de conhecimento através de discussão coletiva, e codificação de conhecimento em ferramentas e

procedimentos. A ênfase na natureza deliberada e construída das capacidades dinâmicas contrasta com abordagens que as tratam como emergentes ou automáticas.

A convergência teórica tem se direcionado para uma estrutura analítica mais específica através da decomposição de capacidades dinâmicas em três classes fundamentais: sensing (percepção de oportunidades e ameaças), seizing (aproveitamento de oportunidades) e reconfiguring (reconfiguração de ativos e estruturas) (Teece, 2007). Esta tríade oferece vantagens analíticas importantes ao fornecer categorias mais específicas e operacionalizáveis em comparação com definições abstratas anteriores, permitindo identificação de manifestações específicas de cada classe em contextos organizacionais particulares.

### **2.2.3 Lacunas na Compreensão Empírica**

Apesar dos avanços teóricos, permanecem lacunas na compreensão empírica de como capacidades dinâmicas se manifestam e operam em contextos organizacionais específicos. A operacionalização da tríade sensing-seizing-reconfiguring enfrenta desafios particulares em situações em que os três componentes são mobilizados simultaneamente, como em contextos de crise onde organizações enfrentam múltiplos choques concorrentes (Haapanen et al., 2020; Steininger et al., 2022). A literatura carece de evidências sobre como organizações navegam a interdependência entre esses componentes quando submetidas a pressões temporais intensas e recursos limitados.

Adicionalmente, a concentração de estudos empíricos em setores de alta tecnologia e ambientes hipercompetitivos deixa lacunas na compreensão de como capacidades dinâmicas se manifestam em indústrias tradicionalmente estáveis sujeitas a choques externos (Heavey & Simsek, 2017; Ge & Yang, 2009). Setores caracterizados por ciclos longos, dependência de variáveis macroeconômicas e estruturas regulatórias rígidas permanecem sub-representados, limitando a generalização do constructo para contextos em que capacidades dinâmicas podem ser igualmente críticas, mas manifestar-se de maneira distinta.

A questão fundamental de como explicar heterogeneidade na capacidade de resposta organizacional a choques similares através da mobilização diferencial de capacidades dinâmicas permanece inadequadamente endereçada pela literatura atual. Esta lacuna é particularmente relevante em contextos em que organizações do mesmo setor enfrentam condições ambientais similares, mas demonstram performance heterogênea, sugerindo a operação de fatores organizacionais internos que não são adequadamente capturados pelos

frameworks existentes. A necessidade de compreensão mais precisa de como a tríade de capacidades dinâmicas opera empiricamente em tais contextos justifica investigação empírica aprofundada que contribua para a consolidação teórica e extensão da aplicabilidade do constructo.

## **2.3 A TRÍADE DE CAPACIDADES DINÂMICAS**

A decomposição analítica das capacidades dinâmicas em sensing, seizing e reconfiguring representa a convergência teórica mais significativa no campo, oferecendo uma estrutura operacional para investigação empírica de como organizações percebem, aproveitam e se adaptam a mudanças ambientais (Teece, 2007). Esta tríade aborda questões fundamentais sobre os processos organizacionais específicos que sustentam a renovação contínua de vantagens competitivas, proporcionando maior precisão conceitual em comparação com definições abstratas anteriores de capacidades dinâmicas.

### **2.3.1 Sensing: Percepção e Antecipação de Mudanças**

A capacidade de sensing constitui o fundamento para mobilização eficaz de capacidades dinâmicas, referindo-se aos processos organizacionais de escaneamento, criação, aprendizagem e interpretação de oportunidades e ameaças no ambiente externo e interno (Teece, 2007). Esta capacidade transcende a simples coleta de informações, envolvendo a transformação de dados dispersos em inteligência organizacional acionável que orienta decisões estratégicas subsequentes.

Os microfundamentos do sensing incluem processos direcionados para exploração tecnológica e de mercado, tanto em domínios próximos quanto distantes da organização, requerendo investimento em atividades de pesquisa e desenvolvimento de capacidades analíticas para capturar desenvolvimentos científicos, tecnológicos e de mercado (Ge & Yang, 2009; Heyden et al., 2012). Em contextos organizacionais específicos, o sensing manifesta-se através de sistemas de inteligência competitiva, monitoramento de tendências regulatórias, análise de comportamento de clientes e fornecedores, e desenvolvimento de capacidades de processamento de sinais fracos que antecedem mudanças ambientais significativas.

A eficácia do sensing depende da qualidade dos processos cognitivos organizacionais e da capacidade de filtrar informações relevantes em ambientes caracterizados por sobrecarga

informacional (Heavey & Simsek, 2017; Dodić & Auh, 2015). Organizações com sensing superior demonstram habilidade de identificar oportunidades emergentes antes de competidores e antecipar ameaças antes que se materializem em impactos operacionais significativos. Esta capacidade torna-se particularmente crítica em contextos de crise, onde a velocidade de mudança ambiental pode superar a capacidade organizacional de processamento de informações.

### **2.3.2 Seizing: Mobilização e Aproveitamento de Oportunidades**

O seizing representa a capacidade organizacional de mobilizar recursos para capturar valor de oportunidades identificadas através do sensing, envolvendo decisões sobre arquiteturas de produto, modelos de negócio, estruturas organizacionais e tecnologias complementares (Teece, 2007). Esta capacidade operacionaliza a transição entre percepção de oportunidades e criação efetiva de valor, constituindo o elo entre inteligência organizacional e performance.

A operacionalização eficaz do seizing requer decisões sobre timing de entrada, seleção de tecnologias, design de modelos de negócio e arquiteturas organizacionais que maximizem a captura de valor de oportunidades identificadas (Wang et al., 2022; Hock-Doepgen et al., 2024). Em contextos dinâmicos, o seizing envolve dilemas complexos entre velocidade de resposta e qualidade de execução, demandando capacidades organizacionais de tomada de decisão sob incerteza e mobilização rápida de recursos.

As manifestações empíricas do seizing incluem desenvolvimento acelerado de produtos, entrada em novos mercados, formação de alianças estratégicas, aquisições direcionadas e reconfiguração de cadeias de valor para aproveitamento de oportunidades emergentes. A eficácia do seizing é particularmente testada em situações onde múltiplas oportunidades competem por recursos organizacionais limitados, exigindo capacidades de priorização e alocação de recursos (Saeed et al., 2024; Mitchell et al., 2020).

### **2.3.3 Reconfiguring: Transformação e Realinhamento Organizacional**

O reconfiguring constitui a capacidade de reconfigurar ativos tangíveis e intangíveis da organização para sustentar ou melhorar performance à medida que oportunidades são capturadas e o ambiente competitivo evolui (Teece, 2007). Esta capacidade aborda a necessidade contínua de realinhamento entre recursos organizacionais e demandas ambientais,

evitando armadilhas de rigidez que podem comprometer vantagens competitivas ao longo do tempo.

Os processos de reconfiguring manifestam-se através de reestruturações organizacionais, reconfiguração de processos operacionais, realinhamento de estruturas de governança, transformação de modelos de negócio e renovação de bases de conhecimento organizacional (Chang et al., 2022; Ge & Yang, 2009). Em contextos de mudança acelerada, o reconfiguring pode envolver transformações simultâneas em múltiplas dimensões organizacionais, testando a capacidade de gestão de complexidade e coordenação de mudanças interdependentes.

A eficácia do reconfiguring depende da capacidade organizacional de superar inércia estrutural e resistência à mudança, enquanto mantém continuidade operacional durante processos de transformação (Kasim et al., 2021; Xu & Hou, 2024). Esta capacidade torna-se particularmente desafiadora quando organizações enfrentam pressões temporais intensas e recursos limitados, como em contextos de crise, onde múltiplas reconfigurações podem ser necessárias simultaneamente.

### **2.3.4 Interdependência e Simultaneidade na Tríade**

A operacionalização eficaz de capacidades dinâmicas requer compreensão da interdependência entre sensing, seizing e reconfiguring, que operam como sistema integrado ao invés de capacidades independentes (Haapanen et al., 2020; Heavey & Simsek, 2017). O sensing informa decisões de seizing, que por sua vez demandam reconfiguring para implementação eficaz, criando loops de feedback que influenciam ciclos subsequentes de renovação de capacidades organizacionais.

Em contextos de mudança gradual, organizações podem mobilizar componentes da tríade sequencialmente, permitindo aprendizagem e ajuste incremental entre etapas. Entretanto, contextos de crise frequentemente demandam mobilização simultânea dos três componentes, criando desafios de coordenação e gestão de recursos que não são adequadamente endereçados pela literatura atual (Huynh et al., 2022; Baishya et al., 2024).

### **2.3.5 Lacunas na Operacionalização Empírica da Tríade**

Apesar da clareza conceitual da tríade, permanecem questões fundamentais sobre sua operacionalização empírica, particularmente em contextos onde organizações enfrentam choques simultâneos que demandam ativação coordenada dos três componentes (Herrmann et al., 2017; Steininger et al., 2022). A literatura carece de evidências sobre como organizações gerenciam dilemas entre velocidade de resposta e qualidade de execução quando submetidas a pressões temporais intensas e limitações de recursos.

Adicionalmente, a compreensão de como fatores contextuais influenciam a manifestação específica de cada componente da tríade permanece limitada, particularmente em setores caracterizados por dependência regulatória, ciclos longos de desenvolvimento e sensibilidade a variáveis macroeconômicas (Forés et al., 2023; Vega-Jurado et al., 2019). A questão de como organizações do mesmo setor, enfrentando choques ambientais similares, mostram capacidades diferenciadas de mobilização da tríade permanece inadequadamente explicada, constituindo lacuna empírica que demanda investigação específica para contribuir ao avanço da compreensão teórica e aplicação prática do constructo.

## **2.4 CAPACIDADES DINÂMICAS EM CONTEXTOS DE CRISE**

A investigação de capacidades dinâmicas em contextos de crise revela limitações na compreensão atual de como organizações mobilizam essas capacidades quando enfrentam choques simultâneos e de alta magnitude. Embora o constructo tenha sido originalmente concebido para explicar adaptação organizacional em ambientes dinâmicos, a maior parte da literatura empírica foca em mudanças graduais ou setoriais específicas, deixando lacunas na compreensão de processos adaptativos durante crises que afetam simultaneamente múltiplas dimensões do ambiente organizacional.

### **2.4.1 Características Distintivas de Ambientes de Crise**

Contextos de crise diferem de ambientes dinâmicos tradicionais através de características que intensificam desafios para mobilização de capacidades dinâmicas. A simultaneidade de choques em múltiplas dimensões organizacionais cria condições em que sensing, seizing e reconfiguring devem operar concorrentemente, ao invés da sequência mais

gradual típica de contextos de mudança incremental (Haapanen et al., 2020; Huynh et al., 2022). Esta simultaneidade gera pressões temporais intensas que podem comprometer a qualidade de processos de sensing, forçar decisões de seizing subótimas e acelerar reconfiguring além da capacidade organizacional de absorção de mudanças.

A compressão temporal característica de crises altera a dinâmica de mobilização de capacidades dinâmicas, reduzindo oportunidades para aprendizagem incremental e ajuste de estratégias baseado em feedback de experiências anteriores (Herrmann et al., 2017; McDonald & Eisenhardt, 2020). Organizações enfrentam dilemas intensificados entre velocidade de resposta e qualidade de execução, frequentemente sendo forçadas a mobilizar capacidades dinâmicas com informações incompletas e recursos limitados.

Adicionalmente, crises frequentemente envolvem mudanças nas "regras do jogo" competitivo, alterando não apenas condições de demanda e oferta, mas também estruturas regulatórias, normas sociais e expectativas de stakeholders (Xu & Hou, 2024; Wang et al., 2023). Esta multidimensionalidade de mudanças demanda mobilização coordenada de capacidades dinâmicas em níveis organizacionais múltiplos, testando não apenas capacidades individuais de sensing, seizing e reconfiguring, mas também capacidades meta-organizacionais de coordenação e integração entre esses processos.

#### **2.4.2 Desafios Específicos da Mobilização Simultânea**

A mobilização simultânea da tríade de capacidades dinâmicas durante crises apresenta desafios únicos que não são adequadamente abordados pela literatura atual. O sensing em contextos de crise deve processar volumes excepcionais de informação em prazos comprimidos, frequentemente com sinais conflitantes e alta incerteza sobre a durabilidade de mudanças observadas (Heavey & Simsek, 2017; Steininger et al., 2022). Esta sobrecarga informacional pode comprometer a qualidade de processos de sensing justamente quando precisão de percepção se torna mais crítica para sobrevivência organizacional.

O seizing durante crises enfrenta limitações de recursos e pressões para tomada de decisões rápidas com consequências potencialmente irreversíveis (Huynh et al., 2022; McDonald & Eisenhardt, 2020). Organizações podem ser forçadas a aproveitar oportunidades subótimas devido a restrições temporais, ou alternativamente, perder oportunidades valiosas devido a paralisia decisória causada por excesso de incerteza. A qualidade do seizing em

contextos de crise depende da capacidade organizacional de gerenciar dilemas entre rapidez e precisão decisória.

O reconfiguring durante crises frequentemente envolve transformações organizacionais simultâneas em múltiplas dimensões, potencialmente excedendo capacidades organizacionais de absorção de mudanças (Kasim et al., 2021; Xu & Hou, 2024). A necessidade de manter continuidade operacional enquanto implementa reconfiguração extensiva cria tensões entre estabilidade e flexibilidade que podem comprometer tanto performance operacional quanto eficácia de processos de transformação.

### **2.4.3 Evidências Limitadas em Crises**

A literatura empírica sobre capacidades dinâmicas em contextos de crise permanece limitada, considerando a centralidade teórica da adaptação organizacional para o constructo. Estudos existentes tendem a focar em crises setoriais específicas ou choques tecnológicos particulares, com evidências limitadas sobre como organizações mobilizam capacidades dinâmicas durante crises que afetam simultaneamente dimensões operacionais, financeiras, regulatórias e sociais (Steininger et al., 2022; Baishya et al., 2024).

Esta limitação empírica é problemática porque crises oferecem laboratórios naturais para investigação de capacidades dinâmicas, criando condições onde essas capacidades são simultaneamente mais críticas para sobrevivência organizacional e mais facilmente observáveis devido à intensificação de pressões adaptativas (McDonald & Eisenhardt, 2020; Herrmann et al., 2017). A ausência de evidências sobre mobilização diferencial de capacidades dinâmicas durante crises limita a compreensão de fatores que explicam heterogeneidade de performance organizacional em contextos de alta adversidade.

### **2.4.4 Heterogeneidade de Resposta Organizacional**

Uma questão fundamental inadequadamente endereçada pela literatura refere-se à heterogeneidade substancial de performance organizacional observada durante crises, onde organizações do mesmo setor, enfrentando choques ambientais similares, demonstram capacidades dramaticamente diferentes de adaptação e sobrevivência (McDonald & Eisenhardt, 2020; Herrmann et al., 2017). Esta heterogeneidade sugere que fatores organizacionais internos,

potencialmente relacionados a capacidades dinâmicas, influenciam significativamente resultados organizacionais durante crises.

A compreensão atual oferece explicações limitadas sobre por que algumas organizações conseguem não apenas sobreviver, mas prosperar durante crises, enquanto outras enfrentam dificuldades ou falham completamente (Baishya et al., 2024; Hannah & Eisenhardt, 2018). Esta lacuna explanatória é particularmente relevante para setores caracterizados por estruturas competitivas relativamente homogêneas, onde diferenças de performance durante crises não podem ser facilmente atribuídas a vantagens posicionais pré-existentes.

#### **2.4.5 Necessidade de Investigação Contextual Específica**

A extensão da compreensão teórica de capacidades dinâmicas para contextos de crise requer investigação empírica que aborde especificamente os desafios únicos de mobilização simultânea da tríade sensing-seizing-reconfiguring sob pressões temporais intensas e recursos limitados. Particularmente necessária é investigação em setores tradicionalmente estáveis que enfrentam choques externos, onde manifestações de capacidades dinâmicas podem diferir significativamente de padrões observados em setores de alta tecnologia.

A pandemia de COVID-19 criou condições excepcionais para investigação dessas questões, proporcionando um experimento natural onde organizações enfrentaram simultaneamente choques operacionais, financeiros, regulatórios e sociais de magnitude sem precedentes. A heterogeneidade de respostas organizacionais observada durante este período oferece oportunidades únicas para investigação empírica de como capacidades dinâmicas operam em contextos de crise, contribuindo para o avanço tanto da compreensão teórica quanto da aplicabilidade prática do constructo em situações de alta adversidade e incerteza.

#### **2.5 Questões Estratégicas: Como os Gestores Interpretam e Priorizam Choques Ambientais**

Os choques ambientais adquirem relevância estratégica somente quando são percebidos, rotulados e integrados à agenda de decisão organizacional. A literatura de questões estratégicas (strategic issues - SIs) oferece uma lente analítica importante para compreender esse processo de transformação, conceitualizando as questões estratégicas como desenvolvimentos, tendências ou preocupações emergentes julgadas como relevantes para os objetivos

organizacionais (Dutton et al., 1983; Dutton, 1986a, 1986b). O tratamento dessas questões envolve diagnóstico e interpretação realizados sob condições de ambiguidade e informação incompleta, constituindo um processo complexo de sensemaking organizacional.

### **2.5.1 Processo de Ativação e Formação de Momentum**

O processamento de questões estratégicas raramente segue etapas lineares ou previsíveis. Inicialmente ocorre a ativação do tema na agenda organizacional, seguida por avaliações de urgência e viabilidade que, subsequentemente, contribuem para a formação de momentum para ação (Dutton & Duncan, 1987a). Paralelamente, as organizações engajam-se em atividades contínuas de scanning ambiental, interpretação e aprendizado organizacional, constituindo um ciclo recursivo de sensemaking que transforma dados dispersos em significados compartilhados e, subsequentemente, em movimento estratégico (Daft & Weick, 1984).

Esse processo de transformação de informações ambientais em ação estratégica representa um mecanismo crítico através do qual as organizações navegam em ambientes complexos e dinâmicos. A capacidade de identificar sinais relevantes, interpretá-los adequadamente e convertê-los em respostas organizacionais coordenadas constitui uma competência distintiva que diferencia organizações em sua habilidade de responder efetivamente a choques ambientais.

### **2.5.2 Rotulagem e Categorização de Questões Estratégicas**

Um eixo central da literatura de questões estratégicas reside no processo de rotulagem, através do qual os decisores utilizam categorias cognitivas para atribuir sentido aos eventos ambientais. As categorias mais proeminentes são os rótulos de "ameaça" e "oportunidade", que funcionam como esquemas interpretativos fundamentais para a compreensão organizacional (Dutton & Jackson, 1987). Importante ressaltar que esses rótulos não constituem polos opostos de uma única dimensão, mas seguem regras de classificação distintas e ativam padrões diferenciados de atenção gerencial.

A pesquisa demonstra que informações consistentes com enquadramentos de "ameaça" tendem a ser percebidas com maior vividez e urgência do que informações alinhadas a enquadramentos de "oportunidade" (Jackson & Dutton, 1988). Essa assimetria perceptual

possui implicações significativas para as respostas organizacionais, influenciando tanto a velocidade quanto a natureza das ações estratégicas subsequentes.

Alternativamente, os gestores também categorizam e priorizam questões estratégicas através de esquemas de urgência e viabilidade, dimensões que auxiliam na explicação de quais temas ingressam efetivamente na agenda organizacional e qual tipo de resposta é mobilizada (Dutton & Duncan, 1987a). Evidências empíricas sugerem que esse esquema de urgência-viabilidade pode prever intenções e ações estratégicas de forma mais acurada do que a dicotomia ameaça-oportunidade em determinados contextos organizacionais (Julian & Ofori-Dankwa, 2008).

Adicionalmente, interpretações ambivalentes que reconhecem simultaneamente aspectos positivos e negativos de uma mesma questão estratégica estão associadas a respostas organizacionais mais amplas e arrojadas, particularmente quando a alta gestão percebe-se capaz de influenciar os resultados (Plambeck & Weber, 2009, 2010). Essa perspectiva nuançada da interpretação estratégica sugere que a complexidade cognitiva pode facilitar respostas mais sofisticadas e abrangentes a choques ambientais.

### **2.5.3 Fatores Moldadores da Interpretação de Questões Estratégicas**

A interpretação de questões estratégicas é influenciada por uma constelação de fatores que operam em múltiplos níveis organizacionais. No nível individual, esquemas cognitivos, experiências prévias e estados afetivos exercem influência significativa sobre a leitura e interpretação de temas estratégicos. O enquadramento como ameaça ou oportunidade interage com estados emocionais transitórios na formação de julgamentos gerenciais (Mittal & Ross, 1998), enquanto crenças sobre controle pessoal podem alterar como gestores rotulam e enfrentam questões estratégicas (Thomas et al., 1994).

No nível de grupo, a capacidade de processamento de informação e os processos sociais da equipe de alta gestão exercem efeitos substanciais sobre a interpretação estratégica. Fatores como conflito interpessoal e comportamentos de busca de acordo afetam tanto os rótulos atribuídos às questões quanto o alcance das variáveis consideradas na interpretação (Thomas & McDaniel, 1990; Knight et al., 1999). As emoções manifestadas nas conversas executivas também moldam significativamente como os temas são propostos, discutidos e decididos nos fóruns de decisão organizacional (Liu & Maitlis, 2014).

Em conselhos de administração, embora exista diversidade cognitiva entre os membros, padrões setoriais comuns de interpretação tendem a emergir, sugerindo efeitos de campo institucional na formação de consensos interpretativos (Bergman et al., 2016). Essa convergência interpretativa pode tanto facilitar quanto limitar a capacidade organizacional de desenvolver respostas inovadoras a choques ambientais.

No nível organizacional, a identidade e imagem organizacionais exercem influência substancial sobre o sentido atribuído às questões estratégicas e os motivos para ação. Ao longo do tempo, ações implementadas e resultados obtidos também retroalimentam essas interpretações, criando ciclos de reforço interpretativo (Dutton & Dukerich, 1991; Gioia & Thomas, 1996). A venda de questões estratégicas por gerentes de nível médio constitui um mecanismo-chave através do qual determinados temas ganham legitimidade e espaço na agenda estratégica organizacional (Dutton & Ashford, 1993).

No nível ambiental, características como cultura nacional, munificência setorial e intensidade competitiva afetam tanto os rótulos atribuídos quanto as respostas organizacionais subsequentes. Contextos culturais distintos podem favorecer interpretações mais orientadas para crise e ameaça, gerando respostas de maior magnitude ou com focos internos e externos diferenciados (Schneider & Meyer, 1991). Em setores que experimentam redução de munificência, mudanças nos modelos causais dos dirigentes frequentemente antecedem adaptações estratégicas bem-sucedidas (Barr et al., 1992).

#### **2.5.4 Questões Estratégicas como ponte para Capacidades Dinâmicas**

A perspectiva de questões estratégicas constitui a ponte analítica entre choques ambientais e capacidades dinâmicas organizacionais. A maneira como um choque é rotulado e priorizado condiciona o que a firma detecta através de suas atividades de sensing, influenciando o escopo do scanning ambiental e os sinais que ganham atenção gerencial. Simultaneamente, esses processos interpretativos afetam o que a organização decide capturar através de seizing, direcionando a alocação de recursos para iniciativas percebidas como viáveis e urgentes.

Finalmente, as interpretações estratégicas influenciam o que a organização efetivamente reconfigura, orientando o redesenho de ativos, processos e portfólios à luz do significado atribuído ao evento disruptivo (Huynh et al., 2022; Wang et al., 2023). Rotular um mesmo choque como "ameaça controlável e urgente" pode disparar respostas de exploração de novas

ofertas e reposicionamento estratégico, enquanto interpretá-lo como "oportunidade distante e pouco viável" pode postergar decisões e reduzir o ímpeto de mudança organizacional.

Essa dinâmica interpretativa possui implicações diretas para a mobilização de capacidades dinâmicas, afetando a intensidade e direção dos processos de sensing, seizing e reconfiguring. Em contextos como o das incorporadoras brasileiras durante a COVID-19, essa lente analítica ajuda a explicar a heterogeneidade de respostas entre firmas expostas ao mesmo choque ambiental. Variações em atenção gerencial, categorização estratégica, consenso executivo e crenças de capacidade conduzem a portfólios distintos de iniciativas, ritmos diferenciados de decisão e profundidades variadas de reconfiguração organizacional, mesmo sob condições externas similares (Thomas et al., 1993; Dutton, 1997; Barr, 1998).

A inclusão da perspectiva de questões estratégicas neste referencial teórico é, portanto, essencial porque explicita como choques ambientais se transformam em questões estratégicas na prática gerencial e por que diferentes interpretações geram trilhas distintas de mobilização de capacidades dinâmicas. Esse mecanismo microfundacional constitui precisamente o foco analítico que buscamos evidenciar no estudo das respostas organizacionais à pandemia entre empresas incorporadoras.

## **2.6 Quadro conceitual integrador: do choque ambiental às respostas organizacionais**

A literatura revisada permite integrar três vertentes centrais para compreender a heterogeneidade de respostas das organizações diante da pandemia de COVID-19. Em primeiro lugar, choques ambientais são perturbações exógenas e abruptas que rompem o alinhamento entre rotinas organizacionais e ambiente competitivo, exigindo respostas rápidas e sob restrições (Teixeira et al., 2020; Trahms et al., 2013). Em segundo lugar, esses choques só se tornam estrategicamente relevantes quando são processados como questões estratégicas: eventos rotulados e priorizados pela alta gestão como ameaças ou oportunidades, categorizados por urgência e viabilidade, e disputados na arena política e cognitiva das organizações (Dutton et al., 1983; Dutton & Jackson, 1987; Jackson & Dutton, 1988). Em terceiro lugar, a mobilização de capacidades dinâmicas, sensing, seizing e reconfiguring, constitui o mecanismo por meio do qual as organizações detectam sinais, decidem e agem para responder aos choques, sendo a orquestração de recursos o microfundamento crítico que conecta essas dimensões em trajetórias coerentes de adaptação (Teixeira et al., 2020; Bingham et al., 2014).

A integração desses blocos sugere um fluxo causal em quatro etapas. O ponto de partida é o choque ambiental – no caso, a pandemia – que se projeta sobre as organizações como uma condição de incerteza e múltiplos impactos simultâneos (cadeias de suprimentos, restrições sanitárias, juros, regulação). Esse choque é traduzido em um conjunto de questões estratégicas, cuja interpretação depende de fatores cognitivos, emocionais e institucionais. A forma como essas questões são rotuladas – como ameaças dominantes ou como oportunidades emergentes – condiciona a agenda de atenção e o ritmo de decisão. A seguir, a interpretação das questões estratégicas molda a mobilização quase simultânea das três dimensões da tríade: processos de sensing orientam o que monitorar, seizing define quais oportunidades ou riscos serão priorizados, e reconfiguring traduz essas escolhas em mudanças concretas de ativos, processos e estruturas. O ciclo se completa com a geração de resultados organizacionais – operacionais, financeiros e de mercado – que, por sua vez, retroalimentam o processamento de novas questões, ajustando os esquemas cognitivos e as rotinas de resposta.

Esse encadeamento é particularmente crítico em contextos emergentes e em setores de ciclo longo, como o da incorporação imobiliária no Brasil. Nesses ambientes, a necessidade de financiamento contínuo, a sensibilidade a variáveis macroeconômicas como juros e INCC, e a rigidez regulatória tornam as respostas não apenas mais custosas, mas também mais visíveis para stakeholders (Couto, 2018). Isso significa que a interpretação inicial das questões estratégicas e a capacidade de orquestração de recursos são condições decisivas para diferenciar firmas que preservam liquidez e posicionamento competitivo daquelas que enfrentam retração prolongada ou perda de relevância. A heterogeneidade de respostas observada entre incorporadoras expostas ao mesmo choque pode, assim, ser explicada pela variação na forma como gestores interpretaram as questões estratégicas, priorizaram ações e articularam sensing, seizing e reconfiguring em janelas temporais comprimidas.

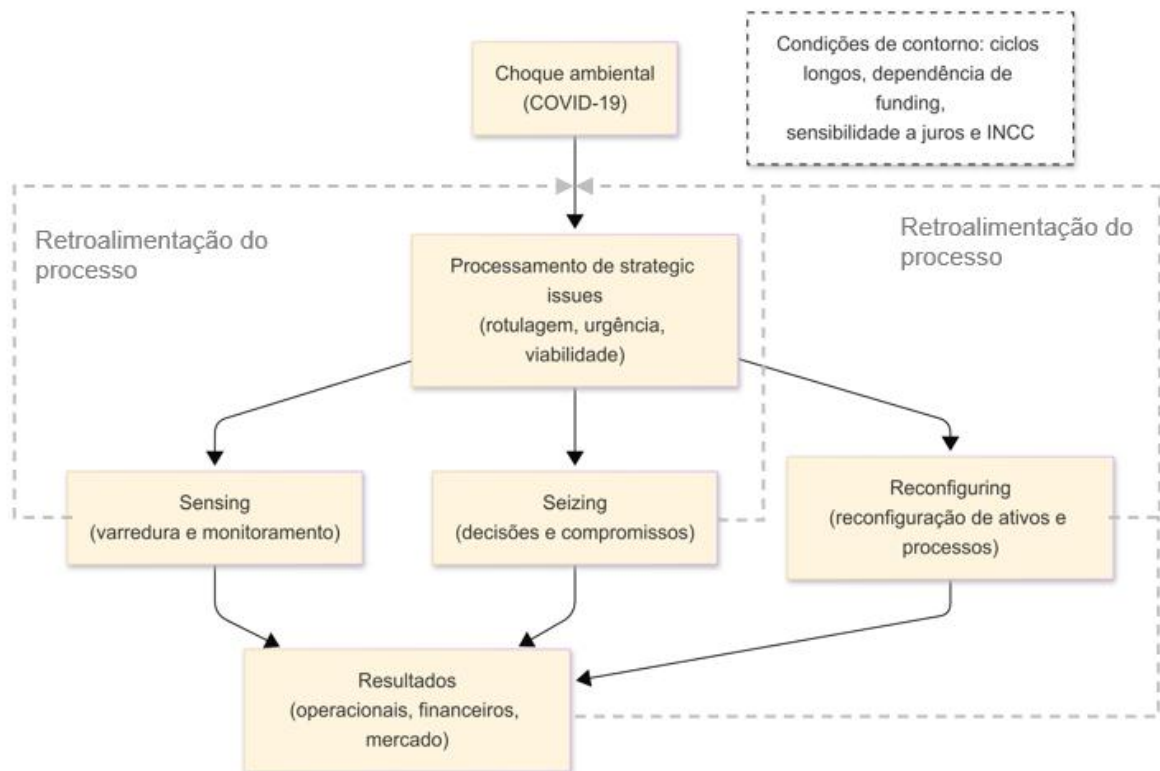
Em síntese, o quadro conceitual integrador propõe que: (i) choques ambientais funcionam como gatilhos disruptivos; (ii) seu impacto estratégico é mediado pelo processamento de questões estratégicas; (iii) a mobilização simultânea da tríade de capacidades dinâmicas é o mecanismo central de resposta; e (iv) condições de contorno setoriais e institucionais modulam custos e visibilidade dessas respostas, contribuindo para explicar diferenças de desempenho. Esse framework guiará a análise empírica subsequente, orientando a codificação e comparação dos casos estudados.

A Figura 1 sintetiza esse encadeamento conceitual. O choque ambiental, aqui exemplificado pela pandemia de COVID-19, é percebido e rotulado como questões estratégicas,

que então orientam a mobilização simultânea de *sensing*, *seizing* e *reconfiguring*. Essa mobilização resulta em diferentes trajetórias de desempenho organizacional, enquanto condições de contorno setoriais — ciclos longos, dependência de financiamento e sensibilidade a juros e ao INCC — modulam custos, velocidade e visibilidade das respostas. A Figura 1, portanto, consolida o quadro conceitual integrador que guiará a análise empírica.

**Figura 1**

Quadro conceitual integrador



O Referencial Teórico apresentado neste segmento buscou construir a base teórica necessária para a compreensão de como as organizações reagem e respondem a choques ambientais como a pandemia de COVID-19. Deste modo, o Referencial Teórico se fundamentou em três pilares teóricos interligados e relacionados entre si – Choques Ambientais, Questões Estratégicas e Capacidades Dinâmicas, sendo as Capacidades Dinâmicas o objeto central da pesquisa desenvolvida, mas que está diretamente relacionada com os demais aspectos.

Os Choques Ambientais representam perturbações externas às organizações que rompem o equilíbrio de estratégias, rotinas e ambiente competitivo das organizações, exigindo destas uma capacidade de adaptação rápida em condições de incerteza. Entretanto, estes choques por si só não se traduzem automaticamente em processos de reconfiguração interna nas organizações. Antes, estes choques necessitam ser percebidos e interpretados pelos stakeholders e decisores como questões estratégicas, sendo esse um processo cognitivo e político que define a agenda e resposta organizacional aos eventos e a eventual resposta subsequente. Essa etapa intermediária é tratada pela literatura como *Strategic Issues* (ou Questões Estratégicas) e tem a função de ser o filtro interpretativo da organização para questões externas, classificando os eventos ocorridos como ameaças ou oportunidades, urgente ou secundário, viável ou não. Deste modo, a forma como o choque é interpretado por uma organização constitui em um ponto fundamental que influencia todo o curso subsequente de adaptação estratégica.

A partir dessa interpretação, as organizações mobilizam as suas Capacidades Dinâmicas (aqui compreendidas como a habilidade de interpretar, construir e reconfigurar recursos) com o intuito de se adaptar a um contexto de mudanças e incerteza. A tríade proposta por Teece (2007) – *sensing, seizing e reconfiguring* – oferece uma base teórica robusta para avaliar este processo. O *sensing* envolve a identificação e interpretação de sinais do ambiente, permitindo às organizações a detectarem oportunidades e antecipar ameaças eminentes. O *seizing* refere-se à tomada de decisões estratégicas e mobilização de recursos para capturar oportunidade, transformando a interpretação de informação em tomadas de decisões práticas. Por fim, o *reconfiguring* é entendido como a transformação e reorganização interna da organização (como por exemplo, a reestruturação de processos, realocação de ativos e ajustes de governança). Estes componentes podem ser simultâneos e interdependentes, especialmente em momentos de crise, que aumentam o grau de complexidade de adaptação destas empresas.

Deste modo, demonstra-se que mesmo que várias organizações, de um mesmo segmento estejam submetidas às mesmas condições de adversidade, é possível que estas apresentem trajetórias de desempenho e resposta distintas, justamente pela diferença interna de percepção e reorganização destas empresas. Essa constatação reforça a importância de analisar não somente apenas o que as organizações fazem, mas também como e porque fazem, analisando também os mecanismos cognitivos e organizacionais que influenciam a interpretação dos choques ambientais e os transformam em ações estratégicas.

O Quadro Conceitual Integrador apresentado na Figura 1 sintetiza essa lógica, conectando estes 3 pilares fundamentais: (i) Os Choques Ambientais como gatilhos disruptivos que rompem o status quo de uma organização e pressionam por uma reação; (ii) As Questões Estratégicas, como o filtro interpretativo que transforma as perturbações externas em ações organizacionais internas, e por fim (iii) a Tríade das Capacidades Dinâmicas que tem o papel de moldar como a empresa interpreta as informações externas, realiza a tomada de decisão estratégica e mobiliza seus recursos para a reorganização interior. Todo esse processo ocorre de maneira iterativa e com retroalimentação contínua entre as partes do processo (interpretação, ação e resultados).

A estrutura conceitual apresentada fundamenta todo o percurso metodológico adotado neste estudo, propondo-se a investigar empiricamente como essas incorporadoras mobilizaram suas capacidades dinâmicas em resposta à pandemia de COVID-19 e como as diferenças neste processo explicam o desempenho destas empresas no período imediatamente posterior. Desta maneira, se adota um estudo qualitativo de múltiplos casos que permite avaliar de maneira profunda a complexidade deste fenômeno e explorar as variações interpretativas e comportamentais das organizações.

### **3. MÉTODO**

#### **3.1 Desenho da pesquisa**

Este estudo adota um desenho qualitativo de múltiplos casos, fundamentado na lógica de construção de teoria a partir de casos, conforme delineado por Eisenhardt (1989) e aprofundado em estudos subsequentes de estratégia em contextos crises (Eisenhardt & Graebner, 2007; Hannah & Eisenhardt, 2018). Essa abordagem é especialmente adequada para investigar fenômenos complexos e pouco explorados, em que mecanismos causais não são bem compreendidos e em que a heterogeneidade de respostas organizacionais constitui parte relevante do fenômeno.

O foco da pesquisa está no como e no porquê das respostas estratégicas das incorporadoras brasileiras diante do choque representado pela pandemia de COVID-19, em vez de testar hipóteses previamente estabelecidas. Em consonância com a lógica indutiva de construção teórica, a pesquisa busca identificar padrões de comportamento e mecanismos subjacentes, articulando-os em proposições emergentes e em um framework conceitual que amplie a compreensão da relação entre choques ambientais, questões estratégicas e mobilização de capacidades dinâmicas.

A escolha pelo desenho de múltiplos casos se ancora na lógica de replicação literal e teórica. A replicação literal consiste em identificar padrões comuns entre firmas que compartilham características estruturais semelhantes e que, portanto, tenderiam a apresentar respostas convergentes. Já a replicação teórica consiste em explorar contrastes entre firmas que diferem em aspectos críticos, como porte, estrutura de financiamento, exposição geográfica e grau de digitalização prévio, permitindo explicar por que empresas expostas ao mesmo choque ambiental podem apresentar trajetórias de resposta distintas. Esse arranjo metodológico amplia a validade externa dos achados ao conjugar convergência e contraste, assegurando a utilidade analítica do estudo para contextos similares.

#### **3.2 Unidade de Análise**

A unidade de análise deste estudo é a firma incorporadora, com foco específico em empresas do segmento econômico de habitação. Esse setor representa um campo empírico particularmente adequado para a investigação proposta por três razões principais. Primeiro,

trata-se de uma indústria de ciclo longo, caracterizada por forte dependência de financiamento e elevada sensibilidade a variáveis macroeconômicas, como juros e índices de custo da construção (INCC). Essas condições estruturais intensificaram os efeitos do choque exógeno provocado pela pandemia de COVID-19, tornando as respostas estratégicas mais custosas, visíveis e heterogêneas. Segundo a incorporação imobiliária brasileira opera em ambiente altamente regulado e institucionalizado, no qual políticas públicas e programas habitacionais, como o “Minha Casa, Minha Vida”, moldam parte substancial da demanda. Esse arcabouço regulatório impõe restrições e, simultaneamente, abre janelas de oportunidade que testam diretamente a capacidade adaptativa das firmas. Terceiro, as incorporadoras listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) constituem casos empíricos privilegiados porque, além da relevância econômica e social de sua atuação, oferecem transparência informacional, dado o compromisso legal de divulgação de relatórios periódicos a investidores e ao mercado.

Com base nesses critérios, foram selecionadas cinco incorporadoras de capital aberto do segmento econômico (MRV&CO, Tenda, Direcional, Cury e Plano&Plano), todas com atuação contínua no período de 2019 a 2023. Esse recorte temporal permite observar o contexto imediatamente anterior à pandemia, as estratégias emergenciais adotadas durante os anos de maior impacto e as reconfigurações posteriores. A seleção seguiu a lógica de amostragem teórica, buscando tanto casos comparáveis, para replicação literal, quanto casos que diferem em aspectos críticos, como porte, estrutura de financiamento e grau de digitalização prévia, para replicação teórica. Essa combinação assegura que os achados sejam derivados de padrões consistentes, ao mesmo tempo em que explica variações relevantes entre firmas expostas ao mesmo choque ambiental.

### **3.3 Procedimentos de Coleta de Dados**

A coleta de dados foi estruturada segundo a lógica da triangulação, combinando múltiplas fontes de evidência a fim de ampliar a validade de construto e a robustez das inferências (Eisenhardt, 1989; Eisenhardt & Graebner, 2007). O estudo concentra-se em cinco incorporadoras brasileiras de capital aberto atuantes no segmento econômico, todas listadas na B3. Embora atuem no mesmo setor e tenham sido expostas ao mesmo choque ambiental, diferem em porte, estrutura de financiamento, grau de digitalização e perfil de atuação geográfica, o que possibilita tanto replicação literal quanto teórica.

A principal base empírica é formada por documentos institucionais públicos, foram coletados 79 releases trimestrais de resultados, correspondentes ao período entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2023 para as cinco empresas analisadas.

Complementarmente, foram analisadas transcrições de vídeos, realizadas a cada trimestre, somando 79 eventos no horizonte temporal considerado (quatro anos). Essas transcrições representam uma fonte privilegiada para observar a interpretação dos choques pela alta gestão e sua comunicação a stakeholders externos.

Além dessas fontes documentais, foram realizadas entrevistas semiestruturadas (APÊNDICE A) com informantes-chave, de modo a captar dimensões interpretativas que dificilmente aparecem nos relatórios. Foram conduzidas 11 entrevistas, abrangendo executivos de topo (CEOs, diretores de RI e diretores de operação), gestores intermediários responsáveis por diferentes áreas (vendas, operações, estratégia) e representantes do ecossistema. Essa diversidade de perfis visa capturar tanto as justificativas estratégicas quanto os mecanismos microfundacionais de mobilização de capacidades dinâmicas.

O recorte temporal da coleta abrange o período entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2023, permitindo observar a fase imediatamente anterior ao choque da COVID-19, os anos de maior impacto e as reconfigurações subsequentes.

**Tabela 1**

Fontes de dados da pesquisa

Fonte de dados	Conteúdo principal	Quantidade aproximada	Informantes/Unidade
Releases de Resultados	Indicadores financeiros e operacionais; descrição de práticas de gestão.	79 Relatórios Trimestrais	Empresas MRV, Tenda, Direcional, Cury e Plano & Plano;
Transcrição de Conferências com Investidores.	Narrativa gerencial sobre resultados e estratégias.	79 transcrições	Empresas MRV, Tenda, Direcional, Cury e Plano & Plano;
Informações Trimestrais (ITRs) e Demonstrativos Financeiros (DF)	Complementação de dados financeiros e contábeis apresentados nos Releases	10 documentos	Principalmente: Cury e Plano&Plano em cenário Pré-IPO;
Entrevistas semiestruturadas	Percepções sobre choques, decisões e capacidades mobilizadas.	11 entrevistas	gestores de áreas críticas, coordenadores de operação, fornecedores, representantes setoriais;

### 3.4 Procedimentos de Análise dos Dados

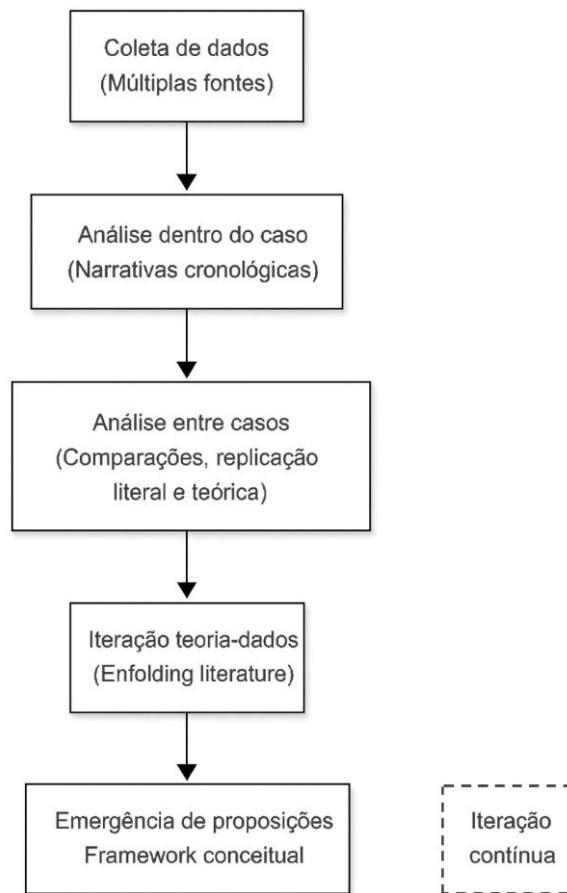
A Figura 2 ilustra o processo analítico adotado nesta pesquisa e está alinhada à tradição de construção de teoria a partir de casos múltiplos descrita por Eisenhardt (1989). O esquema evidencia que a pesquisa foi estruturada em etapas interdependentes e iterativas, próprias desse tipo de abordagem. O ponto de partida corresponde à coleta de dados em múltiplas fontes, incluindo relatórios institucionais, transcrições de vídeos, documentos setoriais, declarações públicas e entrevistas complementares. A partir desse material, desenvolveram-se análises dentro do caso, nas quais narrativas cronológicas foram elaboradas para cada incorporadora, permitindo identificar as questões estratégicas ativadas, os sentidos atribuídos a esses eventos e as manifestações empíricas das capacidades de sensing, seizing e reconfiguring.

Na sequência, foi realizada a análise entre casos, conduzida por meio da comparação sistemática das narrativas e da utilização de matrizes de evidência. Essa etapa permite identificar padrões comuns de resposta, explorar contrastes explicados por diferenças estruturais e reforçar a lógica de replicação literal e teórica, conforme preconizado por Eisenhardt (1989). Em seguida, os achados empíricos são constantemente confrontados com a literatura revisada sobre choques ambientais, questões estratégicas e capacidades dinâmicas, em um processo de iteração teoria–dados. Essa etapa de *enfolding literature* é representada no modelo como um elo central entre os dados empíricos e a consolidação conceitual, reforçando a validade interna do processo de indução teórica.

O ciclo se completa com a emergência de proposições e de um framework conceitual integrador, que sintetiza os mecanismos identificados na comparação entre casos. A seta de retroalimentação destacada na figura indica que o processo não é linear, mas envolve sucessivos retornos às etapas anteriores, de modo que categorias, narrativas e interpretações sejam continuamente refinadas à medida que novos padrões e relações são identificados.

**Figura 2**

Esquema do processo analítico da pesquisa (baseado em Eisenhardt, 1989)



Para operacionalizar a análise e organizar os dados qualitativos, adotou-se um procedimento de codificação predominantemente manual, com apoio pontual do uso do MAXQDA como ferramenta de apoio à sistematização, registro e rastreamento das evidências. O software foi utilizado para reunir e gerenciar materiais provenientes das entrevistas, relatórios institucionais, transcrições de vídeos e demais documentos, facilitando a recuperação de trechos e consolidação de evidências na elaboração das narrativas e comparação entre casos. A codificação ocorreu em duas etapas, inicialmente aberta, orientada pelos próprios dados, e posteriormente guiada pelo dicionário de códigos alinhado ao arcabouço teórico.

De modo complementar, ferramentas de Inteligência Artificial foram utilizadas com caráter estritamente instrumental, apoiando tarefas de organização, transcrição e análise de dados em massa, como relatórios anuais e transcrições extensas de vídeos de resultados. O uso dessas ferramentas serviu apenas para sistematizar a base documental, não substituindo o trabalho interpretativo e analítico do pesquisador.

A triangulação é assegurada pela combinação de múltiplas fontes e perspectivas (APÊNDICE B), em linha com a tipologia proposta por Denzin (2015). Neste estudo, empregou-se principalmente a triangulação de dados, ao cruzar relatórios institucionais, declarações públicas, documentos setoriais e entrevistas, mas também triangulação teórica, na medida em que os achados são confrontados com diferentes vertentes conceituais sobre choques ambientais, questões estratégicas e capacidades dinâmicas. Esse arranjo fortalece a validade de construto e amplia a confiabilidade dos resultados (APÊNDICE C). Além disso, foi realizada uma validação de dados com os entrevistados e com investigadores (APÊNDICE D).

A interpretação final dos dados é conduzida à luz do referencial de capacidades dinâmicas, com foco na tríade sensing, seizing e reconfiguring (Teece, 2007) e na sua articulação com o processamento de questões estratégicas. A categorização seguiu critérios como os sintetizados na Tabela 2, que exemplifica como cada dimensão pode ser observada empiricamente nos dados das incorporadoras. Por exemplo, atividades de sensing incluem monitoramento de tendências de mercado, análises de risco e acompanhamento de indicadores como o INCC; ações de seizing envolvem decisões de portfólio, lançamentos de produtos e estratégias comerciais; enquanto reconfiguring se manifesta em reorganizações internas, adoção de novos métodos construtivos e digitalização de processos.

**Tabela 2**  
Critérios de análise das capacidades dinâmicas

<b>Código/ Categoria</b>	<b>Descrição</b>	<b>Referência</b>	<b>Exemplo prático</b>
<b>Sensing (Percepção)</b>	Identificação de oportunidades e ameaças a partir de monitoramento do ambiente externo e interno.	Teece (2007)	Relatórios de monitoramento de tendências de mercado; análises de cenário; acompanhamento de indicadores como o INCC.
<b>Seizing (Aproveitamento)</b>	Mobilização de recursos e implementação de estratégias para capturar valor das oportunidades identificadas.	Teece (2007)	Diversificação de portfólio; lançamento de novos produtos; mudanças de estratégia comercial descritas em relatórios.
<b>Reconfiguring (Reconfiguração)</b>	Realinhamento de processos, estruturas e recursos para sustentar ou melhorar a performance organizacional.	Teece (2007)	Adoção de novos métodos construtivos; reorganizações internas; digitalização de processos.

### 3.5 Definições Operacionais dos Constructos

A operacionalização de constructos teóricos em estudos de capacidades dinâmicas requer definições precisas que permitam identificação empírica de manifestações organizacionais específicas (Eisenhardt & Martin, 2000; Teece, 2007). Esta seção apresenta as definições operacionais dos constructos centrais da pesquisa, estabelecendo critérios observáveis que orientarão a coleta e análise de dados.

Para os fins desta pesquisa, o desempenho organizacional foi tratado de forma multidimensional, sendo operacionalizado a partir de três dimensões analíticas: financeira, operacional e de mercado. Essa delimitação foi adotada para captar de forma mais abrangente a heterogeneidade de resultados observada entre as incorporadoras analisadas durante a pandemia, considerando não apenas indicadores econômico-financeiros, mas também manifestações relacionadas à execução organizacional e à resposta do mercado.

#### 3.5.1 Performance Organizacional Heterogênea

A performance heterogênea é operacionalizada como variação significativa nos resultados organizacionais entre empresas do mesmo segmento quando expostas a choques ambientais similares (McDonald & Eisenhardt, 2020). A Tabela 3 apresenta as dimensões e indicadores utilizados.

**Tabela 3**

Operacionalização de Performance Organizacional Heterogênea

<b>Dimensão</b>	<b>Indicadores</b>	<b>Justificativa Teórica</b>	<b>Fonte de Evidência</b>
<b>Financeira</b>	Margem EBITDA, ROE, ROIC, Liquidez Corrente	Refletem eficiência na mobilização de recursos e capacidade de geração de valor (Teece, 2007). Indicadores tradicionais de performance em estudos de capacidades dinâmicas	ITRs, Demonstrações Financeiras
<b>Operacional</b>	VGTV lançado/vendido, Velocidade de vendas, Unidades entregues	Capturam eficácia das capacidades de <i>seizing</i> na conversão de oportunidades em resultados operacionais (Eisenhardt & Martin, 2000)	Relatórios operacionais, Releases
<b>Mercado</b>	Performance acionária, Participação de mercado, Rating de crédito	Representam avaliação externa da capacidade de renovação de vantagens competitivas (Teece, 2007)	Dados de bolsa, Relatórios setoriais

### 3.5.2 Questões Estratégicas

Para os fins desta pesquisa, o constructo de Questões Estratégicas foi operacionalizado a partir de dimensões que permitem captar como as organizações interpretaram e priorizaram os choques enfrentados durante a pandemia. Com base no referencial adotado, foram observadas especialmente as dimensões de rotulagem, priorização, urgência e viabilidade percebida, buscando identificar como os gestores interpretaram os eventos ambientais e direcionaram suas respostas organizacionais.

As dimensões de intensidade, velocidade e eficácia foram utilizadas como critérios analíticos para comparar a mobilização das capacidades dinâmicas entre as empresas estudadas, orientando a análise intercursos e a identificação de diferentes configurações de resposta ao choque ambiental.

**Tabela 4**

Operacionalização das dimensões do constructo Questões Estratégicas

<b>Dimensão</b>	<b>Definição Operacional</b>	<b>Evidências Empíricas</b>
<b>Rotulagem</b>	Forma como o evento foi interpretado pela organização (seja como ameaça, oportunidade ou outros)	Falas de executivos, releases e entrevistas que indiquem interpretação de contexto
<b>Urgência</b>	Grau de pressão temporal atribuído ao evento e necessidade percebida de resposta	Menções a necessidade de ação rápida, timing decisório e pressão de curto prazo
<b>Viabilidade</b>	Percepção sobre a possibilidade concreta de resposta da organização diante do evento	Evidências sobre disponibilidade de recursos e alternativas estratégicas
<b>Priorização</b>	Hierarquização das questões enfrentadas e definição do foco de atenção e recursos internos	Indícios de quais temas receberam atenção prioritária, recursos e decisões ao longo do período

### 3.5.3 Mobilização Diferencial de Capacidades Dinâmicas

A mobilização diferencial refere-se à variação entre organizações na intensidade, velocidade e eficácia com que ativam os componentes da tríade S-S-R (Huynh et al., 2022). A Tabela 5 detalha os critérios de avaliação.

**Tabela 5**

## Critérios de Mobilização Diferencial

<b>Critério</b>	<b>Alto</b>	<b>Médio</b>	<b>Baixo</b>	<b>Justificativa Teórica</b>
<b>Intensidade</b>	Ações sistemáticas e integradas em múltiplas áreas	Ações coordenadas em algumas áreas organizacionais	Ações pontuais e isoladas	A intensidade reflete a amplitude da mobilização organizacional (Baishya et al., 2024).
<b>Velocidade</b>	Resposta no mesmo trimestre do choque	Resposta em 1–2 trimestres	Resposta após 2+ trimestres	Velocidade de resposta é crítica em contextos de alta incerteza (McDonald & Eisenhardt, 2020).
<b>Eficácia</b>	Resultados sustentados e melhoria de performance	Resultados parciais ou temporários	Resultados insatisfatórios ou contraproducentes	Eficácia diferencia capacidades dinâmicas de mudanças organizacionais rotineiras (Eisenhardt & Martin, 2000).

**3.5.4 Componentes da Tríade de Capacidades Dinâmicas**

A operacionalização da tríade Sensing-Seizing-Reconfiguring segue a estrutura conceitual de Teece (2007), adaptada ao contexto das incorporadoras brasileiras. A Tabela 6 apresenta as manifestações empíricas de cada componente.

**Tabela 6**

## Manifestações Empíricas da Tríade de Capacidades Dinâmicas

<b>Componente</b>	<b>Manifestações Empíricas</b>	<b>Indicadores de Qualidade</b>	<b>Justificativa Contextual</b>
<b>Sensing</b>	Monitoramento de SELIC/INCC, Análise de demanda por segmento, <i>Scanning</i> regulatório (PMCMV), Inteligência competitiva	Antecipação vs. reação, Diversidade de fontes, Sistemas formais de monitoramento	Setor altamente sensível a variáveis macroeconômicas e políticas públicas (ABRAINCFIPE, 2018).

<b>Seizing</b>	Decisões de investimento em terrenos, Mudanças no mix de produtos, Estratégias de financiamento, Aproveitamento de programas habitacionais	Rapidez decisória, Adequação oportunidade-ação, Mobilização de recursos	Janelas de oportunidade restritas devido a ciclos regulatórios e econômicos.
<b>Reconfiguring</b>	Digitalização de vendas, Adaptação a protocolos sanitários, Reorganização de processos, Desenvolvimento de competências	Profundidade das mudanças, Integração entre iniciativas, Sustentabilidade temporal	Necessidade de adaptação operacional mantendo continuidade de projetos de longo prazo.

### 3.5.5 Periodização da Análise

A análise temporal segue lógica de fases que permitem capturar diferentes momentos da mobilização de capacidades dinâmicas (Herrmann et al., 2017). A Tabela 7 apresenta a periodização adotada.

**Tabela 7**

Períodos de Análise e Objetivos Específicos

<b>Período</b>	<b>Duração</b>	<b>Objetivo Analítico</b>	<b>Foco da Coleta de Dados</b>	<b>Justificativa</b>
<b>Pré-Pandemia</b>	Q4/2019 – Q1/2020	Estabelecer baseline organizacional	Performance histórica, Estruturas existentes	Necessário para avaliar mudanças efetivas pós-choque (Steininger et al., 2022).
<b>Choque Inicial</b>	Q2/2020 – Q4/2020	Capturar respostas imediatas	Primeiras ações, Decisões emergenciais	Momento crítico de ativação de capacidades dinâmicas (McDonald & Eisenhardt, 2020).
<b>Adaptação</b>	Q1/2021 – Q4/2021	Analisar ajustes e aprendizados	Reconfigurações, Consolidação de mudanças	Período de refinamento e institucionalização de respostas (Zollo & Winter, 2002).
<b>Consolidação</b>	Q1/2022 – Q4/2023	Avaliar resultados sustentados	Performance diferencial, Capacidades desenvolvidas	Avaliação de eficácia e sustentabilidade das capacidades mobilizadas.

Nota: Cada Q (Quarter) equivale a 3 meses.

### 3.5.6 Categorização de Padrões de Resposta

Com base na literatura de capacidades dinâmicas em contextos de crise (Xu & Hou, 2024), as empresas foram categorizadas segundo padrões comportamentais observados. A Tabela 8 detalha os critérios de classificação.

**Tabela 8**

Padrões de Resposta a Choques Ambientais

<b>Padrão</b>	<b>Características</b>	<b>Timing</b>	<b>Escopo</b>	<b>Resultado Esperado</b>
<b>Proativo</b>	Antecipação de mudanças, Ações preventivas, Preparação para cenários	Antes ou simultâneo ao choque	Abrangente	Performance superior e menor vulnerabilidade
<b>Responsivo</b>	Resposta rápida e eficaz, Adaptação ágil, Aproveitamento de oportunidades	Primeiros trimestres pós-choque	Focado em áreas críticas	Performance satisfatória e recuperação rápida
<b>Reativo</b>	Resposta tardia, Ações corretivas, Adaptação gradual	Após impactos se materializarem	Limitado e fragmentado	Performance inferior e recuperação lenta

## 4. RESULTADOS

Neste segmento do trabalho, são apresentados os resultados das análises realizadas, conforme desenho de pesquisa proposto anteriormente. Esta seção é particionada em 5 macro seções que abordam as análises de maneira distinta, sendo elas:

**Tabela 9**

Estrutura do Capítulo 4

Segmento	Título	Objetivo
4.1	Caracterização dos Casos e Comparativo de Performance	Apresentar as organizações a serem estudadas, análise prévia sobre performance durante a pandemia e contexto setorial;
4.2	Análise Intracazos	Analisar temporalmente a trajetória das empresas, por meio dos Releases de Resultados e Transcrição de conferências com investidores, realizando a codificação e investigação das tomadas de decisão;
4.3	Análise Comparativa Intercazos	Com base nas análises intracazos realizadas, executar uma análise comparativa referente às capacidades dinâmicas, questões estratégicas e operacionalização de respostas organizacionais;
4.4	Triangulação de Casos + Entrevistas Semiestruturadas	Triangulação dos achados das análises intra e intercazos, articulando evidências documentais e entrevistas, com vistas à validação dos padrões identificados e à complementação analítica.

Com base nas análises realizadas nestes segmentos, serão apresentados o framework final proposto e as conclusões do estudo.

### 4.1 – CARACTERIZAÇÃO DOS CASOS E COMPARATIVO DE PERFORMANCE

Para a análise de dados, foram selecionadas as cinco incorporadoras do segmento econômico atualmente listadas na B3 que operam no Programa Minha Casa Minha Vida, sendo elas: MRV Engenharia e Participações SA (MRVE3); Construtora Tenda (TEND3); Direcional Engenharia SA (DIRR3); Cury Construtora e (CURY3) Plano e Plano Desenvolvimento Imobiliário SA (PLPL3);

Apesar de possuir uma subsidiária voltada ao segmento econômico, a Cyrela (CYRE3) foi excluída da amostra devido à predominância de sua atuação no mercado de alto padrão,

reduzindo a compatibilidade do contexto setorial de sua operação frente às demais empresas selecionadas.

Todas as empresas já possuíam operações consolidadas no período pré-pandêmico e mantiveram continuidade operacional durante todo o período analisado. Referente ao acesso ao mercado de capitais, MRV, Tenda e Direcional realizaram sua oferta pública de ações anteriormente ao início da pandemia. Cury e Plano e Plano (P&P) concluíram seu processo de IPO no 2º Trimestre de 2020, já sob as condições impostas do período pandêmico.

Ainda que inseridas no mesmo segmento, as empresas selecionadas não constituem um grupo homogêneo: distinguem-se em termos de modelo de negócio, escala e configuração operacional, como resume o quadro a seguir.

**Tabela 10**

Quadro Comparativo de Caracterização dos Casos

	<b>MRV (MRVE3)</b>	<b>Tenda (TEND3)</b>	<b>Direcional (DIRR3)</b>	<b>Cury (CURY3)</b>	<b>Plano e Plano (PLPL3)</b>
<b>Dispersão Geográfica</b>	Dispersa (22 estados)	Dispersa (9 estados)	Dispersa (9 estados)	Concentrada (2 estados, RMSP e RMRJ)	Concentrada (somente RMSP)
<b>Método Construtivo</b>	Majoritariamente Industrializado (Parede de Concreto)	Majoritariamente Industrializado (Parede de Concreto) e Operação Off-Site (Woodframe)	Majoritariamente Industrializado (Parede de Concreto)	Sistema Construtivo Tradicional (Alvenaria Estrutural)	Sistema Construtivo Tradicional (Alvenaria Estrutural)
<b>Subsidiárias</b>	Sensia (médio padrão); Luggo (Locação); Urba (Loteamento); Resia (Locação EUA)	Alea (Casas Woodframe)	Riva (Médio Padrão)	Não	Não
<b>Data IPO</b>	3T/2007	3T/2007	4T/2009	3T/2020	3T/2020

Fonte: Elaboração do Autor com base nas apresentações institucionais e relatórios de sustentabilidade das empresas;

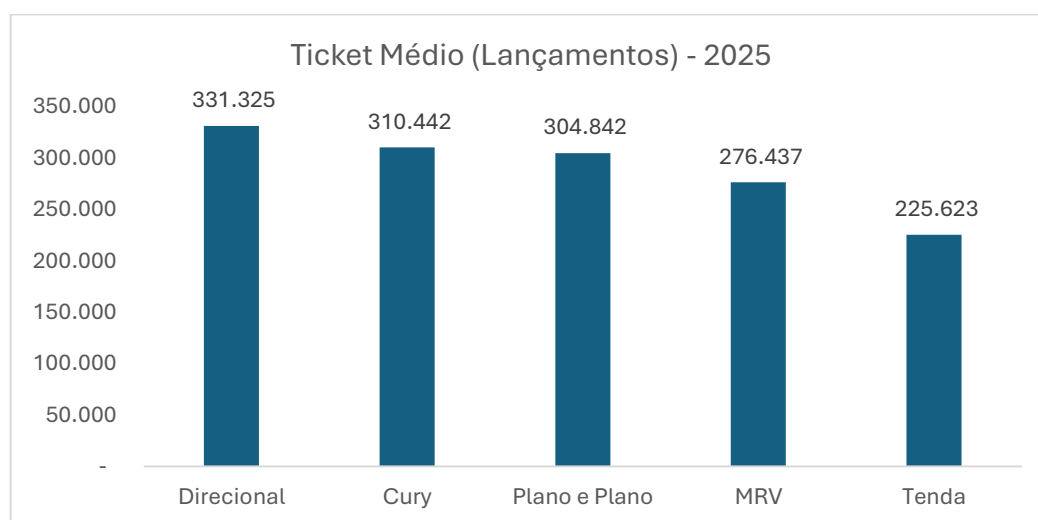
Dessa forma, entre as cinco incorporadoras analisadas, quatro possuem mais de 40 anos de atuação consolidada no mercado, com exceção da Plano&Plano, cuja trajetória é mais recente (aproximadamente 28 anos). Em termos de escala, a MRV se destaca como a maior operação, tanto pelo volume de unidades quanto pela diversificação de portfólio, seguida pela

Cury, Tenda, Direcional e Plano&Plano apresentam operações de menor porte, com patamar de lançamentos em torno de 15 mil unidades no acumulado de 9M25.

No que se refere ao preço médio das unidades lançadas, a Direcional apresenta o ticket médio mais elevado, em função da participação de sua subsidiária voltada ao médio padrão (Riva). Na sequência, Cury e Plano&Plano exibem tickets relativamente mais elevados, o que se relaciona à maior concentração de suas operações nas regiões metropolitanas de São Paulo e do Rio de Janeiro — praças nas quais os preços de terrenos e, conseqüentemente, os valores de venda tendem a ser superiores. Por fim, MRV e Tenda, com exposição ao segmento econômico (com destaque para a Tenda no foco em Faixa 1), apresentam os menores tickets médios.

### Figura 3

Gráfico comparativo com preço médio de lançamentos de 9M2025.



Fonte: Elaboração do autor

Embora todas as incorporadoras mapeadas atuem dentro do segmento econômico, não há uma padronização total entre as operações das empresas, havendo divergências entre a estratégia de negócios e público-alvo de cada empresa. A Figura 4 sintetiza as faixas predominantes de atuação das empresas dentro do Programa Minha Casa Minha Vida, e em alguns casos no segmento imediatamente superior, financiado via SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo).

**Figura 4****Matriz de Posicionamento das Incorporadoras por Faixa de Mercado (MCMV/SBPE)**

	Faixa 1	Faixa 1,5	Faixa 2	Faixa 3	Faixa 4	SBPE
<b>Tenda</b>						
<b>P&amp;P</b>						
<b>MRV</b>						<b>Sensia</b>
<b>Direcional</b>						<b>Riva</b>
<b>Cury</b>						

Fonte: Elaboração do autor, com base nos achados nas apresentações institucionais das empresas;

Em síntese, embora as organizações selecionadas atuem dentro do mesmo segmento, elas partem de configurações operacionais distintas (em escala, dispersão geográfica, mix de portfólio, entre outros), o que influencia diretamente a forma que reagem às mudanças de contexto e restrições mercadológicas. A próxima seção, portanto, desloca o foco do “retrato geral” de suas operações para uma análise da evolução de seus indicadores durante o período da pandemia, expondo um comparativo breve da progressão das principais métricas, com o objetivo de situar tendências e pontos de inflexão que serão explorados com mais profundidade posteriormente neste trabalho.

A heterogeneidade observada entre as empresas é analisada, neste estudo, a partir da articulação entre dimensões financeiras, operacionais e de mercado, permitindo compreender como diferentes padrões de resposta ao choque ambiental se refletiram no desempenho organizacional.

A Tabela 11 consolida os principais indicadores operacionais e financeiros das incorporadoras para o período analisado. Para a comparação entre empresas, optou-se por utilizar indicadores consolidados anuais (2019–2023), mitigando efeitos de sazonalidade e oscilações pontuais de resultados trimestrais. Na tabela apresentada é possível observar a heterogeneidade da trajetória e performance das empresas.

**Tabela 11**

Matriz Comparativa de Desempenho 2019–2023.

	MRV	Tenda	Direcional	Cury	P&P	Interpretação
<b>Indicadores de Performance e Desempenho</b>						
$\Delta$ ROL 2019–23 (%)	22,7%	48,9%	61,5%	182,5%	188,3%	MRV apresenta menor crescimento

						proporcionalmente. Tenda e Cury quase triplicam o faturamento. Todas as empresas apresentam crescimento contínuo durante o período analisado, com exceção de Tenda e MRV que recuam no ano de 2022;
Δ Margem Bruta (p.p.) 2019–23	-7,7 p.p	-11,4 p.p	+2,7 p.p	+3,1 p.p	-1,6 p.p	Cury e Direcional conseguem proteger e incrementar a MB de suas operações. MRV e Tenda sofrem maior compressão (Tenda em maior intensidade);
Δ Margem Líquida (p.p.) 2019–23	-11,8 p.p	-16,8 p.p	+7,2 p.p	+1,0 p.p	-1,2 p.p	Direcional apresenta maior ganho de rentabilidade, seguido de Cury. MRV e Tenda registram quedas (com Tenda registrando queda mais intensa). Plano & Plano registra leve redução;
GCX Acumulado 2019-23 (R\$ milhões)	-4.431	-370	337	1.294,2	223,8	Cury apresenta a maior geração de caixa para o Período, Direcional e Plano registram também, porém em menor patamar. Tenda e MRV registram queima de caixa, com maior intensidade na MRV.
Alavancagem (DL/PL) (min./máx) 2019-23	+45,8 p.p	+68,2 p.p	-10,8 p.p	-14,0 p.p	-43,7 p.p	Plano e Plano apresenta maior desalavancagem (Divida Líquida ficando negativa a partir de 2022). Cury e Direcional também apresentam redução de alavancagem, mas em menor patamar. MRV e Tenda apresentam incremento do patamar de sua alavancagem, com maior intensidade na Tenda.
ROE Médio (12 meses) 2019-2023	6,2%	-9,7%	15,0%	52,5%	N/A	Cury apresenta maior ROE, em patamar elevado (apesar de leve redução pós-IPO). Direcional registra crescimento no indicador. MRV apresenta ROE em patamar inferior (negativo no ano de 2022) e Tenda apresenta

						resultados negativos a partir de 2021.
<b>Indicadores Operacionais</b>						
Unidades lançadas (Δ % 2019–2023)	-48,9%	-3,5%	53,5%	157,8%	N/A	Maior expansão de operação da Cury, seguida de Plano e Plano e Direcional. Tenda registra uma leve redução em unidades lançadas, mas compensa pelo VGV. MRV registra queda em ambos os indicadores após pico em 2022.
VGV Lançado (Δ % 2019–2023)	-10,5%	35,3%	149,6%	286,6%	175,0%	
Unidades vendidas (Δ % 2019–2023)	7,6%	10,1%	94,5%	183,2%	179,7%	Cury e Plano&Plano apresentam expansões gortes de sua operação comercial, seguidas por Direcional. Tenda e MRV apresentam pequena oscilação positiva, com redução no ano de 2022.
Ticket médio (2019 vs 2023 ou média)	52,3%	48,6%	55,4%	45,5%	25,3%	Incremento mais intenso na Direcional, em seguida de MRV, Tenda e Cury em patamares semelhantes. Plano e Plano puxou preços com menos intensidade.
Landbank (Δ % 2019–2023)	-28,4%	41,9%	36,0%	68,2%	24,0%	Cury possui maior incremento de Landbank, seguido por Tenda e Direcional. Plano expande seu Landbank mas em menor intensidade. MRV reduz em quase 30% seu Landbank.
<b>Percepção de Mercado</b>						
Varição Preço Ação 2019-23	-47,9%	-50,9%	58,4%	69,4%	53,7%	Forte evolução de preço de ação em Cury, Direcional e Plano e Plano, com maior aceleração a partir de 2022. MRV e Tenda possuem deterioração no valor, com queda acentuada entre 2019 e 2022 e recuperação parcial em 2023.

A evolução da Receita Líquida evidencia trajetórias distintas e não necessariamente lineares entre as incorporadora. A MRV, embora permaneça como a maior operação em termos absolutos, apresenta crescimento moderado no período (+22,7%), com avanço até o ano de

2021, recuo em 2022 (-6,8%) e retomada em 2023. Tenda e Direcional exibem expansão em patamar intermediário (+48,9% e +61,5% respectivamente), porém, apresentando dinâmicas diferentes: Enquanto a Direcional cresce de maneira contínua no período, Tenda registra inflexão no ano de 2022 (com redução de 5,0%) antes de recuperar e encerrar 2023 no maior nível da série. Cury e Plano & Plano (P&P) apresentam a maior expansão de Receita Líquida (+183,2% e +188,3% respectivamente).

A trajetória de Margem Bruta reforça a disparidade de performance e desempenho durante o período analisado. Cury e Direcional apresentam patamares estruturalmente elevados ao longo de toda a série, com uma leve ascendente (+3,1 p.p na Cury e +2,7 p.p na Direcional). Em contraste, MRV e Tenda apresentam deterioração acentuada, com redução de 7,7 p.p e 11,4 p.p respectivamente. A MB apresentada pela Tenda chega em um patamar mínimo de 14,0% em 2022. Plano&Plano apresenta comportamento intermediário, com redução em 1,6 p.p, com maior criticidade no ano de 2022, quando atinge o patamar de 28,8%.

A dinâmica de geração/consumo de caixa explicita diferenças relevantes referente a liquidez e restrição financeira das empresas ao longo do período. Cury apresenta a melhor performance entre as empresas, com geração positiva durante toda a série com aceleração progressiva e destaque para o ano de 2023 (R\$ +424,4 MM), sugerindo elevada capacidade de conversão de resultado financeiro, mesmo em contexto adverso. Direcional apresenta a segunda maior geração do período, com períodos de consumo nos anos de 2021 e 2023. Plano & Plano apresenta trajetória semelhante, apresentando oscilação entre os anos, com um forte incremento no ano de 2023 (R\$ + 262,4 MM). Em contraste, MRV apresenta consumo recorrente, apresentando geração somente no ano de 2020, com pico de queima em 2022 (R\$ -2.230 MM), sinalizando maior pressão de capital de giro e desembolsos associados ao ciclo operacional. Tenda também apresenta estresse de caixa durante o período, especialmente durante o período de 2021-2022 (consumo consolidado de R\$ 562,1 MM), com recuperação em 2023.

A evolução de DL/PL evidencia trajetórias distintas de restrição financeira. Entre as empresas com série completa pré-pandemia, MRV e Tenda apresentam incremento de alavancagem ao longo do período, com pico em 2022 (com Tenda apresentando patamar superior a 100%, ou seja,  $DL > PL$ ), e contração a partir de 2023, sinalizando maior restrição financeira no ciclo analisado. Direcional exhibe comportamento controlado de alavancagem, encerrando 2023 com DL/PL negativo, sugerindo posição líquida de caixa. Para Cury e Plano&Plano, optou-se por analisar apenas o período pós-IPO (2020-2023), dado que a entrada de recursos e mudança de estrutura de capital introduzem quebra de comparabilidade com o

período pré-IPO. Neste recorte, a Cury mantém DL/PL negativo durante todo período, em uma trajetória de fortalecimento da posição de caixa líquido. A Plano&Plano também apresenta trajetória de desalavancagem progressiva, culminando em DL/PL negativo em 2023.

A evolução do ROE demonstra evidências de diferenças entre empresas na capacidade de gerar retorno ao acionista ao longo do período. A Direcional apresenta trajetória consistente e ascendente, saindo do patamar de 9,0% registrado em 2019 para 20,0% em 2023. A Cury exibe ROE elevado em todos os anos analisados, permanecendo em níveis superiores aos pares (faixa aproximada de 45%-50%), indicando elevada rentabilidade, ainda que a interpretação deva considerar particularidades de estrutura e base de patrimônio líquido. Em contraste, MRV e Tenda demonstram deterioração relevante: MRV mantém ROE positivo até 2021, tornando-se negativo em 2022 (-9,3%), com recuperação parcial em 2023 (1,8%). Já a Tenda apresenta reversão mais intensa, com ROE negativo a partir de 2021 (-14,1%), atingindo -57,1% em 2022 e permanecendo negativo em 2023 (-12,2%), caracterizando fragilidade de rentabilidade no período.

Ao observar conjuntamente unidades lançadas e VGV lançado no período 2019-2023, evidencia-se heterogeneidade tanto no ritmo de oferta (volume) quanto na expansão em valor (escala econômica e mix). A MRV reduz de forma acentuada o volume de unidades lançadas (queda próxima de 50% considerando 2019 vs. 2023), apesar de ter ampliado VGV lançado até 2022, encerra 2023 com uma retração relevante, resultando em VGV lançado abaixo de 2019 ( $\approx -10,5\%$ ), sugerindo ajuste significativo na cadência de lançamentos. A Tenda mantém volume relativamente próximo ao patamar inicial, com leve redução frente ao ano de 2019 (-3,5%), com retração mais intensa registrada em 2022 (com 12.150 unidades lançadas). Tenda apresenta um crescimento moderado em VGV (aproximadamente +35,3%), indicando expansão mais contida em valor.

Em contraste, Direcional e Cury apresentam expansão expressiva tanto em volume de unidades quanto em VGV lançado, com destaque para Cury que mais do que dobra unidades lançadas (+158,9%), e também amplia VGV lançado (+286,6%). Para a Plano&Plano, ainda que a série de unidades lançadas não esteja disponível na base analisada, o VGV lançado cresce (+175,0%), apontando expansão relevante do volume ofertado ao longo do tempo.

A dinâmica de unidades vendidas também demonstra a dispersão das trajetórias. Cury e Plano&Plano apresentam a expansão mais intensa do período, partindo de bases menores em 2019 e alcançando evoluções significativas até 2023 (crescimento de cerca de +180%). Direcional também se destaca com crescimento forte e trajetória ascendente durante o período

(+94,5%). MRV e Tenda exibem crescimento acumulado modesto durante o período e volatilidade registrada no período, com volumes recorde de vendas registrados nos anos de 2020 e 2021, e uma forte queda em 2022 (em média -21,1% vs. 2023), com recuperação parcial em 2023. Essa divergência em ritmo e estabilidade de vendas indica diferenças nas estratégias para sustentação da demanda e converter oferta em velocidade, o que será explorado posteriormente à luz das decisões estratégicas e reconfigurações do período.

A evolução do ticket médio sugere um padrão comum de repasse de preços, porém revela importantes diferenças referente ao timing e na relação com o volume vendido e VSO. Em 2020, os reajustes foram modestos (variando de 3% a 7%, com uma leve redução registrada na Cury), enquanto as vendas cresceram em todas as empresas, indicando um ambiente ainda favorável na demanda. Em 2021, a Cury se destaca por antecipar a aceleração de preços (+13,2%), ao mesmo tempo que é capaz de expandir o volume vendido (+61,6%), sinalizando repasse com demanda resiliente. Já a MRV aumenta o preço (+6,9%) mas registra redução de vendas (-15,1%), sugerindo início de trade-off. O ano de 2022 apresenta a virada mais clara, com repasse de preço acelerando de forma ampla (MRV: +12,9%; Tenda: +17,6%; Direcional: +14,1%; Cury: +12,7% e P&P: +7,7%), porém com respostas distintas em volume – Tenda combina o maior reajuste com queda de vendas (-32,7%), indicando uma dificuldade para realizar repasse de preços. MRV também perde volume (-14,0%), enquanto Direcional e Cury conseguem manter o crescimento de vendas (+7,7% e +14,6%), sugerindo capacidade de absorver repasse sem reduzir demanda.

Em 2023, o reajuste segue elevado (destaque para MRV com +21,4% e Direcional com +18,5%), com um crescimento de venda em todas as empresas (apesar de diferentes patamares), apontando para uma recomposição do equilíbrio preço e volume. A P&P se diferencia por um repasse mais gradual e tardia (apenas 11,7% de reajuste em 2023, e menor alta acumulada no período). Deste modo, o comparativo reforça que o foco da análise deve ser menos ao percentual total, e sim para o momento em que cada empresa intensifica o repasse, e como isso influencia em sua trajetória comercial.

A evolução do Landbank sugere estratégias distintas de reposição e expansão de pipeline. Em unidades, a Cury apresenta a maior expansão relativa, com aumento do banco de terrenos ao longo do período (+68,2% em unidades), ainda que com oscilação em 2021-22. Direcional e Tenda também ampliaram seu Landbank, indicando reforço da capacidade futura de lançamentos e manutenção do pipeline. Em contraste, a MRV reduz o seu landbank em unidades durante o período 2019-2023 (-28,4%), sinalizando ajuste no estoque de projetos

futuros e alteração de estratégia de modelo de negócio. Para a Plano&Plano, o indicado disponível está em VGV lançado, e no recorte pós-IPO observa-se aumento do landbank entre 2020 e 2022 e estabilização em 2023, sugerindo expansão de pipeline em valor, porém com limitação de comparabilidade direta frente às medidas em unidades das demais empresas.

A evolução do preço das ações reforça a heterogeneidade também na ótica da percepção do mercado. MRV e Tenda exibem trajetória de desvalorização entre 2019 e 2022 (com forte queda em 2021 e 2022), com recuperação parcial a partir de 2023, mas ainda insuficiente para recompor os níveis iniciais do período (em média -50,6%). Por outro lado, Direcional apresenta manutenção do valor da sua ação, com crescimento a partir de 2022, e acelerando a valorização em 2023, encerrando o período com uma valorização de 58,3%. Para as empresas com IPO em 2020, observa-se que Cury e Plano&Plano sofrem queda em 2022, mas apresentam recuperação relevante a partir de 2022, com forte precificação em 2023, especialmente em Cury (+69,4% 2023 vs. 2020). Ainda que a variável seja sensível a fatores macro e ao risco sistêmico, o padrão sugere diferenças na forma como o mercado precificou a performance, risco e capacidade de atravessar ao choque ao longo do período.

Com base no comparativo das performances, se propõe uma divisão das empresas em três grupos de desempenho, construída com base na evolução conjunta dos indicadores, tendo como objetivo sintetizar a heterogeneidade observada no período. A matriz-síntese consolida os sinais de cada dimensão (crescimento, rentabilidade, restrição financeira e percepção de mercado), permitindo visualizar rapidamente os padrões que fundamentam a classificação em três grupos. Os critérios de classificação dos grupos encontram-se sistematizados na Tabela 13.

**Tabela 12**

Síntese Executiva de Performance e Segmentação em Grupos

Empresa	Crescimento	Rentabilidade	Caixa / Alavancagem	Mercado	Grupo
MRV	→ (ROL +23%; VGV -10%; vendas +8%)	↓ (MB -7,7; ML -11,8; ML <0)	↓ (FCO -4,43 bi; DL/PL +45,8 p.p.)	↓ (-48%)	G3
Tenda	→ (ROL +49%; VGV +35%; vendas +10%)	↓ (MB -11,4; ML -16,8)	↓ (FCO -370; DL/PL +68,2 p.p.)	↓ (-51%)	G3

Direcional	↑ (ROL +61%; VGV +150%; vendas +95%)	↑ (MB +2,7 p.p.; ML +7,2 p.p.)	↑ (FCO +337; DL/PL vira <0)	↑ (+58%)	G1
Cury	↑ (ROL +182%; VGV +287%; vendas +183%)	↑ (MB +3,1 p.p.; ML +1,0 p.p.)	↑ (FCO +1,29 bi; DL/PL mais negativo)	↑ (+69% pós-IPO)	G1
Plano & Plano	↑ (ROL +188%; VGV +175%; vendas +180%)	↓ (MB -1,6; ML - 1,2; recup 2023)	↑ (FCO +224; DL/PL -43,7 p.p. pós-IPO)	↑ (+54% pós-IPO)	G2

**Tabela 13**

**Matriz de Classificação dos Casos por Grupos de Desempenho (G1–G3)**

Grupo	Descrição	Evidências de Indicadores	Empresas
G1 - Desempenho Favorável	Empresas que registraram crescimento operacional com melhoria nos indicadores de rentabilidade e redução de alavancagem;	Margens: Incremento de MB e ML; Caixa: FCO acumulado > 0; Alavancagem: Redução de DL/PL Ação: Incremento no valor da ação;	Cury e Direcional
G2 - Desempenho Misto	Empresas que registraram expansão operacional, apesar de apresentar sinais mistos de indicadores de rentabilidade;	Margens: Redução de MB e ML; Caixa: FCO acumulado > 0; Alavancagem: Redução de DL/PL Ação: Incremento no valor da ação;	Plano & Plano
G3 - Desempenho Sob Estresse	Empresas que apresentaram compressão de rentabilidade, consumo de caixa operacional e elevação de alavancagem;	Margens: Redução de MB e ML; Caixa: FCO acumulado < 0; Alavancagem: Incremento de DL/PL Ação: Redução no valor da ação;	MRV e Tenda

## 4.2 - ANÁLISE INTRACASOS

### 4.2.1 – MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES (MRVE3)

Para a análise dos resultados e das manifestações de capacidade dinâmica da empresa no período proposto, foram analisados os releases de resultados, a transcrição das Conferências de Resultados com investidores e documentos com resultados financeiros (ITRs). Adicionalmente à análise dos documentos, paralelamente foi realizada a codificação do conteúdo, conforme previsto no Apêndice B deste trabalho.

#### MRV 2019 (CONTEXTO OPERACIONAL PRÉ-CHOQUE COM TESE DE DIVERSIFICAÇÃO)

Em 2019, a MRV encerra o ciclo com sinais de desconforto na performance realizada no ano, combinando pressões de rentabilidade e caixa. Ao mesmo tempo, a empresa projeta para 2020, um período de oportunidade estrutural, enfatizando a melhoria do ambiente macroeconômico (patamar reduzido de taxas de juros e demanda resiliente), mas as decisões observadas apontam para uma tese concreta: redução da concentração de risco (produto/funding) e ampliar vetores de crescimento (por meio da diversificação da plataforma), preparando a organização para operar com maior resiliência. **(PERF\_FINANCIAL)**

#### Figura 5

Posicionamento da plataforma da MRV por faixa de renda.



Fonte: Release de Resultados MRV 4T-2019

No contexto, o ano é descrito como desafiador sob a ótica econômico-financeiro, com pressão de margem e caixa sobre a operação, o que ajuda a explicar a centralidade do tema “funding e affordability” no release do 4T19. Referente à Strategic Issues, juros baixos e mudanças esperadas no MCMV são rotulados como “alavancas de oportunidade”, enquanto

eventuais restrições de crédito aparecem como risco administrável por meio de ajustes de produto (e.g lançamento da linha Essencial). **(SI\_AMBIVALENT; SEIZ\_PORTFOLIO)**

## Figura 6

Gatilhos de oportunidade para crescimento em 2020.

### GATILHOS DE CRESCIMENTO MRV

- QUEDA DE JUROS
- ANÚNCIO DO NOVO PROGRAMA DO MCMV
- LINHA ESSENCIAL
- RECUPERAÇÃO DA MARGEM BRUTA
- CRESCIMENTO DA OPERAÇÃO
- SBPE / LUGGO
- AHS

Fonte: Release de Resultados MRV 4T-2019

O Sensing se materializa na leitura ambivalente do macro: ao mesmo tempo em que identifica espaço de expansão (demanda e juros), a MRV monitora restrições de crédito/affordability como potencial limitante. No Seizing, a empresa explicita decisões de diversificação: retomada de produção em SBPE para redução de dependência do FGTS/MCMV, fortalecimento da posição de plataforma habitacional (expandindo operação para aluguel), e ajustes de produto (lançamento da linha Essencial) como resposta à mudanças de crédito e subsídio. Adicionalmente, há movimento de expansão geográfica e aposta na subsidiária AHS como vetor complementar. **(SENS\_MONITOR; SEIZ\_PORTFOLIO)**

Em Reconfiguring, o foco recai sobre a mudança do modelo de negócio (plataforma, não apenas incorporação de segmento econômico); capacidade produtiva e investimento em métodos construtivos e tecnologia comercial/automação (uso de VR, Chatbots e RPA) como instrumentos para incremento de escala e eficiência. Referente à performance operacional, 2019 é uma linha de base que sinaliza limitações do ciclo corrente, mas explicita a agenda de decisões que pavimenta o reposicionamento da operação. **(RECONF\_TECHNOLOGY; RECONF\_BUSINESS\_MODEL)**

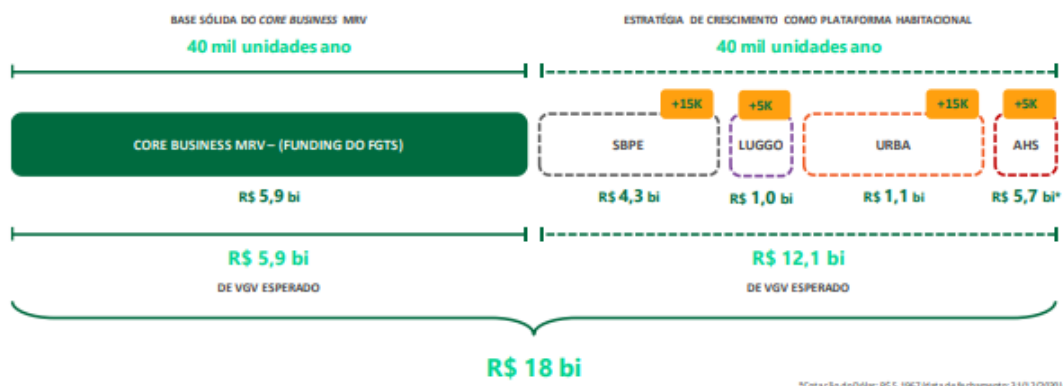
## MRV 2020 (CHOQUE EXÓGENO, FRICÇÃO OPERACIONAL E ACELERAÇÃO ESTRATÉGICA)

O ano de 2020 é marcado por dois choques simultâneos: choque operacional dentro da esteira do MCMV (com travamento de repasses por bancos públicos) e choque sanitário ocasionado pela COVID-19. Choques que pressionaram execução e caixa em curto prazo, com impacto diretos sobre obras e processos de legalização. Apesar disso, a companhia reporta forte tração comercial no primeiro ano de crise, com recorde de vendas brutas e crescimento de receita, enquanto, a margem bruta recua levemente para cerca de 28%. O ano, portanto, se configura como um teste de resiliência da operação: choque na execução e incerteza de crédito no horizonte, porém sem colapso na demanda. (SI\_THREAT; SI\_URGENT)

No enquadramento estratégico, os choques são rotulados como ameaças centrais, mas tratadas como dificuldade momentâneas e contornáveis, com normalização dos repasses e validação da estratégia comercial ao longo do ano. Ao mesmo tempo, a empresa reforça e acelera o eixo de diversificação da “plataforma habitacional”, elevando a ambição de escala para 80 mil unidades/ano e ampliando a atuação em fundings como SBPE e FII:

**Figura 7**

Expansão da estratégia de crescimento da MRV como plataforma habitacional.



Fonte: Release de Resultados MRV 1T-2020

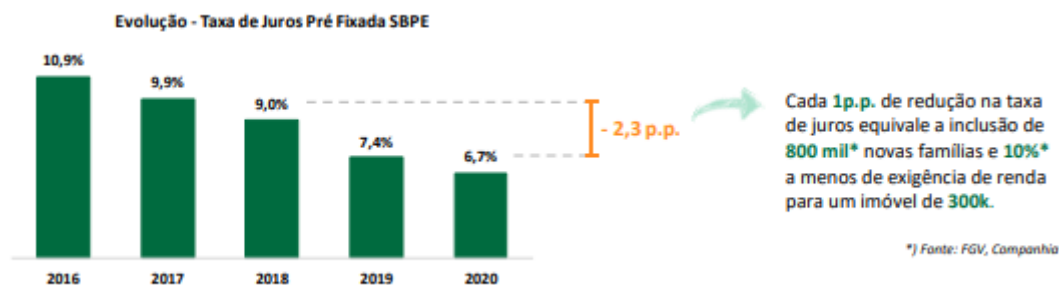
*“Eu queria só pegar um gancho que o Rafa colocou aqui que é importante, já ficou claro pra todos que nós temos um norte de estratégia, que é de crescimento de portfólio, alargando a plataforma habitacional, e indo em direção ao que a gente chamou de multi family, que é também multicliente. Então, essa estratégia nossa no médio prazo vai criar uma companhia que consegue capturar todo o potencial do mercado imobiliário brasileiro, além do americano”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 1T-2020

O Sensing do ano se organiza em três frentes principais: leitura regulatória sobre repasses e mudanças no programa habitacional, leitura macro de juros baixos como vento de cauda para ampliar mercado fora do MCMV, (Figura 6) e leitura de cliente/demanda resiliente ao longo do ano, ao contrário do esperado inicialmente. (SI\_VIABLE; SENS\_MACRO)

### Figura 8

Evolução da taxa de juros pré-fixada do SBPE (2016-2020) e efeito potencial em mercado endereçável.



Fonte: Release de Resultados MRV 3T-2020

Adicionalmente, a MRV apresenta em 2020, uma leitura confiante da manutenção da margem e de capacidade de absorção de custos, antecipando o modo com que a empresa interpretará o ciclo seguinte:

*“Então eu não enxergo, não está no nosso cenário, que a gente tenha um efeito negativo de custos no futuro que venha a causar algum problema da nossa recuperação de margem. Nossa escala, obviamente, ajuda. Então, a gente tem, de alguma forma, o poder de compra mais forte e a gente consegue ser o último da fila a sofrer alguma coisa.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 2T-2020

Em Seizing, a resposta combina ofensiva comercial via descontos para sustentar velocidade de vendas, ajuste no ciclo de lançamentos para preservar caixa e aceleração da diversificação (com parcela relevante dos lançamentos fora do MCMV), além do investimento em vendas digitais e novas iniciativas de plataforma. Referente à Reconfiguring, a empresa aponta reprogramação de cronogramas, métodos e gestão de mão de obra/cadeia de suprimentos para operar sob restrições da COVID-19, sem deterioração do índice de unidades produzidas

no ano. Em paralelo há reconfiguração financeira no fechamento do ano, com geração de caixa e melhora de indicadores de endividamento.(SEIZ\_DECISION; RECONF\_OPERATIONS)

## **MRV 2021 (INFLEXÃO DA ESTRATÉGIA DE 2020 E FOCO EM MARGEM)**

Em 2021, a MRV ainda sustenta indicadores estáveis de operação (ROL e VGV), porém passa a reconhecer de forma mais nítida a deterioração do vetor econômico-financeiro do seu core-business, com a inflação de custos (INCC) assumindo papel dominante na explicação de margens do período.

O Strategic Issue central da empresa no ano é o encontro do choque de custos com a herança comercial da estratégia realizada em 2020, com descontos e contratos fechados à preços anteriores, em um cenário no qual o repasse se mostra limitado. O resultado é um estoque de vendas com baixa capacidade de reprecificação, e projeção de margem bruta comprimida por um tempo prolongado, especialmente no segmento econômico (CVA). (SI\_URGENT)

A leitura de cenário do ano organiza-se ao redor de dois elementos: INCC em trajetória de alta e limites operacionais do repasse de preço na planta, que incremental a narrativa de compressão de margens. Em paralelo, a empresa reforça a atratividade do multifamily nos EUA, por meio da sua subsidiária, e a demanda para produtos fora do FGTS (locação, Sensia e loteamentos), justificando sua tese de plataforma diversificada.(SEIZ\_PORTFOLIO; RECONF\_BUSINESS\_MODEL; SENS\_MACRO)

A resposta estratégica combina reequilíbrio de trade-off comercial (com incremento de preço a custo da redução de VSO). O discurso na conferência com investidores do 4T21 explicita a mudança de prioridade:

*“O que aconteceu nos últimos meses, nos últimos trimestres, é que a margem tem ganhado mais importância, então o que a gente vê, eventualmente a VSO caindo um pouco pra gente buscar margens melhores, sem desequilibrar o negócio, sem afetar a receita, porque você vai, ainda assim, rodar com a velocidade de vendas acima da velocidade de produção. Então, isso, respondendo diretamente, a gente tem buscado obviamente nos trade-offs uma otimização de margem, que é o nosso ponto de atenção hoje. Então, respondendo a sua primeira pergunta, é a margem o nosso principal driver aí nesse trade-off.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 4T-2021

Na captura de valor, AHS e Luggo ganham destaque e empresa avança em formatos de venda que reduzem o perfil de risco (ex: modelo de vendas garantidas e plano decrescente). Além de iniciativas operacionais voltadas a mitigar inflação.

No Reconfiguring, o conceito de plataforma habitacional deixa de ser apenas narrativa e passa a ocupar posição central como motor de liquidez e rentabilidade, enquanto o CVA perde protagonismo (inclusive com reconhecimento de que o crescimento de margem/lucro não viria do segmento econômico):

*“A Companhia estima um período prolongado de margem bruta comprimida nos produtos do Casa Verde e Amarela. Desta forma a MRV&Co deverá capitalizar nas demais iniciativas de sua plataforma e o crescimento de volume e de lucro líquido da operação virá das subsidiárias e não da incorporação dentro do Programa CVA.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 4T-2021*

Ao longo de 2021, os trimestres também demonstram uma pressão de covenants e do patamar de endividamento da empresa, demonstrando uma busca por instrumentos de funding no curto prazo. Adicionalmente a empresa cita o reconhecimento do risco estrutural frente ao incremento de INCC e a leitura regulatória de que o PCVA estaria com parâmetros defasados.

**(SENS\_REGULATORY; SENS\_COSTUMER)**

**MRV 2022 (CONSOLIDAÇÃO DA INFLEXÃO: MARGEM/CAIXA COMO EIXO E DESACELERAÇÃO DO CRESCIMENTO)**

Em 2022, a MRV intensifica a inflexão iniciada em 2021, com prioridade explícita na recomposição de margem via aumento de ticket no Brasil (incremento de R\$ 22 mil vs. 2021) e aceitação de menor tração de volume como contrapartida. Ao mesmo tempo, as margens contábeis seguem pressionadas pelo efeito das safras 2020-2021, vendidas sob choque de INCC, o que mantém a DRE com recuperação “atrasada” em relação ao processo de turnaround.

**(PERF\_FINANCIAL)**

O enquadramento estratégico central do ano se torna margem + geração de caixa + desalavancagem, reordenando a estratégia corporativa. Em contraste com 2019-2020 (crescimento e diversificação acelerada), o ano de 2022 consolida uma guinada para uma operação simplificada (aprox. 40 mil unidades por ano), com saída gradual de cidades e disciplina de SG&A, sinalizando que a otimização financeira passa a governar o plano operacional. **(SI\_URGENT; SEIZ\_DECISION)**

O Sensing é manifestado por meio da leitura de cenário que combina a ameaça de custos (INCC) ainda em patamar elevado e necessidade de um ciclo sustentado de recomposição de

ticket, com a oportunidade de ambiente regulatório (com transição do PCVA para MCMV em 2023) como amortecedor parcial do choque de juros sobre a demanda. **(SENS\_THREAT)**

As decisões seguem a lógica de trade-off: intensifica-se o aumento de preços, com menor apetite a volume, priorizando a recuperação de rentabilidade no core (PCVA/MCMV). Em paralelo, a empresa recorre à operações de cessão de recebíveis e estruturas financeiras para aliviar o caixa em curto prazo. Nas conferências com investidores, este enquadramento aparece de forma direta no trade-off “margem > VSO”:

*“A nossa prioridade, um, dois, três, quatro, cinco e seis, é geração de caixa, desalavancar a Companhia, voltar a ter margem bruta no patamar que nós entendemos como saudável. O patamar que nós sempre reportamos..... Em relação ao volume que nós temos feito, na verdade? Nós estamos em um ponto aqui que não estamos abrindo mão de aumentar o preço em função do volume”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 3T-2022*

A empresa também reconhece que foi tardia no incremento de preços e correção de sua estratégia comercial:

*“A gente, obviamente, talvez tenha sido um pouco conservador no momento de iniciar a subida de preços, porque claramente a gente tem uma companhia muito grande e a gente tem um receio natural do impacto na liquidez à medida que você sobe preços. E a gente foi se sentindo cada vez mais confiante ao longo desses últimos meses e trimestres de que a gente foi fazendo isso e a liquidez permaneceu.”*

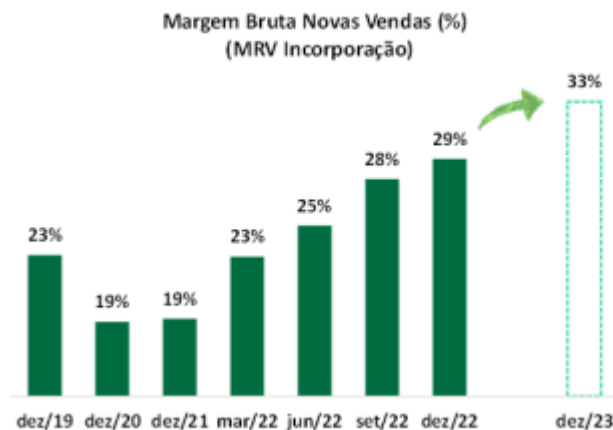
*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 2T-2022*

O ano também marca uma reconfiguração do modelo e do ritmo de operação, com redução do plano de escala (de 80k unidades/ano para 40k unidades/ano) aliado a enxugamento geográfico e foco em eficiência e desalavancagem. A tese de “plataforma habitacional” permanece, porém com desaceleração do investimento e maior exigência de autofinanciamento das subsidiárias. A Resia (subsidiária EUA), por exemplo, realiza lay-off de 25%, indicando virada interna de estratégia com foco em rentabilidade. **(RECONF\_OPERATIONS; RECONF\_STRUCTURE)**

Em termos de performance, 2022 é descrito como um ano de “travessia”, com a margem contábil ainda comprimida pelas safras antigas, enquanto a gestão tenta evidenciar o turnaround por meio de indicadores antecedentes (ex: margem bruta novas vendas) e disciplina de caixa.

## Figura 9

Evolução da margem bruta de novas vendas da MRV Incorporação (dez/19-dez/22)



Fonte: Release de Resultados MRV 4T-2022

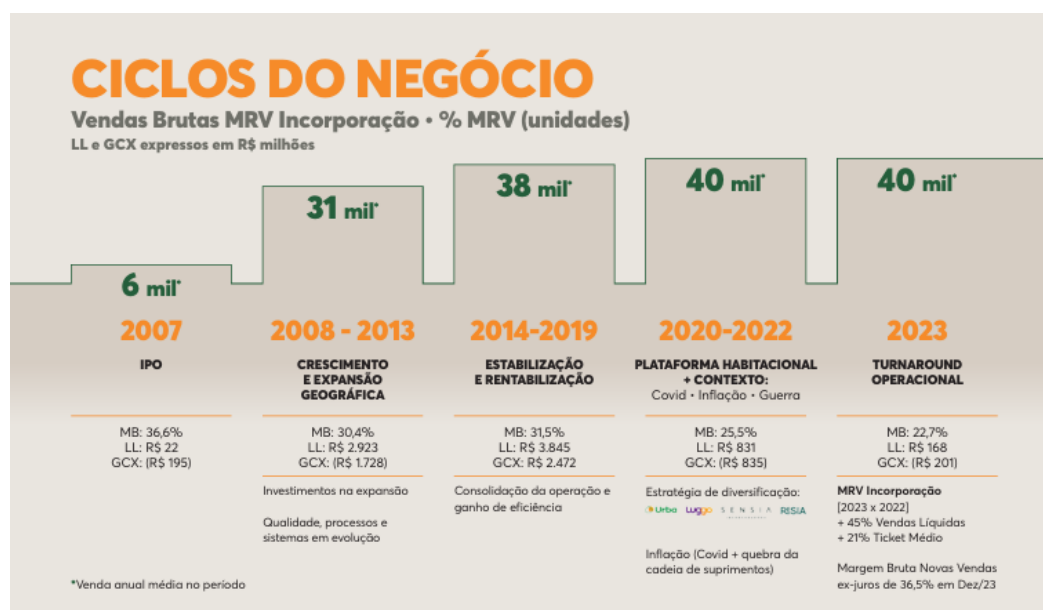
## MRV 2023 (TURNAROUND DISCIPLINADO E RE-HIERARQUIZAÇÃO DO PORTFÓLIO)

Em 2023, a MRV&CO consolida a virada iniciada em 2022: o eixo deixa de ser crescimento em todas as frentes da plataforma, e passa a ser reparar margem, caixa e balanço financeiro. Esse ajuste aparece tanto na operação core (cadência de obras/lançamentos guiada por caixa e maior seletividade), quanto pela re-hierarquização das subsidiárias, privilegiando as operação que ajudam a recompor margem e reduzir alavancagem e impondo disciplina financeira às demais.

O issue dominante é urgente: turnaround operacional e financeiro (margem e caixa) em detrimento de crescimento, em um cenário de restrição de capital e necessidade de redução de queima de caixa. A empresa explicita que a disciplina financeira se torna o principal pilar da operação, com foco em reparação em margens e caixa. **(SI\_URGENT; RECONF\_BUSINESS\_MODEL)**

**Figura 10**

Síntese dos ciclos de negócio da MRV Incorporação (2007-2023)



Fonte: Release de Resultados MRV 4T-2023

O Sensing da MRV aparece na dimensão regulatória, com o monitoramento de mudanças no programa MCMV ao longo de 2023 e alterações como FGTS Futuro e RET 1%, tratando essas modificações como oportunidades para calibrar rentabilidade, caixa (pro-soluto) e volume. A empresa também vê como um alerta o contexto pressionado por juros altos. **(SENS\_REGULATORY; SENS\_MACRO)**

Em Seizing, a empresa mantém sua decisão de continuidade na política de ganho de preço, preservando o tamanho alvo da operação (40k unidades/ano) sinalizando continuidade do trade-off de priorização da rentabilidade. Na dimensão financeira, a empresa realiza operações de cessão de carteira e “follow-on” para redução de alavancagem, em busca de reduzir sua restrição financeira. No 3T23, o Seizing ganha cara de plano, com a definição explícita de targets operacionais-financeiros para recuperação de eficiência (Projeto 40-35-15-15) e reajuste de timing de lançamentos. **(SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_DECISION; SEIZ\_TIMING)**

**Figura 11**

Metas e direcionadores estratégicos/operacionais da MRV Incorporação.



Fonte: Release de Resultados MRV 4T-2023

Referente a Reconfiguring, a empresa apresenta uma reconfiguração da sua esteira operacional por meio da gestão de início de obras orientada por caixa, com redução de produção em relação ao padrão histórico, como consequência direta desta lógica:

*“Obviamente, não é segredo para ninguém, o nosso principal driver tem sido a reparação de margem e, obviamente, o caixa. Então, a produção tem uma característica que mesmo nós vendendo muito bem no início, as obras começam o ciclo delas queimando o caixa. O que nós temos feito é uma gestão muito focada no caixa para decidir o início das obras. Por isso que a produção tem sido menor do que tradicionalmente nós fazemos.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV 1T-2023

A empresa também apresenta um maior rigor na viabilidade de lançamentos, sendo mais seletiva como mecanismo de proteção de margem em um cenário mais adverso. Referente à landbank, a reconfiguração aparece na adoção em maior grau do modelo de permuta financeira, reduzindo desembolsos e pressão de caixa. Há também o processo de reconfiguração geográfica, com a saída de 40 praças, como um meio de simplificação da máquina e ganho de gestão:

*“E outro ponto importante, quando nós saímos dessas cidades, dessas 40 praças, naturalmente nosso time atual passa a ter um foco maior em menos cidades. Isso também se traduz em um ganho de gestão, no ganho operacional.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV IT-2023

Por fim, a MRV explicita em 2023 a re-hierarquização do seu portfólio de subsidiárias, com Sensia ganhando protagonismo por contribuição na margem, Luggo e Urba entrando em revisão (sem lançamentos e caixa negativo) e Resia mudando de ritmo (“funding 100%) para conter risco financeiro. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_CAPABILITIES; RECONF\_BUSINESS\_MODEL; SEIZ\_PORTFOLIO)**

*“Bom, falando das outras subsidiárias Brasil, Luggo e Urba, são subsidiárias ainda pequenas, mas que atuam em mercados muito promissores, e nós mudamos a cadência dessas duas companhias. Vão ser empresas que vão crescer em um ritmo muito menor, mas vão ter crescimento. Serão negócios que demandarão pouco ou nenhum capital novo da MRV&Co, mas que em algum momento do futuro, eu não tenho nenhuma dúvida, que essas duas subsidiárias também terão uma relevância legal para a MRV&Co.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores MRV IT-2023

A performance em 2023 é tratada pela MRV como um processo de travessia, indicando para um fechamento de turnaround, enquadrando o período de 2021-2022 como maior estresse. A empresa no ano de 2023 passa a operar em um contexto de restrição de capital (em um ambiente de alta de juros), priorizando margem/caixa e reconfigurando o papel de cada subsidiária no portfólio.

#### **4.2.2 – CONSTRUTORA TENDA (TEND3)**

Para a análise dos resultados e das manifestações de capacidade dinâmica da empresa no período proposto, foram analisados os releases de resultados, a transcrição das Conferências de Resultados com investidores e documentos com resultados financeiros (ITRs). Adicionalmente à análise dos documentos, paralelamente foi realizada a codificação do conteúdo, conforme previsto no Apêndice B deste trabalho.

#### **TENDA 2019 (BASE SÓLIDA EM CENÁRIO ADVERSO E PREPARAÇÃO PRUDENTE PARA RISCO REGULATÓRIO)**

Em 2019, a Tenda enquadra o ambiente como adverso, apesar de registrar bons números operacionais (registrando recordes de venda e crescimento), sustentando uma narrativa de resiliência operacional, porém com prudência financeira como direcionador estratégico. Diferente da MRV, a Tenda já sinaliza no início de 2020, dois riscos que moldam o ano:

instabilidade operacional e regulatória do MCMV (crédito e contingenciamento) e potencial impacto da COVID-19 sobre obras, vendas e legalização. A reposta estratégica combina reforço do core business (formas de alumínio, padronização e atuação nas faixas 1 e 2) com uma estruturação da agenda de diversificação (off-site) ainda pouco materializada. **(CTX\_REGULATORY; SI\_AMBIVALENT; SEIZ\_DECISION)**

O contexto é apresentado como desafiador para habitação popular, com restrições de crédito e dificuldade na esteira de repasse dentro do MCMV, apesar disso, a empresa ainda reporta resultados consistentes e recordes operacionais. A administração descreve o ano como adverso, porém controlado, e antecipar possíveis choques externos (como a COVID-19, porém de maneira ainda superficial) que podem comprometer execução, atendimento comercial e prazos de legalização. **(CTX\_MACRO; SENS\_SIGNAL)**

O issue estratégico central é enquadrado como a necessidade de preservar a robustez financeira da operação e proteger seu modelo de negócio em um modelo de instabilidade de funding e fluxo do MCMV (restrição de crédito, contingenciamento e atrasos de repasses). A Tenda demonstra uma abordagem mais conservadora que a MRV, com seu cliente tendo maior dependência de questões regulatórias do MCMV, tornando maior este risco regulatório. A empresa enfatiza caixa e prudência como proteção do ciclo. **(SI\_THREAT)**

*“A opção por uma gestão financeira conservadora, com posição de caixa bruto de R\$ 1,07 bilhão, sendo uma posição de caixa líquido de R\$ 200,0 milhões e relação entre dívida líquida e patrimônio líquido de -14,7%, traz mais segurança para a Tenda em um momento de incertezas como o que se vive no presente momento.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Tenda 4T-2019*

No Sensing, a empresa identifica sinais relevantes como restrições de crédito ao cliente MCMV, contingenciamento e atrasos do programa e possível pressão futura de custos, com o cenário de recuperação do setor ao longo de 2019, levando a antecipação de obras planejadas para 2020 como uma estratégia para mitigar custos. No Seizing, a empresa reforça o seu core-business, com crescimento de lançamentos e VSO consistente, sustentado por um modelo padronizado (formas de alumínio, foco nas faixas 1 e 2 e atuação concentrada nas maiores RMs). O ano também marca iniciativas de incremento de complexidade do seu produto (ex: empreendimentos com elevador fora da RMSP e torres mais altas). **(SENS\_MONITOR; SENS\_TREND; CTX\_MACRO)**

A empresa explicita três alavancas estratégicas: crescimento por meio do seu modelo atual, investimento em um modelo off-site e aceleração da transformação (mas com parte relevante ainda em fase de planejamento/ramp-up).

Em Reconfiguring, o ano de 2019 mostra mais uma intenção estruturada do que mudanças operacionais efetivamente implementadas. A empresa realiza a criação de uma equipe dedicada para viabilização do seu modelo off-site, anuncia o redesenho do seu processo comercial, com foco em transformação digital (ainda sem entregas plenamente materializadas no período) e formalização de políticas de governança. A leitura que se demonstra, é que a empresa entra no choque iniciam com agenda de reconfiguração já projetada, mas em estágios precoces de execução. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_STRUCTURE; SI\_VIABLE)**

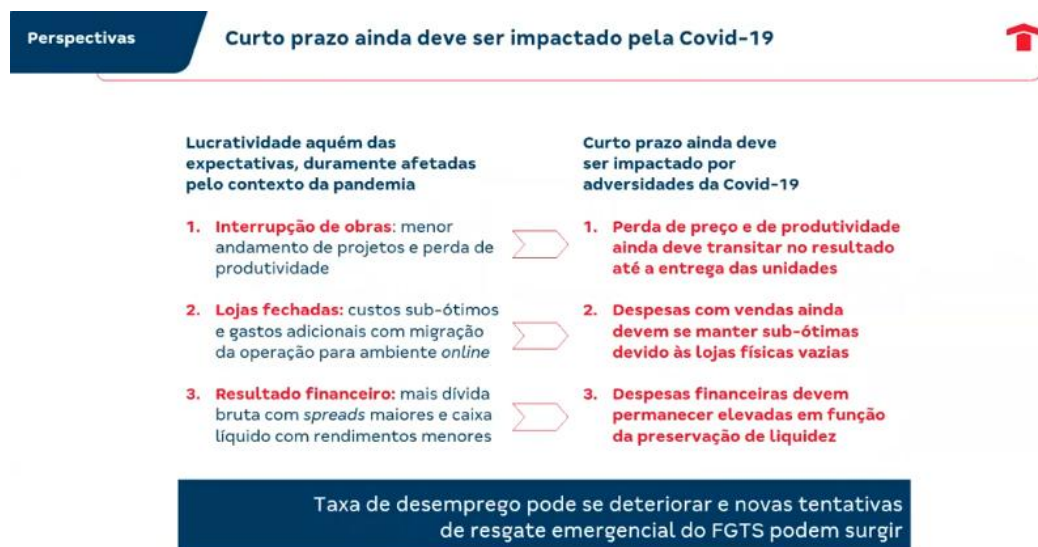
### **TENDA 2020 (CHOQUE COVID-19, DIGITALIZAÇÃO REATIVA E CUSTO COMO AMEAÇA ESTRUTURAL)**

Em 2020, a Tenda vive um ano ambíguo: entrega recordes operacionais e observa um cenário de demanda resiliente, mas ao mesmo tempo, reconhece que o choque (COVID-19 e desarranjos operacionais na esteira da CEF) trazem fragilidades para o seu modelo de negócio, e a empresa se vê forçada a acelerar o seu modelo de reconfiguração digital e comercial. Ao mesmo tempo, a empresa já em 2020 já visualiza um cenário de pressão crescente de custos, com incremento da inflação e a redução de produtividade aparecendo como ameaça. Além disso, a empresa já visualiza os limites estruturais de repasse de preço dentro das suas faixas alvo de operação. **(SI\_AMBIVALENT; SI\_THREAT; SENS\_COSTUMER; CTX\_SECTORAL)**

O issue dominante é de defesa e continuidade da operação, tendo como dificuldades observadas o impacto operacional da COVID-19 (obras, lojas e legalização) e a volatilidade do programa MCMV, aliado a atrasos de repasse. A empresa aponta duas dificuldades estruturais do seu modelo de negócio: limitação de incremento de ticket, e efeito da redução da renda dentro da inadimplência. Deste modo, a empresa verifica que não há apenas o choque externo, mas também em pontos fundamentais do seu modelo de negócio. **(SI\_THREAT; SI\_URGENT)**

**Figura 12**

Perspectivas de curto-prazo sob a COVID-19, com impactos operacionais e financeiros.



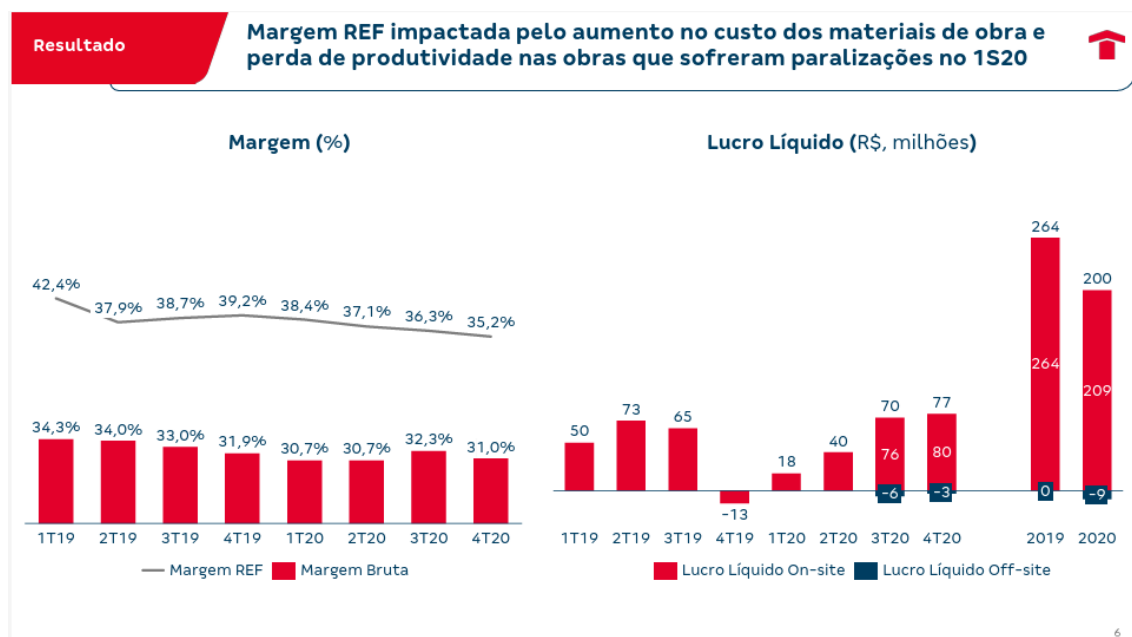
12

Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 2T-2020

O Sensing aponta que a demanda popular segue forte e que as políticas públicas permanecem relevantes, apesar do ruído operacional, que reforçam a importância de caixa e baixa alavancagem neste momento. A inflação de custos aparece como uma ameaça que se intensifica ao longo do ano e já começa a contaminar a margem reportada da empresa, conforme Figura 11. O risco de crédito e inadimplência também aparece como um ponto de sensibilidade. (SENS\_MACRO; SENS\_REGULATORY; SENS\_TREND; SENS\_COSTUMER; SI\_THREAT)

**Figura 13**

Impactos do aumento de custos em margem e lucro líquido (1T19-4T20).



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 4T-2020

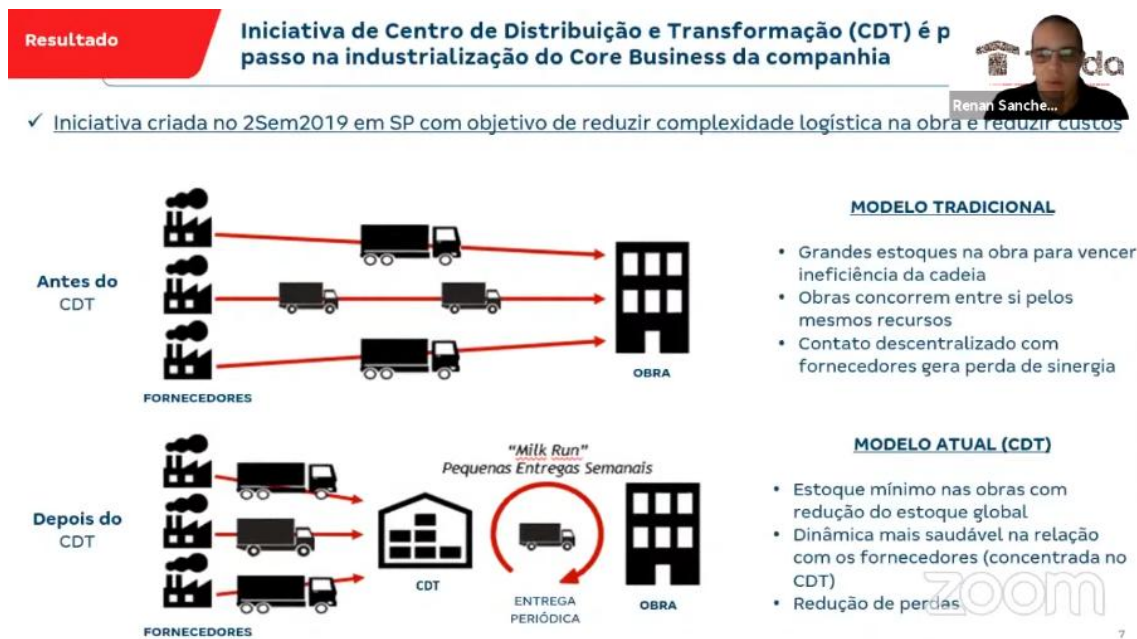
Em Seizing, a empresa mantém o seu foco nas faixas 1 e 2 e persegue expansão (volume e VSO) apostando no seu core business, apesar de reconhecer a limitação que possui referente a incremento de ticket. Em funding, a empresa incrementa a captação com bancos privados e utiliza seu caixa como um amortecedor para lidar com os atrasos de repasse do 1T20 e com a estratégia de antecipação de compra de insumos no 4T20, como proteção ao custo crescente. Além disso, dois investimentos estruturantes se destacam: a transformação digital (vendas e gestão remota) com incremento de SG&A, e investimento no seu modelo off-site (P&D, pilotos com woodframe e galpões/equipe). (SEIZ\_DECISION; SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_RESOURCE)

O Reconfiguring de 2020 se apresenta por meio da digitalização do processo comercial (canais online, ferramentas, gestão e treinamento de time remoto), que se apresenta em regime de urgência. No produtivo, a empresa reafirma seu modelo industrializado (utilizando forma de concreto), e apresenta estratégias para incrementar sua produtividade e reduzir complexidade logística, como a iniciativa de Centro de Distribuição e Transformação (CDT). Paralelamente,

a empresa estrutura o seu modelo off-site, e realiza ajustes operacionais de planejamento (e.g. acelerar obras) para blindar custo futuro. (RECONF\_PROCESS; RECONF\_TECHNOLOGY; RECONF\_BUSINESS\_MODEL; RECONF\_CAPABILITIE S)

**Figura 14**

Esquema da iniciativa de Centro de Distribuição e Transformação (CDT)



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 3T-2020

Deste modo, a empresa apresenta uma evolução de performance em volume, apresa de custo e produtividade já entrarem na agenda como ameaça. A empresa responde não com um incremento imediato de preço, mas com estratégia de incremento de produtividade e reconfiguração (digital e planejamento de obras), aceitando inclusive impacto negativo de caixa no 4T20, por decisão tática. (PERF\_OPERATIONAL; PERF\_FINANCIAL; SI\_THREAT; SEIZ\_TIMING)

### TENDA 2021 (REPASSE DE PREÇO, CHOQUE DE CUSTOS INTERNALIZADO E APOSTA OFF-SITE)

Em 2021, a Tenda entra em um ano de endurecimento de contexto. Apesar da demanda seguir resiliente, e a empresa iniciar o processo de subida de preços, mantendo o patamar de

vendas, a empresa reconhece que o movimento foi tardio e que o choque de custos passou a ser um problema estrutural do segmento. Ao mesmo tempo, a empresa verifica a perda de produtividade do seu modelo “just-in-time” com a ruptura da cadeia de suprimentos. Deste modo, a empresa passa a viver em um cenário de consumo de caixa e alavancagem crescentes. Durante o ano, o trade-off Rentabilidade x VSO, passa a ter sua estratégia migrada para maior foco em margem e caixa, em detrimento do volume. Em paralelo, em 2021 a empresa materializa a sua aposta off-site, com fábrica, projeto piloto e o lançamento da marca Alea, ao mesmo tempo que adiciona CAPEX e complexidade financeira em sua operação. (CTX\_SECTORAL; SI\_THREAT; RECONF\_BUSINESS\_MODEL)

O issue dominante do ano é a ameaça de compressão de margens derivada do choque de custos (mais longo do que previsto anteriormente pela empresa) e da redução de produtividade. A empresa também reconhece o trade-off do processo de repasse de preço e preservação de VSO, enquadrando-o explicitamente como um risco para liquidez financeira. Ao mesmo tempo, a empresa observa um cenário de oportunidade dentro de sua faixa de atuação (segmento de entrada), com a leitura de que os competidores estão com maior atenção em outros segmentos:

*“Porque a gente de fato está operando sozinho aqui nesse mercado, então os concorrentes em geral, eles têm subido muito o patamar, estão mudando bastante seu portfólio e a Tenda tem conseguido abocanhar todo esse market share de mercado. A gente se torna de fato aqui o líder desse segmento de entrada”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Tenda 3T-2021

*“Então, foi um trimestre, no resumo, um trimestre muito ruim, mas que, ironicamente, posicionam a Tenda estrategicamente de uma forma muito positiva, ao eliminar praticamente os players menores e ao focar os recursos dos players maiores, primordialmente em outros segmentos, ou quer seja no segmento de aluguel nos Estados Unidos, quer seja no SBPE, quer seja em investimento em aluguel no Brasil também, mas vários dos nossos concorrentes tiraram a ênfase daquilo que a gente entende que é o nosso coração, que é o segmento de entrada do Casa Verde Amarela”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores 3T-2021

O Sensing central do ano combina três leituras: Demanda resiliente, com capacidade de reajuste de preço sem colapso no volume de vendas; Reconhecimento de subestimação do choque de custos, e impacto da ruptura de cadeia na produtividade do modelo; e o monitoramento da restrição da capacidade de crédito e financiamento do cliente (affordability)

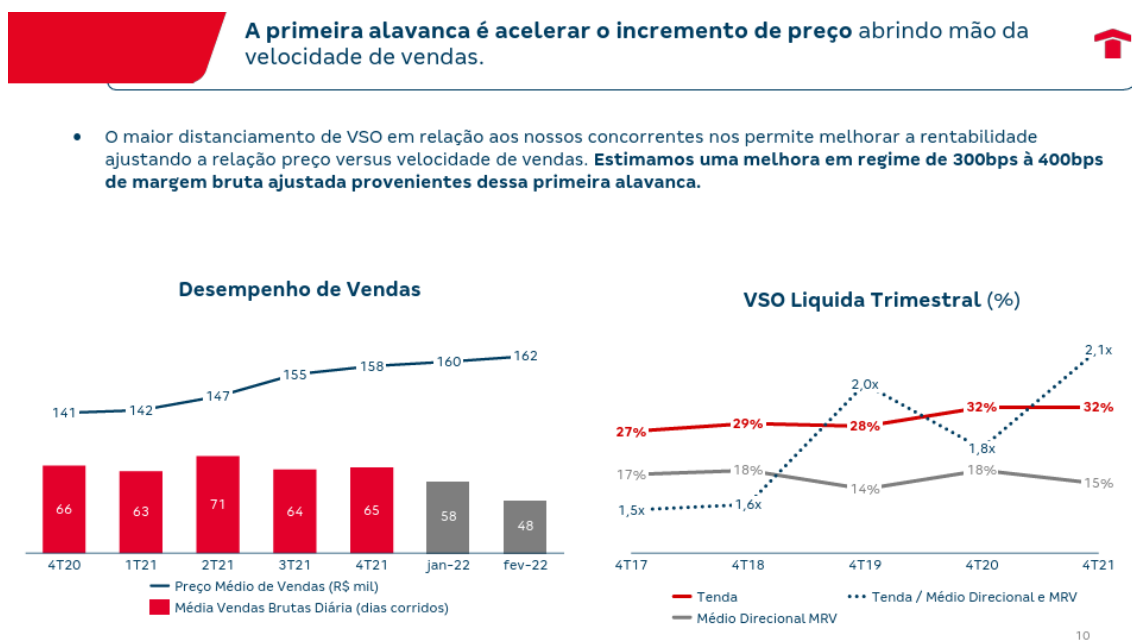
na medida em que o ticket se eleva. Adicionalmente, a empresa reconhece a reação tardia que teve no seu processo de incremento de ticket:

No Sensing regulatório, a empresa registra o impacto de mudança de regra da CEF (exigência de contrato de financiamento PJ) que criam delay no recebimento e impactam a dinâmica de caixa. **(SI\_THREAT; SENS\_CUSTOMER; SI\_OPPORTUNITY; SI\_URGENT)**

Em Seizing, o movimento mais visível é o repasse de preço (incremento de ticket de 11% a/a), com ajuste explícito do trade-off. Após tentar manter velocidade, a empresa explicita a estratégia de abdicar de parte do VSO por margem a partir do 4T21:

### Figura 15

Formulação do trade-off preço x velocidade de vendas (VSO).



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 4T-2021

Mesmo com o ano mais estressado, a empresa sustenta crescimento de VGV lançado em 2021, e expande seu landbank, utilizando como estratégia, o uso progressivo do modelo de permuta financeira, para reduzir seu desembolso de caixa. A gestão de caixa também aparece por meio de escolhas que carregam custo, como a sequência da estratégia de antecipação de compra de materiais para reduzir exposição a reajustes (mesmo que pressione caixa operacional). O Seizing de crescimento da empresa é a materialização da estratégia de off-site com a inauguração de sua fábrica dedicada para o modelo e o lançamento da marca Alea,

juntamente com projeto piloto. Apesar da ambição estratégica, o plano traçado traz incremento de CAPEX e risco de execução. (SEIZ\_DECISION; SEIZ\_PORTFOLIO; SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_RESOURCE; SEIZ\_INVESTMENT)

O Reconfiguring mais concreto em 2021 é a revisão do sistema interno de gestão de custos, com mudanças no processo de orçamentação (maior granularidade), inserção da inflação futura em viabilidades e reconhecimento da redução de produtividade. Há também a continuidade da agenda de reconfiguração da esteira comercial e transformação digital. No lado técnico-operacional, a inflação do aço e choque de materiais induzem inovação dentro do método produtivo (como a substituição de aço por fibra de vidro).

Referente a performance, o ano de 2021 é visto com um ano negativo referente a termos econômicos. A empresa registra queima de caixa (cerca de R\$ 265 MM), e redução da MB para o patamar de 19,2%, com pressão sobre a saúde financeira e necessidade de discutir instrumentos de securitização e cessão para aliviar balanço.

O ano de 2021 se consolida como um ano de aprendizado forçado para a empresa, na qual consolida a leitura de que o repasse de preço precisa ser mais imediato. O choque de custos exige reconfiguração interna de processo e a estratégia de transformação disputa recursos com a diversificação de produto por meio da iniciativa off-site.

### **TENDA 2022 (CRISE APROFUNDADA, DEFESA DE BALANÇO E ARRUMAÇÃO DO MODELO INDUSTRIAL)**

Em 2022, a Tenda vive um período de agravamento do choque iniciado em 2021, com custos seguindo trajetória de incremento e a entrada da empresa em um contexto de pior enquadramento financeiro (consumo de caixa + endividamento em um contexto de subida das taxas de juros). (CTX\_OPERATIONAL; CTX\_MACRO; SI\_URGENT; PERF\_FINANCIAL)

O issue dominante é ameaça da pressão interna de custos de construção e os desvios de orçamento em obras em execução, empurrando a empresa para uma postura defensiva. Como contraponto, a empresa aponta oportunidades regulatórias para destravar o affordability e recompor margem via incremento de preço (ex: FGTS Futuro e programas locais). A subsidiária Alea aparece como issue ambivalente, ao mesmo tempo que é tratada como vetor de crescimento (10 mil unidades até 2026), ainda é uma operação que pesa no curto prazo, com margens e EBITDA negativos. (SI\_THREAT; SI\_OPPORTUNITY; SEIZ\_PORTFOLIO; RECONF\_BUSINESS\_MODEL)

O Sensing é marcado por um reconhecimento da empresa que subestimou o choque de custos, e seu modelo industrializado reduziu a janela de reação para repasse de preços,

amplificando o impacto na execução. No campo operacional, o diagnóstico inclui a visão de uma ineficiência de execução, imprecisão de orçamentação e disfunção na esteira de atividades (especialmente em processo de acabamento). A empresa reconhece que o problema não está somente no preço do insumo, mas o controle interno e previsibilidade do seu modelo. (SENS\_OPERATIONAL)

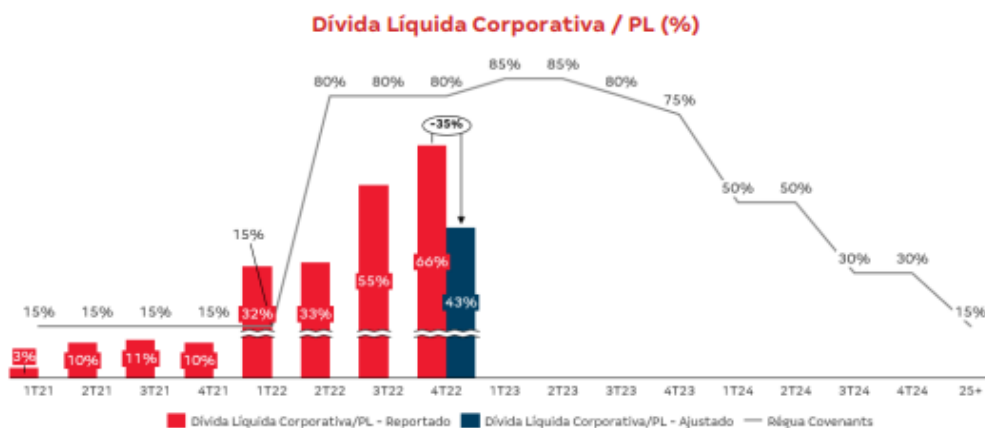
*“De fato, a questão inflacionária foi o grande ponto aqui. No lado, nós abrimos também no release. Tem uma pequena parte vindo de ineficiência, que os nossos projetos mais verticalizados, principalmente os projetos com torre de 25 andares, que eles foram mais impactados pelo desarranjo da cadeia de suprimentos ao longo da pandemia.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Tenda 3T-2022

Pelo lado do cliente, a empresa verifica as limitações de renda e affordability dentro da sua faixa de atuação em diversas praças, mas aponta as mudanças no MCMV e programas regionais como normalizadores do fluxo. Em Seizing, destaca-se o trade-off explícito entre margem e volume, no qual a recuperação da rentabilidade da operação passa a ser a principal prioridade, com incremento de preço em cerca de 17% no ano. A empresa passa a aceitar a redução de VSO e unidades lançadas para recompor seu resultado. Em funding, a empresa passa a realizar processos para incremento de sua liquidez, realizando operações de cessão de recebíveis, e renegocia limites de endividamento com credores (covenants), em um momento de deterioração da alavancagem (DL/PL em 111,5% e DL Corporativa/PL em 66%):

**Figura 16**

Evolução do indicador de alavancagem corporativa (Dívida Líquida/PL).



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 4T-2022

No Reconfiguring, a empresa apresenta o ano de 2022 como um ano de conserto operacional, com a descontinuidade de tipologias de maior complexidade (ex: acima de 25 andares) e mudança no processo de orçamentação, saindo de “verba global” para um processo com maior granularidade e atualização mensal. A reconfiguração também aparece como corte de estrutura (lay-off de 15% do administrativo, atingindo inclusive gestão e diretoria) para redução de custos fixos e reduzir o patamar de despesas. Em modelo de caixa, a empresa amplia ainda mais o modelo de permuta financeira no landbank chegando ao patamar de 51,9%, como um mecanismo de preservação de caixa. Adicionalmente, a empresa reforça a adoção de uma régua mais rígida para viabilidade de aquisição e lançamento de novos produtos. **(RECONF\_PROCESS; SENS\_OPERATIONAL; SEIZ\_DECISION; SEIZ\_TIMING; CTX\_FINANCIAL)**

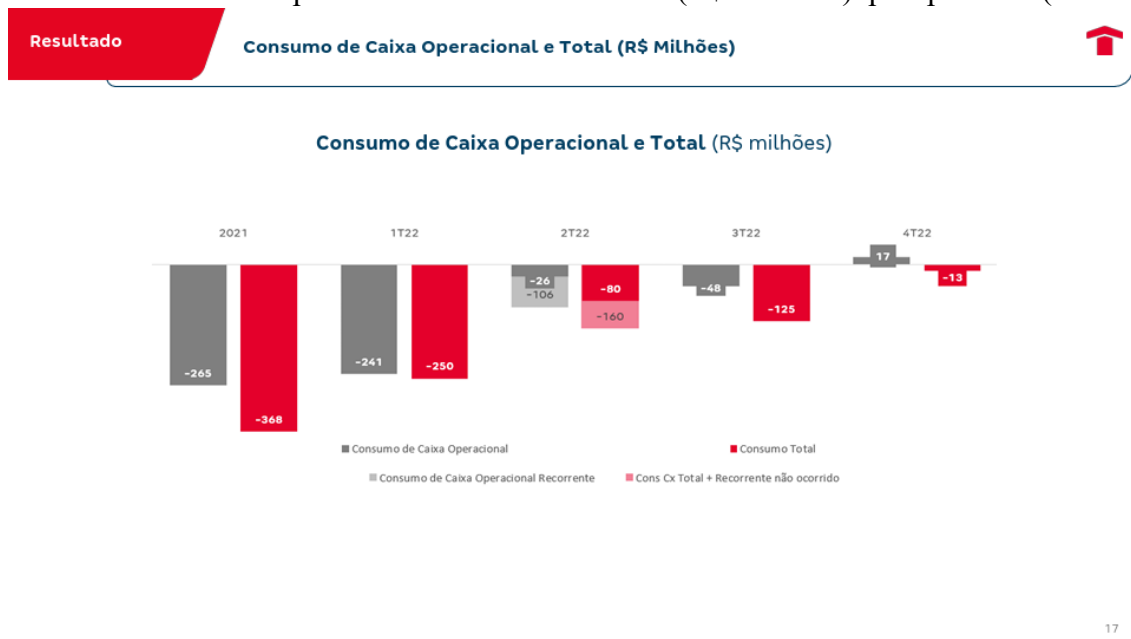
*“A segunda pergunta era com relação às novas viabilidades de terrenos. A gente tem sido muito mais rigoroso com as novas aquisições...Novos lançamentos só irão ocorrer, e novas aquisições só irão ocorrer num patamar de margem que converse com aquela meta de 32% a 34% que a gente colocou como o intervalo ideal de operação da companhia.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Tenda 1T-2022*

Dentro da Alea, a empresa anuncia a criação de Casapatio, uma operação focada em parcerias para encurtar o ciclo de legalização (de 24 a 36 meses para 2 meses), tentando ajustar a esteira e tornar seu modelo off-site mais viável. A performance do ano é tida como travessia com sinais mistos. Ao longo do ano a empresa apresenta uma melhoria da margem à apropriar (REF) e geração de caixa no 4T22. A empresa projeta um discurso de transição para o ano de 2023, com guidance de incremento de margem e oportunidades. **(RECONF\_PROCESS; SEIZ\_PORTFOLIO; RECONF\_BUSINESS\_MODEL; PERF\_FINANCIAL)**

**Figura 17**

Consumo de caixa operacional e consumo total (R\$ milhões) por período (2021–4T22).



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 4T-2022

## TENDA 2023 (LATE TURNAROUND E DISCIPLINA PARA REEQUILIBRIO DE BALANÇO)

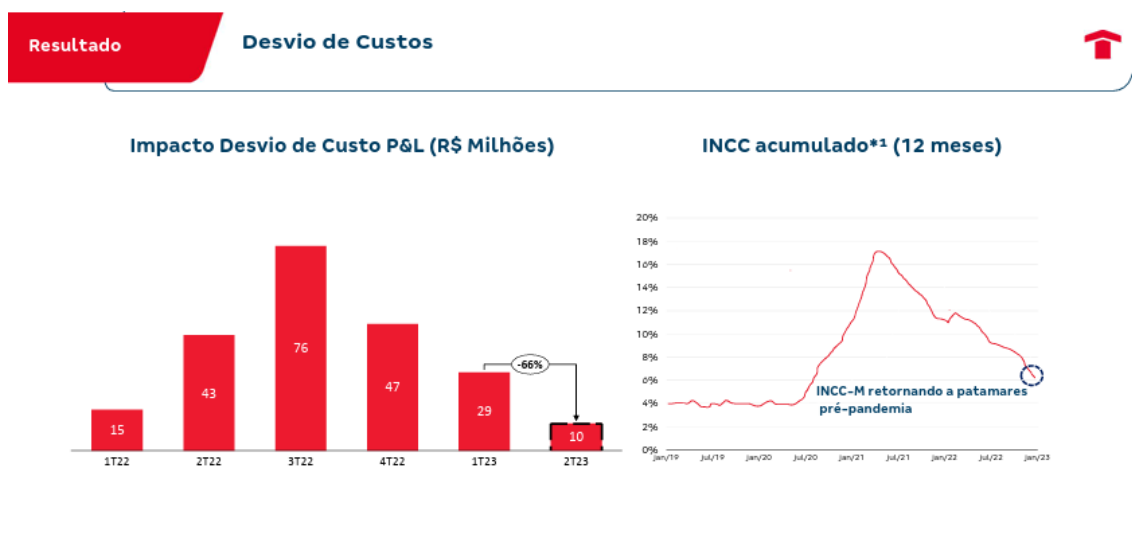
Em 2023, a Tenda consolida o seu processo de late-turnaround. O ano é visto como uma travessia após o ápice do momento de crise, registrado em 2022, e o foco é recuperação da rentabilidade do core business. Durante o ano a empresa registra evolução dos indicadores (EBITDA, Margem Bruta e alavancagem), apesar de ainda apresentar maior dificuldade do que comparado ao pré-pandemia. O movimento central do ano é voltar a operar em normalidade, enquanto mantém a tese do modelo off-site, enxergando a subsidiária Alea como avenida de crescimento. **CTX\_SECTORAL; PERF\_OPERATIONAL; SI\_VIABLE;**

O issue dominante segue sendo a ameaça financeira. O ano se inicia ainda sob forte pressão financeira, com DL/PL acima de 100% e recuando para 65% ao longo do ano. Em paralelo, a subsidiária Alea ainda segue deficitária, consumindo caixa. A oportunidade de 2023 é vista por meio das mudanças no MCMV (Faixa 1, FGTS Futuro e RET 1%), ampliando o espaço para incremento de ticket, com preservação do volume, fortalecendo o core business. A viabilidade do processo de turnaround é evidenciada por meio da geração de caixa registrada no ano, e a retomada do EBITDA, e a projeção do prosseguimento de recuperação para 2024. **(SI\_THREAT; SI\_URGENT; PERF\_FINANCIAL; SI\_OPPORTUNITY; SI\_VIABLE; PERF\_FINANCIAL)**

O Sensing em 2023 aparece em três frentes: custos menos pressionados, e menor impacto das safras antigas, abrindo caminho para recomposição de margens. Estrutura regulatória do MCMV como vento de cauda e aumento de rentabilidade no Faixa 1 e leitura de competição potencialmente mais intensa com novo desenho do programa. A empresa também acompanha os saques do FGTS como um possível risco para disponibilidade de financiamento à curto prazo. (SENS\_MACRO; SENS\_REGULATORY; SENS\_COMPETITOR)

## Figura 18

Impacto do desvio de custos em P&L por trimestre (1T22-2T23) e evolução do INCC acumulado em 12 meses.



Fonte: Conferência de Resultados com Investidores Tenda 2T-2023

No Seizing, a empresa reafirma o seu core-business como principal fonte de caixa e margem, enquanto trata a subsidiária Alea como uma plataforma em amadurecimento, aceitando a baixa rentabilidade da operação no curto prazo.

*“A gente está conseguindo crescer o negócio. O tema que a gente precisa endereçar, e esse vai ser o grande tema para 2024, é estabilizar operacionalmente a Alea. A gente precisa começar a enxergar essa tese de negócio se traduzindo em margens brutas atraentes. Hoje a margem bruta de Alea é negativa, é horrorosa. Uma parte importante dessa margem negativa é a baixa escala, mas também tem uma outra parte que é a gente conseguir estabilizar a operação no canteiro. A empresa está crescendo muito rápido, com uma operação dispersa, a gente está atuando em muitas cidades. não está ainda no nível de excelência operacional que a gente precisaria para a operação ser rentável. Então, o tema de 2024, eu acho que ele vai ser menos um crescimento muito agressivo, apesar de ter crescimento sim.”*

Sob restrição financeira, a empresa segue realizando operações de cessão de recebíveis, para alívio de caixa e realiza o processo de follow-on. A permuta financeira segue sendo um pilar de sua operação. A empresa apresenta micro-decisões que são consistentes com a estratégia de foco em caixa, como acelerar a geração de caixa por meio de ajuste comercial em unidades com obra mais avançadas. **(SEIZ\_DECISION; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_FUNDING)**

Em operações, 2023 demonstra uma reconfiguração do setor produtivo da empresa, com redução de obras em andamento (menos canteiros simultâneos) como uma estratégia de incremento de produtividade, impactando positivamente na recuperação de margem bruta. Adicionalmente, a empresa consolida o seu processo de redução da alavancagem. Adicionalmente, a Tenda menciona a adoção de ritos interno de governança e gestão focados em proteção de caixa e margens futuras. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_CAPABILITIES; PERF\_OPERATIONAL)**

A performance do ano de 2023 é reportada como estabilização do ciclo da empresa, com retorno da rentabilidade do seu modelo on-site, desalavancagem e melhoria das margens reportadas. O ano marca a transição de um turnaround tardio para um regime com maior disciplina em execução e caixa. **(PERF\_FINANCIAL; PERF\_OPERATIONAL; SI\_VIABLE)**

#### **4.2.3 – DIRECIONAL ENGENHARIA (DIRR3)**

Para a análise dos resultados e das manifestações de capacidade dinâmica da empresa no período proposto, foram analisados os releases de resultados, a transcrição das Conferências de Resultados com investidores e documentos com resultados financeiros (ITRs). Adicionalmente à análise dos documentos, paralelamente foi realizada a codificação do conteúdo, conforme previsto no Apêndice B deste trabalho.

#### **DIRECIONAL 2019 (REAJUSTE OPERACIONAL COM FOCO EM FAIXAS 2/3 E MIGRAÇÃO PARA O MÉDIO PADRÃO)**

Em 2019, a Direcional enquadra o período como retomada de crescimento e rentabilidade, apesar do contexto regulatório desafiador dentro do MCMV (restrições em subsídios/crédito e repasse, impactando principalmente o segmento de entrada). Deste modo, a resposta estratégica da empresa é objetiva, concentrando a execução dentro das faixas mais altas do programa (2 e 3), onde a empresa entende que há menor fragilidade regulatória e melhor

sustentação de margem. A empresa também foca esforços na extensão de sua operação para abrigar o médio padrão, sem alterar, porém, a lógica base de seu negócio (industrializado com paredes de concreto). **(SI\_OPPORTUNITY; CTX\_REGULATORY; SEIZ\_PORTFOLIO)**

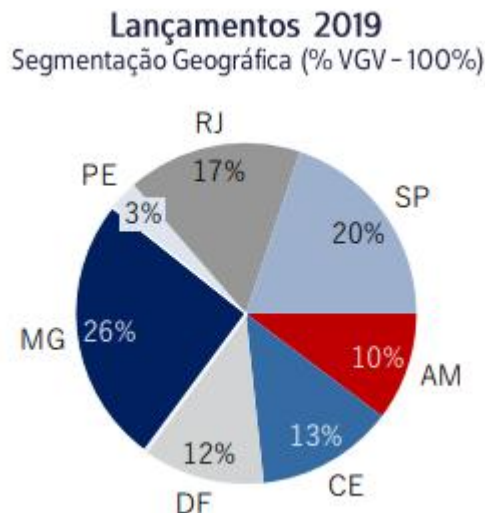
O Issue central do ano é o desafio de manutenção de margem e tração comercial dentro do MCMV em um contexto mais desafiador. Deste modo, o foco principal da empresa se mostra a priorização de atuação nas faixas 2 e 3 para proteção de performance, mantendo a margem bruta próxima de 39% e alta VSO. O Sensing aparece como ambivalente, com um monitoramento regulatório (restrição de subsídio, crédito condicionado e atrasos de repasses), de outro, um momento de oportunidade, sobretudo no contexto macroeconômico, com queda nas taxas de juro e apetite dentro do segmento de concessão de crédito bancário. A empresa reforça já em 2019, a importância do modelo de permuta financeira dentro de seu modelo econômico, demonstrando solidez financeira. **(SENS\_REGULATORY; SENS\_MACRO; SI\_AMBIVALENT)**

Em Seizing, a diretriz é clara, com aposta na atuação das faixas 2 e 3 e sair completamente das faixas 1 e 1,5. O segundo movimento da empresa é o ensaio do modelo de médio padrão (MAC), com a conversão de terrenos originalmente aprovados para o Faixa 3 e a ativação da esteira de legalização orientada para o médio padrão. Além do uso de novas linhas de crédito para destravar demanda. **(SEIZ\_PORTFOLIO; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_FUNDING; SENS\_COSTUMER)**

Em Reconfiguring, o ano é visto como continuidade dos pilares de negócio adotados pela empresa, estendendo esse modelo para o MAC (repasse na planta, modelo associativo de venda, terrenos comprados via permuta e construção industrializada com formas de alumínio. Adicionalmente, a empresa reforça sua estratégia de diversificação geográfica, com lançamentos do ano distribuídos em 7 estados. **(RECONF\_BUSINESS\_MODEL; RECONF\_OPERATIONS)**

**Figura 19**

Segmentação geográfica dos lançamentos de 2019.



Fonte: Release de Resultados Direcional 4T-2019

Em Reconfiguring, o ano é visto como continuidade dos pilares de negócio adotados pela empresa, estendendo esse modelo para o MAC (repasso na planta, modelo associativo de venda, terrenos comprados via permuta e construção industrializada com formas de alumínio. Adicionalmente, a empresa reforça sua estratégia de diversificação geográfica, com lançamentos do ano distribuídos em 7 estados. **(RECONF\_BUSINESS\_MODEL; RECONF\_OPERATIONS)**

A empresa no ano sai de um cenário de estabilidade financeira e operacional, com geração de caixa de R\$ 167 MM e DL/PL em 7,4%, sustentando a narrativa de balanço forte para sustentar fricções regulatórias. A implicação analítica é que a Direcional encerra o ano com viabilidade validada do seu modelo, e projeta 2020 como uma aposta em diversificação do seu funding no médio padrão, mantendo as bases operacionais do seu negócio. **(SI\_VIABLE; PERF\_FINANCIAL; SEIZ\_FUNDING)**

#### **DIRECIONAL 2020 (CONSOLIDAÇÃO DO NOVO MODELO E PROVA DE RESILIÊNCIA SOB CHOQUE DA COVID-19)**

Em 2020, a Direcional atravessa o choque da COVID-19, sem desorganizar o seu core business. Mais do que isso, a empresa valida o seu modelo de transição. O “novo modelo” (MCMV Faixas 2/3 + MAC (Riva) + repasse na planta + produção industrializada) passa a ser o centro da sua operação, enquanto o modelo legado (empreitada/Faixa 1) perde espaço no

resultado reportado. O cenário do ano é de captura do cenário de juros baixos e a demanda resiliente, com disciplina para não sacrificar margem e caixa em um momento no qual ainda há incertezas. **(SI\_VIABLE; SI\_OPPORTUNITY; RECONF\_BUSINESS\_MODEL; SI\_AMBIVALENT)**

O Issue central da empresa no ano é como crescer capturando um ambiente favorável de juros e demanda, atravessando o choque da COVID-19 sem comprometer caixa, rentabilidade e margens. As ameaças explícitas combinam COVID-19 e seus impactos (incluindo desemprego e capacidade de financiamento do cliente) e desarranjos operacionais na esteira (tanto na legalização quanto no repasse do cliente) e aumento de distratos como um risco possível. **(SI\_THREAT; SENS\_MACRO; SENS\_REGULATORY)**

No Sensing, mesmo com um receio de queda na demanda com o choque a empresa lê demanda resiliente no econômico e vê o patamar reduzido de juros como um fato impulsionador da sua estratégica no segmento de médio padrão. Referente ao cliente, a empresa observa que há espaço para incremento de ticket sem impacto negativo na velocidade de venda. Apesar disso, já a partir do 3T20, a empresa já vê um horizonte futuro pressionado, com uma sinalização de incremento de taxa de juros, como um ameaça possível a médio prazo. **(SENS\_MACRO; SENS\_CONSTUMER)**

No portfólio, a decisão estruturante da empresa é consolidar o foco no MCMV Faixas 2 e 3 e incrementar seu ticket médio por meio da diversificação no médio padrão, com o lançamento da subsidiária Riva. Em Pricing, a empresa faz um processo seletivo, utilizando desconto e itens específicos para caixa, mas preserva tese de manter rentabilidade, e não vê necessidade de política de redução de preço generalizado para manter VSO. **(SEIZ\_DECISION; SEIZ\_TIMING)**

*“ A gente tem tido velocidade de vendas bastante saudáveis nos nossos projetos, nossos produtos têm sido muito, muito assertivos, tanto que a demanda tem sido interessante. E em função disso não vimos absolutamente nenhuma necessidade de mudança na nossa política de preços. Tá certo, o nosso crescimento aqui tem vindo, a gente continua buscando crescer para ganho de eficiência mediante alavancagem operacional, diluição de SG&A. Mas nós não queremos crescer aqui perdendo rentabilidade. ou, de certa forma, machucando o retorno do nosso, o ROI, o retorno sobre o patrimônio e, conseqüentemente, o capital do acionista que está aqui dentro. Então, dadas as VSOs que a gente tem visto, nós temos mantido política de preço, não vemos necessidade de alterar nesse momento. Não faremos isso por enquanto.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 2T-2020

Para alívio da pressão financeira, a empresa segue alongando o perfil da sua dívida com emissão de debentures, e realiza parcerias táticas (como a JV com a Lúcio em SP) para redução da sua pressão de caixa. **RECONF\_RISK;**

Referente à Reconfiguring, a empresa faz a rápida digitalização de todo seu processo de compra (processo já iniciado anteriormente ao choque da COVID-19) e financiamento, com incremento de produtividade e diluição de custos de SG&A (queda de 1 p.p em SG&A/ROL). A Direcional reforça o seu modelo de negócio, com diversificação geográfica (presença em 30 cidades), porém foco em eficiência operacional.

*“Importante ressaltar aqui que a gente é uma das poucas empresas que atua de forma extremamente diversificada no país. A gente tem uma operação em mais de 30 cidades. Então, não pretendemos expandir demais a nossa operação. O nosso foco aqui é em eficiência e diluição das nossas despesas de SG&A.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 2T-2020*

No final do ano, a empresa passa a sentir um ambiente de maior pressão de custos, e implementa um modelo de repasse rápido de preços para manutenção de margem e rentabilidade (com reajustes frequentes nos produtos onde VSO permite) (**RECONF\_RISK; SEIZ\_DECISION**)

*“Vocês devem ver essa margem bruta convergir, sim, para esse patamar de 33, 34. e a margem REF também deve ir convergindo na mesma proporção que a margem reconhecida no nosso DRE também irá convergir. Porém, parte desses aumentos de preço a gente também está repassando. a gente está repassando para preço dos nossos produtos. tanto no segmento do Minha Casa Minha Vida quanto no segmento da Riva. a gente tem tido oportunidade de incremento de preço de alguns produtos. e a gente tem procurado justamente naqueles onde a gente tem visto uma maior a VSO. a subir preços aí. mensalmente, em alguns casos quinzenalmente, para minimizar esse impacto nas nossas margens brutas decorrente do aumento dos insumos.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 4T-2020*

Na leitura do ano de 2020, a Direcional demonstra que não somente consegue passar bem em meio ao choque ocasionado pela COVID-19, mas reafirma suas bases operacionais (pouca pressão de capital, digitalização e repasse na planta) para o próximo ciclo.

## **DIRECIONAL 2021 (ESCALA DO NOVO MODELO EM CONTEXTO ADVERSO)**

Em 2021, a Direcional aparece com um trajetória distinta quando comparada com as demais incorporadoras já apresentadas. A empresa acelera a transição do seu modelo de

negócio, já iniciado antes da pandemia, e ganha escala no modelo no momento de endurecimento do cenário macroeconômico (custos subindo e juros em alta). O ano combina um crescimento em vendas e lançamentos com o acréscimo de margem, com uma leitura clara de que o maior risco neste ciclo é a inflação da construção, e a resposta da empresa é pautada em gestão de orçamento, precificação e disciplina na gestão financeira. O ano demonstra a prova de escalabilidade do seu negócio, mesmo sob pressão. A subsidiária Riva ganha espaço como estratégia de diversificação com rentabilidade. **(RECONF\_BUSINESS\_MODEL; SI\_THREAT. SENS\_MACRO)**

O Issue dominante é explicitado como a ameaça da inflação de custos como risco central e a empresa tenta manter seu negócio saudável por meio da capacidade de gestão de orçamento e precificação. O Sensing observa o cenário de demanda resiliente, que permite a elevação do ticket sem perda de VSO. A empresa lê um cenário de vantagem competitiva para maiores players, abrindo oportunidade para incremento de share. **(SENS\_MACRO; SENS\_OPERATIONAL.; SI\_OPPORTUNITY)**

*“E nesse cenário eu acredito que seja sim possível. uma continuidade de ganho de market share. por empresas que operam com mais escala, de uma forma mais estruturada, que tem condição de antecipar as compras desses insumos para evitar um aumento de custo expressivo. São coisas que a gente tem procurado fazer aqui na Direcional. E eu acredito, sim, que isso acaba, de certa forma, nos dando uma vantagem competitiva ou a perspectiva de ganho de market share, sim. porque o cenário é difícil para todo mundo, mas eu acredito que impacte de forma mais expressiva ainda, aquelas empresas que talvez não estejam preparadas para essa realidade. eu vejo como uma possibilidade a continuidade de ganho de market share de empresas que estão mais preparadas para esse momento.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional IT-2021

O Seizing aparece na estratégia de incremento de preços e a expansão da subsidiária Riva com rentabilidade. A empresa defende um modelo de crescimento com estratégia de preço e defendendo margem. Paralelamente, a empresa lê um cenário de maior pressão e custo de capital, e realiza operações para redução de alavancagem e risco de dívida, como emissões (CRI e emissão de debentures) e swaps CDI/IPCA. Em Reconfiguring, a empresa segue expandindo landbank utilizando o modelo de permuta financeira. Referente a processos internos, a empresa faz atualizações no seu processo interno de gestão de custos e orçamentação como uma estratégia de atingir precisão no seu modelo de planejamento e controle, e garantir rentabilidade do novos lançamentos. **(RECONF\_PROCESS; SENS\_OPERATIONAL; SEIZ\_PORTFOLIO)**

*Nesse sentido, gostaríamos de destacar também o papel fundamental do nosso processo de acompanhamento dos orçamentos dos projetos, buscando manter o rigoroso controle dos custos previstos. Contando com a realização de reuniões mensais para monitorar o andamento do budget, identificamos e ajustamos, quando necessário, os orçamentos das obras tempestivamente. Além disso, desde a fase de análise de viabilidade de cada produto, nossos orçamentos incorporam uma previsão esperada para a inflação, de modo a tentar minimizar impactos decorrentes de alterações na dinâmica macroeconômica. Creditamos a essas estratégias boa parte da consistência observada em nossa Margem Bruta, que tem nos acompanhado ao longo dos últimos anos”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 2T-2021*

A Direcional também dá destaque ao processo de reconfiguração digital interna, com a automação aparecendo como mecanismo de ganho de eficiência e diluição de SG&A:

*“Para vocês terem uma ideia, Um ano atrás, a gente tinha E aí praticamente nenhum robô na nossa área financeira. no início de 2020. A gente hoje opera com 52 robôs. RPAs são chamados no mundo da tecnologia. para fazerem operações repetitivas.*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 1T-2021*

A performance do ano de 2021 reforça a estabilidade do modelo adotado pela empresa, e a precisão dos pilares estratégicos de negócio, que permitiu a expansão da operação com a manutenção dos pilares de rentabilidade. A empresa reforça a importância do seu modelo de incremento de preço, e o diferencial estratégico da sua faixa de operação que permite incremento de ticket sem perda de VSO:

*“Um trabalho realmente muito bem-feito aqui na nossa operação. que é justamente o equilíbrio entre VSO e margem. A gente sempre destacou que buscaríamos aqui na Direcional. em torno de 18%, alguma coisa entre 18% e 20. Nesse terceiro trimestre, como vocês vão ver adiante, foi de 17%. mas isso tem nos permitido operar uma precificação extremamente adequada do nosso produto que nos fez passar por esses últimos 12 meses praticamente sem mudança na margem bruta da empresa. Eu sempre destaquei isso aqui, essa nossa forma de operação onde nós antecipamos o movimento de reprecificação dos nossos produtos e antecipamos compras de diversos insumos.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 3T-2021*

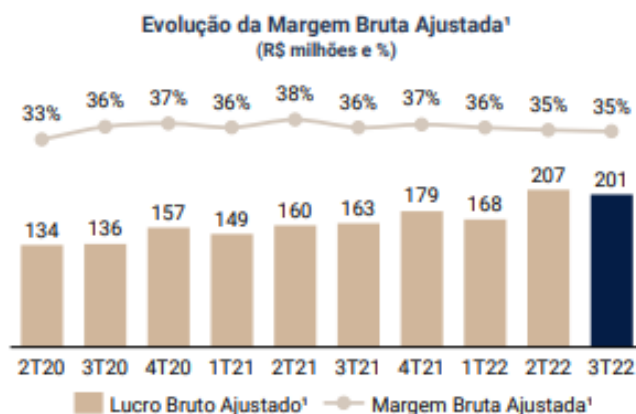
**DIRECIONAL 2022 (RESULTADO RESILIENTE FRENTE A CONTEXTO ADVERSO)**

O ano de 2022 é enquadrado pela Direcional como o melhor ano de sua história, com recordes de lançamentos, vendas, receita e MB apropriada, mesmo em um contexto externo ainda muito adverso. A leitura da empresa é de que o modelo segue performando com entrega de resultados sólidos, combinando estratégia de defesa de margem com eficiência operacional, gestão ativa de funding e fluxo de caixa e ajustes de portfólio/preço para manter margens em um momento de custo de capital elevado. (SI\_THREAT; SENS\_MACRO; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_DECISION)

O Issue dominante continua sendo a ameaça de custos de construção. A empresa trata a inflação como persistente e como um risco para sua margem, ao mesmo tempo que demonstra a eficiência da sua operação como um fator que permitiu sustentar e elevar a margem em um período de pressão. (SI\_THREAT; SENS\_OPERATIONAL; PERF\_FINANCIAL)

### Figura 20

Evolução da Margem Bruta Ajustada (2T20-3T22)



Fonte: Release de Resultados Direcional 3T-2022

Apesar do contexto, ao longo do ano a empresa percebe um arrefecimento do impacto da inflação de custos, passando a focar a partir do 4T22 em um direcionamento para incremento de VSO e incremento de ROE. No Sensing, as alterações regulatórias do MCMV são lidas como oportunidade para destravar a demanda, por meio de melhor acesso à crédito e subsídio. (SI\_THREAT; SEIZ\_DECISION; SENS\_REGULATORY)

No Sensing referente ao comportamento do consumidor, a empresa verifica uma manutenção do patamar de VSO ao longo do ano de 2022, apesar de reconhecer leve redução no 4T22, frente a um ambiente de ruído (eleições e Copa do Mundo), impactando negativamente em sua conversão. No ambiente macroeconômico, a empresa verifica um ambiente de incremento de taxa de juros, tornando o custo de capital mais caro, e orientando a

empresa em uma estratégia de incremento de ROE e aceleração do giro do seu negócio. **(SENS\_COSTUMER; SENS\_MACRO; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_DECISION)**

Em Seizing, a empresa segue a estratégia de continuidade e escalabilidade da sua subsidiária do médio padrão (Riva), reforçando a importância da operação para o incremento de preço. Na precificação, a empresa sustenta reajustes no ticket médio para manter sua margem no patamar de 35%, mesmo com choque de custos. Apesar disso, no 4T22, em um momento redução da pressão de custos, a empresa admite um ponto de inflexão na estratégia, passando a priorizar VSO onde não houver pressão adicional de custos. **(SEIZ\_PORTFOLIO; SEIZ\_DECISION; SI\_THREAT)**

*“Aqui na Direcional, atualmente, a gente não tem necessidade de recompor margens definitivamente. Então, qualquer ajuste de preço somente vai acontecer se nós tivermos um aumento de custo na outra ponta. Caso não haja aumento de custo, o nosso objetivo aqui é Buscar atender famílias cada vez mais ali na base da pirâmide, onde a gente tem um mercado potencial comprador muito maior.*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 1T-2022*

*Agora, se isso não for necessário, nós vamos buscar trabalhar com velocidades de vendas um pouquinho mais altas. Custo de capital, nesse cenário de juros mais altos, quando você pondera ali, equity e dívida aumentou demais da conta, a gente tem que alocar menos capital nos nossos projetos. E agora, onde a gente está, de certa forma, ali vendo uma consistência bem grande na nossa operação, nas nossas margens, a gente alocar menos capital nos projetos passa a ter uma geração de valor bem importante aqui na nossa visão.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 4T-2022*

No contexto de alta das taxas de juros, a empresa passa a utilizar em maior magnitude estratégias de securitização (Emissão de CRIs, swaps atrelados a CDI/IPCA), venda de participação em projetos, e alteração na estratégia de obtenção de financiamento para redução de pressão no caixa da empresa. O Seizing de timing fica explícito com a estratégia de encurtar duration e antecipar recebimentos. **(SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_DECISION; PERF\_FINANCIAL; SI\_URGENT)**

*“Eu acho que, nesse contexto de custo de capital mais alto que a gente está vivendo atualmente, a gente está sim tentando trazer o nosso fluxo de caixa o mais próximo possível do... do momento atual. Ou seja, encurtar a duration do nosso fluxo de caixa.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 3T-2022*

No contexto de alta das taxas de juros, a empresa passa a utilizar em maior magnitude estratégias de securitização (Emissão de CRIs, swaps atrelados a CDI/IPCA), venda de participação em projetos, e alteração na estratégia de obtenção de financiamento para redução

de pressão no caixa da empresa. O Seizing de timing fica explícito com a estratégia de encurtar duration e antecipar recebimentos. **(SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_DECISION; PERF\_FINANCIAL; SI\_URGENT)**

O Reconfiguring está presente na Direcional em 2022 por meio da expansão da participação da permuta financeira (chegando em 81%).

*“Agora, por outro lado, a possibilidade de compra de terreno via permuta. voltou a definitivamente ser uma realidade nesse contexto de capital mais caro. Isso é uma premissa básica na operação nossa aqui da Direcional e eu acho que vai ficar mais nicho ainda. O ponto de vista de retorno sobre o capital investido nos nossos projetos, muito possivelmente vai ter um incremento dada essa possibilidade de compra de terrenos majoritariamente via permuta”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 3T-2022*

Em processos internos, a empresa reforça a continuidade do processo de transformação digital com ênfase em automação para gestão e captação de leads, elevando a eficiência do seu processo comercial. No eixo do risco, a empresa reconhece um risco de aumento de inadimplência, respondendo com uma provisão maior nos seus acompanhamentos e ajustando seu balanço. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_TECHNOLOGY; PERF\_FINANCIAL; PERF\_OPERATIONAL)**

Em processos internos, a empresa reforça a continuidade do processo de transformação digital com ênfase em automação para gestão e captação de leads, elevando a eficiência do seu processo comercial. No eixo do risco, a empresa reconhece um risco de aumento de inadimplência, respondendo com uma provisão maior nos seus acompanhamentos e ajustando seu balanço. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_TECHNOLOGY; PERF\_FINANCIAL; PERF\_OPERATIONAL)**

Referente a performance operacional, a empresa consegue registrar no ano de 2022 a manutenção de sua margem (apesar de um leve recuo de 1,2 p.p), incremento de ROE e expansão da sua operação (+7,7% em unidades comercializadas). Apesar disso, a empresa sente os impactos do contexto adverso, com um leve incremento de alavancagem ao longo do ano e consumo de caixa no 1T22. **(PERF\_FINANCIAL; PERF\_OPERATIONAL; SEIZ\_DECISION)**

## **DIRECIONAL 2023 (ESCALA COM DISCIPLINA DE CAPITAL E CAPTURA REGULATÓRIA)**

Em 2023, a Direcional novamente consolida um ano de recorde de resultados, demonstrando a viabilidade do seu modelo: crescimento com manutenção de margens altas,

preservando uma estrutura de capital conservadora com caixa líquido (DL/PL negativo no 4T23). A empresa verifica um ambiente de normalização de custos e alavancas importantes dentro das alterações realizadas no MCMV, e a capacidade interna de execução sem incremento de estrutura, reforçando eficiência. **(SI\_OPPORTUNITY; SI\_VIABLE; SENS\_REGULATORY; SEIZ\_FUNDING)**

O Issue dominante é de aproveitar um ciclo favorável sem perder a disciplina operacional, se mostrando capaz de escalar seu negócio mesmo atravessando choques (COVID-19, custos, juros, guerra da Ucrânia), e enxergando o ano de 2023 com maior favorabilidade para a habitação popular, por meio de mudanças no MCMV e programa Pode Entrar. Em paralelo, a empresa acompanha as discussões que podem impactar disponibilidade do funding, como a discussão no STF referente a remuneração do FGTS. **(SI\_OPPORTUNITY; SI\_VIABLE; SI\_THREAT; SENS\_REGULATORY)**

A empresa observa as mudanças do MCMV como um gatilho de reposicionamento, focando maior parte da sua operação para dentro do MCMV (90% dos lançamentos abaixo do novo teto do programa, já no 2T23). No Seizing, a empresa tem prioridade para manter o caixa pouco pressionado, e realiza operação de follow-on para reforçar o caixa e manter baixa alavancagem:

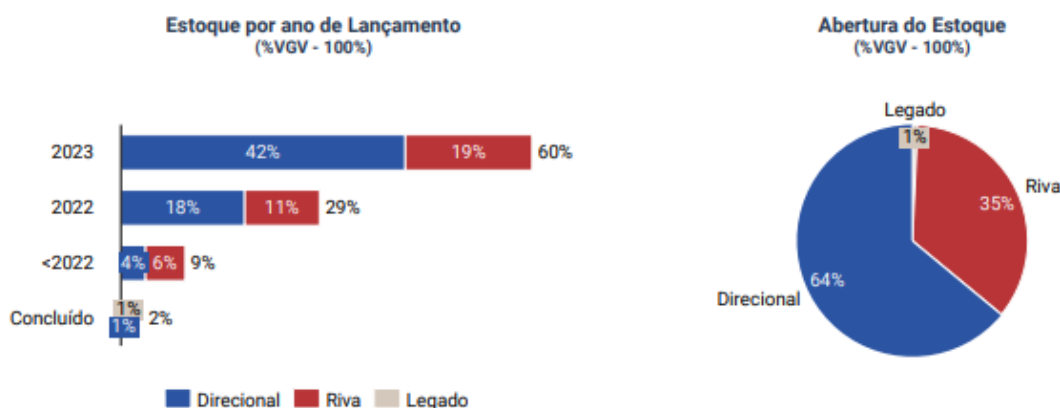
*“A gente espera rodar nossa estrutura de capital em torno de 20% de dívida líquida sobre o PL. A gente fez o follow-on, o efeito aqui que está demonstrado nessa estrutura de capital. Com menos endividamento. Ele vai, obviamente, tender com a operação, com o crescimento da operação, a gente voltar a entre 15% e 20% de endividamento. e isso aqui é ratificado pela nossa qualidade de crédito, quando o AAA somos uma das poucas incorporadoras brasileiras referendadas pela S&P como AAA.”*

*- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 4T-2023*

A Reconfiguração segue aparecendo por meio de um refinamento de sua máquina operacional, focando ainda em um modelo de giro rápido, com pouco estoque pronto (cerca de 2% conforme Figura 19) e uso da permuta financeira. **(RECONF\_LANDBANK)**

## **Figura 21**

Detalhamento de estoque por ano de lançamento e modalidade.



Fonte: Release de Resultados Direcional 4T-2022

Na estrutura organizacional, a empresa explicita a estratégia de não crescer headcount de backoffice, apostando em automação e digitalização para sustentar a alavancagem operacional. **(RECONF\_PROCESS)**

*“A gente tinha, há quatro anos, a mesma quantidade de headcounts que a gente tem hoje. E a gente está na reta final da discussão do orçamento para 2024 e a gente não está prevendo o crescimento de um headcount sequer. Então, eu acho que a gente vai certamente continuar vendo a capacidade de alavancagem operacional da companhia. Continuar crescendo, reconhecendo mais receita e com o DNA muito sob controle, num crescimento, num pace significativamente inferior ao crescimento da receita e usufruindo o benefício de um bot online mais forte”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 3T-2023

A empresa reduz a realização de operações de cessão de carteira, ressaltando que realizará a operação apenas quando o spread fizer sentido financeiro. Apesar de priorizar VSO, a empresa segue reforçando sua política de precificação sem realizar flexibilizações, e investe na qualificação de seu time de vendas. **(RECONF\_PROCESS; SEIZ\_FINANCIAL)**

*“Então, essa tem sido uma busca nossa, a gente claramente vai ter esse incremento de VSO provavelmente se dando ao longo do ano, dado que a gente tem procurado fazer esse esforço de aumento de velocidade de vendas da forma correta, que é investindo no nosso time de vendas, qualificando o time de vendas, trazendo os melhores profissionais para a nossa equipe, fazendo um investimento muito, muito grande nas nossas vendas online, nos nossos aplicativos de venda. Então é um esforço cujo resultado vai se materializando gradualmente. E a gente não tem visto nesse momento necessidade nenhuma de qualquer tipo de ajuste na precificação do produto, que na minha visão seria a forma errada de aumentar a VSO e, portanto, não é a forma que a gente tem trabalhado aqui.”*

- Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Direcional 4T-2023

A empresa apresenta uma performance estável no ano de 2023, coerente com a narrativa que impõe em sua operação (eficiência operacional, aceleração de ROE, gestão de caixa conservadora). Indicando o ano como uma oportunidade em virtude das mudanças regulatórias do MCMV. Paralelamente, a Direcional observa com cautela o contexto macroeconômico de incremento de juros, direcionando sua estratégia para um foco de modelo “asset-light”(ROE alto e retorno rápido).

#### **4.2.4 – CURY CONSTRUTORA (CURY3)**

Para a análise dos resultados e das manifestações de capacidade dinâmica da empresa no período proposto, foram analisados os releases de resultados, a transcrição das Conferências de Resultados com investidores e documentos com resultados financeiros (ITRs). Adicionalmente à análise dos documentos, paralelamente foi realizada a codificação do conteúdo, conforme previsto no Apêndice B deste trabalho. A Construtora Cury foi oficialmente listada na B3 apenas no mês de agosto de 2020, desta forma, antes dessa data a empresa não possuía a recorrência de publicação de registros como Release de Resultados e Conferências com Investidores. Desta maneira, os achados documentais referentes à essa empresa possuem esta limitação. Para a análise deste período pré-IPO foram utilizados como referência documentos institucionais no site de RI da empresa, principalmente o Demonstrativo Financeiro.

#### **CURY 2019 (CRESCIMENTO EM MOMENTO PRÉ-IPO)**

Em 2019, a Cury opera em um ambiente de favorabilidade (queda de juros e retomada de crédito), enquadrando o ano como continuidade de sua expansão dentro do segmento de renda econômica, com foco geográfico em SP e RJ. A tese principal da empresa é crescer preservando ROE e pouco custo de capital, sustentado por controle rigoroso de custos e eficiência operacional e esteira comercial eficiente e de giro rápido. (CTX\_MACRO; SI\_OPPORTUNITY; PERF\_FINANCIAL)

O Sensing da empresa no ano é focado na redução da taxa de juros e disponibilidade de crédito, principalmente para o cliente SBPE. A empresa observa um ambiente favorável para

seu modelo de negócio, capturando demanda tanto deste segmento quando dentro do MCMV/FGTS. A evidência é reforçada por dados do segmento, com incremento de 37% na liberação de crédito FGTS no ano de 2019. **(SENS\_MACRO; CTX\_SECTORAL)**

*“Em 2019 a Companhia obteve um aumento considerável de clientes que obtiveram financiamento imobiliário através de recursos do SBPE, disponibilizados a famílias com renda superior ao enquadramento no programa MCMYV. A retomada do crescimento econômico em 2019, aliada a acentuada queda nas taxas de juros com a perspectiva de manutenção das mesmas em patamares baixos, vem criando um ambiente bastante favorável para o setor de incorporação imobiliária, que deve continuar pelos próximos anos. O crescimento de 37% na liberação de crédito com recursos do SBPE para construção e aquisição de imóveis em 2019, segundo dados da ABECIP, demonstra um aumento expressivo da demanda por compra de imóveis no ano. Novos produtos de crédito imobiliário, incluindo-se as linhas com taxas de juros pré-fixadas e indexadas ao IPCA deverão impulsionar ainda mais o setor.”*

*- Fonte: Demonstrativo Financeiro Cury, 2019.*

Em Seizing, aparece a continuidade do plano de expansão da empresa, com a aquisição de novos terrenos para o landbank. Em Reconfiguring, a empresa reporta a internalização total da sua força de vendas (House), combinada com plataformas online e reforço do investimento na estrutura física de vendas. **SEIZ\_CAPABILITIES; SEIZ\_TECHNOLOGY;**

A empresa reporta um ROE elevado no ano (75,1%), reforçando os pilares do modelo de disciplina financeira, potenciada pela reconfiguração dentro da estrutura comercial.

## **CURY 2020 (COVID-19, IPO E PREPARAÇÃO PARA INFLAÇÃO DE CUSTOS)**

Em 2020, a Cury enquadra o cenário como desafiador, impulsionado pelo choque da COVID-19, mas transforma este impacto em prova de resiliência, com dois marcos: IPO no 3T20 e a manutenção do desempenho operacional, com estabilidade nos indicadores. Ao mesmo tempo, já em 2020, a empresa percebe um cenário de pressão de custos (puxado principalmente por cimento e aço). O foco principal da empresa fica claro: escalabilidade do seu modelo de negócio com foco em preservação em margem e ROE, utilizando o IPO como alavanca para impulsionamento da expansão; **(SI\_OPPORTUNITY; SENS\_OPERATIONAL; SEIZ\_FUNDING; PERF\_MARKET)**

O Issue dominante para o ano é rotulado como oportunidade. Mesmo em momento de choque, a empresa aposta na tese de escalabilidade do seu modelo, preservando margem e ROE. A urgência é aproveitar o ciclo de demanda resiliente e juros baixos. No final do ano, a empresa já verifica um risco importante para sua operação, com a aceleração do INCC e o acréscimo dos custos de construção. A empresa reforça o diferencial estratégico da sua posição de

mercado, permitindo captar a demanda resiliente do segmento econômico (MCMV) e o cliente de média renda, beneficiado pelos juros reduzidos. **(SI\_THREAT; SI\_DECISION)**

*“Parte dos nossos empreendimentos. em São Paulo alguns têm 20%, 30%, no com essa fatia de SBPE dentro do empreendimento em que o restante é MCMV. A gente gosta muito disso de fazer essa mescla. Às vezes fazer uma torre SBPE num subcondomínio em que tem minha casa e minha vida. Estamos começando agora a prospectar áreas específicas, exclusivas. para fazer empreendimentos, no qual você tem toda a razão, a gente acredita que essa constante, baixa nos juros dos fundings do SBPE, isso traz uma grande vantagem para esse tipo de produto. Então, lembrando que não pretendemos subir muito esse ticket, é um ticket logo acima do ticket do Minha Casa Minha Vida, e acho que temos um grande potencial.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 3T-2020*

No Sensing, a empresa vê o mercado aquecido com a demanda resiliente dentro do segmento, apesar de apontar certo grau de risco referente a inadimplência e disponibilidade futura de crédito. Adicionalmente, a Cury já observa um horizonte de incremento de custos, levando a empresa a rearticular estratégias para se defender do incremento, como por exemplo, incremento de preço.

*“A gente está preocupado ainda com essa aceleração dos custos de construção. Então a gente está se defendendo desse custo, a gente sabe que tem limite esse aumento do preço de venda.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2020*

Adicionalmente, a empresa vê um cenário favorável para os maiores players.

*“Você tem razão, muitos players pequenos acabaram se retraindo um pouco com essa crise. e acho que o share está aumentando para as empresas maiores. Os nossos competidores são os mesmos de antes da pandemia. a gente vê simplesmente um crescimento nas empresas. É. que estão listados na bolsa aí de baixa renda. Eu acredito que nós teremos aí sim um aumento de share das grandes empresas.*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2020*

O Seizing de 2020 é ofensivo em volume, com incremento no número de unidades lançadas (+36% a/a), em conjunto com a expansão do landbank (+8,1% a/a). Em Funding, a empresa demonstra estabilidade financeira e realiza o seu processo de IPO no 3T20, incrementando sua estrutura societária e disponibilidade de capital. **(SEIZ\_FUNDING; PERF\_FINANCIAL)**

Em Reconfiguring, a empresa apresenta dois principais movimentos, com a opção de migrar os novos terrenos de landbank para áreas de maior centralidade (estratégia de um produto com maior capacidade de precificação) e reconfiguração operacional, com adaptação

rápida aos protocolos de saúde dentro dos canteiros ativos. A empresa reforça o protocolo utilizado pelo governo de considerar a construção civil como setor essencial, que permitiu manter a operação do segmento. A empresa reforça seu posicionamento de portfólio, com foco no “alto MCMV” e início de atuação acima do programa (SBPE), como forma de up-trade e incremento da capacidade de subida de preços. **(RECONF\_LANDBANK; RECONF\_OPERATIONS; SEIZ\_PORTFOLIO)**

*“A gente já trabalhou no passado muito fortemente nos produtos mais baixos, faixa 1, faixa 1,5, faixa 2 do programa antigo Minha Casa Minha Vida, hoje em casa a verde e amarela. De alguns anos para cá estamos muito mais focados no faixa 3, no faixa 4 e assim permaneceremos. no ano 2021, quase totalidade dos nossos projetos. de 2021 estão nessa faixa, ou seja, produtos com preço médio variando de R\$ 180 mil a R\$ 240 mil. de 10% a 15% acima do programa. que é a nossa nova etapa. Tem agora alguns lançamentos fora do programa Casa Verde Amarela, que é onde nós iniciaremos uma nova etapa da companhia com um novo produto. Permaneceremos fortemente nessa faixa 3 e 4 onde já atuamos em 2020 e começaremos a atuar em um percentual na escala logo acima. que é o SBPE.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2020*

O fechamento de 2020 demonstra solidez na operação da companhia, reportando MB de 37%, com caixa líquido (DL/PL <0) e ROE elevada.

### **CURY 2021 (CRESCIMENTO ASSET LIGHT SOB PRESSÃO DE INCC)**

Em 2021, a Cury mantém a narrativa de crescimento rápido com giro eficiente da sua operação, porém, a inflação de custos passa a ser a ameaça dominante do ano, forçando a empresa a realizar ajustes internos (orçamentos e viabilidades) e proteger sua margem futura. Ao mesmo tempo, a empresa sustenta a tese de VSO alto, com recebimento rápido, ganhando flexibilidade na sua estratégia de incremento de preço por meio do up-trade (disponibilidade de mais unidades fora do programa MCMV). **(SI\_THREAT; SI\_OPPORTUNITY; RECONF\_PROCESS)**

*“A companhia tomou algumas medidas de proteção, assim como evidenciamos em nossas últimas mensagens, utilizando aspectos inerentes à nossa estratégia, como a atuação em faixas de renda mais altas, dentro do programa habitacional, o que nos permitiu atualizar nossos preços para fazer frente aos aumentos dos insumos.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 1T-2021*

O Issue dominante é a ameaça da inflação de insumos pressionando custos e margens, com a empresa baseando sua resposta na revisão contínua de orçamentos e cautela na gestão da margem. Apesar do choque, a Cury ainda verifica um cenário de oportunidade, mantendo a estratégia de retorno rápido com disciplina de caixa e eficiência no seu time comercial. **(SI\_THREAT; SI\_OPPORTUNITY; SENS\_COSTUMER)**

*“Sempre gostamos de frisar, nosso ROE diferenciado é resultado de uma estratégia bem executada e de forma consistente, que busca manter uma operação com baixo uso de capital próprio, gerando caixa e efetivamente remunerando nossos acionistas na forma de dividendos”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 2T-2021*

O Sensing do ano é a percepção de um contexto de demanda elevada (VSO elevada, mesmo em um contexto de correção de preços), com alavancas regulatórias atuando como fator viabilizador para incremento de preços sem perda de velocidade de vendas (mudanças no PCVA com aumento de teto no Faixa 3). A empresa mapeia o incremento da SELIC durante o ano, porém afirma não observar impacto na disponibilidade de crédito para seu cliente final. **(SENS\_COSTUMER; SENS\_TREND; SENS\_REGULATORY)**

Em Seizing, a empresa reforça o crescimento da sua operação, com mais um ano de aumento em unidades lançadas e comercializadas (+53,5% a/a e +61,6% respectivamente). Referente a Pricing, a empresa realiza o maior ajuste de preço entre seus peers (+21,4% a/a). A empresa explicita a estratégia de aumentar a participação fora do programa (do patamar de 10% para 25%) reforçando “versatilidade” para subir/baixar faixas conforme juros e condições do programa. **(SEIZ\_PORTFOLIO; SENS\_REGULATORY; SI\_OPPORTUNITY)**

Em Reconfiguring, a empresa explicita o seu processo de reconfiguração de revisão de orçamentos e maior conservadorismo e disciplina na viabilidade de novos projetos. Em contrapartida, a empresa registra um incremento de vendas na modalidade de “venda direta” explicitando a necessidade da empresa de criar uma estrutura de crédito e cobrança mais robusta.

*“Todos os orçamentos foram revisados durante o ano de 2021, refletindo o aumento dos insumos que afetam os custos de obra, desta forma, a margem apresentada representa a melhor estimativa de resultados futuros.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 3T-2021*

A empresa reforça sua estratégia de prioridade de operação em regiões mais centrais, ressaltando isso como um diferencial competitivo de sua operação:

*“Por mais de um trimestre, estamos entregando forte desempenho operacional e financeiro, concluindo assim um ano de resultados que superou nossas metas e expectativas, registrando recordes consecutivos a cada trimestre. Acreditamos que nossa escolha em atuar nas áreas centrais foi essencial para atingirmos os resultados apresentados.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2021*

Referente aos resultados de 2021, a empresa novamente registra um crescimento da sua operação, com elevação nos indicadores de ROL, unidades vendidas e lançadas. Ao mesmo tempo que a empresa mantém o seu patamar de margem bruta (com recuo de apenas 0,3%, a menor entre as empresas analisadas no ano), e registra geração de caixa de R\$ 237 MM.

*“Igor, a gente realmente se destaca em relação ao mercado na geração de caixa, isso é inegável. Essa dinâmica não deve mudar. A gente cresce gerando caixa. E eu gosto de dizer, o resultado que a gente atinge em um empreendimento acaba sendo o resultado em um empreendimento e para a companhia como um todo. Porque a dinâmica de condução de cada empreendimento acaba sendo a mesma. Então, se a gente for recapitular, o que contribui para a nossa geração de caixa? Primeiro é o crédito associativo, ele é um diferencial, então para quem trabalha nas classes econômicas. e o repasse rápido dentro do crédito associativo. Então, a gente continua com uma VSO muito forte, como vocês viram. Essa VSO forte se traduz em um repasse rápido. Então, quando começo a minha obra, eu já tenho uma geração de caixa muito forte. por ter um grande volume de clientes repassados.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2021*

## **CURY 2022 (RESILIÊNCIA VIA PRICING E DISCIPLINA OPERACIONAL COM LEITURA REGULATÓRIA)**

Em 2022, a Cury observa mais um ano de recordes operacionais e financeiros, apesar do ano ser marcado por um aumento na pressão de custos. Porém, mesmo com o contexto adverso, a empresa consegue incrementar sua margem por meio de reprecificação e maior rigor na viabilidade de novos projetos. O diferencial da operação da empresa no ano se demonstra na capacidade de repassar preço sem colapsar VSO, disciplina na aprovação de novos projetos (régua de margem) e leitura regulatória de mudanças favoráveis dentro do MCMV. **(SI\_THREAT; SI\_VIABLE; SEIZ\_PRICING; RECONF\_PROCESS; PERF\_FINANCIAL)**

O Issue dominante para a Cury no ano é conseguir proteger suas margens sem travar crescimento e o ciclo de caixa/retorno rápido, em um contexto em que o incremento dos custos de construção segue sendo forte ameaça. O Sensing é dominado por um monitoramento contínuo do choque de custos e do timing do mercado. Referente aos parâmetros regulatórios do MCMV, a empresa observa uma maior atratividade dentro do Faixa 2, mas reforça que ainda não prefere atuar no segmento, verificando maior atratividade nas Faixas 3 e 4. **(SENS\_REGULATORY)**

*“Bom, a primeira parte da pergunta sobre as mudanças e sobre a atratividade dela sobre o faixa 2 realmente melhorou, mas a gente entende que não o suficiente para uma volta imediata da Cury para empreendimentos de faixa 2. A gente entende que a posição nossa na faixa 3, na faixa 4 ainda é muito mais sustentável e melhor.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 2T-2022*

A empresa segue na sua tese de investimento em terrenos em localização central (mesmo ao custo de maior desembolso de caixa), permitindo para a empresa a sustentação da VSO, mesmo com incremento de preços. **(SENS\_OPERATIONAL)**

*“Bom, sobre o VSO, Acho que a principal razão da gente manter o VSO alto é a localização dos nossos terrenos. Nós estamos nas regiões bem centrais de São Paulo e Rio de Janeiro. Então, o primeiro tri foi muito bom, foi muito forte a VSO. Acho que você falou bem que continua aumentando os preços”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 2T-2022*

Em Seizing, a Cury considera a estratégia de Pricing como uma alavanca estratégica, tanto para lançamentos, quanto para unidades em estoque. Referente ao timing e gestão de pipeline, a empresa toma a decisão de reduzir lançamentos no 4T22 frente a um cenário de maior ruído (Copa + Eleições). A empresa reforça a posição de baixa alavancagem e realiza operação de CRIs e swaps para CDI, em um contexto de crescimento de juros. **(SEIZ\_PRICING; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_DECISION)**

Referente a Reconfiguring, a empresa adapta seu processo interno de viabilidade de novos produtos, adotando um critério mais rigoroso para aprovação de novos projetos, com provisões mais conservadoras, como uma proteção contra a volatilidade de custos. Adicionalmente, operacionalmente, a empresa adota iniciativas como a antecipação de compras e negociação com fornecedores como estratégia para mitigar o impacto de custos:

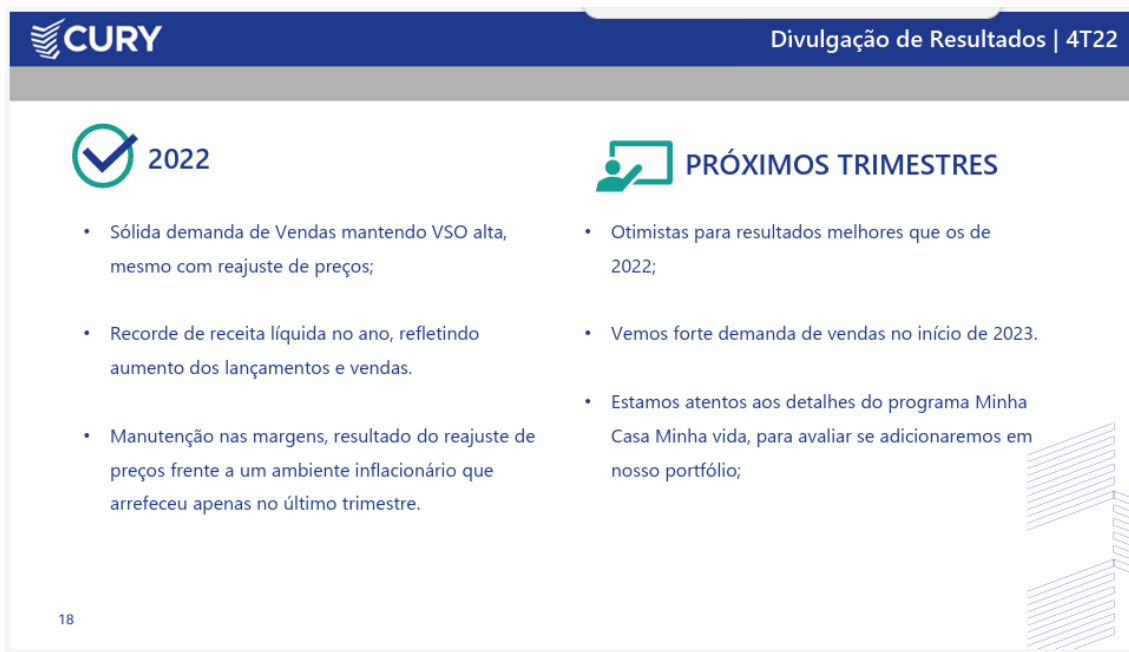
“Os desafios permanecem esse ano, principalmente representados pela pressão nos custos. Temos adotado medidas de mitigação como maior conservadorismo nas viabilidades para novos lançamentos, antecipação de compras de materiais, A busca por mais eficiência nos canteiros de ovos. mas a principal delas tem sido o reajuste nos preços das unidades. Essas ações têm contribuído para minimizar esse impacto, resultando na manutenção das margens dos empreendimentos.”

Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 1T-2022

A performance do ano, novamente é marcada por recordes operacionais e financeiros, com expansão da operação, incremento da margem bruta (+0,1 p.p a/a) e redução de alavancagem. A empresa observa também um contexto regulatório operacional com as mudanças anunciadas dentro do MCMV, como um incremento adicional para impulsionar sua operação. (PERF\_FINANCIAL; PERF\_OPERATIONS)

## Figura 22

Síntese das mensagens chave da Cury em 2022.



Fonte: Release de Resultados Direcional 4T-2022

## CURY 2023 (EXPANSÃO COM UPSIDE REGULATÓRIO DO MCMV)

Em 2023, a Cury opera em mais um ano de crescimento mantendo a disciplina operacional sustentado por um modelo de giro rápido, eficiência comercial, concentração

geográfica nas RMSP e RMRJ e virada regulatória para captura de demanda, como resposta as mudanças realizadas no Minha Casa Minha Vida no ano de 2023. No ano, a inflação de custos perde força, com uma normalização da pressão de custos. **(SI\_OPPORTUNITY; SI\_THREAT)**

*“Em junho foram aprovadas várias medidas, sendo que o anúncio de um novo teto para as unidades do programa Minha Casa Minha Vida, no valor de R\$ 350 mil, deverá proporcionar um impacto positivo, significativo, já que permitirá que uma grande parcela de nossas unidades, anteriormente fora do programa, agora se beneficiem. de todas as vantagens oferecidas, inclusive de taxa de financiamento mais baixa. tornando mais acessível a aquisição para um número maior de compradores. As novas medidas anunciadas no âmbito do programa Minha Casa Minha Vida, aliadas ao nosso modelo de negócio único, que vem se mostrando cada vez mais acertado, aumentam as nossas avenidas de crescimento e renovam a nossa confiança nos resultados futuros.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 2T-2023*

O Issue dominante do ano é a oportunidade da expansão de negócio com os novos parâmetros de negócio adotados no MCMV (especialmente pelo novo teto de preço de R\$ 350.000). Apesar disso, a empresa ainda segue uma abordagem cautelosa referente a gestão de custos, e identifica ruídos na sua esteira comercial, principalmente referente à distratos. **(SI\_OPPORTUNITY; SENS\_REGULATORY; SEIZ\_PORTFOLIO)**

O Sensing de maior evidência no ano é referente as alterações do programa, verificando um ganho relevante de affordability e acesso a crédito do cliente final. A Cury também acompanha as discussões sobre alteração nas taxas de remuneração do FGTS, fator que entende como ameaça para disponibilidade de funding. A empresa observa uma forte esacala na taxa de juros do SBPE, porém verifica pouco impacto sobre sua demanda. **(SENS\_REGULATORY; SI\_OPPORTUNITY; SENS\_MACRO; SENS\_THREAT)**

Em Seizing, a Cury repete no ano de 2023, a estratégia adotada anteriormente de concentrar lançamentos até o 3T, reduzindo a sua exposição frente à desaceleração de mercado ocorrida no 4T. A empresa destaca como diferencial competitivo, a flexibilidade do seu portfólio, com possibilidades de operação do seu produto dentro e fora do MCMV. **(SEIZ\_TIMING; SEIZ\_PORTFOLIO)**

*“Hoje a Cury tem essa característica de ter uma agilidade muito grande em mudança de participação. Quem conhece a história da Cury sabe que a gente já navegou por todas as faixas dos programas econômicos no*

*Minha Casa Minha Vida. Hoje nós estamos com mais de 60% no Faixa 3. Agora, se tiver essa atividade nas faixas mais baixas, se a gente entender que tem que navegar nas faixas mais baixas, pela razão da gente estar em Rio, São Paulo, muito concentrado, a gente rapidamente vai ter essa característica de voltar para as faixas mais baixas.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2023.*

Referente ao Reconfiguring, a Cury deixa de ver um risco na inflação de custos, mas passa a ter dificuldades referente a obtenção de mão de obra, passando a investir em treinamento e capacitação. Sobre seu mix, a empresa reforça a flexibilidade do seu portfólio com as novas condições do MCMV e passa a explorar regiões que deixou de operar anteriormente.

#### **(RECONF\_BUSINESS\_MODEL; RECONF\_PORTFOLIO)**

*“Sobre as regiões que eventualmente agora podem voltar a encaixar, a gente entende que sim. Como eu falei na resposta anterior, nessa volta às faixas mais baixas, regiões que a Curi já trabalhou. acho que voltam a se encaixar. Exemplo, Alto Tietê aqui em São Paulo, região de Campinas aqui em São Paulo. região oeste do Rio de Janeiro, Campo Grande, Santa Cruz, São Gonçalo. depois da ponte de Rio de Terói. São regiões que a Curitiba Baixada Fluminense, que a gente já atuou, conhece muito bem, mas que a gente deixou de lado quando a gente ficou. Muito obrigado. fortemente baseado no faixa 3 e faixa 4. A gente entende que agora está na hora de voltar e olhar para essas regiões, no qual a gente conhece muito bem e que a gente pode voltar a atuar.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Cury 4T-2023.*

Seguindo a trajetória já apresentada nos anos anteriores, a Cury segue em expansão operacional, com baixa alavancagem (DL/PL em -38,0%), geração de caixa operacional, e incremento de margem (+0,9 p.p a/a), reforçando a viabilidade e eficiência do seu modelo de negócio.

#### **4.2.5 – PLANO E PLANO (PLPL3)**

Para a análise dos resultados e das manifestações de capacidade dinâmica da empresa no período proposto, foram analisados os releases de resultados, a transcrição das Conferências de Resultados com investidores e documentos com resultados financeiros (ITRs). Adicionalmente à análise dos documentos, paralelamente foi realizada a codificação do conteúdo, conforme previsto no Apêndice B deste trabalho

A Construtora Plano e Plano foi oficialmente listada na B3 apenas no mês de agosto de 2020, desta forma, antes dessa data a empresa não possuía a recorrência de publicação de

registros como Release de Resultados e Conferências com Investidores. Desta maneira, os achados documentais referentes à essa empresa possuem esta limitação. Para a análise deste período pré-IPO foram utilizados como referência documentos institucionais no site de RI da empresa, principalmente o Demonstrativo Financeiro.

### **PLANO E PLANO 2019 (PRÉ-IPO, ESCALABILIDADE NO SEGMENTO ECONÔMICO E ACELERAÇÃO COMERCIAL)**

Em 2019, a Plano & Plano aparece com uma operação pré-IPO concentrada na RMSF, com foco em ganhar escala na sua operação no segmento econômico e uma leitura de demanda estrutural e resiliente. A empresa acelera o pipeline de lançamentos e reforça sua máquina comercial com investimentos em marketing e estrutura física de vendas para suportar cadência. (CTX\_SECTORAL; SI\_OPPORTUNITY)

O Issue principal da P&P para o ano, é a escalabilidade do seu modelo de negócio, realizando uma forte reconfiguração interna com foco em fortalecer a sua estrutura comercial. Em Sensing, a empresa verifica um cenário positivo do MCMV, enfatizando a centralidade do programa em sua estratégia de negócio. A empresa verifica um risco de pressão de custos já em 2019, com o um contexto de aceleração do mercado de construção civil. (SENS\_TREND; SEIZ\_RESOURCE; SI\_VIABLE)

O Seizing é representado pela intensificação do pipeline de lançamentos da empresa, com cerca de 7.000 unidades lançadas em 2019. De modo geral, a empresa apresenta o ano de 2019 como um momento de preparo pré-escalada operacional com impulsionamento do IPO. (SEIZ\_RESOURCE; PERF\_OPERATIONAL)

### **PLANO & PLANO 2020 (CHOQUE DA COVID-19, DIGITALIZAÇÃO COMERCIAL E ESCALA COM DISCIPLINA)**

Em 2020, a Plano & Plano observa um ano com fortes choques simultâneos, primeiramente a pandemia da COVID-19, impactando diretamente a sua esteira comercial e força uma adaptação rápida. E seguidamente, a mudança de regime da empresa, com IPO e entrada na B3 no 3T2020, impulsionando o movimento de escalabilidade da P&P. O ano é lido como um travessia de crise, sem perder o eixo do crescimento, se ancorando em uma demanda resiliente de vendas e digitalização da esteira de vendas. (SI\_THREAT; SI\_OPPORTUNITY; SEIZ\_FUNDING; RECONF\_PROCESS)

O Issue dominante da empresa para o ano é a ameaça trazida pelos impactos da pandemia, observando o distanciamento social como um impacto forte para sua esteira comercial. Apesar da retração inicial, e expectativa de redução da demanda, a empresa verifica uma demanda resiliente dentro do segmento econômico, elevando as vendas durante o ano e

incrementando o pipeline de lançamentos da empresa para o ano. (**SI\_AMBIVALENT; SEIZ\_RESOURCE; PERF\_FINANCIAL**)

No Sensing, a Plano & Plano verifica uma pressão de custos interna acima do patamar do INCC, procurando mitigar o efeito do aumento de custos por meio de renegociações e um novo modelo de precificação. (**SENS\_OPERATIONAL; SENS\_THREAT**)

*“ Eu fiz uma comparação para a gente poder entender o que está acontecendo. E aí Eu peguei uma obra que eu tinha gostado em janeiro. É, sim. Porque essa mesma obra Exatamente igual a você agora. A diferença entre uma e outra foi aproximadamente 9% de aumento. E aí O INCC do período aumentou 6,7%. Então, o que aconteceu? Obrigado. A nossa inflação aqui dentro da empresa. Foi 2,5% acima do INCC. Opa! E está existindo aí uma pressão. acima do INCC, que teoricamente é o que a gente pode passar.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2020*

Referente ao Seizing, a empresa realiza seu IPO no 3T20, alterando a estrutura financeira da P&P, e incrementando a disponibilidade de capital para seu processo de expansão. A empresa reforça a importância do modelo da permuta financeira na saúde financeira do seu negócio (cerca de 96,5% dos terrenos adquiridos em permuta). Adicionalmente, referente à política de preço, a Plano&Plano rejeita realizar uma política de descontos (o que foi feito por seus concorrentes). Porém, admite que pode realizar ajustes nos seus parâmetros de concessão de pro-soluto para clientes, como uma estratégia para incrementar liquidez. (**SEIZ\_FUNDING; SEIZ\_DECISION**)

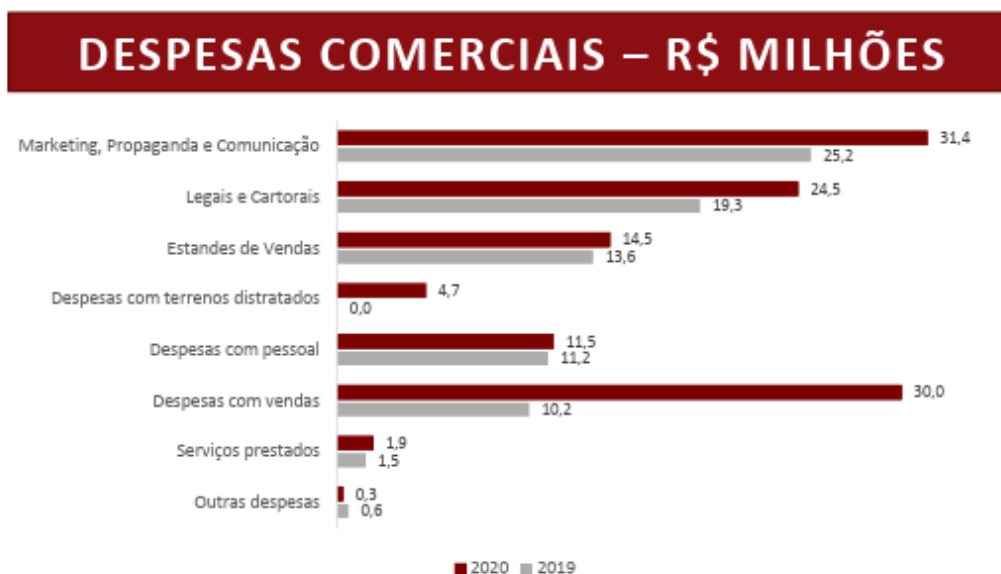
*“Tem um trade-off muito grande entre fazer isso e dar muito desconto. A gente tem visto o mercado trabalhar com muito desconto. Nós não estamos sentindo ainda a necessidade disso, uma vez que a nossa metodologia vem sendo entregue.... “Sobre vendas, isso aqui é um organismo vivo, nós tratamos desse assunto diariamente. Existem uma série de ações. que estão sendo implementadas no sentido de evolução desse trabalho de liquidez dos nossos produtos. Isso passa, obviamente, por ajustes em relação às nossas políticas de prosolutos e, eventualmente, margem”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2020*

Em Reconfiguring, a Plano & Plano mantém seu foco no fortalecimento da sua estrutura comercial. A empresa cita uma rápida adaptação da empresa frente as restrições impostas pela pandemia, com a utilização de ferramentas digitais e capacitação da equipe de vendas. Adicionalmente, a empresa registra um acréscimo nas suas despesas comerciais, como reflexo desse movimento. (**RECONF\_PROCESS**)

**Figura 23**

Composição das despesas comerciais (R\$ milhões), comparando 2019 e 2020.



Fonte: Release de Resultados Direcional 4T-2020

*“Áreas comercial e de vendas se adaptaram às restrições, passaram a utilizar de forma mais intensiva as suas ferramentas digitais e treinou sua equipe para se relacionar com os clientes através dos canais disponíveis. O crescimento no segundo trimestre foi de 3,4%. E a companhia voltou a crescer fortemente no terceiro trimestre, atingindo 42,7% de crescimento nas vendas líquidas”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2020*

Referente a performance de sua operação, a empresa registra crescimento em receita e unidades vendidas, e uma forte redução da sua alavancagem (impulsionado pela disponibilidade de recursos e reconfiguração de estrutura de capital ocasionado pelo IPO). Adicionalmente, mesmo em um contexto de pressão de custos interno, a Plano&Plano registra um incremento de MB (+1,3 p.p a/a). (SI\_VIABLE; SEIZ\_FUNDING; SENS\_OPERATIONAL)

## Figura 24

### Evolução da dívida líquida e seus componentes (31/12/2019 vs 31/12/2020)

A relação dívida líquida sobre patrimônio líquido diminuiu de 0,85 em 31 de dezembro de 2019, para 0,38 em 31 de dezembro de 2020, em consequência do aumento mais acelerado do patrimônio líquido em relação ao aumento da dívida líquida.

Dívida Líquida (R\$ mil)	31/12/2020	31/12/2019	Var. %
Circulante	119	31.736	-99,6%
Não Circulante	290.570	208.647	39,3%
Dívida Bruta	290.689	240.383	20,9%
Caixa, Equivalentes de caixa e depósitos vinculados a financiamentos	204.223	158.928	28,5%
Dívida Líquida	86.466	81.455	6,2%

Fonte: Release de Resultados Direcional 4T-2020

## PLANO & PLANO 2021 (CRESCIMENTO COM CHOQUE DE CUSTOS)

Em 2021, a Plano & Plano mantém a sua trajetória de expansão da operação com incremento de 48,4% em unidades comercializadas a/a, ao mesmo tempo, que inicia que consolida processos de uma empresa de capital aberto com movimentos internos olhando para governança, criação de sistemas e uma agenda formal de ESG. Paralelamente, durante o ano de 2021, a empresa sofre com a pressão dos custos e o incremento do INCC, forçando o trade-off entre velocidade de vendas e preço. (SI\_THREAT; SI\_OPPORTUNITY; RECONF\_CAPABILITIES)

*“A companhia vem passando por um processo gradual de repasse da inflação para os preços. Com o desequilíbrio da cadeia produtiva causada pela pandemia e a rápida aceleração do INCC, o repasse imediato desse impacto em sua totalidade torna-se inviável e é necessário buscar o balanceamento ideal entre aceleração de vendas e repasse de preços ao longo do tempo.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 4T-2021*

O Issue dominante do ano é a ameaça de custos. A crescente do INCC aliado ao choque de suprimentos alteram cronogramas de obra e pressionam as margens da operação. Ao mesmo tempo, a empresa reconhece o limite de repasse de preço para o seu público-alvo, de menor renda, assumindo uma estratégia de repasse gradual de preços. No Sensing, a empresa lê uma demanda ainda resiliente no segmento econômico, com oportunidade para crescimento por conta de um ambiente de juros ainda reduzidos (apesar de estar em trajetória de aceleração durante o ano de 2021) e upsides regulatórios (ajustes no PCVA, com queda nas taxas de juros

e alterações de enquadramento). (SI\_THREAT; SEIZ\_DECISION; SENS\_REGULATORY)

Referente a Seizing, a empresa realiza alterações em seu portfólio, expandindo o mix do seu produto até o segmento mid-low/classe média, com a criação da linha SPPACE. A empresa declara a intenção de expandir seu negócio para este segmento, sem abrir mão do seu core-business no segmento de entrada. Operacionalmente, a empresa realiza correções de rota com medidas como adiantamento de compras de materiais, antecipação de contratos, troca de insumos e ajuste no timing/cadência de lançamentos. E por fim, no trade-off VSO x volume, a Plano&Plano sustenta a tese de repasse gradual de preço (equilibrando o repasse de custos com a capacidade de compra do cliente), mas passa a defender um repasse mais intenso com o agravamento do contexto de inflação de custos. (SEIZ\_PORTFOLIO; SEIZ\_LANDBANK; SEIZ\_OPERATIONAL; SEIZ\_TIMING; SEIZ\_DECISION; RECONF\_PRICING)

### Figura 25

Lançamento da linha “SPPACE” voltado ao segmento “mid-low”



Fonte: Release de Resultados Direcional 3T-2022

*“Os aumentos de custos dos materiais pressionaram nossa rentabilidade. Esses aumentos estão sendo gradativamente repassados para os preços. Como estratégia de diversificação, estamos retornando à classe média-baixa. Já tivemos lançamentos em 2021 nesse segmento, com o fato Torres de São José em Jundiaí, e já em curso mais um lançamento nesse segmento de renda, acima do caso verde e amarelo, na zona sul da cidade de São Paulo. Esperamos no médio prazo, 2022-2023, atingir de 20% a 30% do nosso portfólio nesse segmento.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 2T-2021*

Em Reconfiguring, a Plano & Plano segue realizando investimentos na sua estrutura comercial, com a criação do seu time de vendas CLT, com o objetivo de incrementar produtividade e eficiência da esteira comercial e diluir custos ao longo do tempo. Nos processos internos, a empresa ressalta a digitalização e mudanças nos processos de custos e orçamentação, com monitoramento mensal e a utilização do índice interno próprio para acompanhamento. **(RECONF\_STRUCTURE; RECONF\_PROCESS; RECONF\_CAPABILITIES)**

*“Os custos de construção são acompanhados continuamente. E os orçamentos são atualizados ao final de todos os meses, sem exceção. Os orçamentos estão atualizados com todos os custos correntes, bem como inclui uma previsão de novos preços com as devidas projeções inflacionárias para os materiais e serviços a incorrer ainda não contratados. Temos, inclusive, um índice de inflação próprio, o ICPP, índice de correção plano e plano, que pondera os efetivos preços praticados em nossas obras. e que é confrontado com os índices oficiais para efeitos de aprimoramento de nosso planejamento e controle.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 4T-2021*

Durante o ano de 2021, a empresa também realiza alguns ajustes referente à governança com agenda ESG e realização de auditorias internas. A performance de 2021 apresenta uma expansão operacional da companhia, com crescimento de receita e unidades vendidas, com leve geração de caixa operacional (R\$ 20 MM). Apesar disso, durante o ano, a empresa já começa a reportar impactos relevantes da inflação de custos em sua MB (-5,6 p.p a/a).

## **PLANO & PLANO 2022 (QUEIMA DE CAIXA E COMPRESSÃO DE MARGENS)**

Em 2022, a Plano & Plano mantém o discurso adotado no ano anterior de crescimento dentro do segmento econômico, com diversificação focado no mid-low. Porém, neste ano, a empresa passa a sentir maiores impactos em seus resultados reportados, com uma aceleração na compressão das margens (-2,4 p.p a/a) e incremento na alavancagem (+11 p.p em DL/PL a/a). A empresa migra de uma narrativa de apenas expansão operacional e incrementa uma maior rigidez operacional, com controle mais rígido dos custos de obra, otimização de processos internos, renegociação com fornecedores e precificação recorrente, como uma resposta reativa à escalada do INCC. **(SI\_THREAT; SI\_URGENT; RECONF\_PROCESS; PERF\_FINANCIAL)**

O Issue dominante permanece sendo a inflação de custos que segue pressionando margens, apesar de arrefecimento ao longo do ano de 2022. A empresa reforça o indicador

antecedente “Margem REF” como um indicativo da recuperação da rentabilidade das novas safras. Apesar disso, a empresa reconhece a defasagem no repasse de preço ao cliente final.

**(SI\_THREAT; SI\_VIABLE; SENS\_OPERATIONAL)**

*“Neste momento, fechando agora em primeiro trimestre deste ano, a nossa recuperação de preço está 1,1 ponto percentual atrás da inflação de custos. Então, a gente passou por um período em 2021 onde essa diferença era maior, por isso a perda de margem, a inflação era maior do que a capacidade nossa de repassar preços. Mas nós temos repassado acima da inflação recentemente, onde essa diferença caiu para 1,1%. Ou seja, a partir de abril, maio e junho, nós esperamos estar vendendo as nossas unidades nas mesmas margens de agosto de 2020, antes da escalada de preços.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 1T-2022*

Referente à Sensing, a empresa verifica um contexto favorável para os maiores players, com a inflação persistente e alta na taxa de juros trazendo maiores dificuldades operacionais aos maiores players, abrindo espaço de ganho de share para grandes empresas do segmento. Em Seizing, a empresa reforça o repasse gradual, porém percebe a necessidade de repasse mais acelerado de preços, pressionado pela inflação resiliente. A Plano & Plano segue com a estratégia de diversificação de produto, com o lançamento de uma linha focada no segmento de entrada (Novo Mundo) e a expansão no mercado acima do CVA. **(SENS\_COMPETITOR; SENS\_OPERATIONAL; SEIZ\_PORTFOLIO)**

*“A companhia mantém a estratégia de ampliar sua participação na classe média, acima do Casa Verde Amarela, em seu portfólio de lançamento. Estamos trabalhando para que, num horizonte de aproximadamente um ano e meio, tenhamos 35% de nossos lançamentos nas faixas acima do Casa Verde Amarelo”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 1T-2022*

Referente a Reconfiguring, a Plano & Plano muda o foco da estrutura comercial para operações/engenharia com ajustes de processos internos, renegociação com fornecedores e revisão de especificações. Sobre a estrutura financeira, a empresa aceita aumentar o seu percentual de vendas diretas e concessão de pro-soluto para o cliente final, como uma estratégia de manter volume de vendas ao mesmo tempo que incrementa preços.

**(RECONF\_OPERATIONS; SEIZ\_DECISION)**

*“Hoje nós estamos em torno de 140 milhões de reais. de financiamento direto ao cliente. Esse pro-soluto foi uma ferramenta importante ao longo dos últimos 18, 20 meses. para poder manter o VSO. Importante citar que o nosso pro-soluto, o que tem de pós-chave,*

*nós cobramos uma taxa de juros. adequada para o risco que a gente cobre, então a gente cobra IPCA mais 1% ao mês, então de certa forma esses juros também cobrem. as nossas inadimplências do pró-soluto”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2022*

Os indicadores do ano de 2022, demonstram a leitura de tensão operacional sofrida durante o ano. Mesmo com incremento em unidades comercializadas (+Mesmo com incremento em unidades comercializadas (+18,2% a/a), a empresa reduz sua MB em 2,4 p.p e incrementa alavancagem em 11 p.p. Adicionalmente, a empresa registra consumo de caixa operacional durante o ano (R\$ -13 MM). A Plano & Plano tenta manter a lógica de expansão e escalabilidade da operação, mas o resultado indica que o choque de custos ainda domina a dinâmica de margem e caixa, exigindo reconfigurações internas da operação.

### **PLANO & PLANO 2023 (NORMALIZAÇÃO PÓS-CHOQUE, REANCORAGEM COMERCIAL E APOSTA NO PODE ENTRAR)**

Em 2023, a Plano & Plano enquadra o ano como normalização da operação após o choque de custos de 2021-2022, com o INCC retornando aos patamares convencionais, e a empresa mantendo a estratégia de repasse gradual. Com essa redução de pressão, a empresa aproveita para incremento e acelerar a expansão (incremento de vendas e lançamentos). Ao mesmo tempo, a empresa testa a inserção em um canal público, por meio do programa Pode Entrar da Prefeitura de São Paulo, com um dinâmica diferente de recebimento, porém redução de rentabilidade. **(SI\_OPPORTUNITY; SI\_AMBIVALENT; SEIZ\_PORTFOLIO)**

O Issue dominante do ano é rotulado como oportunidade, com normalização de custos e arranjo regulatório favorável (alterações no MCMV) sendo alavancas para impulsionar a expansão da operação, com incremento de relevância do segmento mid-low. O contexto de 2023 permite a empresa a retornar a uma trajetória de crescimento com um organização mais estruturada. O Programa Pode Entrar aparece como uma oportunidade de volume e caixa, apesar de alterar a composição do pipeline, com impacto negativo em MB. **(SI\_AMBIVALENT; SEIZ\_DECISION; PERF\_FINANCIAL)**

*“O programa Pode Entrar trouxe efeitos positivos no aumento de VSO e receita, pelo fato de que os empreendimentos do programa já saem 100% vendidos na contratação, proporcionando assim um VSO de 55,8% e contribuindo para a forte geração de caixa de R\$ 157 milhões no trimestre.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2023*

Em Sensing, a empresa observa oportunidades dentro do MCMV, com as mudanças regulatórias (ex: incremento de teto) como impulsionador da demanda expansão do mercado endereçável. **SENS\_MACRO**

*“Agora, com esses ajustes, Nós tivemos boa parte desse nosso Land Bank que estava chamado classe média, e para nós continua sendo classe média, porque a faixa de renda desse consumidor é a mesma. ele se enquadra nos parâmetros do Minha Casa Minha Vida. Obviamente, isso melhora bastante, melhora consideravelmente a questão de crédito e de affordability. Então, quer dizer, nós continuamos nessa nossa tocada, onde a gente subiu um pouquinho também os nossos produtos para pegar essa faixa de renda. renda que era acima do Minha Casa Minha Vida e hoje boa parte dele está incluído no Minha Casa Minha Vida, que é um mercado até 400, 500 mil reais de preço de venda, que aqui em São Paulo tem uma demanda muito grande”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 2T-2023*

Em Seizing, a Plano & Plano apresenta um ponto de inflexão em sua estratégia a partir do 3T23, passando a priorizar VSO/Giro em detrimento do incremento de margem, admitindo descontos pontuais em safras antigas para gerar caixa.

*“No trimestre, a companhia realizou ações pontuais para a venda de estoques de empreendimentos de safras mais antigas e benefício de uma importante geração de caixa, evitando o maior aumento de estoque pronto. Embora essas ações tenham contribuído para uma margem bruta menor no trimestre em comparação ao trimestre anterior, foram uma importante contribuição na receita líquida, diluindo despesas e acelerando a geração de caixa operacional.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano 3T-2023*

Referente a Reconfiguring, a empresa aumenta despesas operacionais com a implementação e upgrade de novos sistemas (Salesforce/SAP HANA), e a contratação de equipes de venda especializadas para os produtos de média renda. Em Pricing, a empresa segue com a estratégia de repasse gradual e aponta eficiência na sua gestão interna de custos, indicando que a inflação interna de sua operação ficou abaixo do INCC durante o ano. **(RECONF\_PROCESS; RECONF\_CAPABILITIES; SENS\_MACRO; SENS\_OPERATIONS)**

*“Durante os últimos trimestres, a Companhia realizou diversas ações com o objetivo de superar os desafios da pandemia. Uma das ações é o controle dos custos de construção, onde o INCC dos últimos 12 meses encerrado no 1T23 ficou em 8,04%, enquanto o ICPP (Índice de Construção Plano&Plano)*

*no mesmo período ficou em 4,28%. O repasse gradual da inflação nos preços de vendas dos produtos em construção também é uma ação relevante e quando comparado com os últimos 12 meses o preço médio de venda teve um aumento de 10,5%.”*

*Fonte: Transcrição da Conferência de Resultados com Investidores Plano&Plano IT-2023*

A performance de 2023 apresenta a combinação de aceleração na operação (incremento de lançamentos, unidades vendidas e receita) com recuperação da margem, mesmo com impacto das unidades negociadas no Pode Entrar. A empresa aproveita o programa para reforçar seu caixa e reduzir a alavancagem, chegando no patamar de caixa líquido (-53,2 p.p a/a).

### **4.3 – ANÁLISE COMPARATIVA INTERCASOS**

Ancorada na heterogeneidade de desempenho e na tipologia de grupos de performance apresentada na Seção 4.1, esta seção conduz a análise intercasos com o objetivo de explicar por que as empresas exibiram trajetórias distintas entre 2019 e 2023. Para isso, compara-se a evolução das empresas ao longo do período e articulam-se: (i) a mobilização das capacidades dinâmicas, (ii) o papel das questões estratégicas na orientação da atenção e das decisões e (iii) os mecanismos causais que conectam contexto, escolhas estratégicas e performance. Essa comparação é conduzida a partir da observação da intensidade, velocidade e eficácia com que sensing, seizing e reconfiguring foram mobilizados por cada empresa, buscando identificar padrões distintos de resposta organizacional ao choque ambiental da pandemia.

A comparação intercasos não considera apenas o conteúdo das respostas organizacionais adotadas pelas empresas, mas também a forma como essas respostas foram mobilizadas ao longo do período. Nesse sentido, a análise busca qualificar a atuação das incorporadoras a partir de três critérios: a intensidade da mobilização das capacidades dinâmicas, entendida como a amplitude e profundidade das ações empreendidas; a velocidade de resposta, relacionada ao tempo e à prontidão com que as empresas reagiram aos choques; e a eficácia, compreendida como a capacidade de converter sensing, seizing e reconfiguring em resultados sustentados ao longo do período.

### **4.3.1 – ANÁLISE COMPARATIVA DAS TRAJETÓRIAS**

#### **4.3.1.1 – CONTEXTO PRÉVIO**

Como etapa preliminar à comparação das trajetórias 2020-2023, a tabela 14 registra um breve contexto de partida das empresas estudadas, orientando a leitura comparativa das trajetórias.

Como ponto de partida, os cinco casos descrevem o ano de 2019 como um momento de recuperação gradual do mercado imobiliário marcado pela queda das taxas de juros e da reativação da capacidade de crédito consumidor, ainda que sob restrições relevantes dentro do segmento econômico, associados ao desenho e execução do MCMV.

Ao mesmo tempo, as empresas analisadas já exibiam configurações distintas de operação (escala, dispersão geográfica, mix de portfólio, estrutura financeira etc.), condicionando diretamente o seu grau para crescer, absorver choques e reconfigurar prioridades. A partir dessa linha de base, se examina a evolução das empresas durante o período 2020 a 2023.

#### **4.3.1.2 – EVOLUÇÃO ANO A ANO**

Tendo delimitado o contexto de partida de cada empresa, o presente trabalho passa a observar como essas configurações se traduzem em respostas operacionais ao longo do tempo. Na sequência apresenta-se a evolução anual (2020-2023) destacando mudanças na trajetória e marcos críticos, que serão posteriormente interpretados à luz da mobilização de capacidade dinâmicas e dos mecanismos causais. Na comparação das trajetórias sintetiza-se a interpretação do contexto (rotulagem/urgência), a mobilização de capacidades dinâmicas (sensing, seizing e reconfiguring) e ancoras de performance. O objetivo da comparação é evidenciar padrões, pontos de inflexão e assimetrias que suportam a análise intercasos subsequente.

O ano de 2020 representa o primeiro ano do choque da pandemia da COVID-19, com efeitos diretos da primeira onda da pandemia e os impactos das medidas de distanciamento social. A Tabela 14 apresenta o comparativo entre as empresas:

Tabela 14

Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas.

Empresas	Escala e Dispersão Operacional	Posicionamento e Mix	Estrutura Financeira	Condições Estratégicas
<b>MRV</b>	- Operação de grande escala e alta concentração geográfica (+120 cidades), com presença na omal como vanagem em mercados mais pulverizados e menos concentrados. Sem projeção para expansão ou redução em curto prazo. - Escala sustentada no modelo de método construtivo padronizado e investimento em industrialização (parcele de concreto) e OPEX.	- Operação centralizada no segmento econômico (Faixas 2 a 3), com horizonte em curto prazo de diversificação de portfólio e funding. Empresa faz movimento de ajuste de portfólio para capturar o cliente de menor renda (Linha Essencial). - Foco predominantemente nas Faixas 1 e 2 do MCMV. Cliente com maior dependência do desenho do programa e subsídios, sensível à disponibilidade de funding público e eficiência da estera da Caixa Econômica. - Estratégia de crescimento ancorado no modelo atual (foco em RPS) com agenda de diversificação via off-site em médio prazo (viabilização da expansão para cidades médias e pequenas).	- 2019 é enquadrado como um ano abaixo do esperado, com desafios de rentabilidade (redução de patamar de MB), pressão em caixa (queima de caixa e incremento de pp-sólido) e incremento da alavancagem da operação. - Foco na redução de dependência de funding concentrado (GTS), ampliando alternativas como mitigação de risco.	- Leitura pré-choque de cenário favorável e confiante para o contexto de 2020 (Juros baixos, + depreciação habitacional). Sem menção prévia ao risco sanitário. - Prioridades: crescimento com diversificação de portfólio (produtos/funding) e incremento de eficiência operacional via tecnologia.
<b>Tenda</b>	- Operação de escala intermediária no segmento econômico com atuação concentrada em regiões metropolitanas. Foco em padronização e replicabilidade do modelo. - Modelo baseado em temas de alumínio e padronização construtiva. Sinalização de aumento de complexidade operacional (produtos com elevador/torres mais altas) e intenção de expansão para novas praças.	- Posicionamento estratégico nas faixas superiores do MCMV (Faixas 2 a 3) com saída de operação das Faixas 1 e 1,5 (interpretadas como mais sensíveis a flutuações de subsídio e repasse, sendo lidas como menos rentáveis). - Diversificação de segmento olhando para entrada no médio padrão (MAD) convertendo parte dos terrenos originalmente associados ao Faixa 3 explorando linhas de crédito fora do MCMV. Diversificação mantendo estratégia de execução da operação MCMV.	- Contexto pré-choque de rentabilidade elevada (MB em patamar alto) e geração de caixa, acompanhado de baixa alavancagem (DUP/PL em 74%). - Empresa reconhece restrições dentro do MCMV (especialmente nas faixas inferiores), mas trata como administráveis visto o foco da operação em faixas mais altas e forte financeira da empresa. Modelo de permuta financeira é pilar central para modelo "asset-light" da operação.	- Enquadramento pré-choque mais prudente do que a MRV; empresa cita contexto adverso suspirado em 2019, mas ainda vê possíveis ameaças em 2020 (já cita a COVID-19 como uma possibilidade, mas não explora). - Agenda estruturada em 3 pilares: a. Escala e core business; b. Desenvolver o modelo Off-site; c. Avançar na transformação digital (ainda pouco maduro e com poucas entregas concretas no pré-2020).
<b>Direcional</b>	- Operação de escala intermediária, com dispersão geográfica e estratégia explícita de atuação em mercados de menor concentração, sustentando capilaridade comercial no segmento econômico/média renda. - Execução baseada em modelo industrializado (paralelo de concreto) e lógica de repasse na planta (Novo Modelo). Disciplina operacional orientada a preservar giro da operação e rentabilidade.	- Posicionamento em incorporação de habitação econômica, transitando de modelo anteriormente de prestação de serviços associada à Faixa 1. - Core Business ancorada no MCMV/GTS por em direcionando operação para maior presença da média renda (financiamento via SBPE), sugerindo flexibilidade de funding e portfólio.	- Base-line marcado por alta rentabilidade (ROE e MB em patamares elevados) e pouca alocação de capital com disciplina na gestão de custos e foco em giro/repasse rápido como alavanca de retorno de capital. - Estrutura de capital conservadora, com pouca alavancagem (DUP/PL negativa), gerando caixa em 2019.	- Enquadramento de cenário de oportunidade (Juros baixos + incremento na disponibilidade de crédito). Empresa orientada a crescimento com manutenção de ROE, apoiado em execução comercial rápida e controle operacional eficiente. - Reconfiguração apresentada como monitoramento rigoroso de custos e internalização total da força de vendas. Momento pré- IPO.
<b>Curv</b>	- Operação de escala mais restrita com alta concentração geográfica (RMS e HMR). Método construtivo de alvenaria estrutural. - Expansão suportada pelo landbank em crescimento e estrutura comercial robusta dimensionada para giro rápido, reforçando capacidade de sustentar aumento de volume da operação.	- Posicionamento no segmento econômico com foco predominantemente nas faixas 1 e 2 do MCMV, sustentado por narrativa de demanda resiliente nestas faixas. - Mix e predicação condicionados exclusivamente ao contexto do mercado paulistano, com estratégia centrada em escala via volume e execução comercial eficiente em praça de alta demanda.	- Contexto pré- IPO com estrutura de capital ainda não estabilizada. Operação registra queima de caixa no ano movida pelo incremento de despesas comerciais e investimentos em stands como foco no incremento da velocidade de vendas.	- Agenda estratégica voltada para escalabilidade dentro do segmento econômico com pilar principal de acelerar lançamentos e elevar o ritmo comercial. - Reconfiguração concentrada no reforço da máquina comercial (investimento em marketing e estrutura física de vendas). Breve menção incidente aos riscos de choque sanitário no início de 2020.
<b>Plano &amp; Plano</b>	- Operação de menor escala e alta concentração (presente somente na RMS). Operação baseada no método construtivo de Alvenaria Estrutural. - Estrutura organizada com <i>bofit venture</i> com a Opele Brazil Realty com consolidação da operação de desenvolvimento imobiliário a partir de 2016.			

Fonte: Elaboração do autor (2026)

**Tabela 15**

Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2020.

Empresa	MRV	Tenda	Direcional	Cury	Plano & Plano
<b>Rotulagem</b>	Empresa inicialmente observa um cenário com cautela, mas rapidamente altera percepção para um cenário de oportunidade (demanda resiliente + juros baixos) aproveitando o cenário para acelerar volume de vendas (empresa registra ano recorde);	Leitura ambivalente de contexto, com a principal sendo a crise da COVID-19 e o impacto na demanda. Adversidades na esteira do MCMV e impactos em custos são riscos mapeados, mas em menor grau;	- Direcional vê um cenário desafiador durante o ano de 2020, mas observa um cenário propício para acelerar a transição do seu modelo de negócio ( <i>Legado</i> -> <i>Novo Modelo</i> ) com uma abordagem disciplinada (rentabilidade e caixa);	- Escalabilidade da operação com disciplina (Resiliência operacional + IPO e custos sob controle no curto prazo), foco em incremento na ROE e encurtamento de ciclo utilizando o IPO como um reforço inicial de caixa;	Reação ambivalente, com reconhecimento do cenário de risco após choque inicial e aceleração posterior do pipeline impulsionado pelo evento de IPO;
<b>Sensing</b>	- Empresa inicialmente tem expectativa de um cenário de redução de demanda, sendo esse a justificativa para a estratégia de desconto adotada pela empresa;  - Adicionalmente a empresa acompanha a trajetória de juros e a esteira operacional do MCMV. MRV observa dificuldade na esteira de aprovação de novos projetos;	- Empresa acompanha as restrições operacionais tanto na operação dos canteiros de obra quanto nas lojas físicas. Tenda observa maior ameaça dentro da esteira comercial (impacto na demanda comercial).  '- Entre outros riscos mapeados pela empresa estão inflação de insumos (a partir do 3T20), incremento da inadimplência e desarranjos na esteira da CEF, porém sem estratégia de defesa imediata;	- Empresa observa inicialmente o cenário com cautela, temendo impacto na demanda, apesar disso, após o choque inicial já visualiza um cenário de demanda resiliente dentro do segmento econômico. Empresa observa uma leve desaceleração no médio padrão, mas depois visualiza recuperação e oportunidade.  '- Empresa observa um cenário desafiador referente à esteira de aprovações de projetos e enxerga a possibilidade de um incremento nos custos de insumos já em 2020.	- Cury observa um cenário positivo com demanda resiliente na sua faixa de operação e um cenário favorável para incremento da sua operação para o médio padrão (juros baixos para o cliente do SBPE);  - Empresa já mapeia no 2S, o incremento nos custos (principalmente em aço e cimento) como risco dominante no horizonte de médio prazo.	- Leitura de demanda resiliente dentro do segmento econômico, reforçando estratégia de portfólio da empresa. Apesar disso, empresa reconhece sinais de incremento de inadimplência, porém ainda sob controle;  - Empresa já visualiza um cenário de pressão de custos (até acima do INCC) mas ainda trata problema como tratável via disciplina na execução sem estratégia explícita de incremento de preços.
<b>Seizing</b>	- MRV adota postura ofensiva, adotando uma política de descontos de preço (sem recuperação rápida posterior) e segue apostando na estratégia de diversificação de portfólio (injetando caixa diretamente nos novos segmentos de negócio + lançamento da marca Sensia para o médio padrão);  - Grande risco visualizado pela empresa é a queda na demanda consumidora. Empresa não observa risco de custo ou de insumos ao longo do ano;	- Tenda adota postura razoavelmente defensiva, evita postura mais agressiva referente ao ticket, mas também não eleva consideravelmente seu preço médio.  - Empresa já em 2020 faz ação de antecipação de obras para reduzir impacto da inflação de custos. Adicionalmente investe em meios digitais e no <i>off-site</i> ;	- Reação disciplinada + Ajustes Seletivos : Empresa reduz lançamentos no 1S, com incremento a partir do 2S, apostando no mix Faixa 2/3 e SBPE. (lançamento da subsidiária Riva).  - Empresa admite realizar descontos pontuais para produtos com obra mais acelerada, mas desde o primeiro choque da pandemia reforça sua política de operação rentável, tratando o repasse de preço como ponto central.	- Incremento de escala com preservação do retorno: aceleração de lançamentos e vendas, expansão de landbank (+87%);  - Empresa segue na estratégia de up-trade (Faixa 3 e SBPE, com 15% da operação fora do MCMV);	- IPO reforça disponibilidade de capital e sustenta horizonte de crescimento da operação;  - Reforço do modelo <i>asset-light</i> com emprego majoritário do modelo de permuta financeira, com redução de pressão de caixa a curto prazo. Referente a ajuste de preço, empresa evita estratégia de desconto amplo, mas não reajuste significativa. Plano & Plano prioriza estratégia de incremento de pro-soluto como alavanca de liquidez;  - Aceleração de lançamentos no 4T após desaceleração;

<b>Reconfiguring</b>	<p>- Deliberado e adaptativo: Empresa se adapta rapidamente para adaptar suas atividade para o distanciamento social. Canteiros de obras sofrem menor impacto (20% das obras paralisadas no ápice da crise). Maior impacto na esteira comercial (fechamento de lojas), com isso a empresa acelera seu processo de digitalização da plataforma comercial (iniciativa já em andamento há alguns anos na empresa;</p>	<p>- Reativo sob pressão: Empresa realiza um processo de digitalização acelerada como resposta às restrições da pandemia, impactando diretamente no SG&amp;A (+1,2 p.p no %/ROL);</p> <p>- Tenda investe em outras ações, como a aceleração do projeto off-site e ajustes de logística, como a inauguração do seu Centro de Distribuição (CDT); Referente ao incremento de custos, empresa acredita conseguir "offsetar" com ganho de eficiência operacional;</p>	<p>- Consolidação estrutural: Direcional consolida o novo modelo de sua operação (representando cerca de 88% da receita da empresa), Adicionalmente empresa completa o processo de digitalização 100% da sua esteira comercial, já iniciado anteriormente com impacto positivo no SG&amp;A/ROL (redução de 1 p.p)</p> <p>- Empresa reforça pilares estratégicos da sua operação: maior enfoque no médio padrão; Método Construtivo industrializado; Adoção do modelo de permuta financeira;</p>	<p>Reconfiguração interna orientada a ciclo e portfólio: Landbank mais central e com foco nas faixas mais altas (empresa admite abrir mão do modelo de permuta financeira para investir na estratégia); Redução dos prazos de obra (ciclo curto, incremento na ROE, menor incidência da inflação). Adaptação a alta de custos com planejamento interno;</p> <p>- Reconfiguração do modelo comercial com internalização da equipe de vendas (100% House). Empresa realiza uma rápida digitalização da sua esteira comercial, mas reforça investimento nos stands físicos;</p>	<p>- Reconfiguração com foco na esteira comercial: digitalização do processo digital de venda e jornada do cliente (como uma reação frente à restrição sanitária). Adicionalmente reforço em marketing digital e stands físicos. Reconfiguração centrada na demanda comercial e não em tecnologia construtiva;</p> <p>- Ajustes de estrutura e governança no cenário de IPO;</p>
<b>Performance</b>	<p>- Crescimento da operação (+28,9% em unidades vendidas e +9,7% em ROL) com Geração de Caixa operacional (R\$ 75 MM). Apesar disso, empresa registra redução em MB (-2,2 p.p) e incremento na alavancagem (+10,5 p.p em DL/PL)</p>	<p>- Crescimento da operação (+26,6% em unidades vendidas e +17,0% em ROL) com Geração de Caixa operacional (R\$ 70 MM). Apesar disso registra redução em MB (-2,8 p.p) e incremento na alavancagem, porém ainda em patamares saudáveis (+ 5,0 p.p)</p>	<p>- Modelo de crescimento da operação (porém em menor patamar do que os concorrentes com +19,12% em unidade vendidas e +2,9% em ROL), com aumento da rentabilidade (+ 1,1 p.p em MB) e redução da alavancagem (Geração de Caixa de R\$ 146 MM e - 0,1 p.p em DL/PL)</p> <p>- Direcional apresenta o maior incremento de preço no ano de 2020, com crescimento de 6,8% no Ticket Médio;</p>	<p>- Crescimento intenso da operação, com maior expansão entre as empresas avaliadas (+34,2% em unidades vendidas e +16,7% na ROL), Maior incremento da MB (+2,5 p.p) e maior Geração de Caixa operacional em 2020 (R\$ 170 MM)</p> <p>- Apesar disso, a empresa registra o menor incremento de preço médio em 2020 com crescimento de 1,6% no Ticket Médio.</p>	<p>- Crescimento da operação (+26,5% em unidades vendidas e +25,3% na ROL) com incremento na MB (+1,3%). Apesar disso, operação é a única a reportar Queima de Caixa operacional durante o ano de 2020;</p>

Fonte: Elaboração do autor (2026)

A tabela 15 sintetiza a comparação intercasos para o ano de 2020 nas dimensões de rotulagem do choque a leitura de ambiente. Embora o choque sanitário seja comum a todas as empresas, elas classificam de forma distinta o contexto. MRV rapidamente reclassifica o contexto como oportunidade (demanda resiliente e baixa taxa de juros) e não sinaliza nesse primeiro momento o risco da inflação de custos. Tenda mantém uma visão ambivalente com ênfase no risco da COVID-19 (principalmente impacto em custos) e desarranjos na esteira do MCMV (impacto amplificado pela sua posição de mercado).

Direcional apresenta o ano como desafiador, porém propício para aceleração de seu novo modelo de negócio. Cury preserva a narrativa de escalabilidade de negócio com disciplina operacional (reforçado pelo IPO). E Plano & Plano também lê o contexto de maneira ambivalente (inadimplência e pressão de custos) mas verifica a demanda resiliente após choque

inicial. A percepção inicial de risco de todas as empresas é a possibilidade de redução da demanda comercial.

Essas leituras se traduzem em respostas assimétricas de Seizing e Reconfiguring, com diferentes trade-offs em performance. MRV assume postura explicitamente ofensiva com estratégia de redução de preços para aceleração de vendas. Acelera o processo de diversificação de portfólio (multifunding e lançamento da marca Sensia) com reconfiguração comercial/digital adaptativa já consolidada anteriormente. Empresa cresce em volume e ROL, mas já sinaliza compressão de margem e incremento de alavancagem.

Tenda opera de maneira mais defensiva, evitando uma estratégia explícita de redução de preço, mas mesmo com a pressão de custos também não realiza um aumento sistemático de preços para compensar. Empresa antecipa obras para mitigar inflação, reconfigura de maneira tardia seu processo de digitalização comercial e segue com investimento na operação off-site. Empresa também cresce, porém com redução de margem e leve elevação na alavancagem.

Direcional responde com disciplina e ajustes seletivos, aposta no mix Faixa 2/3 e lança marca Riva para atuar no médio padrão. Empresa reforça a centralidade do modelo de giro rápido e digitalização da esteira comercial. Empresa registra crescimento mais tímido da operação, porém com incremento de MB, geração de caixa e redução da alavancagem.

Cury realiza o processo de expansão mais intenso, reforçando estratégia de operação nas faixas mais altas do MCVM, e no SBPE, comprando terrenos em áreas mais centrais e internalizando 100% da sua equipe de vendas. Empresa registra incremento de operação com maior geração de caixa e incremento na MB. Apesar disso, empresa registra menor incremento de preço médio.

Plano & Plano opera de maneira mais defensiva no 1S, e acelera no 2S, apostando ainda em um modelo asset-light focando no modelo de permuta financeira. Empresa evita política ampla de descontos e incrementa o pro-soluto como uma alavanca tática. Apesar de não reduzir preços, a empresa não aposta em uma estratégia de incremento de preços mesmo com a pressão de custos. Empresa cresce operação e melhora margem, mas é a única a apresentar queima de caixa operacional em 2020. Empresa prioriza investimentos dentro de sua esteira comercial, marketing e reforço no time de vendas.

**Tabela 16**

Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2021.

Empresa	MRV	Tenda	Direcional	Cury	Plano & Plano
<b>Rotulagem</b>	2021 é rotulado como um momento de inflexão, no qual a pressão estrutural de custos passa a ser central. Margem e rentabilidade passam a ser driver central. Diversificação de plataforma é vista como vetor viável de valor/retorno (subsidiárias como motor de rentabilidade e liquidez).	2021 se inicia com uma narrativa de tração operacional por parte da Tenda, porém a partir do 2S, o choque de custos com a deterioração de margens e impacto de caixa marca o ano como o início de um processo de <i>turnaround</i> com revisão de premissas, guidance e do trade-off VSO x Margem;	2021 é configurado como ano de operação plena do novo modelo de atuação da empresa com um processo de escalabilidade em um contexto hostil (inflação de custos + alta de juros) porém empresa reforça a viabilidade do seu modelo de crescimento com manutenção de rentabilidade reforçando execução e precificação superior aos pares;	Crescimento da operação com giro rápido e postura defensiva contra inflação de custos: Cury mantém a narrativa de crescimento acelerado e geração de caixa, mas enfrenta a inflação de custos como risco dominante passando a adotar uma postura mais conservadora na gestão de custos e disciplina orçamentária;	2021 é apresentado como continuidade da escalada pós-IPO. Apesar disso, empresa apresenta o choque de INCC/Cadeia de suprimentos como ameaça central. Empresa explicita sua estratégia de repasse gradual reconhecendo limite de affordability em rendas menores.
<b>Sensing</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Impacto dominante é a inflação de custos/INCC e limite de repasse de preço no modelo de negócio econômico (CVA). Leitura internacional favorável para incremento da atuação internacional (EUA) e negócios adjacentes (Locação e Loteamentos). Alta da Selic aparece como uma ameaça marginal;</li> <li>- Apesar de mapeada como risco para operação, MRV vê ameaça de custos de construção como ameaça de curto prazo;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Percepção que ao demanda no segmento de entrada segue resiliente e com vácuo competitivo, abrindo espaço para ganho de share no Faixa 1. Empresa reconhece tardiamente que o choque de custos não era ruído e possuía impacto maior que o imaginando impactando a esteira operacional e produtividade do modelo.</li> <li>- No regulatório empresa observa que atrasos na esteira da CEF e mudança regulatório (recebimento no registro) elevam pressão no caixa;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Empresa lê com nitidez dois vetores simultâneos: Demanda resiliente dentro do segmento econômico e ainda no médio padrão (Riva) permitindo a elevação consistente de ticket sem reduzir VSO; e a inflação de custos como risco central de margem.</li> <li>- Empresa também observa um ambiente favorável para consolidação e ganho de share para os maiores players;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresa ainda verifica demanda forte o que permite a precificação agressiva sem impactar velocidade de vendas. Empresa percebe inflação como uma tendência estrutural no setor.</li> <li>- Mudanças regulatórias do setor (Teto maior de preços e redução de juros) como habilitadores de incremento de preço. SELIC sobe porém ainda está em patamar confortável para a operação;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leitura de demanda aquecida permanece, sustentando o VSO. Porém INCC passa a ser visto como risco dominante (maior quem políticas de distanciamento social, que aparece como ruído intermitente)</li> <li>- Empresa interpreta mudanças no CVA como alavancas para melhoria de affordability porém com impacto marginais;</li> </ul>

<b>Seizing</b>	<p>- Reorientação do trade-off com a priorização da recomposição de margem (incremento de preço) porém sem perder o volume de vendas. Aceleração da AHS como captura de valor e avança nas subsidiárias. Adota mecanismos de securitização e cessão de carteira como instrumentos de funding para aliviar pressão de caixa;</p>	<p>- A empresa adota uma política mais agressiva de precificação (incremento de 7,0% a/a) aceitando a reorientação do trade-off margem &gt; VSO. Apesar disso, a empresa reconhece a dificuldade do seu modelo de negócio de repassar integralmente o aumento de custos;</p> <p>- Empresa aumenta a prioridade do modelo de permuta financeira, estoca materiais e antecipa compras (proteção de custo) e aumenta o pro-soluto como alavanca para compensar incremento de preço). Empresa avalia estratégias de securitização e cessão de carteira para recompor caixa.</p>	<p>- Postura de defesa ativa do crescimento: Repasse de preço é instrumento central para proteção de margem, com recusa explícita a concessão de descontos. Empresa acelera a escalabilidade de lançamentos e amplia o modelo de negócio da Riva.</p> <p>- Empresa realiza negociações com fornecedores como estratégia de reduzir impacto do aumento de custos. No âmbito financeiro, a empresa utiliza emissões (CRI e Debentures) para reduzir a pressão de caixa e faz contratos de swaps e hedge accounting para gerenciar risco da dívida e manter a remuneração ao acionista;</p>	<p>- Cury segue em uma abordagem ofensiva na escala com incremento em vendas e lançamentos, porém protege sua operação com pricing mais firme (+11,5%, maior incremento no ano de 2021 frente aos pares), sustentado pela atuação estratégica em faixas mais altas e mix fora do programa, com menos dependência dos tetos;</p> <p>- Empresa realiza gestão de funding com emissão de debentures, aceitando a ambivalência de crescimento de caixa com crescimento da dívida bruta;</p>	<p>- Plano &amp; Plano adota estratégia de repasse gradual de preços para proteger margem sem travar VSO. Ajusta o timing de novos lançamentos para otimizar VSO e admite usar descontos táticos em produtos selecionados para preservar liquidez;</p> <p>- Empresa inicia um processo de diversificação de portfólio com lançamento da linha Space, voltada para o mid-low, projetando cerca de 25% do mix nessa faixa no médio prazo.</p>
<b>Reconfiguring</b>	<p>Reconfiguração de modelo de negócio, com foco principal saindo do CVA para modelo de Plataforma Diversificada, assumindo um perfil mais alavancado (maior investimento em ativos) em um momento de leve acréscimo de juros. Incremento no modelo de gestão de recebíveis (Ex: Plano Decrescente e modelo analítico de dados para gestão de crédito).</p> <p>- Empresa adota métodos de inovação em engenharia para compensar incremento de custos (Fibra de Vidro e Drywall). Evolução de Covenants entra como um fator que condiciona decisões olhando para caixa (Ex: Cessão de Carteira);</p>	<p>- Reconfiguração interna com processo orçamentário mais granular e conservador, projetando inflação futura. Ajustes de inovação em processos construtivos, investindo em utilização de Fibra de Vidro e Drywall.</p> <p>- Reposicionamento do discurso com foco em margem e caixa. Continuação do processo de transformação digital da esteira comercial (ainda em andamento). Mantém a estratégia de diversificação com lançamento da subsidiária no <i>off-site</i> (Alea);</p>	<p>- Reconfiguração de processos internos para ampliar governança de execução (institucionalização de rotinas de controle orçamentário) e incorpora inflação futura na viabilidade de novos negócios;</p> <p>- Direcional avança ainda mais no processo de digitalização, apostando na automação (RPA) como elemento para diluir despesas de G&amp;A e incrementar eficiência operacional. Empresa admite reconfiguração do landbank a depender do contexto e reforça modelo de permuta financeira.</p>	<p>Reconfiguração interna baseada em processos internos e governança de margem (revisão de orçamentos, rotinas contínuas de reorçamento/viabilidade incorporando inflação futura).</p> <p>- Reforço no modelo de Giro rápido (pouco estoque concluído) como pilar operacional e incrementando o modelo de venda direta, elevando necessidade de capacidade interna de gestão de crédito e cobrança;</p>	<p>- Reconfiguração interna baseada em: rotina de controle de custos mais sofisticada (orçamentos atualizados mensalmente e acompanhamento de índice de inflação interno), reconfiguração comercial (equipe de vendas 100% CLT) com foco de incremento de produtividade e redução do CAC e continuidade do processo de digitalização (foco maior em jornada do cliente).</p> <p>- Adicionalmente a empresa reforça a evolução interna de governança para um modelo de companhia aberta (investimento em implantação de sistemas e agenda de ESG);</p>

<b>Performance</b>	<p>- MRV ainda registra crescimento de ROL, porém em menor patamar (+7,1%) mas reduz sua operação em unidades vendidas (-15,5%). Margem segue em trajetória de compressão (-2,3 p.p).</p> <p>- Queima de Caixa em R\$ 554 MM e incremento da alavancagem em 8,9 p.p. Empresa inicia uma abordagem mais intensa de incremento de preço, com elevação de 6,9% no Ticket Médio;</p>	<p>- Tenda ainda registra um incremento na ROL (+11,2%) e em unidades vendidas (+16,0%) porém em menor velocidade que ano anterior.</p> <p>- Empresa registra deterioração acelerada da MB (-13,0 p.p a/a) e queima de caixa de R\$ 265 MM com incremento da alavancagem (+37,2p.p)</p>	<p>- Empresa registra crescimento mais intenso frente ao ano anterior com aumento de 18,4% na ROL e 35,0% em unidades vendidas. Crescimento de MB (+1,6 p.p). Porém empresa registra leve queima de caixa (R\$ 17 MM) e incremento da alavancagem no ano (+6,1 p.p). Porém em patamar menor que o pares;</p> <p>- Empresa mantém o ritmo de incremento no preço médio já iniciado em 2020 (+7,6 p.p)</p>	<p>- Empresa registra mais um ano de forte crescimento (+51,9% na ROL e +61,6% em unidade vendidas) mantem o patamar elevado de VSO. Paralelamente a empresa é capaz de manter a MB em um patamar estável (redução de 0,3 p.p), gerar caixa (R\$ 237 MM) e reduzir alavancagem (-7,6 p.p);</p> <p>- Empresa se destaca como a maior puxada de preço frente aos pares (+11,5% a/a)</p>	<p>- Empresa apresenta crescimento mais intenso que o registrado em 2020 (+41,1% em ROL e +48,4% em unidades vendidas) com geração de caixa operacional em R\$ 20 MM. Apesar disso, empresa registra redução de 5,1 p.p em MB. Endividamento permanece em patamar estável (-1,5p.p).</p> <p>- Empresa registra o menor incremento de preço frente aos pares (+2,3% vs. 8,2% média dos pares);</p>
--------------------	--	---	--	---	---

Fonte: Elaboração do autor (2026)

Em 2021, o foco central do segmento passa do “momento inicial de choque sanitário e impacto em demanda” para “risco de inflação de custos/INCC e limites de repasse” e cada empresa reage a partir do seu modelo de negócio.

MRV rotula o ano como um momento de inflexão, com o core business (CVA) entrando em um período de compressão estrutural de margem, e a reposta passa por reorientação de sua estratégia de incremento de preço sem redução de VSO, e acelerar a plataforma habitacional (AHS, Luggo, Sensia e Urba).

Tenda encara o início de 2021 como um contexto positivo, porém ao longo do ano, a resiliência da inflação de custos explicita fragilidade de execução/orçamento e comprime a margem da operação e impactando em caixa, levando a empresa para uma lógica de turnaround operacional (revisão de premissas, guidance e reposicionamento do modelo de negócios para foco em margem e caixa).

Direcional se diferencia apresentando um ano de operação plena de seu novo modelo, com demanda resiliente impactando no trade-off VSO/Preço. Empresa mapeia a inflação de custos como risco central mitigando pela disciplina de orçamento, relação com fornecedores e gestão da dívida.

Cury mantém a estratégia de crescimento com giro rápido e geração de caixa, mas endurece a governança interna de custos e orçamento diante cenário de crescimento de inflação. Plano & Plano sustenta a escalada pós-IPO com demanda forte, empresa também prepara uma estratégia de diversificação de operação olhando para mid-low.

A heterogeneidade de 2021 aparece menos na leitura do choques (praticamente consensual no risco da inflação futura de custos) e mais na tradução em decisões operacionais. MRV reconhece o passivo de vendas antigas com o custo inflacionado irá manter a margem em patamar reduzido por mais tempo, com isso, descola a narrativa de criação de valor para a plataforma diversificada, aceitando maior complexidade operacional e alavancagem para compensar o momento de compressão do segmento econômico.

Tenda apresenta o caso de maior pressão, com impacto da inflação sendo estrutural, sofrendo a maior redução de margens dentro do setor. Companhia internaliza a necessidade de reconfigurar capacidades (orçamento com inflação futura, reprecificação, diversificação de funding) mesmo ao custo de revisão de metas. Empresa segue apostando no modelo off-site com o lançamento da subsidiária Alea.

Direcional e Cury operam 2021 como prova de robustez de seus modelos de negócio. Direcional enfatiza a disciplina de execução, continuação da estratégia de reprecificação contínua e eficiência (via digitalização interna e processos de automação no backoffice). Já a Cury ressalta que sua posição de mercado permite um incremento na precificação sem redução de VSO e reforçando rotinas de orçamentação.

Plano & Plano fica em posição intermediária, cresce de maneira intensa, com investimento em sistemas e governança interna ao mesmo tempo que reconfigura e fortalece sua estrutura comercial. Porém empresa apresenta reposta de preço mais conservadora (para não impactar negativamente VSO) apresentando redução nas margens. Diversificação surge como estratégia para incrementar estratégia de repasse de preços.

**Tabela 17**

Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2022.

Empresa	MRV	Tenda	Direcional	Cury	Plano & Plano
<b>Rotulagem e Strategic Issues</b>	<p>2022 é configurado como um ponto importante de inflexão na estratégia: desalavancagem e incremento da margem bruta viram o centro de estratégia. Narrativa de crescimento e escala (60 a 80k unidades/ ano) é trocada por uma de disciplina financeira e ganho de eficiência, com operação Brasil simplificada (40k unidades/ano e saída de 40 cidades;</p> <p>- Foco principal é rentabilidade, redução de SG&amp;A e arrumar o balanço financeiro. Plataforma habitacional segue como tese, mas mudança importante de tom: subsidiárias deixam de crescer com aporte e passam a operar com caixa próprio, realizando ajustes de estrutura (ex: layoff de 25% na Resia em 2022);</p>	<p>- 2022 ainda é visto como um ano de manutenção de crise, com intensificação do longo do primeiro semestre, e início de reversão ao longo do segundo semestre. Pressão de custos continua atingindo a empresa estruturalmente expõe fragilidade de execução e orçamentação no modelo industrial.</p> <p>- Tenda segue se alavancando para financiar a estratégia de expansão no off-site. Ano, porém, marca a transição para turnaround operacional, com foco em recompor margens, reestruturar processos, reduzir tamanho e simplificar operação. Empresa solicita incremento dos limites de covenants junto a investidores.</p>	<p>Para a Direcional, o ano de 2022 é rotulado como validação plena do modelo (com ganho de escala e rentabilidade) em um contexto hostil. Empresa classifica como o "novo melhor ano da história" com recorde de lançamentos, vendas e receita mesmo com choque inflacionário (agravado pelo contexto de guerra na Ucrânia), mudanças no MCVM e ruído de calendário no 2S/22.</p> <p>- A narrativa é de que o modelo de operação aguenta stress, e empresa projeta uma maior aceleração da operação em 2023.</p>	<p>A Cury mapeia o ano de 2022 como um ano de recordes com disciplina dentro de um contexto adverso. Empresa entrega novos recordes operacionais e financeiros, mas enquadra o ano como um teste de estresse (inflação de custos persistente).</p> <p>- Empresa aponta gestão de pricing e elevação de régua para aprovação de viabilidades de lançamento como fatores para proteção de rentabilidade da operação. No 4T, frente a um cenário turbulento, empresa opta por reduzir lançamentos.</p>	<p>- 2022 é um ano de intensificação do choque de custos na operação da Plano &amp; Plano com uma inflexão dentro dos resultados reportados. Empresa segue com discurso de 2021, com INCC sendo fator central, porém a performance operacional demonstra deterioração de resultados.</p> <p>- Narrativa de escalabilidade dá lugar à rigidez operacional e foco em eficiência do processo (posição de reação defensiva);</p>
<b>Sensing</b>	<p>- Incremento de custos segue sendo o risco dominante (com impacto maior do que o previsto anteriormente), explicitando o passivo de vendas antigas (2020/2021) como o maior fator de impacto; A partir do 3T22 há a percepção de um arrefecimento da inflação futura;</p> <p>- Empresa acompanha alteração no MCMV e espera maiores mudanças estruturais para 2023 como alavancas para puxar preço. Juros e SELIC passam a ser um risco grande para operação devido ao custo elevado de capital e pressão em DRE/Alavancagem;</p>	<p>- Empresa reconhece que substituiu impacto da inflação de custos e da cadeia de suprimentos. Operação/ Execução entram como parte do problema com diagnóstico de redução de produtividade, pouca eficácia no processo de orçamentação e desarranjos no processo produtivo;</p> <p>- Tenda vê que aumento de preços já chega no limite em algumas praças. Empresa aceita redução da VSO para conseguir incremento de margens. Efeitos regulatórios (Ajuste no programa e medidas como FGTS Futuro) aparecem como ajuda marginal, mas sustentam</p>	<p>-Juros altos e custo de capital aparecem como ameaça relevante à operação (pressionando ROE e incrementando custo de capital alocado). Inflação de custos segue sendo risco central, porém com a percepção de arrefecimento ao longo do ano.</p> <p>- Mudanças regulatórias no MCMV são lidas como oportunidade de destravar demanda. mas aponta o risco de delay operacional por parte da C.E.F.</p> <p>- Direcional observa o ambiente com menor competição ainda favorecendo players maiores;</p>	<p>- Choque de custos segue sendo mapeado como risco contínuo, exigindo rápida reação em preços e abordagem conversadora na viabilidade de novos projetos;</p> <p>- Apesar de cenário de juros mais complicado (incremento contínuo da SELIC), Cury lê seu público-alvo pouco impactado e com demanda preservada.</p> <p>- Alterações regulatórias no PCVA/MCMV são lidas como suporte adicional de affordability.</p>	<p>- Custos e incremento de INCC seguem sendo riscos centrais, com leitura de arrefecimento ao longo do ano, mas que resultado ainda impactará em médio prazo na margem reportada;</p> <p>- Leitura de menor competição em SP, com redução da participação de menores players, abrindo espaço para ganho de share. Sensing regulatório aparece com a observação de mudanças no CVA, mas que ainda não vira vetor central do discurso do ano;</p> <p>- Sinais de atenção em</p>

		a recomposição futura de margem.			indicadores de pró-soluto e inadimplência.
<b>Seizing</b>	<p>- MRV intensifica o processo de precificação com acréscimo de +12,9 p.p em 2022.</p> <p>- Empresa segue na estratégia de novas fontes de funding, com recorrência em operações de cessão de carteira e venda de recebíveis como estratégia para aumentar liquidez e reduzir alavancagem em movimento de crescimento intenso de juros. Subsidiárias passam por uma forte redução do processo de expansão;</p>	<p>- Estratégia de precificação é alavanca central para recuperação de margem com incremento de 17,6% no ano de 2022 (a maior dentre pares), aceitando redução da VSO com trade-off explícito de MB &gt; VSO;</p> <p>- Operação de Cessão de Recebíveis junto ao Kinea e discussões de estratégias de securitização para reduzir pressão de caixa;</p> <p>- Abordagem ambivalente em Alea. Operação segue sendo aposta mesmo com peso no curto prazo (MB e EBITDA negativos). Decisão de seguir com expansão da operação.</p>	<p>- Direcional mantém ofensiva de crescimento (+7,7% em unidades vendidas) em um momento de retração dos pares de maior porte. Riva ganha destaque incrementando % de participação na operação;</p> <p>- Empresa segue realizando ajustes na precificação, mas admite um ambiente mais apertado e inicia concessões na política (sem necessidade de incrementar preço onde não há pressão de custo);</p> <p>- Mantém agenda ativa de securitização, emissão de CRIs, swaps e hedge para reduzir risco financeiro e encurtar fluxo de caixa (antecipando recebimentos e reduzindo capital empregado. Incremento na taxa de juros do SBPE reflete em redução da demanda no médio padrão.</p>	<p>- Pricing segue sendo alavanca central para manutenção da rentabilidade (+- 12,7% a.a) explicitando o pouco espaço para incrementos dentro do teto do PCVA/MCMV e focando ajustes de preço na camada de produtos acima do programa;</p> <p>- Cury adota régua de viabilidade mais rígida, endurecendo aprovação de novos projetos e disciplina de rentabilidade;</p> <p>- Empresa mantém perfil de baixa alavancagem com CRIs e swaps como instrumentos. Adicionalmente reduz sua carteira de vendas diretas;</p>	<p>-Pricing: empresa reforça a estratégia de repasse gradual, reconhecendo a defasagem do seu repasse de preços, com plano de normalizar margem em médio prazo com repasses acima da inflação;</p> <p>- Empresa segue duas frentes simultâneas de diversificação do portfólio: (i) Subir mix acima do PCVA (35% da operação no horizonte de 1 ano) e (ii) descer ticket para faixas de entrada;</p> <p>- Funding: Refinanciamento via CCB e priorização de captação PJ junto a C.E.F.</p>

<p><b>Reconfiguring</b></p>	<p>- Mudança explícita no modelo operacional Brasil: de ambição de escala para um modelo de redução de operação com eficiência operacional (40k unidades/ano; saída de cidades; simplificação de tipologias construtivas); Governança do turnaround passa a ser realizado pela métrica de margem novas vendas por safra, guiando o processo de recuperação;</p> <p>- Revisão de premissas com abordagem conservadora, inserção do indicador de inflação futura nos novos projetos, renegociação com fornecedores. A partir do arrefecimento da inflação de custos, há o recuo da estratégia de antecipação de compras;</p> <p>'- Estratégia de reconfiguração organizacional nas subsidiárias com Lay-off na Resia;</p>	<p>- Reconfiguração de processos de orçamento interno: Orçamentação deixa de ser verba global e passa a ter quantitativo aberto, com maior detalhamento de materiais e serviços, atualização mensal e projeção de inflação futura;</p> <p>- Reconfiguração de Engenharia: descontinuidade de tipologias mais complexas (ex: torres com mais de 25 pavimentos) e reconfiguração na gestão de caixa com políticas pontuais (estratégia de revenda de distratos com ajuste de precificação) e war room semanal com foco em caixa.</p> <p>- Reconfiguração estrutural: Lay-off administrativo de 15% (incluindo gerência e diretoria) para reduzir despesas fixas. Aumento da estratégia de permuta financeira.</p> <p>- Estratégia de parceria Alea/Casapatio para encurtamento do ciclo de legalização. Reconfiguração da esteira para viabilizar operação off-site;</p>	<p>- Implantação do modelo de giro rápido consolidado, com pouco estoque concluído remanescente. Continuidade do investimento em digitalização interno e eficiência comercial (gestão de leads) e diluição das despesas de SG&amp;A/ROL como evidência de ganho estrutural;</p> <p>- Manutenção de pipeline abastecido e ampliação do landbank (+12,6% a.a) preservando a permuta financeira como pilar central do modelo.</p> <p>- Reforço da provisão de PDD frente a um cenário de leve aumento de inadimplência de pró-soluto. Frente ao cenário de aumento na taxa de juros do SBPE empresa indica redução na cadência de expansão na subsidiária Riva.</p>	<p>- Processo decisório de viabilidades: aumento dos padrões para aprovação de novos negócios e provisões mais conservadoras para blindar margens em ambiente de volatilidade de custos;</p> <p>- Operações de antecipação de compras, negociação com fornecedores, padronização de processos e incremento de eficiência de canteiros adotados para mitigar impactos de incremento de custos (porém pouco detalhamento adicional das rotinas organizacionais);</p> <p>- Mudança no mix com redução da venda direta (redução de inadimplência de pró-soluto) porém incrementando dependência do arranjo CEF/MCMV.</p>	<p>- Operações/Engenharia viram o eixo central da reconfiguração em 2022 com ações como: revisão de especificações técnicas, incremento de produtividade, renegociação com fornecedores e ajuste fino de processos para diminuir volatilidade.</p> <p>- Capacitação: Treinamentos como meio para escalar engenharia (reconfiguração de capacidade) em um contexto de escassez de mão de obra;</p> <p>- Risco: redução da concessão de pró-soluto e consequente inadimplência. Renegociação de terrenos já adquiridos para preservar rentabilidade de projetos futuros em novo contexto de custo.</p>
<p><b>Performance</b></p>	<p>MB reportada segue em redução acelerada (-6,2 p.p), com redução da operação no ano de 2022 (-6,9% em ROL e -14,1% em unidades vendidas).</p> <p>Incremento significativo da alavancagem da operação (+30,6 p.p) e queima de caixa operacional no ano (R\$ - 2.230 MM). Referente à política de preços, MRV apresenta aceleração do processo de reprecificação (+12,9 p.p) porém com impacto na VSO, com redução relevante.</p>	<p>- Operação sofre intensa redução (-32,3% em unidades produzidas e - 6,1% em ROL) ao mesmo tempo que a MB segue em redução, chegando ao patamar de 14% (-5,1 p.p).</p> <p>- Empresa registra R\$ 297 MM de queima de caixa e aumento da alavancagem (+84,1 p.p). Empresa registra maior incremento de preço da série analisada com +17,6% no ano de 2022.</p>	<p>- Empresa registra recordes operacionais em todas as frentes com incremento de 7,7% nas unidades vendidas e 29,9% em ROL. Em contrapartida a MB da operação sofre leve redução de 1,2 p.p.</p> <p>- Empresa registra R\$ 78 MM de geração de caixa e reduz alavancagem em 0,5 p.p. Direcional segue na ofensiva de incremento de preços com aumento de 14,1% no ano;</p>	<p>- Incremento em lançamentos, vendas (+14,6% em unidades vendidas) e receita (+29,9% em ROL), ao mesmo tempo que mantém MB elevada em 37,1% (+0,0 p.p a/a).</p> <p>- Empresa gera R\$ 424 MM de caixa no ano e reduz alavancagem em 2,9 p.p.</p>	<p>-Operação ainda registra crescimento no ano (+17,4% em ROL e +14,6% em unidades vendidas) sugerindo demanda ainda resiliente. Apesar disso, é registrado redução de margem (- 2,4 p.p), queima de caixa operacional de R\$ 13 MM e elevação da alavancagem em 11 p.p</p> <p>- Empresa registra elevação mais forte de preços em sua série analisada (+7,4 p.p) porém ainda abaixo dos principais pares.</p>

Fonte: Elaboração do autor (2026)

Em 2022, o setor sai de um estágio de “choque reconhecido” e entra em uma fase de aceleração dos impactos do choque, com o combinação dos efeitos da inflação de custos e aumento da taxa de juros. MRV e Tenda enquadram o ano de 2022 como continuidade de crise e início de processo de turnaround, com reprecificação mais intensa, restrição da cadência de novos investimentos e estratégias de funding alternativo (CRI e securitização) para diminuir o impacto em caixa.

Direcional e Cury enquadram o ano de 2022 como validação dos seus modelos de negócio, que conseguem reportar resultados positivos mesmo em um momento de stress, ao mesmo tempo que incrementam a escala das operações por meio da execução rígida de pricing e estratégias de alongamento do prazo das dívidas e foco no incremento de ROE.

Plano & Plano fica em um contexto intermediário, discurso permanece o mesmo do ano de 2021 (demanda resiliente + repasse gradual) porém os números reportados passam por deterioração, trazendo foco à narrativa de eficiência operacional e disciplina de custos como estratégia reativa ao INCC.

A diferença entre as operações no ano de 2022 está menos no diagnóstico de contexto e mais na tomada de decisão. Empresas que chegam mais pressionadas operam um modelo de “turnaround financeiro” e as com operação amis ajustada faz defesa de crescimento com disciplina. MRV explicita uma guinada em sua estratégia com diminuição e simplificação da sua operação, com Pricing como alavanca central. Empresa desacelera investimento em subsidiárias em um contexto de elevação do custo de capital.

Tenda acelera preço de maneira intensa, aceita redução no volume de vendas. Reconfigura processos internos (redução de tipologias, mudanças em orçamento, war room com foco em caixa). Porém, segue investindo na estratégia off-site.

Direcional responde ao custo de capital com incremento da VSO e de ROE e disciplina na gestão de margem, admitindo uma redução na política de incremento em prol da velocidade de vendas. Aumento da taxa de juros do SBPE dificulta acesso à crédito do cliente de média renda, indicando uma redução da cadência em Riva. Cury segue abordagem semelhante, com régua de viabilidade mais alta e ajuste de mix (reduzindo vendas diretas).

Plano & Plano tenta equilibrar operação sem travar demanda, seguindo na estratégia de repasse gradual para preservar VSO, impactando negativamente margem e incrementando o pro-soluto.

**Tabela 18**

Matriz comparativa intercasos, por dimensões analíticas para o ano de 2023.

Empresa	MRV	Tenda	Direcional	Cury	Plano & Plano
<b>Rotulagem e Strategic Issues</b>	<p>2023 marca o ano da alteração de prioridades dentro do portfólio de "plataforma habitacional" e disciplina financeira. A tese central deixa de ser "todas as subsidiárias como vetor de crescimento" e passa a ser priorizar o que recompõe margem e reduz alavancagem (prioritariamente MRV Incorporação + Sensia).</p> <p>- Empresa passa a impor regra de capital e funding, reduzindo a cadência de crescimento de subsidiárias. Empresa segue com plano de turnaround com foco em eficiência e simplificação (Plano 40-35-15-15)</p>	<p>A narrativa do ano de 2023 na Tenda é de um late-turnaround com um horizonte de normalização de crise no 4T23 após o ápice em 2022. Empresa demonstra a recuperação com a melhoria de indicadores de margem, geração de caixa e redução da alavancagem.</p> <p>Apesar disso, a empresa ainda demonstra pressão referente a covenants e dívida líquida no início de 2023. Alea segue como plataforma de crescimento, porém ainda consumindo caixa e gerando prejuízo.</p>	<p>2023 é marcado como mais um ano de recordes operacionais e validação do modelo operacional da empresa, com crescimento forte de lançamento e vendas ao mesmo tempo que mantém a rentabilidade do negócio.</p> <p>Empresa vê o ano de 2023 como uma no de captura de oportunidade em um cenário de contexto favorável sem perder a disciplina de capital, visando o horizonte de eficiência para execução e entrega.</p>	<p>De maneira similar à operação da Direcional, 2023 é enquadrado como ano de continuidade e consolidação do modelo: crescimento com giro rápido, foco em SP-RJ e foco na média renda, mas ponto de inflexão com alterações regulatórias dentro do MCMV.</p>	<p>2023 é enquadrado como ano de normalização operacional após impacto intenso do choque de custos em 2021 e 2022. INCC volta a níveis convencionais com o índice de inflação interna da empresa acompanhando a trajetória de redução.</p> <p>Ao mesmo tempo, Plano &amp; Plano rotula o ano como oportunidade de expansão e captura de oportunidade com as novas condições do MCMV projetando a operação ainda mais para o mid-low. Empresa entra no Programa Pode Entrar com condições ambivalentes (acelera geração de caixa porém puxa margem para baixo);</p>

<p><b>Sensing</b></p>	<p>MRV percebe um ambiente de juros altos que ainda pressionam o custo da dívida e do capital empregado. Apesar disso, a empresa vê um cenário de oportunidade com as mudanças regulatórias dentro do MCMV.</p> <p>- Operação: reconhecimento de queima de caixa no início de obras, passando a gerir a produção pela ótica de geração de caixa. Percepção que nem todas as subsidiárias possuem o mesmo payoff em curto prazo, priorizando MRV Incorporação em detrimento de Luggo/Resia/Urba.</p>	<p>Macro/Custos: Leitura de um processo de diminuição do impacto da inflação de custos (INCC em 3,3% em 2023) com safras antigas saindo da DRE, abrindo espaço para recuperação da MB;</p> <p>Regulatório/Demanda : Mudanças no MCMV (RET 1%, FGTS Futuro) e programas locais aparecem como gatilhos de affordability e aumento de capacidade de financiamento do cliente porém empresa vê ameaça na disponibilidade de recursos do FGTS.</p> <p>Concorrência: empresa vê um cenário de aumento de competitividade no Faixa 1 com mudanças no MCMV.</p>	<p>Regulatório com upside estruturante: Direcional lê positivamente as mudanças do MCMV (especialmente incremento de teto e alteração de taxas de juros) como fator impulsor de demanda no mercado. Empresa reage rapidamente adaptando seu mix para 90% de enquadramento dentro do MCMV. Empresa vê ameaça na mudança de remuneração do FGTS em pauta no STF.</p> <p>Operacional/Custos: leitura de um cenário de custos normalizado, porém ainda não aparece plenamente na DRE reportada, maior impacto deve ser reportado no ano de 2024.</p>	<p>Empresa faz monitoramento ativo do julgamento da remuneração do FGTS e acompanha alterações dentro do MCMV, com leitura de que o incremento de teto e novas condições "incremento avenidas de crescimento" da empresa. Alta de juros no SBPE é tratado como fator de pouco impacto;</p> <p>Inflação de custos deixa de ser uma ameaça central com arrefecimento do INCC e normalização de insumos, mas empresa vê risco na disponibilidade de mão de obra.</p>	<p>Leitura otimista do pacote de mudanças do MCMV (subsídios, juros e teto) como impulsor de affordability e demanda. Pode entrar como canal adicional, tratado com cautela;</p> <p>Empresa verifica cenário mais competitivo principalmente na aquisição de novos terrenos. Narrativa de inflação de custos mais benigno.</p>
<p><b>Seizing</b></p>	<p>- Decisões centrais: (i) Manter estratégia de incremento de preço mantendo a operação com tamanho estabilizado (aprox. 40k unidades/ano); (ii) Follow-on para reancorar balanço e reduzir alavancagem; (iii) Projeto 40-35-15-15 como norte operacional e financeiro para incremento de eficiência; (iv) operação de cessão de carteira como</p>	<p>- Decisões centrais: (i) Priorização do core on-site como motor de caixa e margem enquanto Alea é tratada como operação em maturação (aceitando prejuízo operacional em curto prazo); (ii) continuação do processo de repasse de preço, porém com menor intensidade que 2022, com empresa voltando a crescer; (iii) gestão estratégica de caixa/estoque com redução de preço em</p>	<p>Otimização de retorno em cenário de capital caro passa a ser o pilar central da operação da Direcional. Empresa busca mais giro do ativo por meio de incremento da VSO (apesar de flexibilizar política de incremento de preço, Direcional descarta uma estratégia de desconto disseminado). Portólio/Mix: Empresa segue escalando a subsidiária e médio padrão, mas reposiciona a marca dentro do MCMV</p>	<p>Reequilíbrio de portfólio para capturar novo MCMV, porém ainda mantém 40% do seu mix fora do programa. Empresa reforça flexibilidade que possui no seu portfólio para se movimentar entre as faixas. Empresa volta a olhar para regiões com renda menor para aquisição de novos terrenos</p>	<p>Aceleração de lançamentos e vendas (+26,6% a/a) com aumento de mix no mid-low (representando cerca de 25% do VGV Lançado), admitindo uma posição de ticket até R\$ 500k (imediatamente acima do MCMV);</p> <p>Manutenção da estratégia de repasse gradual de preços com</p>

	ferramenta para reforçar caixa (inclusive em venda direta/SBPE);	unidades com obras mais avançadas para acelerar recebimento; (iv) diversificação de funding para recalibrar capital (follow-on, cessão de recebíveis) e incremento da permuta financeira para reduzir desembolso;	dentro do novo desenho do programa. Empresa vê oportunidades adicionais em programas locais;  - Direcional segue realizando operações de CRI e swaps para manter baixa alavancagem. Apesar disso, empresa admite redução da recorrência da operação, realizando somente se fizer sentido (spread vs custo de capital);	com expansão geográfica dentro das RMs de SP e RJ;  Cury repete estratégia de concentrar lançamentos até 3T, evitando ruídos do 4T. Continuação do processo de incremento de preços, encarando pricing como alavanca de captura de valor.	calibração semanal. Porém, ponto de inflexão a partir do 3T23, com foco alterado para incremento de VSO e abrindo mão de incremento de margem adicional (preservando patamar de 35%);  Empresa realiza ações pontuais de safras antigas para evitar estoque pronto e incrementar caixa;
<b>Reconfigurini</b> <b>g</b>	Processos e Operações: gestão de início de obras orientado ao caixa e maior seletividade em lançamentos (pré-venda forte e margem boa);  Portfólio e Geografia: Saída de 40 praças com foco em simplificar máquina e ganhar eficiência na gestão e execução. Priorização do modelo de permuta financeira para redução de desembolso;  Modelo de Negócio: redução da cadência nas subsidiárias para crescerem com pouco ou nenhuma injeção de capital;	Operações: racionalização de canteiro de obras e redução de obras em andamento para incremento de produtividade;  Modelo de Negócio: consolidação do modelo de dois motores com Tenda (on-site) com rentabilidade e geração de caixa e Alea como plataforma Off-site ainda em estabilização, com redução da cadência de crescimento sinalizada no 4T23.	Modelo de giro rápido consolidado com somente 2% de estoque pronto. Empresa sinaliza não crescer headcount mesmo com crescimento da operação, apostando em automação e digitalização para incremento de eficiência e diluição de G&A;  - Direcional realiza ajustes na sua plataforma comercial para acelerar o repasse das vendas e reduzir risco de distratos;	Poucas mudanças estruturais no ano de 2023, com pilares mantidos no mesmo modelo anterior. Cury apresenta ajuste fino de mix e de seu pipeline para operar dentro do novo contexto regulatório do MCMV. Empresa descarta operações de cessão de pró-soluto como estratégia.  Frente a uma provável escassez de mão de obra, empresa inicia processo de treinamento e capacitação de força construtiva interna;	Aumento da despesas em estrutura interna com implementação de sistemas como SAP HANA e Salesforce para incrementar capacidade comercial e de dados e reduzir CAC.  Entrada no programa Pode Entrar recalibra a esteira financeira, adicionando risco de dependência à contratações condicionadas à COHAB.

<b>Performance</b>	<p>Retomada do crescimento da operação após período de redução em 2022 (+12,0% na ROL e +14,3% em unidades comercializadas) com horizonte de estabilização. Incremento da margem em 3,3 p.p após patamar mínimo registrado em 2022. ML permanece negativa (-0,4%)</p> <p>Redução da alavancagem com DL/PL indo a 66,8% (-4,2 p.p a/a), porém operação ainda registra R\$ 1.419 de queima de caixa. Empresa registra maior crescimento de preço da série analisada (+21,4%)</p>	<p>Retomada do crescimento da operação com incremento na ROL (+2,3% a/a) e em unidades comercializadas (+11,4%). Empresa registra recuperação da MB, chegando ao patamar de 23,4% (+9,6 p.p), porém ML segue negativa (-3,3%);</p> <p>Empresa reduz intensamente sua alavancagem (-58,1 p.p) e registra geração de caixa operacional no ano (R\$ 100,6 MM). Tenda segue incrementando preço, porém em menor velocidade (+14,6% a/a);</p>	<p>Empresa segue expandindo sua operação (+8,9% na ROL e +12,3% em unidades comercializadas) com incremento de rentabilidade (+1,2% em MB a/a);</p> <p>Empresa registra uma redução significativa de alavancagem, com inversão da posição de endividamento, passando a registrar dívida líquida negativa (-16,3 p.p a/a). Apesar disso, empresa registra queima de caixa operacional no ano.</p>	<p>Continuidade na trajetória de expansão da empresa com incremento de ROL (+27,8% a/a) e em unidades comercializadas (+14,0% a/a).</p> <p>Empresa registra geração de caixa de R\$ 424,4 MM, e redução da alavancagem em 2,9 p.p. Empresa segue elevando preços com incremento de 14,1% no ano.</p>	<p>Empresa segue expansão de sua operação com crescimento de 38,8% na receita líquida e 26,1% em unidades comercializadas. Em paralelo a esse movimento empresa registra recuperação da MB (+5,1 p.p a/a).</p> <p>Plano e Plano registra contração expressiva na alavancagem (-53,2 p.p) e geração de caixa operacional de R\$ 262 MM.</p>
--------------------	--	--	--	--	--

Fonte: Elaboração do autor (2026)

No ano de 2023, o mercado imobiliário entra em uma fase de normalização pós-crise de custos sofrida nos anos de 2021 e 2022, com a normalização do INCC. As alterações regulatórias do MCMV viram ao principal habilitador de demanda e affordability. Entretanto, empresas ainda observam dificuldades no contexto, com a continuidade de trajetória de alta da taxa SELIC.

O contexto direciona as empresas para trade-offs de ciclo econômico (giro/VSO vs rentabilidade e crescimento x caixa), mas cada construtora opera este trade-off a partir de seu modelo base.

MRV prioriza disciplina de caixa e recuperação de margem, com seletividade em lançamentos e reorganização do timing das obras para proteção de caixa. Em paralelo, realiza um processo de redução na cadência de crescimento das subsidiárias, movimento oposto ao executado nos anos anteriores.

Tenda começa a apresentar resultados de recuperação do seu processo de turnaround, com desalavancagem e geração de caixa operacional, mantendo o core-business como motor e desacelerando investimento em Alea.

Direcional e Cury apresentam trajetória bastante similar, com continuidade de crescimento da operação, aproveitando upside regulatório do MCMV e adaptando seu portfólio para capturar valor. Paralelamente, empresas mantêm disciplina na gestão de caixa e reforçam giro rápido e asset-light como pilares centrais de suas operações.

Plano & Plano acelera movimento de escalabilidade utilizando como alavanca o programa Pode Entrar e diversificando seu portfólio por meio de um aproveitamento maior da faixa mid-low. Empresa registra recuperação de margem e redução da alavancagem.

No quadriênio analisado (2020-2023), as trajetórias das empresas convergem na sequência de choques (Choque inicial; Inflação de custos; Alta de juros; Normalização parcial; alterações regulatórias do MCMV), porém divergem na forma como cada empresa interpretou o contexto e transformou em ações. O fator central da análise não é apenas avaliar “quem acertou ou errou mais” e sim como as diferentes configurações de capacidade dinâmicas (rotinas de sensing, critérios de seizing e a profundidade do reconfiguring) produziram resultados e performance distintas em crescimento operacional, margem e caixa.

No ano de 2020, o choque sanitário abriu uma janela de demanda em um cenário de alta oferta de crédito e juros reduzidos, mas também exigiu capacidade de reconfiguração rápida de capacidades e recursos internos (especialmente em transformação digital). Adicionalmente, este cenário plantou assimetrias em algumas operações, com empresas que privilegiaram velocidade e expansão (com menor receio do impacto de custo futuro), carregaram maior passivo de margem adiante. Já empresas que operaram com maior disciplina de giro e precificação antecipada conseguiram apresentar um desempenho mais estável. Adicionalmente, o posicionamento estratégico das empresas referente à mix e faixas de renda atendidas impactou a capacidade de realizar ajustes de precificação sem redução de demanda.

Entre 2021 e 2022, a inflação de custos e a alta de juros funcionaram como teste de estresse das capacidades. A resposta efetiva das empresas depende menos do diagnóstico (quase consensual, apesar do diferente timing de percepção entre empresas) e mais da habilidade de traduzir sinais em decisões rápidas e eficientes (pricing, mix, ritmo de lançamentos, funding).

Em 2023, com o arrefecimento do INCC e as mudanças do MCMV, a heterogeneidade reaparece com algumas empresas tratando o ano como normalização e captura de oportunidade

(continuidade de crescimento com disciplina) e outras operam em um modelo de turnaround (com caixa ainda pressionado e recomposição de margem após intensa deterioração).

#### 4.3.2 - CONFIGURAÇÃO DE CAPACIDADES DINÂMICAS

A leitura intercasos sugere ao menos três configurações distintas de capacidades dinâmicas:

**Ofensivo/Expansão orientado à diversificação:** Mais evidente na MRV no ciclo 2020-2021. Sensing com ênfase na oportunidade de demanda e disponibilidade de crédito como alavancas para expansão de avenidas adjacentes com menor metrificação de possíveis riscos (principalmente de rentabilidade). Seizing de alta velocidade (volume, diversificação e múltiplas frente simultâneas) e Reconfiguring profundo (portfólio e modelo de negócios). Porém estratégia traz maior exposição a impactos de margem e caixa.

**Defensivo/Limitado com Turnaround Operacional-Financeiro:** Se aproxima do caso da Tenda em 2020-2023 com Sensing antecipado referente a impacto de custos, mas Seizing limitado dentro da plataforma estratégica da empresa (atuação em faixas de entrada com menos capacidade de repasse de preços). Reconfiguring centrado em rotinas e incremento de disciplina operacional (melhoria de processos de orçamento, governança de obra, simplificação de portfólio) aceitando o custo de travessia e priorizando normalização antes de retomar trajetória de expansão.

**Escalador Eficiente (Foco em asset-light e giro rápido):** Direcional e Cury apresentam trajetória semelhante com Sensing antecipado na percepção de incremento de custos, e Seizing ancorado na manutenção de rentabilidade, com repasse rápido do incremento de custos. Adicionalmente, a posição estratégica das empresas (focada no médio padrão) permitiu um incremento maior de custos, com menor redução de VSO. Empresas rejeitaram estratégia de diversificação ampla de modelo de negócio e priorizaram modelo de giro rápido e redução de alavancagem em um cenário prévio à alta de juros

Plano & Plano apresentou uma posição intermediária, sendo um Escalador com reconfiguração estrutural. Empresa reconfigura máquina comercial para operar com giro acelerado, mas admite a dificuldade do repasse total de preços, impactando diretamente na rentabilidade e geração de caixa.

#### 4.3.3 – PAPEL DAS QUESTÕES ESTRATÉGICAS

As Questões Estratégicas (Strategic Issues) operam como mecanismos de seleção de atenção das empresas e legitimação dos trade-off: a rotulagem (ameaça/oportunidade), a urgência e viabilidade percebida funcionam como “filtros” que determinam como a operação

enxerga, prioriza e toma decisões. No ano de 2020, quando a ameaça dominante parecia ser a queda de demanda, empresas que rapidamente classificaram o contexto como oportunidade de mercado (demanda resiliente e juros baixos) conseguiram captar essa demanda, expandir operação e ampliar velocidade de vendas, porém assumiram risco de ciclo. Empresas que mantiveram leitura com maior disciplina de precificação preservaram critérios de rentabilidade e caixa.

Em 2021, quando o choque de custos deixa de ser ruído e vira estrutural, a questão estratégica passa a ser como reagir ao choque: repasse (porém com limites de affordability), orçamentação, alteração de processos internos ou novas fontes de funding? Adicionalmente, o cenário de alta de taxa de juros pressiona as empresas referente a capacidade de realizar novos investimentos.

Em 2023, os ajustes regulatórios do Programa Minha Casa Minha Vida abrem novamente espaço para incremento da demanda e janela de oportunidade regulatória. Apesar disso, novamente, o contexto operacional das empresas no momento condiciona a capacidade de reposta, podendo ser uma reposta com captura de oportunidade de crescimento, ou um cenário de limitação frente a um processo de turnaround e desalavancagem.

Deste modo, as Questões Estratégicas e o modo como as organizações rotulam, identificam e priorizam o cenário externo e o contexto da própria organização impactam e direcionam a capacidade de resposta e o desempenho potencial das empresas, inclusive em contextos de limitação frente a processos de turnaround e desalavancagem. A comparação intercasos, portanto, não considera apenas o conteúdo das respostas organizacionais adotadas pelas empresas, mas também a forma como as respostas foram mobilizadas ao longo do período.

Nesse sentido, a análise busca qualificar a atuação das incorporadoras a partir de três critérios: a intensidade da mobilização das capacidades dinâmicas, entendida como a amplitude e profundidade das ações empreendidas; a velocidade de resposta, relacionada ao tempo e à prontidão com que as empresas reagiram aos choques; e a eficácia, compreendida como a capacidade de converter sensing, seizing e reconfiguring em resultados sustentados ao longo do período.

#### **4.3.4 – MECANISMO CAUSAIS**

Três mecanismos causais principais auxiliam na explicação das diferenças observadas:

**Interpretação -> Atenção -> Ação:** A rotulagem do contexto direciona o scanning, define o que é urgência e escolhe o instrumento a ser utilizado como resposta (volume, preço, caixa, mix etc.). Quando a atenção privilegia demanda/expansão, a decisão tende a acelerar

lançamentos e diversificação mesmo com o custo de sacrificar rentabilidade. Quando a decisão privilegia custo/capital, a decisão tende a apertar critérios de viabilidade e ciclo de caixa.

**Recursos Prévios -> Opções estratégicas:** Folga financeira e maturidade de rotinas operacionais são fatores que condicionam o menu de escolhas e permitem flexibilidade e um maior cardápio de opções em momentos de readaptação ou captura de oportunidades.

**Defasagens Operacionais -> Performance:** O ciclo de operação do segmento possui por natureza uma latência entre o início do processo de incorporação e o reconhecimento de receitas e custos. Deste modo, as decisões de 2020 e 2021 aparecem como margem/caixa no período de 2021-2023. Assim, a performance observada é resultado de uma cadeia (Interpretação de choque; Trade-off escolhido; Rotinas implementadas; Efeitos em caixa e MB). Em 2023, com um cenário de custos normalizado e alavancas regulatórias, os efeitos em Caixa e MB impactam a capacidade das empresas de captar oportunidade no momento de upside regulatório.

Em síntese, as trajetórias de 2020 a 2023 das empresas avaliadas, demonstram que o diferencial entre as operações não está somente na exposição ao choque, mas principalmente na configuração de capacidades dinâmicas que traduzem o choque em escolhas estratégicas. As questões estratégicas (rotulagem, urgência e viabilidade) atuam como engrenagem cognitiva das organizações que direciona atenção e define o direcionamento dos trade-offs.

Os resultados emergem de mecanismo causais com defasagem, que são típicos do mercado imobiliário. Assim, os resultados e performance observados são consequências de rotinas distintas de Sensing (o que se monitora), Seizing (como se decide) e Reconfiguring (como se muda e se readapta), condicionada por recursos prévios e estrutura do modelo de negócio.

#### **4.4 – TRIANGULAÇÃO DE DADOS E ENTREVISTAS SEMI-ESTRUTURADAS**

Para triangulação e complementação dos achados no processo de pesquisa documental foram realizadas 11 entrevistas semiestruturadas com profissionais atuantes no segmento investigado, que vivenciaram o contexto organizacional das empresas analisadas durante o período estudado.

A triangulação teve como objetivo testar a consistência interpretativa dos achados obtidos na análise documental, com evidências de campo buscando:

- verificar se os mecanismos inferidos a partir de relatórios, releases e teleconferências;

- capturar elementos menos observáveis em documentos públicos;
- identificar contraste entre discurso formal e prática que possam complementar a leitura analítica;

Nesta pesquisa, as entrevistas foram tratadas como evidência complementar e explicativa aos achados da análise documental. Enquanto os documentos tendem a refletir um discurso institucional, as entrevistas permitem observar interpretações internas do choque, processo de tomada de decisão do seizing e detalhes da reconfiguração (processos, rotinas etc.) que não são descritos nos releases.

O procedimento de triangulação consiste na lógica comparativa entre fontes, com a contraposição das categorias analíticas presentes no estudo (Strategic Issues, Sensing, Seizing, Reconfiguring) entre os achados documentais e as evidências de entrevistas, classificando-as em três categorias: convergência (a entrevista confirma o achado ou mecanismo), complementa (a entrevista não contradiz, mas adiciona causa, contexto e nuance ao achado documental) e divergência (a entrevista sugere interpretação alternativa ou conflito com o que se encontrou nos documentos).

#### 4.4.1 – MATRIZ DE CONVERGÊNCIA

A seguir apresentam-se os principais resultados da triangulação, os resultados de evidência de cada categoria analítica é apresentado nas tabelas a seguir:

**Tabela 19**

Strategic Issues e rotulagem de choques.

Subtema	Achado Documental	Evidências de Entrevista	Interpretação Triangulada
SI-1. Rotulagem inicial (mar/20): Risco de queda de demanda/ Affordability	Documentos descrevem 2020 como um momento de choque de incerteza com decisões tomadas a partir da percepção de risco de queda de demanda (ajuste tático de preço).	Entrevistas indicam que o maior receio das empresas foi a manutenção do poder de compra e da demanda (e não custo). Receio inicial virou um cenário oposto, de explosão de demanda.	As entrevistas confirmam a rotulagem de receio de choque (mais forte do que o descrito em documentos institucionais) e a decisão posterior de "não travar vendas" neste primeiro momento.
SI-2. Virada 2021-2022: Custo/INCC dominando a agenda (margem e execução)	Achados documentais indicam repasse de preços como a principal ferramenta das empresas frente o cenário de incremento de custos, ressaltando a dificuldade percebida de affordability e capacidade de financiamento.	Entrevistas estimam o momento de virada de estratégia no ano de 2021, com a explosão inflacionária e a necessidade posterior de subida de preço. Achados confirmam o contexto de pressão de insumos, custos e suprimentos.	Triangulação corrobora os achados documentais sobre o ponto de inflexão estratégico causado pelo contexto inflacionário e o posterior impacto operacional e financeiro.

SI-3. Trade-off explícito: vender muito vs preservar margem/estoque futuro	Documentos demonstram a estratégia de ajuste de preço, mas demonstram o trade-off central das empresas referente a equilíbrio entre velocidade de venda e preservação de rentabilidade.	Depoimentos confirmam a dilema vivido pelas empresas, e complementam destacando as dificuldades operacionais de execução e a disponibilidade futura de estoque frente a obstáculos na esteira de legalização.	Entrevistas confirmam o trade-off existente e complementam revelando o bastidor do confronto com o dilema (performance comercial x margem x execução).
SI-4. Choque não é igual para todo mundo: diferença sentida entre praças, ticket e concorrência;	Registros indicam as diferenças dos impactos e restrições para incremento de preço por faixa/renda atendida e praça, demonstrando os diferentes cenários enfrentados para calibração eficaz;	Declarações demonstram que o choque é sentido diferentemente por praça (impactando de forma mais desigual as operações de empresas com dispersão geográfica) além das dificuldades percebidas em diferentes segmentos.	A triangulação reforça a tese de choque comum das empresas, mas a forma que são impactadas e a leitura realizada variam por geografia, mix e estratégia operacional.

**Tabela 20**

Sensing – O que monitorava/ como percebeu o contexto:

Subtema	Achado Documental	Evidências de Entrevista	Interpretação Triangulada
SENS.1 - Movimento de demanda do consumidor (percepção de risco x resiliência posterior)	Documentos demonstram a expectativa de redução de demanda no primeiro choque da pandemia e revelam a forte demanda comercial durante o primeiro ano e a pressão posterior de custo.	Entrevistas confirmam a "explosão de demanda" durante o ano de 2020 aliada a uma percepção de mudança de comportamento do consumidor, resultando em volume recorde de vendas do segmento.	As entrevistas trazem contexto para sensing/percepção das empresa, relacionando o "aquecimento" do mercado à mudanças de preferência do consumidor e cenário favorável de obtenção de crédito.
SENS-2. Sinais de custos: Percepção de impacto e extensão dos impactos financeiros do INCC e Juros;	Documentos mostram o acompanhamento de indicadores de custo pelas empresas, mas timings diferentes de percepção em diferente graus. Cenário passa a ser crítico com acompanhamento intenso a partir do 2S/2021.	Depoimentos confirmam 2021 como "o ano da virada" na percepção do impacto da crise de custos, apesar de percepção em diferentes momentos pelas empresas. Adicionalmente são citados indicadores e ritos para acompanhamento dos impactos.	Triangulação detalha "acompanhamento do INCC" em subprocessos como acompanhamento em dashboards, criação de projeção e acompanhamentos de categoria. Detalhando a percepção das empresas sobre o contexto inflacionário.
SENS-3 - Percepção de impactos operacionais: Suply chain, prazo, qualidade a atritos de protestos internos.	Release citam percepção interna das empresas como indicadores de inflação, impacto em cronogramas e dificuldades operacionais (mão de obra e fornecedores).	Entrevistados citam dificuldades como alteração nos planejamentos de obra, alteração de cronograma, dificuldades para contração e prazos de fretes.	Entrevistas demonstram que "custo" não é somente monetário/financeiro, mas demonstram o impacto operacional (prazo, processos, método construtivo) e explicitam fatores adicionais para redução de margens.

**Tabela 21**

Seizing – Decisões, Trade-offs e Timing:

<b>Subtema</b>	<b>Achado Documental</b>	<b>Evidências de Entrevista</b>	<b>Interpretação Triangulada</b>
SEIZ.1 - Precificação: Desconto Inicial + Recuperação Gradual	Documentos indicam estratégia inicial de redução de preços, reconhecimento de defasagem e o repasse subsequente de preços (em diferentes ritmos por cada empresa) em um contexto de inflação de custos.	Entrevistas descrevem descontos concedidos (em até R\$ 15 mil) e a subida inicial tímida de preços com um incremento mais intenso a partir de 2021.	Triangulação confirma a estratégia inicial adotada e a diferença de timing de incremento mais intenso de preço, com maior rigor a partir de um contexto de inflação resiliente.
SEIZ.2 - Micro-Seizing: Repasse não uniforme (a depender de produto, características e affordability do consumidor);	Fontes documentais demonstram diferentes estratégias de repasse de preço e calibração, citando estratégias como concessão de pro-soluto. Além disso, citam o acompanhamento do impacto em VSO.	Entrevistas demonstram as diferentes estratégias adotadas por empresa (timing e intensidade) e a adoção de estratégias de incremento de parcelamento e pro-soluto para menor impacto em VSO. Adicionalmente é mencionado incrementos diferentes por característica (ex: varanda/vagas).	Entrevistas confirmam as diferentes estratégias e granularidade adotadas em estratégias de precificação (citando ritos específicos). Adicionalmente, complementam com fatores que influenciaram a tomada de decisão.
SEIZ.3 - Timing e foco para caixa. "Decisões ruins para o negócio em longo prazo, mas boas para o caixa em curto prazo"	Releases demonstram a pressão de caixa vivenciada pelas incorporadoras especialmente em 2022 (principalmente MRV e Tenda) e citam decisões financeiras/operacional com foco em caixa e redução de alavancagem.	Depoimentos demonstram ações como o ajustes em timing de produção e equilíbrio de venda para otimizar gestão de caixa e operações financeiras para alívio de curto prazo (não necessariamente melhores para o negócio).	Triangulação de fontes demonstra que o "ótimo" foi trocando por uma lógica de "sobrevivência" de curto prazo. Seizing orientado por caixa.

**Tabela 22**

Reconfiguring – Processos, estrutura e modelo de negócio:

<b>Subtema</b>	<b>Achado Documental</b>	<b>Evidências de Entrevista</b>	<b>Interpretação Triangulada</b>
RECONF.1- Digitalização comercial (contrato, assinatura, jornada do cliente)	Documentos demonstram o investimento em digitalização, especialmente dentro da esteira comercial, e a rápida escalabilidade após medidas de restrição social.	Entrevistas citam o processo anterior de esteira de venda (documentação física, transporte por motoboy ou malote aéreo), e demonstram diferentes ritmos de implantação por empresa. Processo acelerado de transformação digital a partir do contexto de isolamento social.	Triangulação confirma o movimento de transformação digital acelerado e reconfiguração de rotina e complementa com a citação de gargalos e processos de adaptação variados entre organizações. Processo é definido como primordial para captação da demanda resiliente, especialmente em 2020

RECONF.2 - Orçamento/Viabilidade: Detalhamento + Inflação Futura + Recorrência de Atualização	Releases mencionam a alteração de processos orçamentários, com maior granularidade, atualização mensal e projeção de inflação futura.	Declarações confirmam a mudança nos ritos e processos orçamentários com a implementação de indicadores como a inflação futura como direcionamento de conservadorismo financeiro.	Forte convergência entre achados com reconfiguring processual e metodológico.
RECONF.3 - Suprimentos: KPIs, Categorização e renegociações	Documentos citam processos específicos de suprimentos como controle, acompanhamento de custos no mercado, revisão de premissas e renegociação.	Entre fatores citados em entrevistas estão os acompanhamentos de KPIs, monitoramento por categoria, ritos específicos de acompanhamento semanal.	Entrevistas complementam achados documentais adicionando granularidade, citando a criação de instrumentos de controle e ritos específicos.
RECONF.4 - Supply Chain: Renegociação e diversificação de fornecedores. Estratégia de antecipação de compras;	Fontes demonstram as estratégias adotadas de antecipação de compras e renegociação com parceiros para redução de impacto inflacionário. E recuo posterior das estratégias de antecipação após arrefecimento da inflação.	Entrevistas citam as estratégias de renegociação com fornecedores, complementando o processo de quebra de empresas e descentralização regional.	Triangulação reforça que o reconfiguring foi adaptativo com o rearranjo de fornecedores e mecanismos de renegociação (especialmente para maiores players).
RECONF.5 - Simplificação organizacional pós-choque.	Release mencionam mudanças na estratégia de redução da cadência de crescimento de algumas operações (especialmente MRV e Tenda) e simplificação de tipologias. Governança de turnaround via margem por safra (REF).	Depoimentos explicitam a estratégia de redução de portfólio com objetivo de diminuição de complexidade operacional, redução de capital empregado e incremento de rentabilidade.	Confirmação dos achados documentais com explicitação dos fatores motivadores da tomada de decisão.

#### 4.4.2 – STRATEGIC ISSUES E ROTULAGEM DE CHOQUE

Os achados documentais sugerem que a resposta inicial frente ao choque de 2020 se deu em torno de decisões táticas para sustentação do giro do negócio e capturar demanda com uma leitura de possibilidade de redução de demanda. A triangulação com as entrevistas confirma os achados, porém demonstrando um contexto de maior percepção de risco (“Operação pode parar”) por parte das empresas, definindo uma rotulação interna e percepção de maior urgência, impulsionando a rápida tomada de decisão no processo de redução de preços.

Na sequência, as entrevistas reforçam o ponto de inflexão: o receio de queda na demanda não se materializou. Ao contrário do esperado pelas empresas, houve um incremento de demanda comercial que sustentou o ciclo dos anos de 2020 e 2021. Apesar disso, essa virada

postergou e reconfigurou o issue dominante, se deslocando para o incremento de custos ao longo dos anos de 2021 e 2022, com foco na recomposição de margem e rentabilidade em um contexto de pressão inflacionário e incremento de taxa de juros.

A triangulação evidencia o trade-off presente nos releases, detalhando o dilema entre volume de vendas (“aproveitar a onda” e “acelerar o giro do estoque”) e preservar a margem e o estoque futuro, dado que parte da margem depende da execução e é vulnerável à inflação futura de custos. A triangulação reforça que o SI dominante migrou da rotulagem inicial centralizada no risco de demanda/affordability do cliente para um risco centrado em custo, execução e recomposição de margem. As entrevistas confirmam o conflito margem-VSO.

#### **4.4.3 – SENSING – PERCEPÇÃO E MONITORAMENTO DE AMBIENTE**

No nível documental, são citados mecanismos de acompanhamento e disciplina interna que sustentam a leitura de repasse do incremento de custos (gestão de Pricing) e controle de ciclo financeira (gestão de margem). As entrevistas confirmam os achados, complementando com a (i) percepção heterogênea entre empresas do impacto e da viabilidade dos repasses de incremento de preço e (ii) o refinamento instrumental do sensing referente à controle de custos e inflação.

Do lado da demanda, a estratégia de negócio de cada empresa, e a percepção de risco com base na capacidade de financiamento do público-alvo impactou diretamente as ações adotadas posteriormente. Do lado do custo, o sensing demonstra a granularidade do acompanhamento da inflação, com orçamentos com atualização sistemática, projeção inflacionária futura, e instrumentos internos (como indicadores internos de inflação).

As entrevistas demonstram que o sensing não se limita a preço, mas também a indicadores de execução, como prazo, capacidade de fornecimento e período de frete. A triangulação sugere diferentes canais de sensing, tanto pelo lado da demanda, quanto pela leitura do custo e sua percepção de risco estrutural. Sensing não é “saber o que está acontecendo”. É institucionalizar atenção e recalibrar entendimento de variáveis.

#### **4.4.4 – SEIZING – DECISÕES, TRADE-OFFS E TIMING**

Os achados documentais indicam que o seizing em precificação se deu por diferentes estratégias de repasse de preço, com reconhecimento da necessidade de calibração rápida de preço (especialmente a partir do incremento mais intenso do INCC, no ano de 2021), porém reconhecem o equilíbrio necessário entre velocidade de vendas e recomposição de preço. Essa lógica é enriquecida pelas entrevistas que trazem maior detalhamento de como a estratégia foi

realizada (descontos iniciais para proteção de choque, recuperação posterior com maior intensidade como resposta à inflação de custos).

A triangulação traz um reforço importante para a pesquisa, demonstrando que o ajuste de preço não ocorreu de maneira padronizada para diferentes tipos de regiões, produtos e faixas de renda citando a reprecificação seletiva realizada por atributo, produto e capacidade de financiamento dos clientes. Além disso, os depoimentos demonstram o racional da tomada de decisões sub-ótimas (vendas com margem detratoras) em contexto de pressão de caixa. Deste modo, o processo de triangulação reforça o trade-off central no processo de seizing entre diferentes fatores.

#### **4.4.5 – RECONFIGURING – MUDANÇAS INTERNAS**

Os documentos registram reconfigurações processuais e operacionais como detalhamento de orçamento, atualização mensal, inserção de inflação futura, renegociação com fornecedores e processo de digitalização e incremento de eficiência comercial na gestão do funil. As entrevistas confirmam essa leitura e materializam o processo de reconfiguring.

No eixo de viabilidades e orçamento é citado a mudança no acompanhamento, com a inserção de inflação futura, reestruturas organizacionais, criação de KPIs, categorização para monitoramento de preços e negociação em ambientes voláteis. As entrevistas reforçam as reconfigurações no pós-choque com a simplificação de portfólio e mudança de estratégia comercial.

## 5. DISCUSSÃO E CONCLUSÕES

A comparação intercasos demonstra que as trajetórias 2020-2023 das incorporadoras não se explicam somente pela exposição comum aos choques (COVID-19, inflação de custos, elevação da taxa de juros), mas sobretudo pelas configurações distintas de capacidades dinâmicas dentro das organizações, ancorada pelas condições iniciais de cada uma (modelo, dispersão geográfica, mix de produto e estrutura de capital). As evidências convergem para a existência de modelos recorrentes de mobilização (Sensing-Seizing-Reconfiguring), cuja diferença central não está na percepção de mudança de ambiente, mas na seleção do que monitorar com mais cautela, nos trade-offs assumidos (giro/volume vs margem vs fluxo de caixa) e no grau de reconfiguração acionado para sustentar a estratégia.

À luz da literatura, a pandemia pode ser interpretada como um choque ambiental, sendo um evento externo, de baixa previsibilidade a alto potencial disruptivo, que pressiona as organizações a responderem sob restrições de tempo e recursos e tende a desalinhar rotinas e estratégias previamente estabelecidas (Teixeira et. al, 2020; Trahms et al. 2013). Neste tipo de contexto, a literatura de capacidades dinâmicas é especialmente adequada para explicar heterogeneidade de desempenho sob um mesmo choque, direcionando o foco para os meios nos quais uma firma integra, constrói e reconfigura competências para responder a ambientes em mudança (Teece, Pisano & Shuen, 1997).

Mais do que eficiência operacional, o que passa a diferenciar trajetórias é a capacidade de alterar as rotinas internas: capacidades dinâmicas atuam em nível superior às capacidades operacionais, modificando-as por meio de aprendizagem, articulação e codificação de conhecimento (Zollo & Winter, 2002; Winter, 2003). Isso ajuda a compreender, por que em um mesmo segmento e sob condições semelhantes, as empresas divergem ao longo do tempo em suas decisões, trade-offs e reconfigurações internas.

As questões estratégicas operam como um mecanismo de coordenação cognitiva e organizacional, orientando a ação da empresa, definindo o que deve ser monitorado como sinais relevantes (Sensing) e direcionam a tomada de decisão (Seizing) que serão transformadas em reconfiguração de estratégia ou recursos dentro da organização (Reconfiguring). Em 2020, quando a ameaça sanitária coexiste em um ambiente de demanda resiliente e juros em queda, a leitura de oportunidade ou risco por parte das incorporadoras direciona a tomada de decisão estratégica para o ano. Adicionalmente, a escalada rápida da crise sanitária obrigou as empresas

a adaptarem rapidamente suas operações para seguirem operando sua esteira comercial mesmo frente as medidas impostas.

A literatura de Strategic Issues sustenta esse mecanismo ao mostrar que a rotulagem influencia padrões de atenção e ação das organizações, os rótulos de “ameaça” e “oportunidade” seguem regras cognitivas distintas e ativam prioridades diferentes na agenda gerencial das empresas (Dutton & Jackson, 1987). Além disso, os gestores não priorizam temas apenas pela dicotomia Ameaça vs. Oportunidade, mas também avaliam a urgência e viabilidade dos temas, dimensões que explicam quais tópicos entram efetivamente na agenda e com que tipo de resposta são mobilizados (Dutton & Duncar, 1987a; Julian & Oforia-Dankwa, 2008)

Por conta do ciclo do mercado imobiliário, as consequências das ações realizadas ao longo do primeiro ano de pandemia foram reconhecidas ao longo dos anos seguintes, exigindo das empresas a capacidade de reorganizar seus processos e rotinas internos, aumentando a granularidade e o grau de conservadorismo em orçamentos e na estruturação de novos negócios. O contexto de crescimento da taxa de juros, introduz um fator adicional na pressão financeira vivida por essas empresas, impactando diretamente na gestão de caixa destas empresas e na demanda comercial resultando na mudança de estratégias a curto prazo.

Adicionalmente, no contexto de juros altos, é possível perceber o preço das decisões de diversificação de produto, que se por um lado permitem uma maior flexibilização e atingimento de um maior mercado consumidor, exigem em contrapartida um aporte de capital, tempo de maturação da operação e construção de know-how.

Em síntese, a evidência sugere um encadeamento de ações baseado em: rotulagem/urgência -> alocação de atenção -> escolha de trade-offs -> intensidade de reconfiguração -> desempenho observado com defasagem. Esse encadeamento é coerente com a decomposição analítica consolidada do campo, que organiza capacidades dinâmicas na tríade Sensing, Seizing e Reconfiguring (Teece, 2007). Importante ressaltar que raramente este processamento é linear, a literatura sugere um ciclo contínuo de scanning, interpretação e aprendizado, no qual dados dispersos são convertidos em significados compartilhados e posteriormente em movimentos estratégicos (Daft & Weick, 1984).

Os achados indicam que a mobilização diferencial da tríade de capacidades dinâmicas contribui para explicar a heterogeneidade das repostas organizacionais e do desempenho observado entre as incorporadoras analisadas. Entretanto, essa relação não deve ser interpretada de forma isolada ou linear. Parte das diferenças identificadas entre as empresas também pode estar associada a fatores estruturais prévios, como porte, posição financeira,

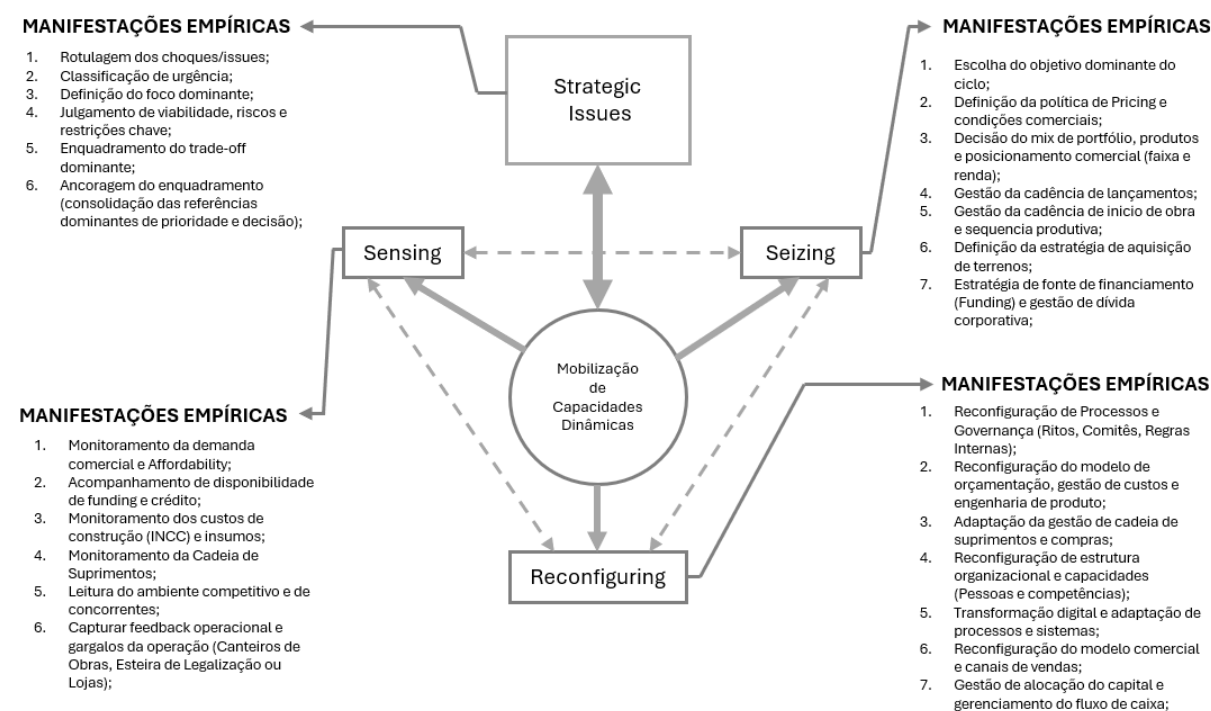
estrutura de capital, composição de portfólio, presença geográfica e maturidade organizacional. Assim, a atuação das capacidades dinâmicas parece ocorrer em conjunto com condições estruturais que, em maior ou menor grau, ampliam ou restringem a capacidade de resposta das firmas diante do choque ambiental.

## 5.1. FRAMEWORK ANÁLITICO DE MANIFESTAÇÕES EMPÍRICAS

A partir dos achados e análises sobre a trajetória e o desempenho das incorporadoras, a presente seção organiza as evidências em um framework integrativo, com o objetivo de sintetizar os principais fatores de capacidades dinâmicas que moldam a leitura de ambiente, a tomada de decisão e a aptidão de reconfiguração interna dessas organizações no segmento de incorporação.

**Figura 26**

Framework analítico do estudo.



Fonte: Elaboração do autor (2026)

A figura 26 apresenta um mapa interrelacional, traduzindo a bases teóricas de capacidades dinâmicas em categorias empiricamente observáveis dentro do segmento de incorporação econômica. No topo, as Strategic Issues capturam como a organização rotula e prioriza choques e problemas estratégicos, definindo urgência entre temas, os focos dominantes, viabilidade sob restrições e trade-offs centrais.

Ao centro, a mobilização das capacidades dinâmicas ocorre por meio da tríade Sensing, Seizing e Reconfiguring, representadas como capacidades interdependentes e não sequenciais. Dentro de cada dimensão são listadas as manifestações empíricas que guiaram a codificação e comparação entre casos ao longo do período analisado.

Deste modo, o framework apresentado demonstra os principais pilares, e as diferentes maneiras em como as capacidades dinâmicas são operacionalizadas dentro de uma organização do segmento de incorporação imobiliária, sendo um importante direcionador para gestores e tomadores de decisão do setor, demonstrando que as diferenças de performance não decorrem apenas da exposição das empresas aos choques, mas da forma em como elas interpretam, decidem e reconfiguram diante destes choques.

Do ponto de vista conceitual, o framework endereça lacunas existentes na literatura ao sistematizar evidências empíricas acerca das manifestações de capacidades dinâmicas dentro do segmento investigado. Ao operacionalizar o constructo em categorias analíticas observáveis (Sensing, Seizing e Reconfiguring), o framework reduz a ambiguidade conceitual e aproxima a teoria da análise empírica, permitindo rastrear como a interpretação gerencial se converte em decisões e reconfigurações ao longo do tempo (David Teece, 2007; Zollo & Winter, 2002)

Essa contribuição favorece o avanço de pesquisas futuras, ao mesmo tempo em que aprofunda e traz aplicabilidade aos constructos teóricos no contexto estudado.

## **5.2. CONCLUSÃO**

A presente dissertação buscou explicar a heterogeneidade observada na capacidade de resposta organizacional à choques ambientais no setor de incorporação imobiliária brasileiro durante a pandemia de COVID-19, em um contexto em que empresas expostas a condições externas semelhantes apresentaram trajetórias de desempenho distintas. Assim, o problema central da pesquisa consistiu em compreender como essa heterogeneidade pode ser explicada por fatores organizacionais internos, em especial pela mobilização diferencial de capacidades dinâmicas. Em linha com esse problema, a questão de pesquisa investigou como a mobilização diferencial da tríade de capacidades dinâmicas (Sensing-Seizing-Reconfiguring) explica o desempenho heterogêneo de incorporadoras do segmento econômico durante o período pandêmico.

Para responder essa questão, o objetivo geral do estudo foi analisar como a mobilização diferencial da tríade de capacidades dinâmicas contribui para explicar a performance heterogênea das incorporadoras do segmento econômico, bem como avaliar como cada

conjunto de capacidades impactou o desempenho dessas empresas. Especificamente, buscou-se identificar manifestações empíricas de Sensing relacionadas à percepção de oportunidades e ameaças, analisar como capacidades de Seizing foram operacionalizadas para aproveitamento de oportunidades e examinar estratégias de Reconfiguring implementadas para adaptação de processos, estruturas e modelos operacionais ao contexto de crise.

Os resultados dessa dissertação indicam que, embora as incorporadoras analisadas tenham enfrentado o mesmo choque ambiental (COVID-19), as trajetórias de desempenho foram diferentes. Essa heterogeneidade se explica, sobretudo, pela mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas (Sensing-Seizing-Reconfiguring) ao longo do período, ou seja, não apenas o que as empresas perceberam, mas também como traduziram sinais do ambiente em decisões de negócio e mudanças executáveis na operação e no portfólio.

As repostas e os resultados das empresas analisadas foram distintos, o que reforça que fatores internos e escolhas organizacionais foram decisivos para explicar a divergência de performance no período. Nesse sentido, o diferencial não foi simplesmente perceber a crise, mas a qualidade com que cada organização foi capaz de ler o contexto e priorizar as urgências (como demanda, crédito, custos, execução, produto). A partir dessa leitura, as trajetórias superiores se associam a um padrão de decisão sob restrição mais disciplinado e coerente, com critérios claros de alocação de recursos (como caixa, portfólio, frente comercial e política de preços). Além disso, a diferença mais relevante, se consolidou quando as decisões foram acompanhadas de reconfigurações internas concretas, em processos, estrutura de governança e modelo comercial/operacional, elevando a capacidade de adaptação das organizações durante o choque. De forma integrada, os achados sugerem que Sensing orienta, Seizing seleciona as prioridades e compromete recursos, e Reconfiguring viabiliza as decisões tomadas. É essa articulação de capacidades que explica a performance heterogênea observada entre organizações.

Em resposta à pergunta de pesquisa, conclui-se que a heterogeneidade de desempenho entre incorporadoras do segmento econômico durante a pandemia de COVID-19 é explicada pela mobilização diferencial da tríade de Capacidades Dinâmicas (Sensing-Seizing-Reconfiguring). Em particular, os resultados indicam que as empresas que conseguiram interpretar e priorizar sinais do ambiente com maior precisão (Sensing), converter essa leitura em decisões de alocação de recursos e timing mais coerente (Seizing) e implementaram rapidamente reconfigurações efetivas em processos, estruturas e modelo operacional

(Reconfiguring) apresentaram trajetórias mais eficientes de adaptação e performance no período.

Do ponto de vista teórico, esta dissertação contribui ao avançar uma leitura explicativa para a heterogeneidade de desempenho em um mesmo choque ambiental a partir da mobilização diferencial de Capacidades Dinâmicas. Ao articular essas capacidades como um processo integrado, o estudo reforça que a vantagem (ou desvantagem) durante choques não decorre apenas da intensidade e impacto do evento nas organizações, mas também da qualidade do mecanismo interno de interpretação, escolha e adaptação. Ao fazer isso, o estudo também contribui para reduzir a ambiguidade operacional do constructo ao aproximar a teoria de manifestações observáveis, de um lado reforçando a visão de capacidades dinâmicas como competência de integrar, construir e reconfigurar competências internas e externas (Teece, Pisano, Shuen, 1997). De outro, dialoga com a leitura de capacidades como rotinas aprendidas e desenvolvidas que modificam capacidades operacionais (Zollo & Winter, 2002; Winter, 2003).

Além disso, a pesquisa consolida uma leitura comparativa de trajetórias do segmento econômico brasileiro, conectando evidências empíricas ao constructo de Capacidades Dinâmicas, sustentando a proposição de um framework integrador.

Metodologicamente, o trabalho contribui ao combinar uma estratégia de análise qualitativa baseada em codificação sistemática de evidências documentais (releases, DFRs e conferências com investidores) com triangulação por entrevistas semiestruturadas, fortalecendo a robustez interpretativa dos achados. Adicionalmente, o recorte comparativo entre empresas sob o mesmo contexto amplia a capacidade do método de identificar padrões e contrastes de mobilização das capacidades.

Do ponto de vista gerencial, a dissertação oferece implicações práticas ao evidenciar que respostas superiores a choques tendem a depender menos de ações isoladas, e mais de uma sequência consistente entre leitura de contexto, disciplina decisória e reconfiguração eficiente. Em termos aplicados, os resultados indicam a importância dos mecanismos internos que incrementam a qualidade do Sensing-Seizing-Reconfiguring, como forma de elevar a capacidade adaptativa em contextos turbulentos.

Para além das contribuições teóricas e gerenciais, os achados possuem implicações sociais relevantes, dado o papel relevante do setor de incorporação econômica na geração de empregos e mitigação do déficit habitacional. O próprio enquadramento do estudo se alinha aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU, em especial o ODS 8 (Trabalho Decente

e Crescimento Econômico) e o ODS 11 (Cidades e Comunidades Sustentáveis), ao analisar um setor central para o desenvolvimento urbano e inclusão social em economias emergentes.

Neste sentido, a compreensão de como as incorporadoras mobilizam Sensing, Seizing e Reconfiguring durante choques contribui para discutir resiliência organizacional em um setor que, além de representar parcela relevante da economia nacional, possui impactos diretos em emprego, acesso de moradia e estabilidade do ciclo de investimentos. Em termos aplicados, os achados sugerem que mecanismos internos de monitoramento (Sensing), disciplina de alocação de recursos e timing (Seizing) e capacidade de converter decisão em mudanças executáveis (Reconfiguring), podem reduzir efeitos adversos de crise sobre a continuidade de obras, entregas e manutenção do nível de atividade econômica e empregos.

Por fim, ao considerar o elevado déficit habitacional brasileiro e a relevância do setor para o emprego formal, este estudo abre espaço para que políticas públicas e regulações setoriais considerem não somente incentivos de demanda, mas também fatores que favoreçam capacidade de adaptação do lado da oferta (gestão de riscos, governança, previsibilidade de políticas de financiamento e mecanismo de reposta a choques).

Esse estudo apresenta limitações que devem ser consideradas na interpretação de seus resultados. Em primeiro lugar, o recorte concentrou-se em cinco incorporadoras do segmento econômico brasileiro listadas na B3 e no período associado ao choque da COVID-19, o que restringe a generalização dos achados a outros segmentos (médio/alto padrão), outras estruturas competitivas e outros tipos de choque ambiental. Em segundo lugar, a maior parte das evidências documentais analisadas decorre de materiais públicos corporativos (releases, DFRs e transcrição de conferências com investidores), que podem refletir viés de comunicação e visão das organizações, ainda que a codificação sistemática e triangulação tenham buscado mitigar este risco. Em terceiro lugar, embora as entrevistas semiestruturadas tenham aumentado a profundidade e capacidade explicativa do estudo, seus resultados permanecem sujeitos a limitações típicas deste método, como vieses de memória, recortes de perspectiva conforme papel ocupacional e assimetria de acesso às informações.

Como limitação adicional, destaca-se que, embora o estudo tenha identificado diferenças relevantes na mobilização de capacidades dinâmicas entre as empresas analisadas, não é possível isolar integralmente os efeitos dessas capacidades em relação a fatores estruturais preexistentes das firmas. Características como porte, estrutura de capital, posição de caixa, configuração operacional, diversificação do portfólio e condições competitivas específicas também podem ter influenciado tanto as respostas organizacionais quanto o desempenho

observado durante a pandemia. Desse modo, os resultados devem ser interpretados à luz da interação entre capacidades dinâmicas e condicionante estruturais, e não como efeito exclusivo de um único conjunto de fatores.

Como agenda de pesquisa e estudos posteriores, recomenda-se o aprofundamento da investigação dos microprocessos organizacionais que sustentam a mobilização da tríade Sensing/Seizing/Reconfiguring, com foco em como os ritos gerenciais, comitês decisórios e rotinas de monitoramento contribuem para a qualidade de leitura do contexto, disciplina decisória e eficiência da implementação de reconfigurações. Adicionalmente, estudos futuros podem explorar como diferenças no método construtivo e na complexidade operacional podem influenciar na sensibilidade à custos, prazos e produtividade, e como isso se traduz em diferentes padrões de reconfiguração durante períodos de turbulência. Também se sugere testar o framework proposto em outros recortes empíricos, como diferentes segmentos do mercado imobiliários, outros períodos de instabilidade e contextos regionais diversos, a fim de testar a robustez dos mecanismos identificados. Por fim, as pesquisas complementares podem adotar desenhos metodológicos mistos, combinando abordagem qualitativa comparativa com recursos quantitativos para fortalecer a triangulação e refinar a compreensão da relação entre percepção, decisão, reconfiguração e performance.

Em síntese, esta dissertação evidencia que a divergência de performance observada no período analisado não pode ser compreendida apenas pela intensidade do choque, mas pela qualidade com que as organizações conseguem interpretar o contexto, tomar decisões sob restrição e reconfigurar recursos e rotinas de forma eficiente. Ao consolidar evidências comparativas e propor um framework integrador das manifestações empíricas, o estudo contribui para a compreensão de como capacidades dinâmicas se manifestam em situações de turbulência nas empresas e por que respostas organizacionais podem ser tão distintas diante de condições externas semelhantes.

## 6. REFERÊNCIAS

- Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP). (2016, 28 de janeiro). Crédito imobiliário tem queda de 33% em 2015. *ABECIP*. Recuperado em 16 de maio de 2025, de <https://www.abecip.org.br/imprensa/abecip-na-midia/credito-imobiliario-tem-queda-de-33-em-2015>
- Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (ABRAINC) & Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE). (2018, novembro). Indicadores ABRAINC-FIPE do mercado imobiliário: Análise de setembro de 2018. Recuperado de <https://www.fipe.org.br>
- Baishya, K., Samanta, P., & Gupta, V. K. (2024). Dynamic managerial capabilities: A critical synthesis and future directions. *Journal of Business Research*, 186, 114–127.
- Banco Central do Brasil. (s.d.). Histórico das taxas de juros. Banco Central do Brasil. Recuperado em 12 de julho de 2025, de <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>
- Barr, H. (1998). Competent to collaborate: Towards a competency-based model for interprofessional education. *Journal of Interprofessional Care*, 12(2), 181–187. <https://doi.org/10.3109/13561829809014104>
- Barr, P. S., Stimpert, J. L., & Huff, A. S. (1992). Cognitive change, strategic action, and organizational renewal. *Strategic Management Journal*, 13(S1), 15–36. <https://doi.org/10.1002/smj.4250131004>
- Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC). (2019, 29 de agosto). Construção civil impulsiona os investimentos e faz o PIB crescer 2%. *CBIC*. Recuperado de <https://cbic.org.br/industriaaimobiliaria/2019/08/29/construcao-civil-impulsiona-os-investimentos-e-faz-o-pib-crescer-2/>
- Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC). (2020, 23 de novembro). Vendas de imóveis no Brasil sobem 8,4% em 2020, mesmo sob impacto da Covid-19. *CBIC*. Recuperado em 20 de julho de 2025, de <https://cbic.org.br/vendas-de-imoveis-no-brasil-sobem-84-em-2020-mesmo-sob-impacto-da-covid-19-2/>
- Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC). (2025, 17 de fevereiro). Vendas de imóveis crescem 20,9 % e lançamentos aumentam 18,6 % em 2024, diz CBIC. *CBIC*. Recuperado de <https://cbic.org.br/vendas-de-imoveis-crescem-209-e-lancamentos-aumentam-186-em-2024-diz-cbic/>
- Chang, C. Y., Chang, Y. Y., Tsao, Y. C., & Kraus, S. (2022). The power of knowledge management: How top management team bricolage boosts ambidexterity and performance. *Journal of Knowledge Management*, 26(11), 2749–2770.
- Couto, L. R. (2023). *A expansão da fronteira nos limites do capital: a construção habitacional brasileira na primeira década e meia do século XXI* (Tese de doutorado). Universidade de São Paulo.
- Daft, R. L., & Weick, K. E. (1984). Toward a model of organizations as interpretation systems. *Academy of Management Review*, 9(2), 284–295.

- Dodić, J., & Auh, S. (2015). The effect of top management teams on branding capability: The moderating role of formalization. *Strategic Management Journal*, 36(12), 1842–1863.
- Dutton, J. E. (1986). The processing of crisis and non-crisis strategic issues. *Journal of Management Studies*, 23(5), 501–517.
- Dutton, J. E., & Ashford, S. J. (1993). Selling issues to top management. *The Academy of Management Review*, 18(3), 397–428. <https://doi.org/10.2307/258903>
- Dutton, J. E., & Dukerich, J. M. (1991). Keeping an eye on the mirror: Image and identity in organizational adaptation. *Academy of Management Journal*, 34(3), 517–554. <https://doi.org/10.2307/256405>
- Dutton, J. E., & Duncan, R. B. (1987). The creation of momentum for change through the process of strategic issue diagnosis. *Strategic Management Journal*, 8(3), 279–295.
- Dutton, J. E., & Jackson, S. E. (1987). Categorizing strategic issues: Links to organizational action. *Academy of Management Review*, 12(1), 76–90.
- Dutton, J. E., Fahey, L., & Narayanan, V. K. (1983). Toward understanding strategic issue diagnosis. *Strategic Management Journal*, 4(4), 307–323.
- Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. (2000). Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, 21(10–11), 1105–1121. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200010/11\)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200010/11)21:10/11<1105::AID-SMJ133>3.0.CO;2-E)
- FGV IBRE. (2025, 28 de abril). INCC M: Resultados 2025. *Portal FGV*. Recuperado em 20 de julho de 2025, de <https://portalibre.fgv.br/>
- Fibra. (2017, 14 de fevereiro). Construção civil representa 6,2 % do PIB Brasil. *Fibra – Sala de Imprensa*. Obtido de <https://www.sistemafibra.org.br/fibra/sala-de-imprensa/noticias/1315-construcao-civil-representa-6-2-do-pib-brasil>
- Flick, U. (2009). *Introdução à pesquisa qualitativa*. Porto Alegre: Artmed.
- Forés, B., Puig-Denia, A., Fernández-Yáñez, J., & Boronat-Navarro, M. (2023). Dynamic capabilities and environmental performance: All in the family. *Management Decision*, 61(1), 153–172.
- Fundação João Pinheiro. (2024). *Déficit habitacional no Brasil 2022*. Fundação João Pinheiro. <https://fjp.mg.gov.br/deficit-habitacional-no-brasil/>
- Ge, Y., & Yang, W. (2009). Developing human capital capabilities of top management team for CoPS innovation. *Aerospace, Telecom, Transport Alliances Research*.
- Gioia, D. A., & Thomas, J. B. (1996). Institutional identity, image, and issue interpretation: Sensemaking during strategic change in academia. *Administrative Science Quarterly*, 41(3), 370–403. <https://doi.org/10.2307/2393936>
- Haapanen, L., Hurmelinna-Laukkanen, P., & Puumalainen, K. (2020). When strategic consensus matters: Dynamic managerial capabilities and firm internationalization as seen by TMT. *Cross Cultural & Strategic Management*, 27(2), 234–256.

- Hannah, D. P., & Eisenhardt, K. M. (2018). How firms navigate cooperation and competition in nascent ecosystems. *Strategic Management Journal*, 39(12), 3163–3192.
- Heavey, C., & Simsek, Z. (2017). Distributed cognition in top management teams and organizational ambidexterity: The influence of transactive memory systems. *Journal of Management*, 43(3), 919–945.
- Hernández-Linares, R., Kellermanns, F. W., & López-Fernández, M. C. (2021). Dynamic capabilities and SME performance: The moderating effect of market orientation. *Journal of Small Business Management*, 59(1), 162–195.
- Herrmann, J. D., Sangalli, L. C., & Teece, D. J. (2017). Dynamic capabilities: Fostering an innovation-friendly environment in Brazil. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 57(3), 283–287.
- Heyden, M., Sidhu, J., Van Den Bosch, F. A. J., & Volberda, H. (2012). Top management team search and new knowledge creation. *Academy of Management Journal*, 55(4), 999–1025.
- Hock-Doepgen, M., Clauss, T., Kraus, S., & Cheng, C. F. (2024). Identifying microfoundations of dynamic managerial capabilities for business model innovation. *Strategic Management Journal*, 45(2), 388–420.
- Huynh, T., Patton, D., Arias-Aranda, D., & Molina-Fernández, L. M. (2022). The interface of the top management team and the board: A dynamic managerial capabilities perspective. *Long Range Planning*, 55(3), 102–124.
- Jackson, S. E., & Dutton, J. E. (1988). Discerning threats and opportunities. *Administrative Science Quarterly*, 33(3), 370–387.
- Jardim, E., & Lorrany, L. (2020, agosto). Evolução recente do mercado de crédito imobiliário no Brasil. *Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior*, (63), 12–16.  
<https://doi.org/10.38116/radar63art2>
- Julian, S. D., & Ofori-Dankwa, J. C. (2008). Toward an integrative cartography of two strategic issue diagnosis frameworks. *Strategic Management Journal*, 29(1), 93–114.
- Kasim, K. N., Auzair, S., Amir, A. M., & Abdullah, N. (2021). The effects of top management team behavioural integration on organisational agility in Malaysia: Absorptive capacity as mediating variable. *Cross Cultural & Strategic Management*, 28(2), 369–389.
- Knight, D., Pearce, C. L., Smith, K. G., Olian, J. D., Sims, H. P. Jr., Smith, K. A., & Flood, P. (1999). Top management team diversity, group process, and strategic consensus. *Strategic Management Journal*, 20(5), 445–465. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199905\)20:5<445::AID-SMJ27>3.0.CO;2-V](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199905)20:5<445::AID-SMJ27>3.0.CO;2-V)
- Lessard, D., Teece, D. J., & Leih, S. (2016). The dynamic capabilities of meta-multinationals. *Global Strategy Journal*, 6(3), 211–224.
- Liu, F., & Maitlis, S. (2014). Emotional dynamics and strategizing processes: A study of strategic conversations in top team meetings. *Journal of Management Studies*, 51(2), 202–234. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01087.x>

- McDonald, R. M., & Eisenhardt, K. M. (2020). Parallel play: Startups, nascent markets, and effective business-model design. *Administrative Science Quarterly*, 65(2), 483–523.
- Mitchell, R., Boyle, B., & Nicholas, S. (2020). The interactive influence of human and social capital on capability development: The role of managerial diversity and ties in adaptive capability. *Asia Pacific Journal of Management*, 37(1), 193–213.
- Nações Unidas Brasil. (s.d.). Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. *Nações Unidas Brasil*. Recuperado em 19 de agosto de 2025, de <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>
- Peteraf, M., Di Stefano, G., & Verona, G. (2013). The elephant in the room of dynamic capabilities: Bringing two diverging conversations together. *Strategic Management Journal*, 34(12), 1389–1410.
- Plambeck, N. (2010). When the glass is half full and half empty: CEOs' ambivalent interpretations of strategic issues. *Strategic Management Journal*, 31(9), 967–985
- Plambeck, N., & Weber, K. (2009). CEO ambivalence and responses to strategic issues. *Organization Science*, 20(6), 993–1010.
- Reuters. (2020, 21 de fevereiro). IPO: Cury amplia fila de construtoras rumo à bolsa; Cyrela é um dos vendedores. *Money Times*. Recuperado de <https://www.moneytimes.com.br/ipo-cury-amplia-fila-de-construtoras-rumo-a-bolsa-cyrela-e-um-dos-vendedores/>
- Ruiz-Ortega, M. J., Parra-Requena, G., García-Villaverde, P. M., & Rodrigo-Alarcón, J. (2024). New directions to create dynamic capabilities: The role of pioneering orientation and interorganizational relationships. *European Management Journal*, 42(3), 371–384.
- Saeed, S., Alasadi, M., Yousafzai, S. Y., & Zahra, S. (2024). Top management team attributes and corporate entrepreneurship: A meta-analysis. *Journal of Product Innovation Management*, 41(3), 456–478.
- Schneider, S. C., & De Meyer, A. (1991). Interpreting and responding to strategic issues: The impact of national culture. *Strategic Management Journal*, 12(4), 307–320. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120406>
- Secretária de Comunicação Social. (2025, 30 de janeiro). Caged: emprego com carteira assinada teve crescimento de 16,5 % em 2024. *Secom – Governo do Brasil*. Recuperado de <https://www.gov.br/secom/pt-br/assuntos/noticias/2025/janeiro/caged-emprego-com-carteira-assinada-teve-crescimento-de-16-5-em-2024>
- Steininger, D. M., Mikalef, P., Pateli, A., & Ortiz-de-Guinea, A. (2022). Dynamic capabilities in information systems research: A critical review, synthesis of current knowledge, and recommendations for future research. *Journal of the Association for Information Systems*, 23(2), 447–490.
- Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1319–1350. <https://doi.org/10.1002/smj.640>
- Teece, D. J. (2020). Innovation, governance, and capabilities: Implications for competition policy. *Industrial and Corporate Change*, 29(5), 1075–1099.

- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509–533. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z)
- Teixeira, J. E. V., Serra, F. A. R., & Miller, K. D. (2023). Strategic issues: A systematic review of the literature. *Brazilian Administration Review*, 20(3). Recuperado de <https://bar.anpad.org.br/index.php/bar/article/view/602>
- Thomas, J. B., & McDaniel, R. R. (1990). Interpreting strategic issues: Effects of strategy and the information-processing structure of top management teams. *Academy of Management Journal*, 33(2), 286–306. <https://doi.org/10.2307/256326>
- Thomas, J. B., Clark, S. M., & Gioia, D. A. (1993). Strategic sensemaking and organizational performance: Linkages among scanning, interpretation, action, and outcomes. *Academy of Management Journal*, 36(2), 239–270. <https://doi.org/10.2307/256522>
- Trahms, C. A., Ndofor, H. A., & Sirmon, D. G. (2013). Organizational decline and turnaround: A review and agenda for future research. *Journal of Management*, 39(5), 1277–1307. <https://doi.org/10.1177/0149206312471390>
- Valêncio, A. (2020). *Crise econômica brasileira (2015-2016): Ausência de desequilíbrio externo e endividamento público* (Tese de doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.
- Vega-Jurado, J., Schmutzler, J., Manjarrés-Henríquez, L., & Vega-Cárcamo, J. (2019). Orchestrating absorptive capacity: Organizational catalysts of TMT's influence. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 17(4), 435–458.
- Wang, C. L., & Ahmed, P. K. (2007). Dynamic capabilities: A review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 9(1), 31–51.
- Wang, Y., Yi, Y., & Wei, Z. (2022). Top management team internal social capital, market dynamics and business model design: A dynamic managerial capability perspective. *Management Decision*, 60(1), 173–195.
- Wang, Y., Yi, Y., & Wei, Z. (2023). Top management team internal social capital, market dynamics and business model design: A dynamic managerial capability perspective. *Management Decision*, 61(1), 173–195.
- Webster, J., & Watson, R. T. (2002). Analyzing the past to prepare for the future: Writing a literature review. *MIS Quarterly*, 26(2),
- Winter, S. G. (2003). Understanding dynamic capabilities. *Strategic Management Journal*, 24(10), 991–995.
- Wright, P. M., Dunford, B. B., & Snell, S. A. (2001). Human resources and the resource-based view of the firm. *Journal of Management*, 27(6), 701–721.
- Xu, M., & Hou, Y. (2024). CEO overseas experience, dynamic capabilities and corporate digital transformation: An imprinting theory perspective. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11, 227.

Zollo, M., & Winter, S. G. (2002). Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities. *Organization Science*, 13(3), 339–351.

MRV&CO. 2020. *Release de resultados – 4T19* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/cef7f2ab-e05e-4798-8290-3197a973d476?origin=2>

MRV&CO. 2020. *Release de resultados – 1T20* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/7c8895e2-4f14-460d-9f1a-8be056738d34?origin=2>

MRV&CO. 2020. *Release de resultados – 3T20* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/b95e5f07-4b27-4dcf-99af-21f2b5ac9e1e?origin=2>

MRV&CO. 2023. *Release de resultados – 4T22* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/20b4d2a3-b65b-56ef-3f0a-89f3b61a850b?origin=2>

MRV&CO. 2024. *Release de resultados – 4T23* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/0b38b751-d0b7-bfcc-9d99-44e9d86388aa?origin=2>

MRV&CO. 2020. *Teleconferência de resultados – 2T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/f836473b-11ea-4ad0-b96e-cf9486afb820?origin=2>

MRV&CO. 2021. *Teleconferência de resultados – 4T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/6b6296ee-fb20-4646-dda2-42a69eef4b1e?origin=2>

MRV&CO. 2022. *Teleconferência de resultados – 4T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/ad7064cd-2f11-284b-4459-26ead17f6dd2?origin=2>

Tenda. 2020. *Teleconferência de resultados – 2T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=g7VEYo3rr2o>

Tenda. 2020. *Teleconferência de resultados – 3T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=AzmmBTZfQgM>

Tenda. 2021. *Teleconferência de resultados – 4T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=4GLwN5nHdwl>

Tenda. 2022. *Teleconferência de resultados – 4T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=jMYCXMpoQhM&>

Tenda. 2023. *Teleconferência de resultados – 4T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=I7jAkySqhIM>

Tenda. 2023. *Teleconferência de resultados – 2T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://youtu.be/5U7uzyx-hvk>

Tenda. 2022. *Teleconferência de resultados – 3T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=bRezmJo5f20>

Tenda. 2022. *Teleconferência de resultados – 1T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=0ko92y7bNnc&t=4s>

Tenda. 2022. *Teleconferência de resultados – 3T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: [https://www.youtube.com/watch?v=R8KQoOM\\_qmE](https://www.youtube.com/watch?v=R8KQoOM_qmE)

Tenda. 2024. *Teleconferência de resultados – 4T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://www.youtube.com/watch?v=UdwHan9qqrS>

Direcional Engenharia. 2020. *Release de resultados – 4T19* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/5a873554-3fc1-4f6b-86b6-2a7378689dae?origin=2>

Direcional Engenharia. 2021. *Release de resultados – 4T20* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/2a7f12da-e525-c33a-e0d3-52ac1b27005a?origin=2>

Direcional Engenharia. 2022. *Release de resultados – 3T22* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/4896570b-0cb6-3871-ab17-2c86351d4347?origin=2>

Direcional Engenharia. 2023. *Release de resultados – 4T22* [Press release]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/4896570b-0cb6-3871-ab17-2c86351d4347?origin=2>

Direcional Engenharia. 2020. *Teleconferência de resultados – 2T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/f4701b36-f77d-4ff8-a96b-c6f1971498cc?origin=2>

Direcional Engenharia. 2021. *Teleconferência de resultados – 4T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/3d732d12-d84d-c2c6-67e3-ff863db7b803?origin=2>

Direcional Engenharia. 2022. *Teleconferência de resultados – 3T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/ea594285-4808-9a12-ba1c-c9cc28247fc2?origin=2>

Direcional Engenharia. 2023. *Teleconferência de resultados – 4T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ada9bc2c-f7d0-4359-9eaf-851b679ab788/750f619d-d389-20fc-3b67-db0ae4d5d042?origin=2>

Cury. 2020. *Demonstrações financeiras – 2019* [Relatório]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/e3ac02b6-b4e4-0fe5-755a-0fe6afbe86fe?origin=2>

Cury. 2020. *Teleconferência de resultados – 3T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/43b4c613-c5ac-22f5-67a6-e1516c1428ae?origin=2>

Cury. 2021. *Teleconferência de resultados – 4T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/ee58fb3f-459b-99af-180d-274f070c2bb5?origin=2>

Cury. 2021. *Teleconferência de resultados – 1T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/99a72228-3891-00eb-7fc7-b7dd0facc57a?origin=2>

Cury. 2021. *Teleconferência de resultados – 2T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/671a6297-842f-bf5c-3772-50ec04475633?origin=2>

Cury. 2022. *Teleconferência de resultados – 2T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/10c9bc91-37c3-96e6-0998-774c158a8913?origin=2>

Cury. 2023. *Teleconferência de resultados – 2T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/702b9586-4f10-4a79-a7e6-232ce8803136/35de5587-00c5-c4b3-4e65-b6ff19e69ae2?origin=2>

Plano & Plano. 2020. *Demonstrações financeiras – período pré-IPO (até 07/2020)* [Relatório]. Relações com Investidores. Recuperado de: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/85840156-e5b0-6194-34af-7e46b7681bdb?origin=2>

Plano & Plano. 2020. *Teleconferência de resultados – 3T20 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/cfe02fd7-157f-92ad-654a-fa7fdd58ad8c?origin=2>

Plano & Plano. 2021. *Teleconferência de resultados – 2T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/608f2e3d-cad4-58a5-14d0-0ad43ee7d750?origin=2>

Plano & Plano. 2022. *Teleconferência de resultados – 4T21 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/31a964c2-5f66-a569-3589-b49d5ce99d09?origin=2>

Plano & Plano. 2022. *Teleconferência de resultados – 1T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/a58ebcf3-021c-eb86-c579-7a99fb267c58?origin=2>

Plano & Plano. 2022. *Teleconferência de resultados – 3T22 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/e25d9d8d-54e3-2fe8-d342-3b5ba53299b5?origin=2>

Plano & Plano. 2023. *Teleconferência de resultados – 1T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/f36e9d4b-f7f7-2a48-669e-0d3419addcb7?origin=2>

Plano & Plano. 2023. *Teleconferência de resultados – 2T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/71d9ff57-2c85-7585-27cd-db20db31ba5b?origin=2>

Plano & Plano. 2023. *Teleconferência de resultados – 3T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/f32a6bab-8828-853a-6fff-ddab70cc54e3?origin=2>

Plano & Plano. 2024. *Teleconferência de resultados – 4T23 (transcrição)* [Transcrição de teleconferência]. Relações com Investidores. Recuperado de:

<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/dd0335cb-6079-40d0-95fc-fbcb3fa580ef/115dd9c2-5822-a5ce-a08b-7daa6f1e336d?origin=2>

## GLOSSÁRIO

**Affordability:** Capacidade máxima de compra e financiamento de um indivíduo, considerando o comprometimento de renda, taxa de juros e acesso ao subsídio;

**Alavancagem:** Grau em que uma empresa utiliza dívida para financiamento de sua operação e de investimentos;

**Asset-Light:** Estratégia ou modelo de negócio que busca crescer com menor uso de capital próprio e ativos no balanço.

**Caixa Econômica Federal (C.E.F):** Banco público brasileiro, maior agente do programa habitacional Minha Casa Minha Vida;

**Customer Acquisition Cost (CAC) / Custo de Aquisição de Cliente:** Quanto a empresa gasta em média para converter um cliente em venda (Custo de Marketing + Processo de venda);

**Capital Expenditure (CAPEX) / Despesas de Capital:** Gasto com ativos de longo prazo (podem ser sistemas, equipamentos, estrutura própria) que geram benefícios operacionais;

**Centro de Distribuição (CDT):** Instalação logística dedicada a receber, armazenar e expedir materiais e produtos;

**Cessão de Carteira:** Operação em que uma empresa transfere (vende ou cede) a uma terceira parte os direitos de receber uma carteira de contratos/recebíveis futuros;

**COHAB (Companhia de Habitação):** Empresa ou entidade pública responsável pela execução de política habitacional;

**Covenants (Cláusulas restritivas de dívida):** Condições/compromissos inseridos em contratos de dívidas que limitam ou exigem certos comportamentos financeiros da empresa para proteção do credor;

**CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários):** Título de renda fixa lastreado em recebíveis do setor imobiliário. Forma de securitização;

**CUB (Custo Unitário Básico da Construção):** Indicador de referência que estima o custo por metro quadrado para construção de edificações padrão. Determinado pelo SINAPI e normatizado pela NBR 12.721;

**Debênture:** Título de dívida emitido por uma empresa para capturar recursos no mercado, comprador vira credor da empresa;

**Distrato:** Cancelamento do contrato de compra e venda de um imóvel pelo cliente, indicador de qualidade das vendas realizadas;

**FCO (Fluxo de Caixa Operacional):** Linha do demonstrativo do fluxo de caixa que demonstra o caixa gerado (ou consumido) pelas operações do negócio no período;

**FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço):** Fundo formado por depósitos mensais feitos pelo empregador em nome do trabalhador. Utilizado no mercado habitacional brasileiro como instrumento de política pública e funding;

**FGTS Futuro:** Modalidade que permite utilização dos depósitos futuros do FGTS como incremento na capacidade de financiamento;

**FII (Fundo de Investimento Imobiliário):** Fundo que reúne recursos de diferentes investidores para aplicação em ativos ligados ao mercado imobiliário. O investidor compra cotas e passa a ter direito aos rendimentos;

**Follow-On:** Captação no mercado em que uma empresa já listada faz uma nova oferta de ações para levantar recursos;

**HIS (Habitação de Interesse Social):** Categoria de habitação destinada ao atendimento de famílias de baixa renda, podendo ser produzidas por iniciativa pública ou privada;

**INCC (Índice Nacional de Custo da Construção):** Índice que mede a variação (inflação) dos custos da construção civil no Brasil. Divulgado mensalmente pela FGV;

**IPO (Initial Public Offering / Oferta Pública Inicial):** Primeira oferta pública de ações de uma empresa, passando a ter ações negociadas na bolsa de valores. A partir do IPO, a empresa se torna companhia aberta, com obrigações de transparência e governança;

**Kinea Investimentos:** Gestora de recursos do Itaú que atua com plataforma de gestão de fundos e forte atuação no mercado imobiliário;

**Landbank (Banco de Terrenos):** Carteira de terrenos controlados por uma incorporadora (já adquiridos ou com contratos que garantem o direito de desenvolvimento) destinada a futuros lançamentos;

**MAC:** Dentro do glossário da Direcional, compreende os empreendimentos dos segmentos Médio Padrão, Médio-Alto Padrão e Comercial;

**MB (Margem Bruta):** Medida de rentabilidade que quantifica o quanto sobra de receita líquida após o abatimento de custos diretos do que foi produzido/vendido;

**Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV):** também nomeado como Casa Verde Amarela (CVA) é um programa habitacional do segmento econômico criado em 2009, dividido em 4 faixas de atendimento;

**Modelo de Crédito Associativo:** Modalidade em que o financiamento do comprador é contratado já na venda dentro de uma operação estruturada entre banco, incorporadora e compradores. Banco libera os recursos conforme a evolução de obra;

**Modelo Legado:** Dentro do glossário da Direcional, compreende os empreendimentos desenvolvidos no modelo prévio de incorporação e construção;

**Modelo Off-site:** Modelo em que parte relevante da produção de um edifício é realizada fora do canteiro (em fábricas ou ambientes controlados) e posteriormente é transportada e montada no local;

**Novo Modelo:** Dentro do glossário da Direcional, compreende os empreendimentos desenvolvidos no novo modelo de incorporação e construção.

**OPEX (Operational Expenditure / Despesas Operacionais):** Gastos recorrentes para manter a operação rodando no dia a dia;

**Permuta (Financeira ou Física):** Modelo em que o dono do terreno recebe unidades prontas ou uma participação financeira dos recebíveis do empreendimento como mecanismo de pagamento do terreno;

**Plataforma Habitacional:** Dentro do glossário da MRV, é o conjunto de soluções habitacionais em diferentes segmentos. Portfólio diverso em diferentes segmentos dentro do contexto de habitação;

**POC (Percentage of Completion / Percentual de Conclusão):** Método de reconhecimento contábil em que a receita e o custo de um empreendimento são reconhecidos ao longo da execução da obra, proporcionalmente ao avanço do projeto;

**Programa Pode Entrar:** Programa habitacional da Prefeitura de São Paulo voltado a ampliar e facilitar o acesso à habitação de interesse social (HIS), executado pela COHAB e utilizando instrumentos como cartas de crédito;

**Pro-Soluto:** Modalidade de financiamento imobiliário realizado entre a construtora e o cliente, como uma forma de compromisso de pagamento futuro firmado entre as partes;

**Ramp-up:** Fase de incremento contínuo de uma operação até atingimento de ritmo pleno;

**Repasse:** Etapa em que a compra na planta é transferida para um financiamento imobiliário junto a uma instituição financeira (normalmente um banco). O Cliente deixa de pagar majoritariamente à incorporadora e passa a pagar para o banco, a incorporadora passa a receber do banco o valor financiado;

**RET (Regime Especial de Tributação):** Regime opcional de tributação e pagamento unificado aplicável a incorporações imobiliárias vinculadas ao patrimônio de afetação com alíquota de 4%, unificando IRPJ, CSLL, PIS e COFINS. Normalizado pela lei 10.931/2004;

**RET 1%:** Subcategoria do Regime Especial, com alíquota de 1% para as vendas realizadas para imóveis residenciais de interesse social (Faixa Urbano 1 do MCMV);

**RMRJ:** Região Metropolitana do Rio de Janeiro

**RMSP:** Região Metropolitana de São Paulo

**ROE (Return on Equity / Retorno sobre Patrimônio Líquido):** Indicador que mede a rentabilidade do acionista (quanto a empresa gerou de lucro para cada R\$ 1 de patrimônio líquido);

**ROL (Receita Operacional Líquida):** Receita líquida de vendas/serviços após a dedução de itens que não ficam com a empresa;

**SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo):** Sistema/linha de funding que viabiliza o financiamento imobiliário com recursos capturados principalmente na caderneta de poupança. Principal pilar de financiamento habitacional fora do MCMV;

**SELIC:** Taxa básica de juros da economia brasileira, definida pelo Copom (Banco Central). Referência e influência direta para demais taxas de juros;

**SG&A (Selling, General & Administrative Expenses / Despesas Comerciais + Gerais e Administrativas):** Linha de despesa operacional que soma o gasto com vendas (S) e com a estrutura geral e administrativa (G&A);

**Swap (derivativo financeiro):** Contrato em que duas partes trocam fluxos de pagamento (por um período) com base em um valor de referência. Utilizado para gerenciar risco de juros, inflação ou câmbio;

**Tipologia:** Classificação do tipo de unidade/produto dentro de um empreendimento, definido pela planta e atributos do imóvel (número de quartos, vagas, metragem, acabamento);

**Torna:** Valor de um terreno pago efetivamente em dinheiro para compensação de valor entre bens;

**UH (Unidade Habitacional):** Cada unidade habitacional de um empreendimento;

**Vendas Brutas:** Total de vendas contratadas no período antes de descontar distratos e cancelamentos;

**Vendas Líquidas:** Número de vendas efetivamente retidas pela empresa no período, calculado como Vendas Brutas – Distratos e Cancelamentos.

**VG (Valor Geral de Vendas):** Valor total potencial de vendas de um empreendimento se todas as unidades forem vendidas aos preços considerados. É uma métrica de tamanho/escala do portfólio;

**VSO (Velocidade sobre Oferta):** Métrica que indica o quão rápido um empreendimento/estoque está sendo vendido. Termômetro de giro comercial. Vendas no Período / Oferta média do período.

## APÊNDICES - INSTRUMENTOS DE PESQUISA

### APÊNDICE A - ROTEIRO DE ENTREVISTA SEMIESTRUTURADA

#### Informações do Entrevistado

- **Nome:** \_\_\_\_\_
- **Cargo:** \_\_\_\_\_
- **Empresa:** \_\_\_\_\_
- **Tempo na empresa:** \_\_\_\_\_
- **Tempo no cargo atual:** \_\_\_\_\_
- **Data da entrevista:** \_\_\_\_\_
- **Duração:** \_\_\_\_\_

#### BLOCO 1: CARACTERIZAÇÃO DO ENTREVISTADO E CONTEXTO

1. Você poderia descrever sua trajetória profissional e suas principais responsabilidades na empresa?
2. Como você caracterizaria o segmento econômico de incorporação imobiliária no Brasil?
3. Quais são os principais desafios estruturais do setor de incorporação imobiliária brasileiro?

#### BLOCO 2: CONTEXTO PRÉ-PANDEMIA E PERCEPÇÃO DO CHOQUE (2019-2020)

4. Como estava a situação da empresa e do setor no final de 2019/início de 2020?
5. Quando e como a COVID-19 começou a aparecer na agenda da alta gestão da empresa?
6. Como a pandemia foi inicialmente interpretada pela empresa? (ameaça temporária, oportunidade, crise?)
7. Quais foram os primeiros sinais de impacto que vocês identificaram?

#### BLOCO 3: CAPACIDADES DE SENSING (PERCEPÇÃO)

##### Objetivo: Identificar manifestações empíricas das capacidades de sensing

8. **Monitoramento do ambiente:**
  - Que tipo de informações vocês acompanhavam regularmente antes da pandemia?
  - Como esse monitoramento mudou durante a crise?
  - Quais indicadores se tornaram mais críticos? (INCC, taxa de juros, políticas públicas, etc.)

**9. Identificação de mudanças:**

- Como vocês identificaram mudanças nos padrões de demanda dos clientes?
- Que sinais de oportunidades emergiram durante a pandemia?
- Como vocês monitoraram as ações dos concorrentes?

**10. Processos de scanning:**

- Vocês implementaram novos processos de coleta e análise de informação durante a pandemia?
- Como as informações chegavam até a alta gestão?
- Quais fontes de informação se tornaram mais importantes?

**BLOCO 4: CAPACIDADES DE SEIZING (APROVEITAMENTO)**

**Objetivo: Analisar como as capacidades de seizing foram operacionalizadas**

**11. Decisões estratégicas:**

- Quais foram as principais decisões estratégicas tomadas em resposta à pandemia?
- Como vocês priorizaram investimentos e oportunidades durante a crise?
- Houve mudanças no portfólio de produtos ou segmentos de atuação?

**12. Mobilização de recursos:**

- Como vocês mobilizaram recursos (financeiros, humanos, tecnológicos) para aproveitar oportunidades?
- Quais parcerias ou alianças foram desenvolvidas durante a pandemia?
- Como foi gerenciada a liquidez e o financiamento durante a crise?

**13. Timing de decisões:**

- Como vocês balancearam velocidade versus qualidade nas decisões?
- Houve oportunidades perdidas por demora na decisão?
- Alguma decisão foi tomada muito rapidamente?

**BLOCO 5: CAPACIDADES DE RECONFIGURING (RECONFIGURAÇÃO)**

**Objetivo: Examinar estratégias de reconfiguring implementadas**

**14. Mudanças operacionais:**

- Quais mudanças operacionais foram implementadas? (processos de venda, construção, atendimento)
- Como vocês adaptaram os canteiros de obra às restrições sanitárias?
- Que tecnologias ou sistemas novos foram adotados?

**15. Transformação organizacional:**

- Houve mudanças na estrutura organizacional?
- Como foi implementado o trabalho remoto?
- Quais competências organizacionais precisaram ser desenvolvidas?

**16. Adaptação de modelo de negócios:**

- O modelo de negócios da empresa mudou durante a pandemia?
- Como vocês adaptaram a proposta de valor aos clientes?
- Houve mudanças nos canais de distribuição ou relacionamento com clientes?

**BLOCO 6: INTEGRAÇÃO DAS CAPACIDADES E RESULTADOS**

**Objetivo: Relacionar mobilização das capacidades com performance**

**17. Coordenação entre capacidades:**

- Como vocês coordenaram as diferentes iniciativas durante a pandemia?
- Houve conflitos entre diferentes ações ou prioridades?
- Qual foi o papel da alta gestão nessa coordenação?

**18. Resultados e performance:**

- Como vocês avaliam a performance da empresa durante a pandemia comparada aos concorrentes?
- Quais foram os principais indicadores de sucesso utilizados?
- Que resultados inesperados (positivos ou negativos) emergiram?

**19. Aprendizados:**

- Quais foram os principais aprendizados organizacionais da pandemia?
- Que práticas implementadas durante a crise foram mantidas?
- Como a empresa está melhor preparada para futuras crises?

**BLOCO 7: QUESTÕES SETORIAIS E COMPARATIVAS**

**20. Dinâmica setorial:**

- Como vocês veem a resposta do setor como um todo à pandemia?
- Que diferenças vocês observaram entre empresas do segmento econômico?
- Qual o papel das políticas públicas (Minha Casa Minha Vida, etc.) durante a crise?

**21. Perspectivas futuras:**

- Como vocês veem o futuro do segmento econômico pós-pandemia?
- Que tendências permanentes emergiram da crise?
- Quais capacidades serão mais importantes daqui para frente?

**QUESTÕES DE ENCERRAMENTO**

22. Há algo importante sobre a experiência da empresa durante a pandemia que não foi abordado?
23. Vocês teriam recomendações para outras empresas do setor baseadas na experiência de vocês

## **APÊNDICE B - PROTOCOLO DE ANÁLISE DOCUMENTAL**

### **B.1 CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE DOCUMENTOS**

#### **Relatórios Trimestrais (ITRs) e Formulários de Referência**

- **Período:** Q4/2019 a Q4/2023
- **Seções prioritárias:**
  - Comentários da administração sobre performance
  - Descrição dos negócios e estratégias
  - Fatores de risco
  - Perspectivas e projeções
  - Indicadores operacionais e financeiros

#### **Vídeos**

- **Período:** Q4/2019 a Q4/2023
- **Foco de análise:**
  - Narrativa inicial da gestão
  - Respostas a perguntas sobre estratégia
  - Discussões sobre impactos da pandemia
  - Menções a adaptações e mudanças

#### **Releases e Apresentações**

- **Critérios:**
  - Documentos que mencionem COVID-19 ou pandemia
  - Anúncios de mudanças estratégicas
  - Lançamentos de produtos ou serviços
  - Comunicados sobre adaptações operacionais

### **B.2 FRAMEWORK DE CODIFICAÇÃO**

#### **Categorias Principais (baseadas no referencial teórico)**

##### **1. STRATEGIC ISSUES (Processamento de Questões Estratégicas)**

- **SI\_THREAT:** Rotulagem como ameaça

- SI\_OPPORTUNITY: Rotulagem como oportunidade
- SI\_URGENT: Percepção de urgência
- SI\_VIABLE: Percepção de viabilidade
- SI\_AMBIVALENT: Interpretação ambivalente

## **2. SENSING (Capacidades de Percepção)**

- SENS\_MONITOR: Atividades de monitoramento ambiental
- SENS\_TREND: Identificação de tendências
- SENS\_SIGNAL: Captação de sinais fracos
- SENS\_COMPETITOR: Análise de concorrentes
- SENS\_CUSTOMER: Percepção de mudanças nos clientes
- SENS\_REGULATORY: Monitoramento regulatório
- SENS\_MACRO: Análise de variáveis macroeconômicas

## **3. SEIZING (Capacidades de Aproveitamento)**

- SEIZ\_DECISION: Decisões estratégicas
- SEIZ\_INVESTMENT: Decisões de investimento
- SEIZ\_PORTFOLIO: Mudanças de portfólio
- SEIZ\_TIMING: Questões de timing
- SEIZ\_RESOURCE: Mobilização de recursos
- SEIZ\_PARTNERSHIP: Formação de parcerias
- SEIZ\_FUNDING: Gestão de financiamento/liquidez

## **4. RECONFIGURING (Capacidades de Reconfiguração)**

- RECONF\_PROCESS: Mudanças em processos
- RECONF\_STRUCTURE: Mudanças organizacionais
- RECONF\_TECHNOLOGY: Adoção de tecnologias
- RECONF\_BUSINESS\_MODEL: Mudanças no modelo de negócios
- RECONF\_OPERATIONS: Adaptações operacionais
- RECONF\_CAPABILITIES: Desenvolvimento de capacidades

## **5. CONTEXT (Fatores Contextuais)**

- CTX\_MACRO: Condições macroeconômicas
- CTX\_REGULATORY: Mudanças regulatórias
- CTX\_SECTORAL: Dinâmica setorial
- CTX\_COMPETITIVE: Ambiente competitivo

## **6. PERFORMANCE (Indicadores de Performance)**

- PERF\_FINANCIAL: Indicadores financeiros
- PERF\_OPERATIONAL: Indicadores operacionais
- PERF\_MARKET: Performance de mercado
- PERF\_COMPARATIVE: Comparações com concorrentes

### **B.3 PROTOCOLO DE ANÁLISE**

#### **Etapa 1: Leitura e Codificação Inicial**

1. Leitura completa do documento
2. Identificação de seções relevantes
3. Codificação aberta usando categorias do framework
4. Registro de observações preliminares

#### **Etapa 2: Análise Temporal**

1. Organização cronológica das evidências
2. Identificação de padrões temporais
3. Mapeamento de sequência de eventos
4. Análise de evolução das narrativas

#### **Etapa 3: Análise Comparativa**

1. Comparação entre empresas por período
2. Identificação de convergências e divergências
3. Análise de diferentes respostas a choques similares
4. Mapeamento de heterogeneidade de performance

#### **Etapa 4: Triangulação**

1. Cruzamento com dados de entrevistas
2. Verificação de consistência entre fontes
3. Identificação de contradições ou gaps
4. Validação de interpretações

## APÊNDICE C - MATRIZ DE EVIDÊNCIAS

### C.1 TEMPLATE PARA COLETA DE EVIDÊNCIAS

Empresa	Período	Fonte	Categoria	Evidência	Interpretação	Observações
[A/B/C]	[Q1/2020]	[ITR/VID/Rel ease]	[SENS_/SEIZ_/REC ONF_]	[Citação/Descrição]	[Análise preliminar]	[Notas]

### C.2 CRITÉRIOS DE QUALIDADE DAS EVIDÊNCIAS

#### CrITÉrios de AvaliaÇão:

- **Relevância:** Relação direta com capacidades dinâmicas
- **Clareza:** Precisão da informação
- **Temporalidade:** Alinhamento temporal com eventos
- **Triangulação:** Possibilidade de verificação em múltiplas fontes
- **Especificidade:** Nível de detalhe da informação

#### Escala de Classificação:

- **Alto (A):** Evidência clara, específica e triangulável
- **MÉdio (M):** Evidência relevante mas com limitações
- **Baixo (B):** Evidência fragmentária ou ambígua

## **APÊNDICE D - PROTOCOLO DE VALIDAÇÃO**

### **D.1 VALIDAÇÃO INTERNA**

#### **Member Checking**

- Envio de resumo executivo dos achados para entrevistados
- Solicitação de validação das interpretações
- Incorporação de feedback relevante

#### **Triangulação de Investigadores**

- Revisão independente por segundo pesquisador
- Discussão de divergências interpretativas
- Consenso sobre categorização final