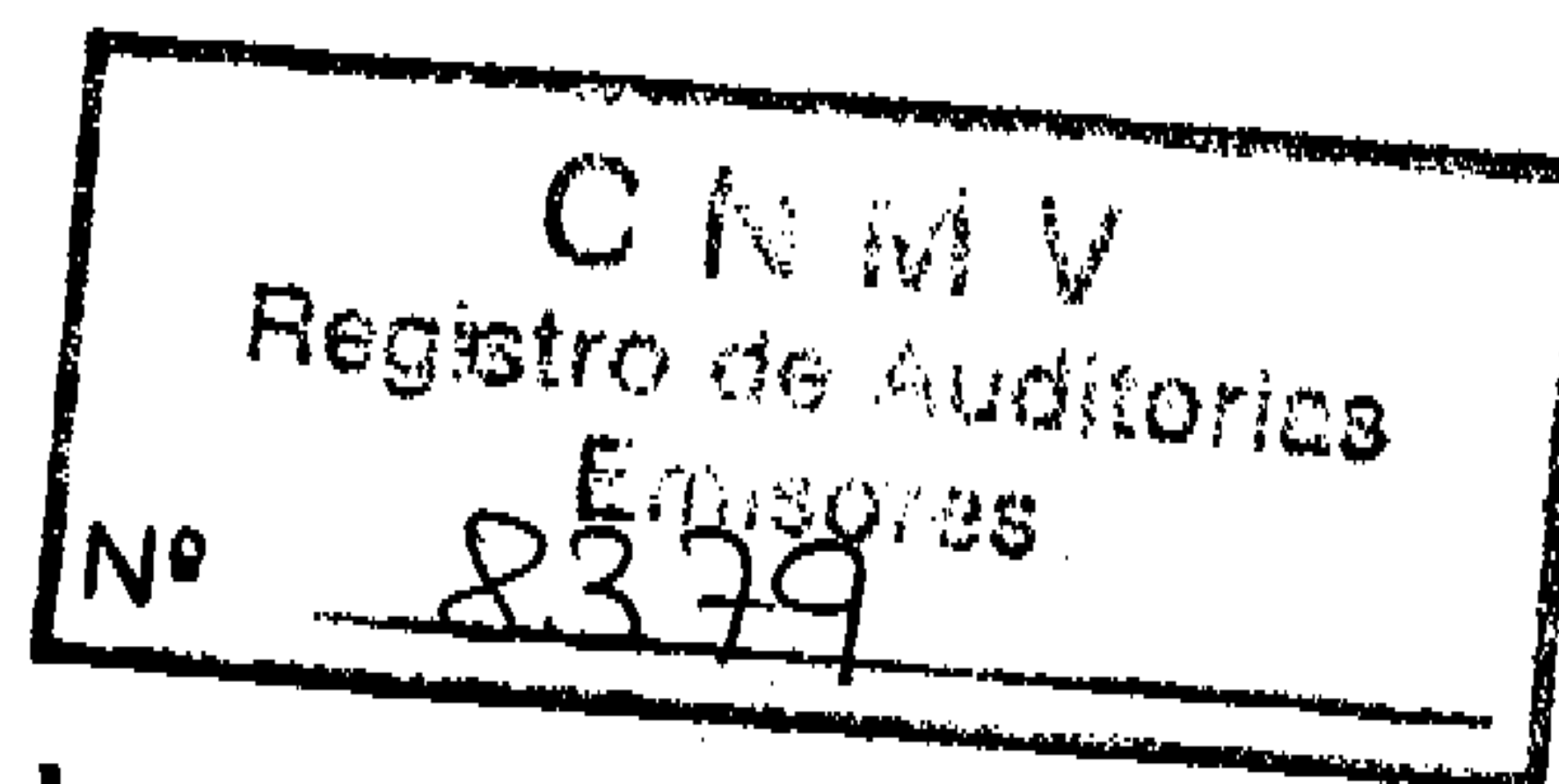


INFORME DE AUDITORÍA

* * * *

Sacyr Vallehermoso, S.A.
Cuentas Anuales e
Informe de Gestión
correspondientes al ejercicio terminado
el 31 de diciembre de 2003



INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS ANUALES

A los Accionistas de
Sacyr Vallehermoso, S.A.

1. Hemos auditado las cuentas anuales de Sacyr Vallehermoso, S.A. que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2003, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de los Administradores de la Sociedad. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas. Nuestro trabajo no incluyó la auditoría de las cuentas anuales de 2003 de determinadas sociedades dependientes y asociadas cuyo coste contable representa, al 31 de diciembre de 2003, 52 millones de euros. Las mencionadas cuentas anuales de estas sociedades han sido auditadas por otros auditores y nuestra opinión expresada en este informe sobre las cuentas anuales de Sacyr Vallehermoso, S.A. se basa, en lo relativo a la participación en estas sociedades, únicamente en el informe de los otros auditores. En la nota 7 de la memoria adjunta se indican estas sociedades y sus respectivos auditores.

2. De acuerdo con la legislación mercantil, los Administradores presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance, de la cuenta de pérdidas y ganancias y del cuadro de financiación, además de las cifras del ejercicio 2003, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2003. Con fecha 30 de enero de 2003 otros auditores emitieron su informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2002 en el que expresaron una opinión favorable.

3. Como se indica en la nota 1 de la memoria, la Sociedad absorbió a Grupo Sacyr, S.A., con efectos contables desde 1 de enero de 2003, adquiriendo en bloque a título de sucesión universal, todo su patrimonio, de conformidad con los balances de fusión cerrados el 31 de diciembre de 2002.

4. Tal y como se indica en la nota 20 de la memoria, la práctica totalidad de los ingresos de la Sociedad provienen de operaciones con sociedades vinculadas.

5. En nuestra opinión, basada en nuestra auditoría y en el informe de los otros auditores, las cuentas anuales del ejercicio 2003 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de Sacyr Vallehermoso, S.A. al 31 de diciembre de 2003 y de los resultados de sus operaciones y de los recursos obtenidos y aplicados durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con principios y normas contables generalmente aceptados que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

6. El informe de gestión adjunto del ejercicio 2003 contiene las explicaciones que los Administradores consideran oportunas sobre la situación de Sacyr Vallehermoso, S.A., la evolución de sus negocios y sobre otros asuntos y no forma parte integrante de las cuentas anuales. Hemos verificado que la información contable que contiene el citado informe de gestión concuerda con la de las cuentas anuales del ejercicio 2003. Nuestro trabajo como auditores se limita a la verificación del informe de gestión con el alcance mencionado en este mismo párrafo y no incluye la revisión de información distinta de la obtenida a partir de los registros contables de la Sociedad.

INSTITUTO DE
CENSORES JURADOS
DE CUENTAS DE ESPAÑA

Miembro ejerciente:
ERNST & YOUNG, S.L.

01SD-000308/96
Año 2004 N°
COPIA GRATUITA

.....
Este informe está sujeto a la tasa
aplicable establecida en la
Ley 44/2002 de 22 de noviembre.
.....

ERNST & YOUNG

(Inscrita en el Registro Oficial de Auditores
de Cuentas con el N° S 0530)



Benicio F. Herranz Hermosa

15 de marzo de 2004

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

Cuentas Anuales e Informe de Gestión
al 31 de Diciembre de 2003
junto al

INFORME DE AUDITORIA DE CUENTAS ANUALES

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

BALANCE DE SITUACIÓN
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



Balance de Situación al 31 de diciembre
(euros)

ACTIVO	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0,00	0,00
B) INMOVILIZADO	1.452.661.405,58	1.341.515.745,47
I. Gastos de establecimiento	11.708.156,71	867.812,22
II. Inmovilizaciones inmateriales	5.199.526,76	7.064.188,50
1. Gastos de investigación y desarrollo	0,00	0,00
2. Concesiones, patentes, marcas y similares	0,00	0,00
3. Fondo de Comercio	0,00	0,00
4. Derechos de traspaso	0,00	0,00
5. Aplicaciones informáticas	8.802.144,41	8.457.078,20
6. Anticipos	0,00	0,00
7. Provisiones	0,00	0,00
8. Amortizaciones	(3.602.617,65)	(1.392.889,70)
III. Inmovilizaciones materiales	3.992.454,33	21.176.254,48
1. Terrenos y construcciones	813.122,16	874.675,56
2. Instalaciones técnicas y maquinaria	699.440,22	699.440,22
3. Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	3.068.389,49	1.936.047,88
4. Anticipos e inmovilizado material en curso	0,00	18.283.222,14
5. Otro inmovilizado	4.870.831,28	3.990.741,80
6. Provisiones	0,00	0,00
7. Amortizaciones	(5.459.328,82)	(4.607.873,12)
IV. Inmovilizaciones financieras	1.427.844.659,45	1.301.777.666,35
1. Participaciones en empresas del grupo	1.427.384.393,26	1.079.129.615,40
2. Créditos a empresas del grupo	0,00	219.919.356,32
3. Participaciones en empresas asociadas	0,00	0,00
4. Créditos a empresas asociadas	0,00	0,00
5. Cartera de valores a largo plazo	0,00	2.175.578,00
6. Otros créditos	338.450,86	499.424,83
7. Depósitos y fianzas constituidos a largo plazo	180.371,33	179.582,42
8. Provisiones	(58.556,00)	(125.890,62)
V. Acciones propias	596.016,78	7.138.941,51
VI. Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	3.320.591,55	3.490.882,41
C) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	2.051.847,43	1.376.632,32

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante de este Balance de Situación.



Balance de Situación al 31 de diciembre
(euros)

ACTIVO (Continuación)	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
D) ACTIVO CIRCULANTE	181.668.973,51	85.491.161,39
I. Accionistas por desembolsos exigidos	0,00	0,00
II. Existencias	843.236,19	4.405.159,68
1. Comerciales	0,00	0,00
2. Materiales primas y otros aprovisionamientos	0,00	0,00
3. Productos en curso y semiterminados	0,00	4.392.740,40
4. Productos terminados	835.100,85	0,00
5. Subproductos, residuos y materiales incorporados.	0,00	0,00
6. Anticipos	8.135,34	12.419,28
7. Provisiones	0,00	0,00
III. Deudores	67.496.579,55	6.268.680,63
1. Clientes por ventas y prestación servicios	114.163,84	292.429,05
2. Empresas del grupo, deudores	2.190.515,81	3.725.440,83
3. Empresas asociadas, deudores	0,00	0,00
4. Deudores varios	42.149,77	629.463,94
5. Personal	48.585,41	5.100,02
6. Administraciones Públicas	65.101.164,72	1.616.246,79
7. Provisiones	0,00	0,00
IV. Inversiones financieras temporales	112.972.630,09	74.765.654,74
1. Participación en empresas del grupo	0,00	0,00
2. Créditos a empresas del grupo	0,00	0,00
3. Participación en empresas asociadas	0,00	0,00
4. Créditos a empresas asociadas	112.972.630,09	74.765.654,74
5. Cartera de valores a corto plazo	0,00	0,00
6. Otros créditos	0,00	0,00
7. Depósitos y fianzas constituidos a corto plazo	0,00	0,00
8. Provisiones	0,00	0,00
V. Acciones propias a corto plazo	0,00	0,00
VI. Tesorería	356.527,68	51.666,34
VII. Ajustes por periodificación	0,00	0,00
TOTAL ACTIVO	1.636.382.226,52	1.428.383.539,18

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante de este Balance de Situación.



Balance de Situación al 31 de diciembre
(euros)

PASIVO	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) FONDOS PROPIOS	661.941.588,12	841.285.469,37
I. Capital suscrito	245.810.851,00	154.764.041,00
II. Prima de emisión	0,00	285.182.172,73
III. Reserva de revalorización	12.900.845,02	12.900.845,02
IV. Reservas	354.432.642,37	296.844.496,39
1. Reserva legal	30.952.801,83	30.505.831,83
2. Reserva para acciones propias	596.016,27	7.138.941,54
3. Reservas estatutarias	0,00	0,00
4. Otras reservas	322.883.824,27	259.199.723,02
V. Resultados de ejercicios anteriores	0,00	0,00
1. Remanente	0,00	0,00
2. Resultados negativos ejercicios anteriores	0,00	0,00
3. Aportaciones de socios para compensación de pérdidas	0,00	0,00
VI. Pérdidas y ganancias	114.836.418,51	114.597.535,70
VII. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	(66.039.168,78)	(23.003.621,47)
B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00
1. Subvenciones de capital	0,00	0,00
2. Otros a distribuir en varios ejercicios	0,00	0,00
C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	8.885.242,21	12.827.894,32
1. Provisión para pensiones y obligaciones similares	0,00	0,00
2. Provisión para impuestos	0,00	4.174,75
3. Otras provisiones	8.885.242,21	12.823.719,57
4. Fondo de reversión	0,00	0,00

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante de este Balance de Situación.



Balance de Situación al 31 de diciembre
(euros)

PASIVO (Continuación)	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
D) ACREEDORES A LARGO PLAZO	440.442.811,06	332.125.294,88
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	103.414.726,71	108.080.968,35
1. Obligaciones no convertibles	103.414.726,71	108.080.968,35
2. Obligaciones convertibles	0,00	0,00
3. Otras deudas representadas en valores negociables	0,00	0,00
II. Deudas con entidades de crédito	148.559.469,07	162.506.492,76
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas	188.368.615,28	61.237.833,77
1. Deudas con empresas del grupo	188.368.615,28	61.237.833,77
2. Deudas con empresas asociadas	0,00	0,00
IV. Otros acreedores	100.000,00	300.000,00
1. Deudas representadas por efectos a pagar	0,00	0,00
2. Otras deudas	100.000,00	300.000,00
3. Fianzas y depósitos recibidos a largo plazo	0,00	0,00
V. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	0,00	0,00
1. De empresas del grupo	0,00	0,00
2. De empresas asociadas	0,00	0,00
3. De otras empresas	0,00	0,00
E) ACREEDORES A CORTO PLAZO	525.112.585,13	242.144.880,61
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	251.585.956,49	176.620.055,13
1. Obligaciones no convertibles	249.950.000,00	174.825.000,00
2. Obligaciones convertibles	0,00	0,00
3. Otras deudas representadas en valores negociables	0,00	0,00
4. Intereses de obligaciones y otros valores	1.635.956,49	1.795.055,13
II. Deudas con entidades de crédito	48.794.033,06	45.860.117,57
1. Préstamos y otras deudas	46.323.455,78	44.155.852,77
2. Deuda por intereses	2.470.577,28	1.704.264,80
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	135.628.366,73	1.069.525,67
1. Deudas con empresas del grupo	135.628.366,73	1.069.525,67
2. Deudas con empresas asociadas	0,00	0,00
IV. Acreedores comerciales	3.171.232,49	6.334.716,92
1. Anticipos recibidos por pedidos	(24,12)	1.452.280,81
2. Deudas por compras o prestaciones de servicios	2.024.627,43	4.177.118,52
3. Deudas representadas por efectos a pagar	1.146.629,18	705.317,59
V. Otras deudas no comerciales	75.866.602,68	12.260.465,32
1. Administraciones Públicas	75.617.647,63	12.258.578,80
2. Deudas representadas por efectos a pagar	0,00	0,00
3. Otras deudas	(483,90)	1.886,52
4. Remuneraciones pendientes de pago	249.438,95	0,00
5. Fianzas y depósitos recibidos a corto plazo	0,00	0,00
VI. Provisiones para operaciones de tráfico	10.066.393,68	0,00
VII. Ajustes por periodificación	0,00	0,00
TOTAL PASIVO.	1.636.382.226,52	1.428.383.539,18

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante del Balance de Situación.



SACYR VALLEHERMOSO, S.A.


CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



Cuenta de Pérdidas y Ganancias al 31 de diciembre
(euros)

GASTOS	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Reducción de existencias de productos terminados	3.557.639,55	0,00
2. Aprovisionamientos	3.557.081,75	3.054.063,46
a) Consumo de existencias comerciales	3.557.081,75	3.054.063,46
b) Consumo de materiales y otras materias consumibles	0,00	0,00
c) Otros gastos externos	0,00	0,00
3. Gastos de personal	16.306.993,92	11.392.995,59
a) Sueldos, salarios y asimilados	14.604.371,03	9.828.583,34
b) Cargas sociales	1.702.622,89	1.564.412,25
4. Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	5.282.412,90	2.338.421,27
5. Variación de las provisiones de tráfico	5.435.750,25	902.122,49
a) Variación de provisiones de existencias	0,00	0,00
b) Variación de prov.y pérdidas de créditos incobrables	0,00	0,00
c) Variación de otras provisiones de tráfico	5.435.750,25	902.122,49
6. Otros gastos de explotación	24.792.446,57	14.383.937,78
a) Servicios exteriores	24.717.690,14	14.371.799,47
b) Tributos	33.251,43	12.165,88
c) Otros gastos de gestión corriente	41.505,00	(27,57)
d) Dotación al fondo de reversión	0,00	0,00
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	58.932.324,94	32.071.540,59
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN	0,00	0,00
7. Gastos financieros y gastos asimilados	33.795.342,96	45.757.241,05
a) Por deudas con empresas del grupo	10.420.393,81	0,00
b) Por deudas con terceros y gastos asimilados	23.374.949,15	45.757.241,05
c) Pérdidas de inversiones financieras	0,00	0,00
8. Variación de las provisiones de inversiones financieras	(71.302,30)	(901.084,33)
9. Diferencias negativas de cambio	211,17	0,00
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	125.972.432,63	105.149.866,21
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	92.691.221,09	104.983.540,91
10. Variación provisiones inmov.inmaterial, material y cartera	0,00	0,00
11. Pérdidas procedentes inmov.inmaterial, material y cartera	2.184.818,71	19.433,01
12. Pérdidas por operaciones con accnes.y obligaciones propias	0,00	0,00
13. Gastos extraordinarios	2.988.706,52	1.924.595,51
14. Gastos y pérdidas de otros ejercicios	0,00	0,00
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS	0,00	0,00
V. BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS	91.252.877,06	104.323.921,92
15. Impuesto sobre Sociedades	(23.583.541,45)	(10.273.613,78)
16. Otros impuestos	0,00	0,00
VI. RTDO. DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	114.836.418,51	114.597.535,70

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante de esta cuenta de Pérdidas y Ganancias.


SACYR VALLEHERMOSO, S.A.
 Cuentas Anuales. Ejercicio 2003-2004

Cuenta de Pérdidas y Ganancias al 31 de diciembre
(euros)

INGRESOS	Euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Importe neto de la cifra de negocios	25.565.995,06	28.734.024,09
a) Ventas	7.374.879,20	0,00
b) Prestaciones de servicios	18.191.115,86	28.734.024,09
c) Devoluciones sobre ventas	0,00	0,00
2. Aumento de existencias	0,00	3.054.063,46
3. Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	0,00	0,00
4. Otros ingresos de explotación	85.118,34	117.127,74
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	85.118,34	117.127,74
b) Subvenciones	0,00	0,00
c) Exceso de provisiones de riesgos y gastos	0,00	0,00
TOTAL INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	25.651.113,40	31.905.215,29
I. PÉRDIDAS DE EXPLOTACIÓN	33.281.211,54	166.325,30
5. Ingresos de participaciones en capital	155.658.876,53	126.238.241,00
6. Ingresos de otros val.negociab.y créditos del activo inmov.	3.888.431,05	23.767.739,53
7. Otros intereses e ingresos asimilados	149.376,88	42,40
8. Diferencias positivas de cambio	0,00	0,00
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS	0,00	0,00
III. PÉRDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	0,00	0,00
9. Bº en enajenación de inmov.inmaterial, material y cartera	1.034,00	5.222,05
10. Bº por operaciones con acciones propias	3.732.680,33	0,00
11. Subvenciones de capital transferidas al resultado ejercicio	0,00	0,00
12. Ingresos extraordinarios	70,29	1.279.187,48
13. Ingresos y beneficios de otros ejercicios	1.396,58	0,00
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS	1.438.344,03	659.618,99
V. PÉRDIDAS ANTES DE IMPUESTOS	0,00	0,00
VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (PÉRDIDAS)	0,00	0,00

Las notas adjuntas números 1 a 27 descritas en la Memoria forman parte integrante de esta cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Actividad de Sacyr Vallehermoso, S.A.

La sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A. (en adelante la Sociedad o la Matriz), surge como efecto de la fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. (sociedad absorbida) por Vallehermoso, S.A. (sociedad absorbente) durante el ejercicio 2003.

Constituye su objeto social:

- a. La adquisición y construcción de fincas urbanas para su explotación en forma de arriendo o para su enajenación.
- b. La rehabilitación de edificios para su ulterior arrendamiento o enajenación.
- c. La compraventa de terrenos, derechos de edificación y unidades de aprovechamiento urbanístico, así como su ordenación, transformación, urbanización, parcelación, reparcelación, compensación, etc., y posterior edificación, en su caso, interviniendo en todo el proceso urbanístico hasta su culminación por la edificación.
- d. La administración, la conservación, el mantenimiento y, en general, todo lo relacionado con las instalaciones y los servicios de fincas urbanas, así como los terrenos, infraestructuras, obras, instalaciones de urbanización que correspondan a los mismos en virtud del planeamiento urbanístico, ya sea por cuenta propia o ajena, y la prestación de servicios de arquitectura, ingeniería y urbanismo relacionados con dichas fincas urbanas, o con su propiedad.
- e. La prestación y comercialización de toda clase de servicios y suministros relativos a las comunicaciones, a la informática y a las redes de distribución energéticas, así como la colaboración en la comercialización y mediación en seguros, servicios de seguridad y transporte, bien por cuenta propia o ajena.
- f. La gestión y administración de espacios comerciales, de residencias y centros de la tercera edad, de hoteles y residencias turísticas, y de estudiantes.
- g. La contratación, gestión y ejecución de toda clase de obras y construcciones en su más amplio sentido, tanto públicas como privadas, como carreteras, obras hidráulicas, ferrocarriles, obras marítimas, edificación, obras del medio ambiente, y en general todas las relacionadas con el ramo de la construcción.
- h. La adquisición, administración, gestión, promoción, explotación en arrendamiento o en cualquier otra forma, construcción, compra y venta de toda clase de bienes inmuebles, así como el asesoramiento respecto a las operaciones anteriores.
- i. La elaboración de todo tipo de proyectos de ingeniería y arquitectura, así como la dirección, supervisión y asesoramiento en la ejecución de todo tipo de obras y construcciones.
- j. La adquisición, tenencia, disfrute, administración y enajenación de toda clase de valores mobiliarios por cuenta propia, quedando excluidas las actividades que la legislación especial y básicamente la Ley del Mercado de Valores, atribuye con carácter exclusivo a otras entidades.
- k. Gestionar servicios públicos de abastecimiento de agua, alcantarillado y depuración.

- l. La gestión de toda clase de concesiones, subvenciones y autorizaciones administrativas de obras, servicios y mixtas del Estado, Comunidades Autónomas, Provincia y Municipio de las que sea titular y la participación accionarial en sociedades de aquellas.
- m. La explotación de minas y canteras y la comercialización de sus productos.
- n. La fabricación, compra, venta, importación, exportación y distribución de equipos, instalación de elementos y materiales de construcción o destinados a la misma.
- o. Adquisición, explotación en cualquier forma, comercialización, cesión y enajenación de todo tipo de propiedad intelectual y patentes y demás modalidades de propiedad industrial.
- p. Fabricación y comercialización de productos prefabricados y demás relacionados con la construcción.
- q. La dirección y gestión de empresas filiales y sociedades participadas españolas y extranjeras, mediante su participación en los órganos de administración. La dirección estratégica y administrativa de sus sociedades filiales en España y en el extranjero, así como el asesoramiento jurídico, económico, contable, laboral, presupuestario, financiero, fiscal, comercial e informático de dichas sociedades.

Las actividades integrantes del objeto social descrito en los apartados anteriores podrán ser también desarrolladas indirectamente, a través de la participación en otras entidades o en sociedades con objetos idénticos o análogos.

El día 29 de enero de 2003, los Consejos de Administración de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. formularon y aprobaron el Proyecto de Fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. por Vallehermoso, S.A..

El 3 de abril de 2003, las Juntas Generales de Accionistas de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. aprobaron la fusión entre ambas entidades, cambiando la denominación social por la de Sacyr Vallehermoso, S.A.

Una vez inscrita en el Registro Mercantil la escritura de fusión, el día 30 de mayo de 2003, Grupo Sacyr, S.A. anuló y canjeó sus acciones por acciones de Vallehermoso, S.A.

El número total de acciones de Vallehermoso, S.A. que se entregaron en canje a los accionistas de Grupo Sacyr fue de 128.964.000 divididas en:

- 37.917.190 acciones de Vallehermoso, S.A. que eran propiedad de la absorbida Grupo Sacyr por la participación de ésta sobre aquella en un 24,5%.
- 91.046.810 acciones de Vallehermoso, S.A. de nueva emisión procedentes de un aumento de capital de dicha sociedad.

El importe nominal del aumento de capital acordado por la Junta General de Accionistas de Vallehermoso de 3 de abril de 2003 es de 91.046.810 euros, dividido en 91.046.810 acciones de un euro de valor nominal cada una. La prima de emisión del conjunto de las acciones emitidas ascendió a 276.966.713 euros.

Tanto el valor nominal como la prima de emisión de las acciones de nueva emisión quedaron íntegramente desembolsadas como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de Grupo Sacyr a Vallehermoso.

El valor asignado por los Administradores a la sociedad Grupo Sacyr se corresponde con los valores netos contables de los elementos patrimoniales que la componen referidos a 31 de diciembre de 2002. El conjunto de bienes, derechos, obligaciones y deudas objeto de la aportación no dineraria, resumido por masas patrimoniales, se detalla a continuación:

<u>Bienes y derechos</u>	Miles euros
Gastos de establecimiento	1.214
Inmovilizado financiero	240.477
Acciones propias	13
Deudores	15
Inversiones financieras temporales	127.429
Tesorería	157
Total bienes y derechos	369.305
<u>Deudas y obligaciones</u>	
Acreeedores comerciales	68
Acreeedores no comerciales	1.223
Total deudas y obligaciones	1.291
Valor neto de la actividad aportada	368.014

El proyecto de fusión establece como fecha a partir de la cual la operación de Grupo Sacyr, S.A. se considera realizada a efectos contables por cuenta de Vallehermoso, S.A., el día 1 de enero de 2003.

La sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A. es la cabecera de un grupo de empresas y una de sus actividades consiste en la dirección, gestión y administración de las sociedades participadas, así como la gestión financiera de la tesorería y la financiación del Grupo. Por este motivo, en ocasiones, el Fondo de Maniobra pudiera ser negativo como consecuencia de la financiación a corto plazo de sociedades filiales.

1. Bases de presentación

En cumplimiento de la legislación vigente, los Administradores de la Sociedad formulan las cuentas anuales de acuerdo con el Plan General de Contabilidad, habiendo sido preparadas a partir de los registros contables, y estimándose que serán aprobadas por la Junta General de Accionistas sin variaciones significativas.

Las cifras contenidas en el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias, están expresadas en euros, mientras que los cuadros explicativos de la memoria se hallan en miles de euros.

a) Imagen fiel.

Las Cuentas Anuales adjuntas han sido obtenidas de los registros contables de la Sociedad y se presentan de acuerdo con las normas del Plan General de Contabilidad,

de forma que muestran la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera, de los resultados y de los recursos obtenidos y aplicados por la Sociedad.

Estas Cuentas Anuales, que han sido formuladas por los Administradores de la Sociedad, se someterán para su aprobación a la Junta General Ordinaria de Accionistas, estimándose que serán aprobadas sin ninguna modificación. Las Cuentas comparativas del ejercicio 2002 fueron aprobadas en Junta General de Accionistas de fecha 3 de Abril del 2003.

b) Principios contables.

El Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias se han confeccionado siguiendo los principios contables de prudencia, empresa en funcionamiento, registro, precio de adquisición, devengo, correlación de ingresos y gastos, no compensación, uniformidad e importancia relativa que determinan las normas mercantiles vigentes, aclarando en la presente Memoria todos los apartados que, por su naturaleza o importancia relativa, merecen una explicación complementaria.

2. Distribución de resultados

La propuesta de distribución de los resultados del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2003, formulada por los Administradores y pendiente de aprobación por la Junta General de Accionistas, es la siguiente:

<u>Euros</u>	2003
Base de reparto	114.836.418,51
Resultado 2003	114.836.418,51
Distribución	114.836.418,51
A dividendos	102.877.595,88
A Reserva Legal	11.483.641,85
A Reserva Voluntaria	475.180,78

De los 102.877.595,88 euros correspondientes a dividendos, equivalentes a 0,42 euros por acción, se ha acordado la distribución a cuenta de:

- 18.344.213,55 euros el 7 de julio de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 14 de julio de 2003.
- 18.344.213,55 euros el 8 de octubre de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 15 de octubre de 2003.
- 29.350.741,68 euros el 8 de octubre de 2003 (0,12 euros por acción), pagados el 16 de octubre de 2003 y
- 18.419.213,55 euros el 11 de diciembre de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 9 de enero de 2004.

El importe pagado en el ejercicio 2003 figura contabilizado en el epígrafe "Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio" del Pasivo del Balance, minorando los Fondos Propios en dicha cantidad.

El dividendo pendiente de distribuir, según la propuesta de distribución de resultados, asciende a 18.419.213,55 euros, equivalente a 0,075 euros por acción.

La distribución de resultados correspondiente al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2002, efectuada durante 2003, se presenta con el detalle del movimiento de fondos propios de la Nota 12.



El día 7 de julio de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.344 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Tesorería e inversiones al 30 de junio de 2003	80.391.833,96
Crédito disponible al 30 de junio de 2003	67.827.687,10
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-1.285.337,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	146.934.184,06

JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Beneficio Después de Impuestos (30 de junio de 2003)	33.951.042,66
Reservas Legal (10% del resultado)	3.395.104,27
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	30.555.938,39

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO (*)	18.344.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 14 de julio de 2003



El día 8 de octubre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.344 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de agosto de 2003	32.590.395,09
Crédito disponible al 31 de agosto de 2003	59.980.648,37
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-5.873.123,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	86.697.920,46

JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de agosto de 2003	74.425.699,06
Dotación a Reserva Legal	7.442.569,91
B.D.I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	66.983.129,15
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	18.344.213,55
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	48.638.915,60

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO (*)	18.344.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 15 de octubre de 2003.



El día 8 de octubre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 12% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 29.350 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de agosto de 2003	32.590.395,09
Crédito disponible al 31 de agosto de 2003	59.980.648,37
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-5.873.123,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	86.697.920,46

JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de agosto de 2003	74.425.699,06
Dotación a Reserva Legal	7.442.569,91
B.D.I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	66.983.129,15
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	36.688.427,10
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	30.294.702,05

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,1200
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO (*)	29.350.741,68

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 16 de octubre de 2003.



El día 11 de diciembre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.419 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de octubre de 2003	78.468.951,08
Crédito disponible al 31 de octubre de 2003	22.147.600,00
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	13.993.400,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	114.609.951,08

JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de octubre de 2003	102.053.744,45
Dotación a Reserva Legal	10.205.374,45
B.D.I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	91.848.370,01
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	66.039.168,78
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	25.809.201,23

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	221.337
Acciones con derecho al dividendo	245.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO (*)	18.419.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero el día 9 de enero de 2004.



3. Normas de valoración

Las principales normas de valoración utilizadas en la elaboración de las cuentas anuales adjuntas, de acuerdo con la regulación que establece el Plan General de Contabilidad, han sido las siguientes:

a) **Gastos de establecimiento**

Los gastos de establecimiento, que incluyen los incurridos en relación con las ampliaciones de capital efectuadas, se muestran al coste, netos de la correspondiente amortización acumulada, que se calcula utilizando el método lineal sobre un período de 5 años.

b) **Inmovilizaciones inmateriales**

El inmovilizado inmaterial se valora al coste de adquisición, y se presenta neto de su correspondiente amortización acumulada. Este epígrafe recoge, principalmente, aplicaciones informáticas que se amortizan en un periodo de cuatro años desde su puesta en funcionamiento.

c) **Inmovilizaciones materiales**

El inmovilizado material se registra por su valor de coste de adquisición, mas las revalorizaciones legales a las que la sociedad se ha acogido.

En construcciones en curso se incluyen los costes incurridos, además de todas aquellas instalaciones y elementos que tienen carácter de permanencia, las tasas inherentes a la construcción y los honorarios facultativos del proyecto y dirección de obras. Se incluye así mismo en el coste de los edificios y otras construcciones el coste de los solares sobre los que se ha construido.

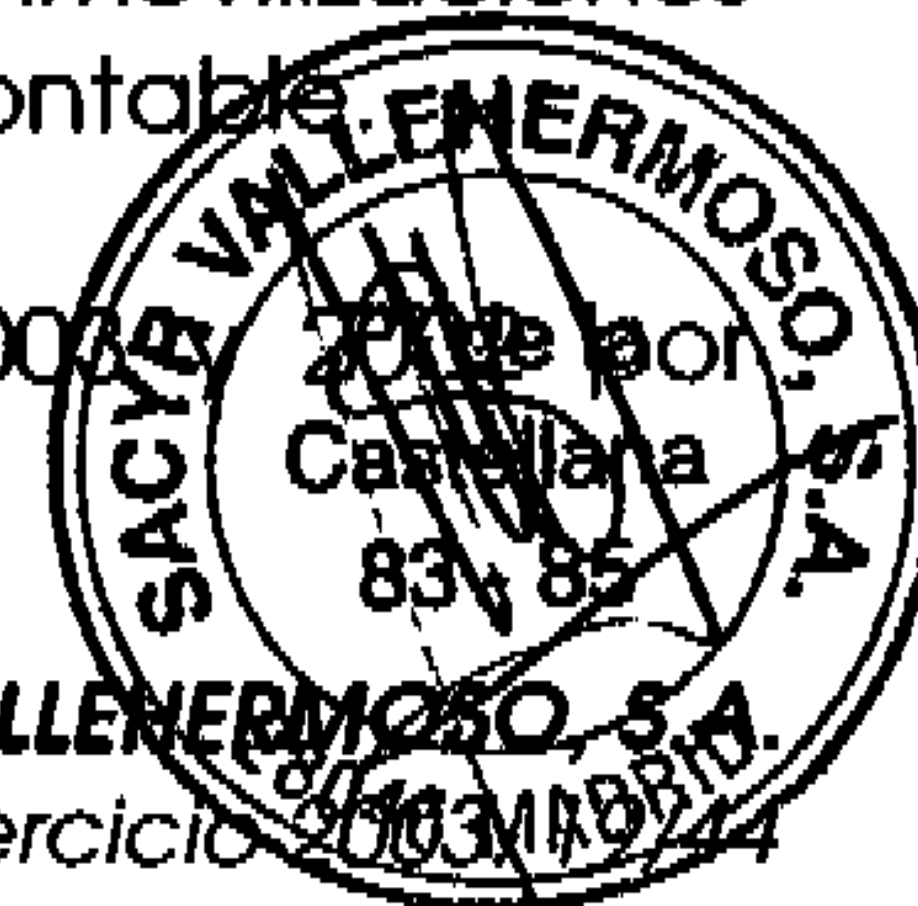
La amortización de los elementos del inmovilizado material se practica sobre los valores de coste o coste actualizado siguiendo el método lineal durante los siguientes períodos de vida útil estimados:

	<u>Años de vida útil</u>
Construcciones	50 a 68
Instalaciones técnicas y maquinaria	5 a 10
Mobiliario	9 a 12
Elementos de transporte	5 a 8
Equipos para procesos de información	3 a 4

Los costes de mejora que prolongan la vida útil de los inmuebles se incorporan cada año como mayor valor de los mismos. Por el contrario, los gastos de mantenimiento y reparaciones del inmovilizado material que no mejoran su utilización o prolongan su vida útil, se cargan a las cuentas de pérdidas y ganancias en el momento en que se producen.

La Sociedad dota las oportunas provisiones por depreciación de sus inmovilizaciones materiales cuando existen dudas sobre la recuperabilidad de su valor contable.

El cargo a la cuenta de Pérdidas y Ganancias de los ejercicios 2003



amortización del inmovilizado material, ascendió a 865 y 813 miles de euros respectivamente.

d) Inmovilizaciones financieras

Los valores mobiliarios de renta fija y variable figuran valorados a su precio de adquisición, incluidos los gastos inherentes a la compra y, en su caso, el coste de los derechos de suscripción.

A efectos de la preparación de las cuentas anuales individuales de la Sociedad, las inversiones en sociedades del grupo y asociadas son valoradas a coste de adquisición, dotándose las oportunas provisiones por depreciación de los valores mobiliarios cuando se aprecian circunstancias de suficiente entidad y clara constancia. A estos efectos, cuando se trata de participaciones en capital, se provisiona el exceso del coste de adquisición sobre el valor teórico contable de las participaciones, corregido por el importe de las plusvalías tácitas adquiridas en el momento de la compra que todavía subsisten al cierre del ejercicio.

Las pérdidas de sociedades participadas generadas desde el momento de su adquisición son objeto de provisión en las cuentas anuales individuales de la Sociedad, cuando el coste de adquisición excede al valor teórico contable de las participaciones.

Para los valores admitidos a cotización en un mercado secundario de valores, cuando el menor de los valores correspondientes a la cotización media del último trimestre y a la cotización al cierre, resulta inferior al valor de adquisición, se dotan las provisiones necesarias para reflejar la depreciación experimentada.

Se consideran empresas del grupo aquellas en las que se posee más del 50% del capital social y empresas asociadas aquellas en las que se posee al menos el 20% del capital social si no están admitidas a cotización oficial, o al menos el 3% si están admitidas.

e) Gastos a distribuir en varios ejercicios

Incluyen, principalmente, los gastos incurridos en la emisión de obligaciones convertibles y pagarés, que se imputan a resultados linealmente a lo largo de la vida de la emisión. Para las obligaciones que son convertidas en acciones, se traspan los gastos pendientes de amortización en el momento de la conversión a la cuenta de gastos de ampliación de capital recogida dentro del epígrafe de Gastos de Establecimiento.

f) Existencias

Las existencias, recogen existencias pendientes de venta de las dos únicas promociones que hay en Sacyr Vallehermoso, S.A., valoradas al precio de adquisición o coste de ejecución.

El resto de promociones están recogidas en la filial de promoción (Vallehermoso División Promoción, S.A.U.), tras el proceso de filialización de actividades.

La Sociedad dota las oportunas provisiones por depreciación de las existencias cuando el coste contabilizado excede a su valor de mercado.



g) Provisiones por terminación de promociones

Esta provisión, incluida en el Pasivo del Balance, corresponde al importe estimado de las posibles obligaciones para terminación de promociones cuyo pago no es aún determinable en cuanto a su importe exacto o es incierto en cuanto a la fecha en que se producirá, dependiendo del cumplimiento de determinadas condiciones. Las dotaciones se efectúan de acuerdo con las mejores estimaciones del devengo anual.

En la actividad inmobiliaria, las promociones se cierran al 80% de realización, reconociéndose las ventas y dotándose la correspondiente provisión por los costes pendientes.

Al 31 de diciembre de 2003 existen provisiones dentro de los Acreedores a corto plazo en el Pasivo del Balance de Situación por 1.066 miles de euros.

h) Provisiones para riesgos y gastos.

La política seguida respecto a la contabilización de provisiones para riesgos y gastos consiste en registrar el importe estimado para hacer frente a responsabilidades probables o ciertas, nacidas de litigios en curso y por indemnizaciones u obligaciones pendientes de cuantía indeterminada, avales y otras garantías similares. Su dotación se efectúa al nacimiento de la responsabilidad o de la obligación que determina la indemnización o pago.

i) Préstamos y deudas financieras

Las cuentas de crédito se muestran por el importe dispuesto.

j) Corto/largo plazo

En los balances de situación adjuntos, se clasifican a corto plazo los activos y deudas con vencimiento igual o inferior a doce meses, y a largo plazo si su vencimiento supera dicho período.

k) Indemnizaciones por despido

Los pagos por indemnizaciones, cuando surgen, se cargan a gastos en el momento en que se toma la decisión de efectuar el despido.

l) Impuesto sobre Sociedades

El gasto por Impuesto sobre Sociedades de cada ejercicio se calcula sobre el beneficio económico, corregido por las diferencias permanentes según los criterios fiscales y tomando en cuenta las bonificaciones y deducciones aplicables. El efecto impositivo de las diferencias temporales se incluye, en su caso, en las correspondientes partidas de impuestos anticipados o diferidos del balance de situación.

Sacyr Vallehermoso, S.A. y sus sociedades participadas que cumplen lo establecido en la Ley 43/1995 del Impuesto sobre Sociedades han optado, mediante acuerdo de los respectivos Órganos de Administración de cada sociedad, acogerse al Régimen de Consolidación Fiscal para el periodo 2003, realizando la preceptiva comunicación a la A.E.A.T., quien comunicó a la sociedad cabecera del grupo fiscal su número de identificación fiscal.

El gasto por Impuesto sobre Sociedades de cada ejercicio se calcula sobre la por acumulación de bases imponibles de cada sociedad, corrigiendo el



con las diferencias permanentes surgidas a nivel consolidado y temporales surgidas a nivel local.

m) Reconocimiento de resultados

Se sigue el método de reconocer en cada ejercicio los resultados, e imputar las ventas como Cifra de Negocios, cuando los inmuebles promovidos para la venta se encuentran sustancialmente terminados, con unos costes de construcción incurridos superiores al 80% del total previsto y siempre que existe un contrato de compra venta con un tercero. En este momento la sociedad registra todos los costes pendientes necesarios para la entrega de los inmuebles en perfectas condiciones de uso.

Los inmuebles vendidos con posterioridad a lo descrito en el párrafo anterior se imputan como Cifra de Negocios y se reconocen los resultados en el momento de su venta.

Las cantidades percibidas de los clientes con anterioridad a la entrega del inmueble, se registran como "Anticipos de clientes" dentro del epígrafe de "Acreedores a corto plazo" en el pasivo del balance de situación.

El resto de ingresos y gastos se imputan en función del criterio del devengo, es decir, cuando se produce la corriente real de bienes y servicios que los mismos representan, con independencia del momento en que se produzca la corriente monetaria o financiera derivada de ellos.

n) Acciones propias

Las acciones propias se valoran según coste de adquisición dotándose la correspondiente reserva indisponible por el valor teórico contable. La sociedad dota la correspondiente provisión por la diferencia entre el valor medio de adquisición y el teórico contable.

o) Medio Ambiente.

Los costes incurridos en la adquisición de sistemas, equipos e instalaciones cuyo objeto sea eliminación, limitación o el control de los posibles impactos que pudiera ocasionar el normal desarrollo de la actividad de la sociedad sobre el medio ambiente, se consideran inversiones en inmovilizado.

El resto de los gastos relacionados con el medio ambiente, distintos de los realizados para la adquisición de los elementos de inmovilizado, se consideran gastos del ejercicio.

Por lo que respecta a las posibles contingencias que en materia medioambiental pudieran producirse, los administradores consideran que éstas se encuentran suficientemente cubiertas con las pólizas de seguro de responsabilidad civil que tienen suscritas.



4. Gastos de establecimiento

Durante el ejercicio 2003, se han incorporado a la partida de Gastos de Establecimiento los importes correspondientes a la ampliación de capital de la fusión de Vallehermoso S.A. con Grupo Sacyr S.A., por importe de 14.495 miles de euros.

La amortización de estos gastos se realiza sistemáticamente en un plazo de 5 años. En el ejercicio 2003 se han amortizado 2.208 miles de euros.

5. Inmovilizaciones inmateriales

Su detalle y movimiento durante el ejercicio 2003 es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	Saldos al 31/12/2002	Aumentos	Bajas	Saldos al 31/12/2003
Aplicaciones informáticas	8.457	345	0	8.802
Coste	8.457	345	0	8.802
Amortización Acumulada	-1.393	-2.209	0	-3.602
INMOVILIZADO INMATERIAL	7.064	-1.864	0	5.200

Los activos inmateriales totalmente amortizados ascienden a 148 miles de euros.

6. Inmovilizaciones materiales

El detalle y movimiento de este capítulo del balance de situación se muestra a continuación:

<u>Miles de euros</u>	Saldos al 31/12/2002	Aumentos	Bajas	Saldos al 31/12/2003
Terrenos y construcciones	875	0	-62	813
Instalaciones técnicas y maquinaria	699	0	0	699
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	1.936	1.165	-33	3.068
Anticipos e inmovilizado material en curso	18.283	4.400	-22.683	0
Otro inmovilizado material	3.991	1.052	-172	4.871
Coste	25.784	6.617	-22.950	9.451
Terrenos y construcciones	-206	-15	7	-214
Instalaciones técnicas y maquinaria	-461	-32	0	-493
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	-1.553	-142	7	-1.688
Anticipos e inmovilizado material en curso	0	0	0	0
Otro inmovilizado material	-2.388	-676	0	-3.064
Amortización Acumulada	-4.608	-865	14	-5.459
INMOVILIZADO MATERIAL	21.176	5.752	-22.936	3.992

La Sociedad, haciendo uso de las distintas disposiciones fiscales de actualización de activos

hasta 1983, incrementó el coste y la amortización acumulada de su inmovilizado material por un importe neto de 43.892 miles de euros. Además, como consecuencia de la fusión llevada a cabo en el ejercicio 1988, la Sociedad y las sociedades absorbidas revalorizaron sus activos materiales por un importe total de 21.270 miles de euros, aproximadamente (Nota 12 (h)). Después de la filialización realizada en 2000, la mayor parte de estos activos se aportaron con la rama de actividad de arrendamiento a Vallehermoso Renta, S.A. (ahora Testa Inmuebles en Renta, S.A.).

La baja más significativa del ejercicio 2003 corresponde a la venta del edificio de la anterior sede social en la C/ Eucalipto de Madrid a Testa Inmuebles en Renta, S.A. por importe de 22.683 miles de euros.

Al 31 de diciembre de 2003 no existen inmuebles hipotecados.

Los activos materiales totalmente amortizados ascienden a 3.731 miles de euros.

7. Inmovilizaciones financieras

Su composición y movimiento durante el ejercicio 2003:

<u>Miles de euros</u>	Saldos al 31/12/2002	Aumentos	Bajas	Saldos al 31/12/2003
Participaciones en empresas del grupo	1.079.129	363.781	-15.526	1.427.384
Otras inversiones financieras permanentes	2.176	0	-2.176	0
Créditos a empresas del grupo	219.919	551.943	-771.862	0
Otros créditos a largo plazo	499	269	-430	338
Fianzas y depósitos constituidos	180	180	-180	180
Coste	1.301.903	916.173	-790.174	1.427.902
Provisión depreciación cartera	-126	-58	126	-58
INMOVILIZADO FINANCIERO	1.301.777	916.115	-790.048	1.427.844

i. Participaciones en empresas del grupo y asociadas

El detalle de los movimientos en las participaciones de las empresas del grupo:

<u>Miles de euros</u>	Saldos al 31/12/2002	Aumentos	Bajas	Saldos al 31/12/2003
Vallehermoso División Promoción, S.A.U.	271.887	0	0	271.887
Valoriza, S.L.	15.526	0	-15.526	0
Testa Inmuebles en Renta, S.A.	791.590	0	0	791.590
Sacyr, S.A.	0	167.565	0	167.565
Inchisacyr, S.A.	0	4.543	0	4.543
Sacyr Gestión, S.A.U.	0	23.760	0	23.760
Itinerre Infraestructuras, S.A.U.	0	116.151	0	116.151
Somague-S.G.P.S, S.A.	0	51.762	0	51.762
Vallehermoso Finance, S.A.	126	0	0	126
Total	1.079.129	363.781	-15.526	1.427.384
Provisión depreciación cartera	-126	-58	126	-58
VALOR NETO PARTICIPACIONES	1.079.003	363.723	-15.400	1.427.326



El detalle de los auditores de las empresas del grupo, participadas directamente es el siguiente:

<u>Sociedad</u>	<u>Auditor</u>
Vallehermoso División Promoción, S.A.U.	ERNST & YOUNG
Testa Inmuebles en Renta, S.A.	ERNST & YOUNG
Sacyr, S.A.	ERNST & YOUNG
Inchisacyr, S.A.	No auditada
Sacyr Gestión, S.A.U.	ERNST & YOUNG
Itinerre Infraestructuras, S.A.U.	ERNST & YOUNG
Somague-S.G.P.S, S.A.	FREIRE LOUREIRO E ASSOCIADOS (Asociada con Deloitte)
Vallehermoso Finance, S.A.	No auditada

Desglose de las participaciones de Sacyr Vallehermoso, S.A. en empresas del grupo, así como de sus fondos propios:

<u>Miles de euros</u>	<u>%</u>	<u>Capital Social</u>	<u>Reservas</u>	<u>Dividendo a cuenta</u>	<u>Resultado</u>	<u>FONDOS PROPIOS</u>
VALLEHERMOSO DIVISION DE PROMOCION	100,00%	97.343	246.810	-63.273	112.190	393.070
TESTA	99,33%	692.855	121.247	-60.024	149.986	904.064
SACYR	100,00%	52.320	215.792	-31.948	50.980	287.144
INCHISACYR	100,00%	2.400	-333	0	-59	2.008
SACYR GESTIÓN	100,00%	22.133	487	0	-570	22.050
ITINERE INFRAESTRUCTURAS	100,00%	116.151	-69	0	-8.919	107.163
SOMAGUE	29,69%	130.500	20.063	0	8.871	159.434

Los movimientos mas importantes en este apartado han sido los derivados de la fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A., incorporándose al Inmovilizado financiero las participaciones procedentes de este grupo, como son: Inchisacyr, S.A., Somague.-S.G.P.S., S.A., Itinere Infraestructuras, S.A.U., y Sacyr Gestión, S.A.U. y Sacyr, S.A.U.

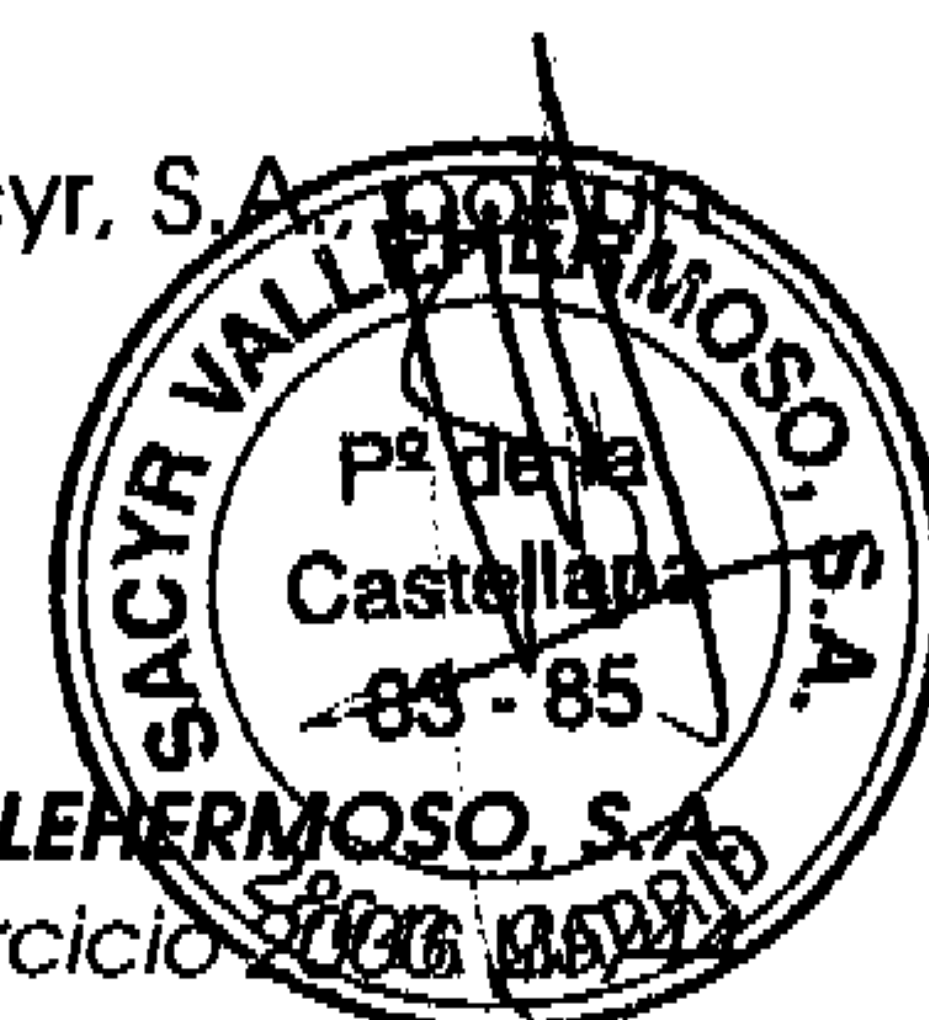
Las acciones de SOMAGUE SGPS están admitidas a cotización en la Bolsa de Lisboa con una cotización al cierre del ejercicio de 9,56 euros por acción y una cotización media del último trimestre del 2003 de 9,28 euros por acción.

Las acciones de TESTA INMUEBLES EN RENTA están admitidas a cotización en la Bolsa de Madrid con una cotización al cierre del ejercicio de 11,01 euros por acción y una cotización media del último trimestre del 2003 de 10,94 euros por acción.

Con fecha 3 de diciembre de 2003, se vende a Sacyr Gestión, S.A.U., la participación en Valoriza, S.A. por importe de 15.526 miles de euros, operación que no genera resultados, esta operación obedece a la reordenación de participaciones sociales por área de actividad.

Con fecha 31 de diciembre de 2003, se vende la participación en Builcom España, S.A., por importe de 8 miles de euros, generando unas pérdidas de 2.167 miles de euros.

Con fecha 25 de noviembre de 2003, se adquieren 3.169.800 acciones de Sacyr, S.A. por importe de 56.556 miles de euros, alcanzando así el 100% de la participación.



Con fecha 4 de diciembre de 2003, se ha realizado una ampliación de capital de Sacyr Gestión, S.A.U., por importe de 15.000 miles de euros, la cual se ha suscrito en su totalidad por Sacyr Vallehermoso, S.A., manteniendo su participación en el 100% del capital social.

El valor teórico contable de las participaciones más significativas en sociedades del grupo resulta de las cuentas anuales auditadas o revisadas por auditores independientes al 31 de diciembre de 2003. Los informes de auditoría no presentan incidencias significativas en relación con las cuentas anuales de Sacyr Vallehermoso, S.A. tomadas en su conjunto. Para el cálculo del valor teórico contable no se han tenido en consideración las plusvalías tácitas existentes en dichas sociedades al cierre del ejercicio. No obstante han sido tomadas en consideración por los Administradores de la Sociedad para el cálculo de la provisión por depreciación de las inversiones financieras aquellas plusvalías tácitas existentes en el momento de la compra que todavía subsisten al cierre del ejercicio (véase nota 4 (d)).

ii. Otros créditos a largo plazo

Recoge préstamos al personal de la Sociedad y comité de dirección para la compra de acciones y obligaciones de Sacyr Vallehermoso, S.A., adquisición de vivienda y otras finalidades sociales.

iii. Fianzas y depósitos constituidos

Recoge fundamentalmente fianzas pagadas a una empresa del grupo por el alquiler de las oficinas de la sociedad.

iv. Provisiones sobre inmovilizaciones financieras

Este epígrafe recogía la provisión de la inversión en Valoriza, S.A., aplicada tras su venta a Sacyr Gestión, S.A.U. Al cierre del ejercicio la provisión recoge la depreciación de la inversión en Vallehermoso Finance.



8. Acciones propias

Al 31 de diciembre de 2003, la Sociedad posee 221.337 acciones propias que representan el 0,09% del capital social. El precio de adquisición de estas acciones, a cambio medio, es de 7,7052 euros por acción. Estas acciones propias han sido adquiridas en virtud de los acuerdos adoptados en Junta General de Accionistas, y con el objeto de cubrir el Plan de Concesión de Opciones sobre acciones de la Sociedad para algunos miembros del Consejo de Administración y otros empleados con responsabilidad significativa.

El movimiento de acciones propias durante el ejercicio 2003 es el siguiente:

Saldo 31/12/02	1.315.260
Acciones compradas	100.000
Acciones vendidas	-1.193.923
Saldo 31/12/03	221.337

El precio medio en las compras del 2003 fue de 9,04 euros por acción y en la venta de 10,83 euros por acción, lo que ha producido unas plusvalías de 3.732.680,33 euros.

Al cierre del ejercicio, la cotización fue de 12,00 euros por acción. Por aplicación de la normativa contable existe una provisión de 1.109 miles de euros.

9. Existencias

Las existencias en curso de la Sociedad al 31 de diciembre de 2003, son las siguientes:

<u>Miles de euros</u>	<u>Saldos al 31.12.02</u>	<u>Aumentos</u>	<u>Bajas</u>	<u>Saldos al 31.12.03</u>
Promociones en curso	4 393	0	4 393	0
Edificios construidos	0	835	0	835
Anticipos a proveedores	12	0	4	8
Total	4 405	835	4 397	843

Esta reducción en las existencias viene motivada por la venta del edificio de oficinas situado en la C/ Eucalipto, S/N, perteneciente a la promoción de Los Jacintos P-7 a Testa Inmuebles en Renta, S.A.



10. Deudores

El detalle de los deudores es como sigue:

<u>Miles de euros</u>	2003
A largo plazo	
Administraciones públicas	3.321
Total deudores l/p	3.321
A corto plazo	
Clientes	114
Clientes empresas del grupo	2.191
Otros deudores	90
Administraciones públicas	65.101
Total deudores c/p	67.496

11. Inversiones financieras temporales

En este epígrafe se recogen los saldos con las empresas del grupo como consecuencia de la tributación en régimen de consolidación fiscal.

12. Fondos propios

El detalle y movimiento de los fondos propios de la Sociedad es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	Fondos Propios 2002	Distribución Resultado 2002	Resultado del ejercicio	Dividendo a cuenta	Fusión SyV	Fondos Propios 2003
Capital Social	154.764				91.047	245.811
Prima de emisión	285.182				-285.182	0
Reserva revaloriz.	12.901					12.901
Reserva legal	30.506	447				30.953
Reserva accs. propias	7.139				-6.543	596
Otras reservas	259.199	68.116			-4.431	322.884
Resultado del ejercicio	114.598	-114.598	114.836			114.836
Dividendo a cuenta	-23.004	23.004		-66.039		-66.039
Dividendo		23.031				0
TOTAL	841.285	0	114.836	-66.039	-205.109	661.942



a) Capital suscrito

Al 31 de diciembre de 2003 el capital social de la Sociedad está representado, por 245.810.851 acciones al portador de un euro de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas., que gozan de iguales derechos políticos y económicos.

La fusión con Grupo Sacyr, S.A. implica el aumento del capital social en 91.046.810 acciones de un euro de valor nominal cada una, con una prima de emisión de 276.966.713 euros. (ver nota 1)

La composición del accionariado de la Sociedad a 31 de diciembre de 2003, según consta en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.), es la siguiente:

	% Particip.
Prilou, S.L.	12,18%
Torreal, S.A.	8,98%
Rimefor Nuevo Milenio, S.L.	8,08%
CYMOFAG, S.L.	7,00%
Almarfe, S.L.	6,30%
Actividades Inmobiliarias y Agrícolas, S.A.	5,35%
Participaciones Agrupadas, S.R.L.	6,03%
Otras participaciones inferiores al 5%	46,08%
TOTAL	100,00%

Al 31 de diciembre de 2003, la totalidad de las acciones emitidas y puestas en circulación están admitidas a cotización en el Mercado Continuo de la Bolsa.

b) Prima de emisión

La prima de emisión, originada como consecuencia de los diversos aumentos de capital social, y por la fusión realizada en el ejercicio 1988 , ha sido aplicada en el proceso de absorción de Grupo Sacyr, S.A.

c) Reserva legal

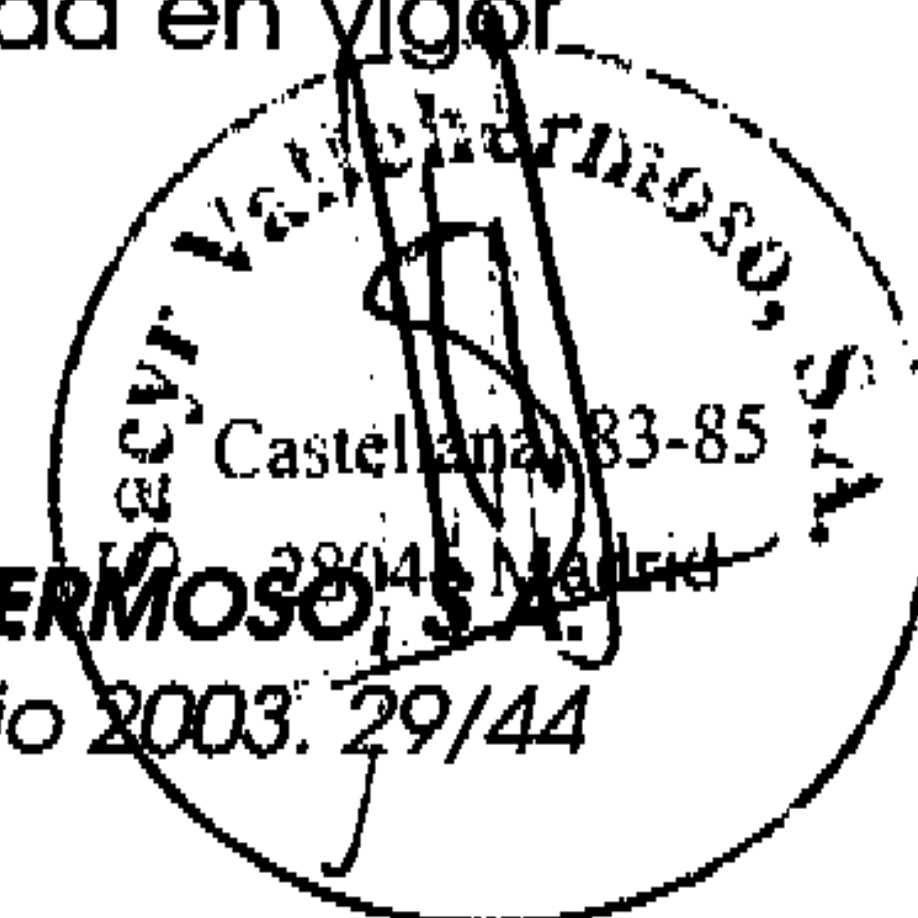
Las sociedades están obligadas a destinar un mínimo del 10% de los beneficios de cada ejercicio a la constitución de un fondo de reserva hasta que éste alcance, al menos, el 20% del capital social. Esta reserva no es distribuible a los accionistas y sólo podrá ser utilizada para cubrir, en el caso de no tener otras reservas disponibles, el saldo deudor de la cuenta de pérdidas y ganancias.

d) Reserva para acciones propias

En virtud del artículo 79.3 de la Ley de Sociedades Anónimas ha sido creada esta reserva indisponible por el importe de la autocartera, mediante el traspaso de reservas de libre disposición.

e) Reserva Orden del Ministerio de Hacienda del 25 de junio de 1958

Esta reserva, constituida al amparo de la citada Orden Ministerial, hasta la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 15/1977, es de libre disposición.



f) Fondo de Previsión para Inversiones

Vallehermoso, S.A. se acogió en 1987 y 1988 a los beneficios fiscales del Fondo de Previsión para Inversiones establecidos para las sociedades inmobiliarias protegidas por el Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre. Este fondo quedó materializado en elementos de activo fijo que tienen relación directa con la actividad de la Sociedad.

El saldo de esta cuenta puede ser destinado a la compensación de pérdidas o a la ampliación de capital, pudiendo, en su caso, dotarse simultáneamente la reserva legal. El saldo de la cuenta pendiente de aplicación puede ser distribuido, sin devengo de impuestos, a medida que se enajenen los activos en que se ha invertido el fondo o a medida que estos activos se vayan amortizando.

g) Reservas voluntarias

Las reservas voluntarias son de libre disposición al 31 de diciembre de 2003.

h) Reserva de fusión por revalorización Ley 76/1980

Con motivo de la fusión aprobada por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Vallehermoso, S.A. de 22 de diciembre de 1988 y al amparo del régimen fiscal establecido en la Ley 76/1980 de 26 de diciembre, sobre Régimen Fiscal de las Fusiones de Empresas, la Sociedad y las sociedades absorbidas procedieron a revalorizar determinados elementos patrimoniales (véase Nota 6), por un importe global de 12.901 y 8.366 miles de euros, respectivamente. Este último importe fue eliminado en el proceso de fusión.

En la Ley 76/1980 se establece que los activos acogidos a estos beneficios fiscales no podrán enajenarse en un período mínimo de cinco años a partir de la fecha de revalorización, y no impone ninguna otra restricción para la libre disponibilidad de la "Reserva por revalorización Ley 76/1980".

13. Provisiones para riesgos y gastos

Recoge provisiones a largo plazo para impuestos, responsabilidades, indemnizaciones y contingencias diversas.

Su movimiento durante el ejercicio es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Saldos al 31 de diciembre de 2002	12 828
Dotaciones	1 982
Aplicaciones y cancelaciones	(5 925)
Saldos al 31 de diciembre de 2003	8 885



14. Préstamos y deudas financieras

Su detalle es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	Tipo de interés	Importe
Pagarés	2,67%	249.950
Obligaciones	3,99%	103.415
Créditos y préstamos	3,18%	194.883
Total Deuda Financiera		548.248
Intereses devengados		4.106
Vencimientos a corto plazo		296.273
Con vencimiento a Corto Plazo		300.379
Con vencimiento a Largo Plazo		247.869

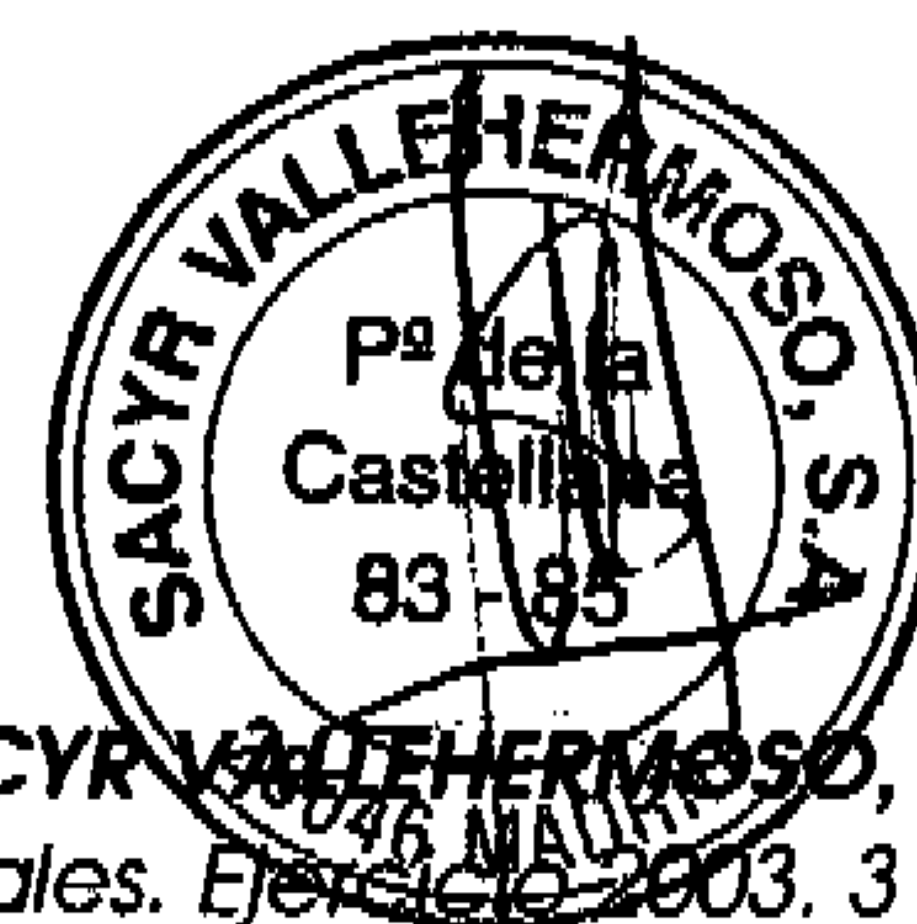
La sociedad tiene pólizas de crédito por importe de 133 millones sin disponer

Las obligaciones emitidas por la sociedad, pendientes de vencimiento ascienden a 103.415 miles de euros, de las cuales: 43.415 miles de euros tienen vencimiento 29 de mayo de 2006, con un tipo de interés del 5,20% y los restantes 60 millones de euros tienen vencimiento 30 de octubre de 2006, con un tipo de interés de Euribor a 3 meses más un diferencial de 0,70%, ninguna de las 2 emisiones son convertibles.

El vencimiento de los préstamos y deudas financieras es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
2004	296.274
2005	45.014
2006	136.337
2007	45.000
2008	22.623
Total Deuda Financiera	545.248

Desde el ejercicio 1996, la sociedad suscribió operaciones de cobertura de riesgo en variación del tipo de interés, operaciones que se mantienen a 31 de diciembre de 2003. Los instrumentos utilizados, Collar y Contratos de Permuta Financiera de Intereses (Interest Rate Swaps), permiten que a 31 de diciembre de 2003, la deuda financiera variable se encuentre protegida en un 23% frente a posibles alzas en los tipos de interés.



El detalle de la deuda financiera a tipo variable protegida, en función de la cobertura del riesgo es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Protegida:	
Con Collar	48 020
Con IRS	78 041
Total	126 061

15. Acreeedores comerciales

Su detalle es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Acreeedores por prestación de servicios	2.025
Efectos a pagar a proveedores	1.146
Total	3.171

16. Otras deudas no comerciales a corto plazo

Su detalle es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Administraciones públicas	75 617
Remuneraciones pendientes de pago	249
Total	75 866



Los saldos acreedores de Administraciones públicas son los siguientes:

<u>Miles de euros</u>	2003
Hacienda Pública acreedora	
Por ITE	2
Por retenciones	955
Impuesto sobre Sociedades (nota 22)	74 479
Seguridad Social	181
Total	75 617

17. Importe neto de la cifra de negocios

La distribución del importe neto de la cifra de negocios del ejercicio 2003, por actividades, es como sigue:

<u>Miles de euros</u>	2003
Ventas	7 375
Ingresos por prestación de servicios	18 191
Total	25 566

La totalidad de las ventas se han producido en territorio nacional.

La practica totalidad de los ingresos de la sociedad provienen de operaciones con sociedades vinculadas. Las ventas realizadas a empresas del grupo y asociadas se detallan en la Nota 20.



18. Gastos de personal

Su detalle es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Sueldos y salarios	14.604
Cargas sociales	1.703
Total	16.307

El número medio de empleados de la sociedad durante el ejercicio, ha sido el siguiente:

<u>Nº empleados</u>	2003
Titulados superiores	65
Titulados medios	19
Técnicos no titulados	5
Administrativos	95
Resto de personal	7
Total	191

El Consejo de Administración de la Sociedad decidió durante el ejercicio 2000 implantar un Plan de Concesión de Opciones sobre acciones de la Sociedad para tres consejeros y otros 49 empleados con responsabilidad significativa, con el propósito de motivar y fidelizar a los mismos y, al mismo tiempo, permitirles formar parte del accionariado de la Sociedad. Con fecha 14 de abril de 2000, la Junta General de Accionistas aprobó dicho plan.

Transcurrido un plazo de dos años a partir de la fecha de su concesión, las opciones podían ser ejercitadas durante un período de cinco años. No se ha establecido calendario alguno de ejercicio de las opciones, pudiendo éstas ser ejercitadas al precio determinado en el momento de la concesión, fijado en 6,57 euros por acción, por la totalidad o parcialmente, a voluntad del titular durante el período de ejercicio.

Durante el ejercicio 2003, los empleados de Sacyr Vallehermoso, S.A. han ejercitado opciones quedando pendientes 136.716 opciones.

La sociedad tiene registrada al cierre del ejercicio una provisión para cubrir el diferencial entre el precio de cotización y el determinado en el momento de la concesión por importe de 200 miles de euros.

La sociedad tiene al cierre del ejercicio 221.337 acciones propias con el fin de dar cobertura a las opciones concedidas (véase nota 8).



19. Gastos financieros y gastos asimilados

Su detalle es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Por deudas con entidades de crédito	18.844
Por deudas con terceros y gastos asimilados	4.531
Por deudas con empresas del grupo	10.420
Total Deuda Financiera	33.795

20. Transacciones con empresas del grupo y asociadas

La practica totalidad de los ingresos de la sociedad provienen de operaciones con sociedades vinculadas. Las principales transacciones son las siguientes:

<u>Miles de euros</u>	2003
Ingresos	
Repercusión de gastos	17 579
Otros ingresos de explotación	67
Dividendos	155 659
Ingresos por intereses	3 739
Total Ingresos	177 044
Gastos	
Arrendamientos	2 015
Gastos por intereses	10 420
Total	12 435



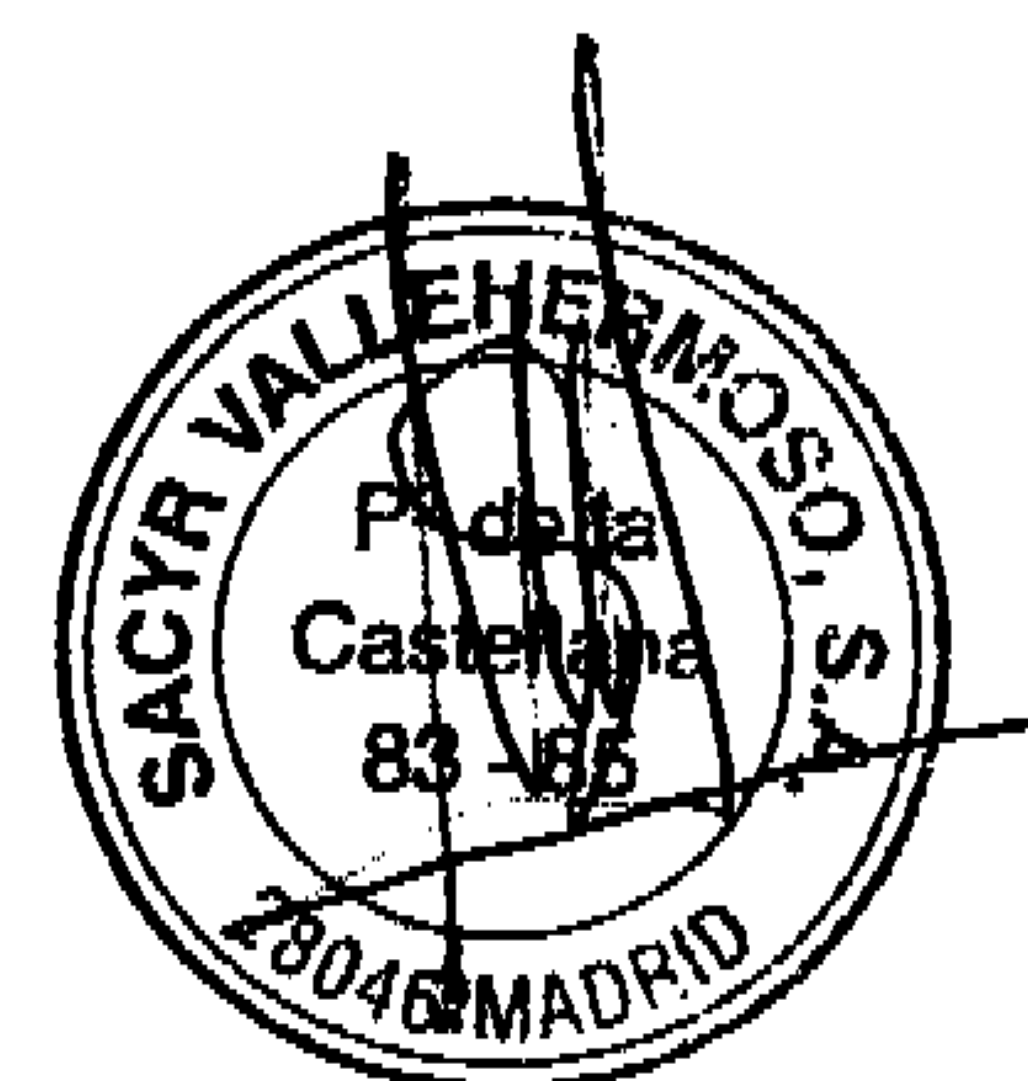
21. Remuneraciones al Consejo de Administración

Durante el ejercicio 2003 ha tenido lugar una reestructuración del Consejo de Administración como consecuencia de la fusión con Grupo Sacyr S.A., habiéndose producido ocho bajas y once nuevas incorporaciones quedando formado a 31 de diciembre de 2003 por 15 consejeros.

Desde junio 2003, los miembros del Consejo de Administración reciben en concepto de dieta de asistencia a las reuniones de Consejo 5.000 euros por sesión y por asistencia a las reuniones de las Comisiones Ejecutivas, de Auditoría y de Retribuciones y Nombramientos 3.333, 1.667 y 1.667 euros respectivamente por sesión.

El importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio 2003 por los miembros del Consejo de Administración, incluidos los que cesaron durante ese ejercicio, agregado de forma global por concepto retributivo, es el siguiente:

<u>Atenciones estatutarias</u>	Euros
Dietas de asistencia:	
• Consejo de Administración	539.089,57
• Comisión Ejecutiva	112.738,48
• Comisión Auditoría	34.207,77
• Comisión Nombramiento y Retribuciones	33.943,67
Complemento estatutario	429.801,00
TOTAL Atenciones estatutarias	1.149.780,49
<u>Retribuciones de consejeros con responsabilidades ejecutivas en cualquiera de las compañías del Grupo</u>	Euros
Salarios	
• Retribución fija	3.204.898,88
• Retribución variable	2.715.694,00
Liquidación de opciones sobre acciones	256.360,12
Indemnización por cese de la relación laboral	1.530.450,00
TOTAL Retribuciones laborales	7.707.403,00
TOTAL GENERAL	8.857.183,49



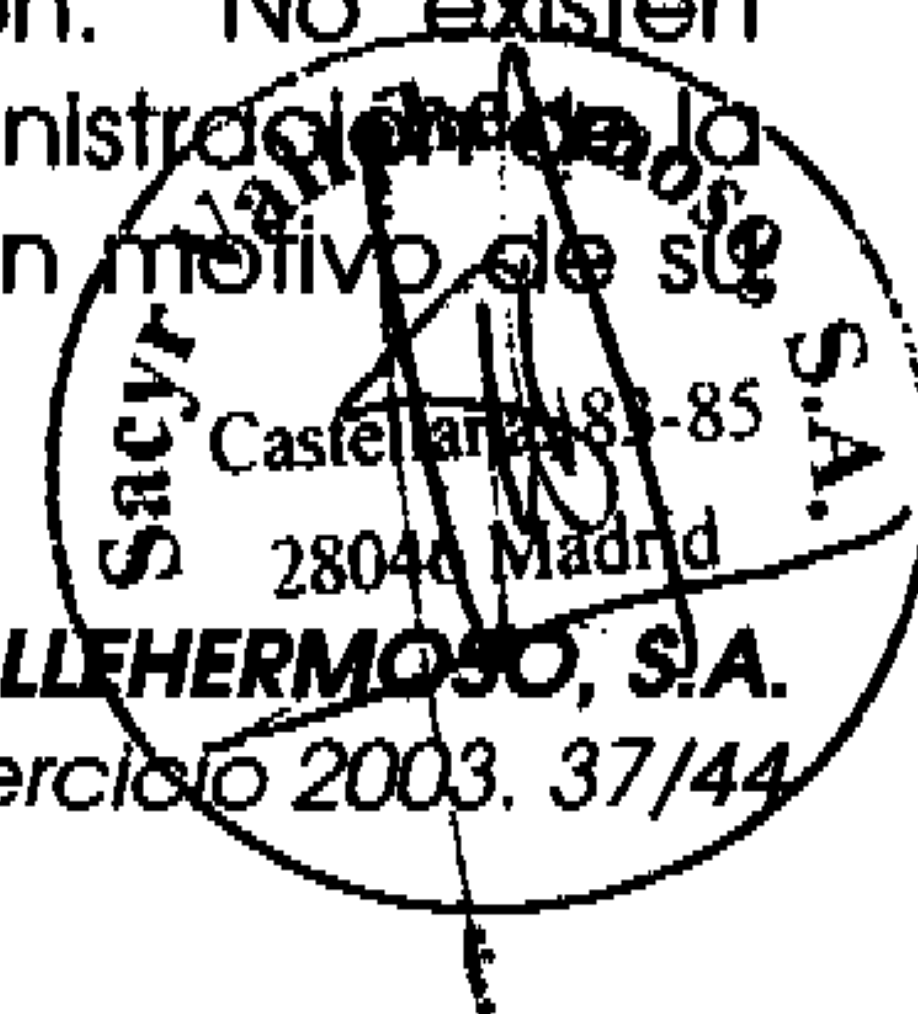
A continuación se hace constar el desglose individualizado de las Atenciones estatutarias percibidas durante 2003:

Euros						
Atención Estatutarias a Consejeros	Consejo	Comisión Ejecutiva	Comisión Auditoría	Comisión nomb. y retrib.	Complementos Estatutarios	Total
José Manuel Loureda Mantñán	28.006,16	14.356,40	0,00	0,00	0,00	42.362,56
Luis Fernando del Rivero Asensio	37.775,41	19.471,80	0,00	4.092,32	27.381,00	88.720,53
Antonio Basagoiti García-Tuñón	37.024,64	0,00	0,00	10.759,00	45.643,00	93.426,64
Vicente Benedito Francés	26.503,08	0,00	0,00	1.666,67	25.869,00	54.038,75
Demetrio Carceller Arce	34.018,48	14.356,40	0,00	6.666,68	0,00	55.041,56
José Ramón Calderón Ramos	37.024,64	0,00	0,00	0,00	0,00	37.024,64
Matías Cortés Domínguez	37.024,64	0,00	0,00	10.759,00	25.869,00	73.652,64
Pedro Gamero del Castillo y Bayo	37.024,64	5.115,40	0,00	0,00	46.939,00	89.079,04
Francisco Javier Gayo Pozo	26.503,08	0,00	0,00	0,00	0,00	26.503,08
Juan Miguel Sanjuán Jover	26.503,08	0,00	8.333,35	0,00	0,00	34.836,43
Corporación Caixa Galicia, S.A. (J. L. Méndez)	20.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	20.000,00
Cymofag, S.L. (M. Manrique)	15.000,00	9.999,99	0,00	0,00	0,00	24.999,99
Nueva Compañía de Inversiones, S.A. (J. Abelló)	5.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5.000,00
Participaciones Agrupadas, S.R.L. (I. Ezquiaga)	26.503,08	14.356,40	8.333,35	0,00	0,00	49.192,83
Torreál, S.A. (P. del Corro)	5.000,00	0,00	0,00	0,00	27.381,00	32.381,00
Francisco Javier Pérez Gracia (Baja 29.1.03)	3.006,16	1.023,08	1.023,08	0,00	27.381,00	32.433,32
Rafael del Pozo García (Baja 30.4.03)	9.018,48	0,00	0,00	0,00	0,00	9.018,48
José M ^o . Cuevas Salvador (Baja 5.6.03)	24.049,28	5.115,40	0,00	0,00	69.938,00	99.102,68
Emilio Novela Berlín (Baja 5.6.03)	18.030,80	5.115,40	0,00	0,00	70.409,00	93.555,20
Juan Fernando Gómez Hall (Baja 5.6.03)	10.521,56	0,00	0,00	0,00	44.347,00	54.868,56
Antonio Hoyos González (Baja 5.6.03)	10.521,56	0,00	4.092,32	0,00	45.643,00	60.256,88
Manuel Manrique Cecilia (Baja 30.07.03)	11.503,08	4.356,41	0,00	0,00	0,00	15.859,49
Juan Abelló Gallo (Baja 9.12.03)	21.503,08	14.356,40	0,00	0,00	0,00	35.859,48
Pedro del Corro García-Lomas (Baja 9.12.03)	32.024,64	5.115,40	12.425,67	0,00	0,00	49.565,71
TOTAL	639.099,57	112.738,45	34.207,77	33.943,67	466.800,00	1.176.779,49

A continuación se hace constar el desglose individualizado de las Retribuciones Salariales percibidas durante 2003:

Euros			
Retribuciones salariales a Consejeros	FIJO	VARIABLE	TOTAL
José Manuel Loureda	553.224,00	387.257,00	940.481,00
Luis Fernando del Rivero Asensio	495.166,00	346.616,00	841.782,00
Manuel Manrique Cecilia	412.482,20	289.217,00	701.699,20
Francisco Javier Gayo Pozo	306.866,00	214.806,00	521.672,00
Vicente Benedito Francés	240.470,68	189.530,00	430.000,68
Pedro Gamero del Castillo y Bayo	160.544,00	92.903,00	253.447,00
Consejeros que han causado baja en 2003	634.574,57	894.936,00	1.529.510,57
TOTAL	2.803.327,45	2.415.265,00	5.218.592,45

No existen obligaciones contraídas en materia de pensiones ni de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros del Consejo de Administración. No existen tampoco acuerdos en virtud de los cuales los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad tengan derecho a percibir de la Sociedad una indemnización con motivo de su cese como consejeros.



La sociedad mantiene un saldo por préstamos a determinados miembros del Consejo de Administración, de 54 mil euros que devengan un interés del 3% anual.

A efectos de lo previsto en el artículo 127.ter de la Ley de Sociedades Anónimas, se comunica que los consejeros de Sacyr Vallehermoso que ostentan algún cargo o tienen participación significativa en alguna sociedad que ocasionalmente y en ámbitos geográficos concretos y delimitados, desarrollan actividades parcialmente análogas a las que constituyen el objeto social de Sacyr Vallehermoso son:

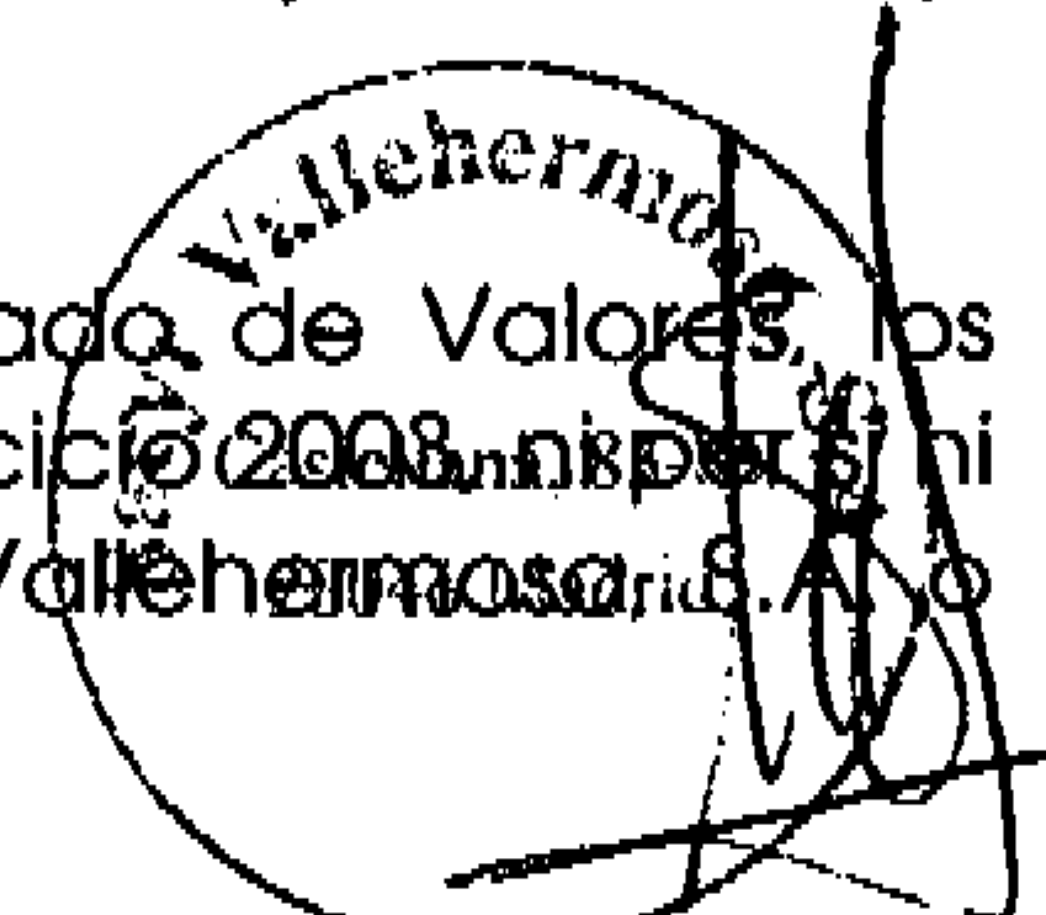
- D. Juan Miguel Sanjuán Jover y su familia son propietarios del 100% del capital del Grupo constructor Canario Satocan. Dicho Consejero ostenta la Presidencia de dicho grupo.
- Torreal, S.A. es propietaria de las siguientes participaciones en sociedades con actividad inmobiliaria: indirectamente del 50% del capital social de la entidad Promociones Inmobiliarias el Molinar, S.A., directa o indirectamente del 100% del capital social de Miralver spi, S.L. y del 50% de capital social de Urnova.
- Corporación Caixa Galicia S.A. es titular de las siguientes participaciones en sociedades que desarrollan una actividad inmobiliaria: 100% del capital de Home Galicia, S.L. 100% del capital de Torre de Hercules S.L., 25% del capital de Deteinsa, S.A., 50% de Galeras Entrerios, S.L. 15% de Geinsa, S.A., y 50% de Sociedad Gestora de promociones inmobiliarias y desarrollo empresarial, S.L.. Por otra parte participa en un 25% en la sociedad de fomento y desarrollo turístico, S.A., sociedad dedicada a la construcción y explotación de edificios relacionados con congresos, ocio, arte y cultura, y en un 100% en el capital de Tasa Galicia Consult, S.A. dedicada a la consultoría y gestión de arquitectura e ingeniería. Por otra parte Corporación Caixa Galicia, S.A. es miembro del Consejo de Administración de Transportes Azkar, S.A., Gestión e investigación de activos, S.A. y Desarrollos Territoriales Inmobiliarios, S.A., Gas Galicia SDG, S.A. Intesis Sistemas Inteligentes, S.A., y Abengoa, S.A.
D. José Luis Mendez López representante de Caixa Galicia en el Consejo de Administración de Sacyr Vallehermoso, es titular de acciones representativas del 0,000241% del capital de Abertis Infraestructuras, S.A. y de acciones representativas del 0,000489 del capital de Europistas concesionaria Española, S.A.. Por otra parte es representante de Corporación Caixa Galicia, vocal del Consejo de Administración de Abengoa, S.A.

El art. 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas, se ha interpretado en relación con el art. 132 del mismo texto legal, entendiéndose que existe deber de comunicar participaciones o cargos en sociedades cuya actividad real coincida con la propia de Sacyr Vallehermoso y por tanto pueda producirse conflicto de intereses entre ambas.

Por ello no se hacen constar sociedades cuyo objeto social fijado en los Estatutos puede coincidir parcialmente con el de Sacyr Vallehermoso pero que en la práctica no se dedican al mismo o análogo género de actividad, por lo que no puede existir conflicto de intereses con SyV.

Por este motivo no se mencionan los cargos que ostenta alguno de los consejeros de Sacyr Vallehermoso en otros Consejos de Administración del Grupo.

En cumplimiento de lo dispuesto en el art. 114.2 de la Ley del Mercado de Valores, los administradores de Sacyr Vallehermoso, no han realizado durante el ejercicio 2003 ni por persona que actúe por cuenta de ellos, operaciones con Sacyr Vallehermoso.



22. Situación fiscal

La sociedad está acogida al régimen de tributación consolidada desde el 1 de enero de 2002. De acuerdo con lo dispuesto en el art.81 de la Ley del Impuesto de Sociedades (L43/1995).

La Sociedad presenta anualmente una declaración a efectos del Impuesto sobre Sociedades. Los beneficios, determinados conforme a la legislación fiscal, están sujetos a un gravamen del 35% sobre la base imponible. De la cuota resultante pueden practicarse determinadas deducciones por inversiones.

Debido al diferente tratamiento que la legislación fiscal permite para determinadas operaciones, el resultado contable difiere del resultado fiscal. A continuación se incluye una conciliación entre el beneficio contable del ejercicio y el beneficio fiscal estimado por la Sociedad:

<u>Liquidación Imp. Sociedades</u>	Miles de euros		
	Aumentos	Disminuciones	Total
Resultado contable antes de impuestos			91.253
Gastos no deducibles	2.401		2.401
Recuperación seguros de rentas		3.240	-3.240
Recuperación provisiones	600	3.223	-2.623
Base contable del impuesto	3.001	6.463	87.791
Diferencias temporales del ejercicio			0
Base imponible fiscal			87.791
Cuota al 35%			30.727
Deducción doble imposición dividendos			-54.480
Cuota líquida			-23.753
Seguro primas recuperadas			170
Total Impuesto Sociedades a ingresar			-23.583

El gasto del ejercicio por Impuesto sobre Sociedades se calcula como sigue:

<u>Miles de euros</u>	2003
Base contable por 35%	30.727
Deducciones y otros	-54.310
Gasto del ejercicio	-23.583

El efecto en la cuenta de resultados de Sacyr Vallehermoso, S.A. a 31 de diciembre de 2003, supone un menor Impuesto de Sociedades por importe de 23.583 miles de euros.

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.
Pº de la
Castellana
82, 28
28046 MADRID

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.
Cuentas Anuales. Ejercicio 2003. 39/44

El detalle de las bases imponibles de las sociedades que integran el Grupo Consolidable fiscal Vallehermoso a 31 de Diciembre de 2003 es el siguiente:

<i>Miles de euros</i>	2.003
TRADE CENTER	1.593
NISA	2
VALORIZA	5
ERANTOS	-329
VALLEHERMOSO-TELECOM	-1.062
TESTA	183.317
V.DIVISION PROMOCION	173.502
SACYR VALLEHERMOSO	-67.054
TRADIRMI, S.A.	-58
CAPACE, S.A.	-102
CAMPO SALINAS, S.A.	15
PROSACYR HOTELES	1
PROSACYR OCIO	-95
VALL.PATRIMONIO SII	305
VALORIZA FACILITIES	-1.063
RENTLOVI, S.L.U	126
NEOPISTAS	-7
ITINERE INFRAESTRUCTURAS	-5.821
AVASACYR	10.480
SCRINSER,S.A.	4.793
PRINUR,SAU	769
IDEYCO	142
SACYR,SA	69.451
AURENTIA	-46
SACYR GESTION	377
CAVOSA	2.102
INCHISACYR	-91
SADYT	390
CAFESTORE,SA	-1.277
TYRESA	0
MICROTEC	-113
OBRAS Y M.A. DE GALICIA	-84
ENAITINERE	-7.906
SECADORAS BIOMASA	13
Total	362.275
Cuota al 35%	126.796
Deducción doble imposición dividendos	-7.635
Deducción de ejercicios anteriores	-13.354
Deducción gastos formación	-10
Deducción reinversión	-30.384
cuota líquida	75.413
retenciones y pagos a cuenta	-934
Impuesto sociedades a ingresar	74.479

El Grupo consolidable fiscal ha compensado en el Impuesto sobre Sociedades 2003, bases imponibles negativas por importe de 38.153 miles de euros.

El detalle de las diferencias temporales de la Sociedad en el reconocimiento de gastos e ingresos a efectos contables y fiscales y de su correspondiente efecto impositivo acumulado es como sigue:

<u>Miles de euros</u>	diferencia temporal	Impuesto anticipado
Saldo apertura	-9.977	-3.492
contrato seguro rentas	486	170
Total	-9.491	-3.322

Al 31 de diciembre de 2003 la sociedad no tiene pendientes de aplicación deducciones por inversiones.

Según establece la legislación vigente los impuestos no pueden considerarse definitivamente liquidados hasta que las declaraciones presentadas hayan sido inspeccionadas por las autoridades fiscales, o haya transcurrido el plazo de prescripción de cuatro años.

23. Garantías comprometidas con terceros

Al 31 de diciembre de 2003 la Sociedad ha prestado avales ante entidades bancarias y organismos públicos según el siguiente detalle:

<u>Miles de euros</u>	2003
A empresas del grupo	408 035
A empresas asociadas	17 275
Total	425 310

24. Resultados extraordinarios

Los gastos extraordinarios corresponden a primas de asistencia a juntas, indemnizaciones y compensaciones extraordinarias al personal y a pérdidas procedentes del inmovilizado financiero por la venta de la participación en Buildcom España, S.A.

Los ingresos extraordinarios corresponden principalmente a la venta de acciones propias.

25. Cuadro de financiación

El cuadro de financiación del ejercicio es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	APLICACIONES	ORIGENES
Gastos de establecimiento	13.047	
Adquisición de inmovilizado inmaterial	345	
Adquisición de inmovilizado material	6.617	
Adquisición de inmovilizado financiero	916.173	
Gastos distribuir varios ejercicios	9.229	
Dividendo a cuenta	89.071	
Ajustes de fusión	198.567	
Provisión para riesgos y gastos	3.943	
Recursos procedentes de las operaciones		127.055
Enajenación de inmovilizado material		22.935
Enajenación de inmovilizado financiero		787.991
Enajenación de acciones propias		3.733
Deudores l/p		170
Acreedores l/p		108.318
	1.236.992	1.050.202
Disminución del capital circulante		186.790

Las variaciones producidas en el capital circulante son las siguientes:

<u>Miles de euros</u>	Aumentos	Disminuciones
Existencias		3.562
Deudores	61.228	
Inversiones financieras temporales	38.207	
Tesorería	305	
Acreedores c/p		282.968
	99.740	286.530
Disminución del capital circulante	186.790	

La conciliación de los recursos procedentes de las operaciones con los resultados del ejercicio es como sigue:

Resultado del ejercicio 2003	114.836
Corrección del resultado	12.219
Dotación amortización gastos de establecimiento	2.207
Dotación amortización inmovilizado inmaterial	2.210
Dotación amortización inmovilizado material	865
Variación provisiones inmovilizado financiero	-68
Pérdidas enajenación inmovilizado financiero	2.185
Beneficios enajenación inmovilizado material	-1
Beneficios acciones propias	-3.733
Gastos derivados de intereses diferidos	8.554
Recursos procedentes de las operaciones	127.055

26. Honorarios de auditoria

El importe de los honorarios de la firma de auditoria para el ejercicio 2003 asciende a 41.600 euros.

Los auditores del Grupo han realizado trabajos distintos de los propios de auditoria por importe de 26.730 euros que corresponden principalmente a la emisión de los estados financieros pro forma incluidos en el folleto de fusión depositado en la CNMV.

27. Acontecimientos posteriores

El 9 de enero de 2004, Sacyr Vallehermoso reparte entre sus accionistas un dividendo bruto de 0,075 euros por título con cargo a los resultados de 2003.

El 10 de febrero de 2004, se ha procedido a la venta de un local situado en la C/ Boix y Morer, 11 por importe de 802 miles de euros, generando unos beneficios de 410 miles de euros.



En cumplimiento de lo dispuesto en el art. 171 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de **SACYR VALLEHERMOSO, S.A.** formulan las presentes **Cuentas Anuales Consolidadas**, correspondientes al ejercicio 2003, recogido desde la hoja número 1 a la 44 rubricadas por el Secretario del Consejo de Administración, doña Marta Silva de Lapuerta y en las que figura el sello de la Sociedad.

Los miembros del Consejo de Administración lo firmamos en Santiago de Compostela el día diez de marzo de dos mil cuatro.

Presidente

D. José Manuel Loureda Mantión

Vicepresidente 1º y Consejero Delegado

Luis F. del Rivero Asensio

Vicepresidente 2º

D. Juan Abelló Gallo

Por **NUEVA COMPAÑÍA DE INVERSIONES, S.A.**

Vocal

D. Vicente Benedito Francés

Vocal

D. José Luis Méndez

Por **CORPORACIÓN CAIXA GALICIA, S.A.**

Vocal

D. Demetrio Carceller Arce

Vocal

D. Pedro del Corro García-Lomas

Por **TORREAL, S.A.**

Vocal

D. Manuel Manrique Cecilia

Por **CIMOFAG, S.L.**

Vocal

D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo

Vocal

D. Matías Cortes Domínguez

Vocal

D. Juan Miguel Sanjuan Jover

Vocal

D. Francisco Javier Gayo Pozo

Vocal

D. Ignacio Ezquilaga Domínguez

Por **PARTICIPACIONES AGRUPADAS, S.L.**

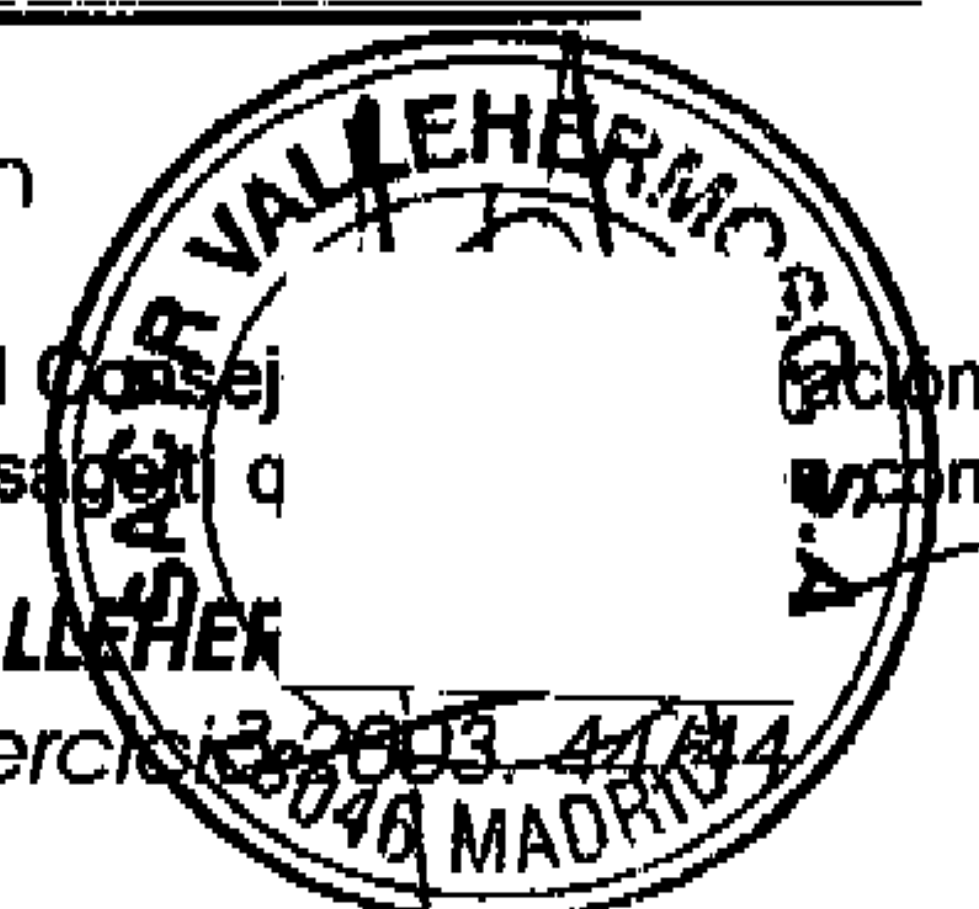
Vocal

D. Antonio Basagottl García-Tuñón

Diligencia: Para hacer constar que donde dice: "Cuentas Anuales Consolidadas", debe decir: "Cuentas Anuales". En el Consejo del 10/3/04/ se formularon las Cuentas y fueron firmadas por los Consejeros, excepto D. Juan Abelló y D. Antonio Basagottl q con posterioridad.

El Secretario del Consejo de Administración
Marta Silva de Lapuerta

SACYR VALLEHERMOSO
Cuentas Anuales. Ejercicio 2003. 4/04



SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

INFORME DE GESTIÓN
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



INFORME DE GESTIÓN EJERCICIO 2003

1. EL NACIMIENTO DE UN GRAN GRUPO.

Con fecha 29 de Enero de 2003, los Consejos de Administración de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. formularon y aprobaron el Proyecto de Fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. (sociedad absorbida) por Vallehermoso, S.A. (sociedad absorbente), con extinción, mediante la disolución sin liquidación de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda.

El tipo de canje de las acciones de las entidades participantes en la Fusión, determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Vallehermoso y Grupo Sacyr, quedó establecido en 1 acción de Vallehermoso, de un euro de valor nominal cada una, por cada 1,2765 acciones de Grupo Sacyr, de un euro de valor nominal cada una, sin compensación complementaria en dinero alguna.

El 3 de Abril de 2003, las Juntas Generales de Accionistas de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. aprobaron la fusión entre ambas entidades, cambiando la denominación social por la de Sacyr Vallehermoso, S.A.. Una vez inscrita en el Registro Mercantil la escritura de fusión de ambas sociedades, el día 30 de mayo de 2003, Grupo Sacyr, S.A. anuló y canjeó sus acciones. El número total de acciones de Vallehermoso que se entregaron en canje a los accionistas de Grupo Sacyr fue de 128.964.000 divididas en:

- 37.917.190 acciones de Vallehermoso que eran propiedad de la absorbida Grupo Sacyr, por la participación de ésta sobre aquella en un 24,5%.
- 91.046.810 acciones de Vallehermoso de nueva emisión procedentes de un aumento de capital de dicha sociedad.

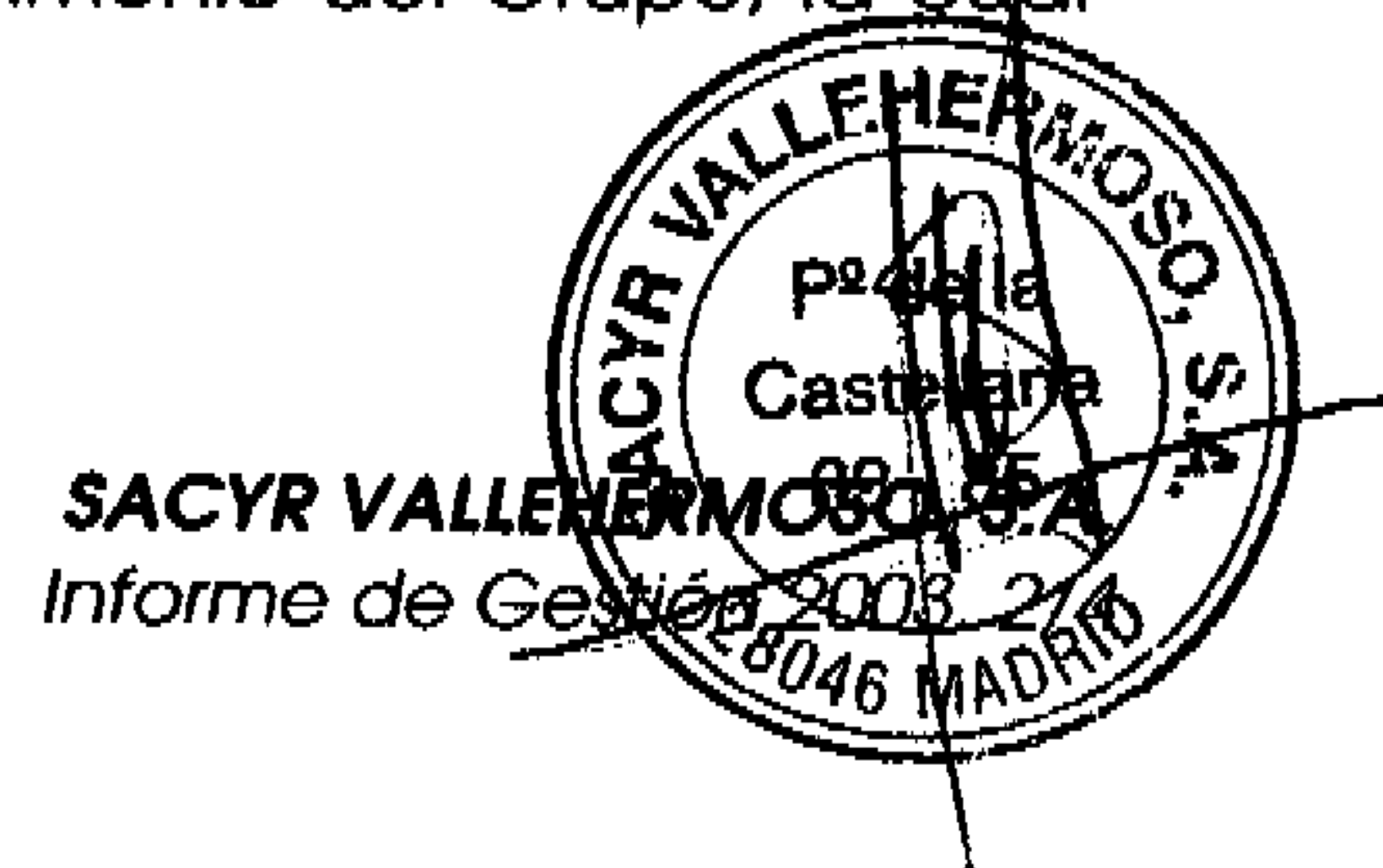
La nueva compañía Sacyr Vallehermoso, S.A. (SyV), con un capital de 245.810.851 acciones, comenzó a cotizar en el mercado el 2 de Junio de 2003 con una capitalización bursátil de unos 2.300 millones de euros, colocándose entre los veinte primeros grupos del selectivo Ibex 35, con un peso en el mismo del 0,95%. El valor de cierre de la compañía a 31 de Diciembre de 2003 ha sido de 12,00 euros por acción lo que supone un incremento anual del 21,21% y una capitalización bursátil de 2.949 millones de euros.

El Grupo Sacyr Vallehermoso ha facturado 3.333,75 millones de euros durante el ejercicio 2003. El beneficio atribuido ha alcanzado los 334.348 miles de euros, volviendo a consolidar al Grupo como uno de los más rentables del sector. El margen bruto, medido como la relación entre el beneficio de explotación y la cifra de negocios, ha sido del 13,5%, confirmando la elevada rentabilidad alcanzada.

El Grupo ha obtenido un EBITDA de 576.881,74 miles de euros, lo que sitúa el ratio EBITDA entre cifra de negocios en el 17,3%.

El total del Balance de 2003 ha alcanzado los 11.345 millones de euros, lo que significa casi duplicar el Balance pro-forma de 2002. Con una inversión bruta que asciende a los 4.638 millones de euros.

Este alto nivel de crecimiento y rentabilidad obtenidos en 2003, quedan garantizados por la cartera de Construcción, Concesiones, Servicios, Promoción y Patrimonio del Grupo, la cuál ha alcanzado a 31 de Diciembre, los 38.026,21 millones de euros.



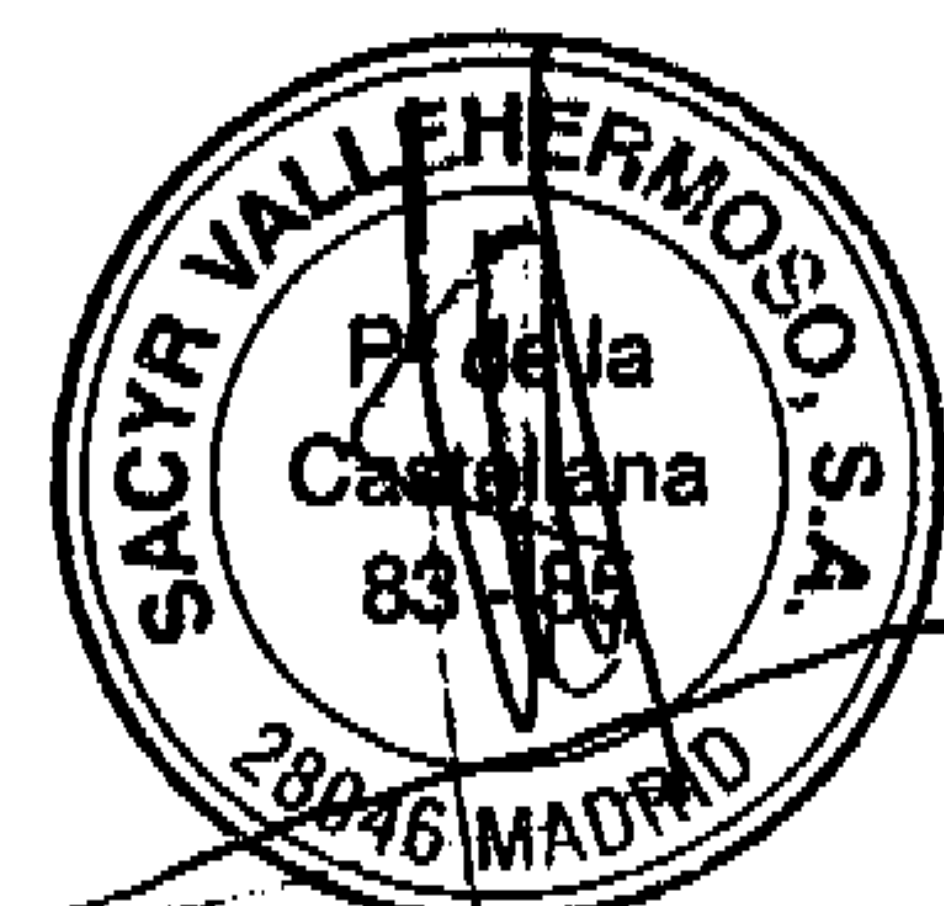
2. ACCIONES PROPIAS.

A 31 de diciembre de 2003, la Sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A. poseía 221.337 acciones propias, representativas del 0,09% de su capital social, a un precio medio de adquisición de 7,7052 euros por título. Estas acciones propias han sido adquiridas en virtud de los acuerdos adoptados en Junta General de Accionistas con el objetivo de cubrir el Plan de Concesión de Opciones sobre acciones de la Sociedad para algunos miembros del Consejo de Administración y otros empleados con responsabilidad significativa. Partiendo de un saldo inicial de 1.315.260 acciones, durante el ejercicio de 2003 se han comprado 100.000 títulos de Sacyr Vallehermoso y se han vendido 1.193.923 acciones, con unas plusvalías de 3.732,68 miles de euros.

Señalar que en virtud del artículo 79.3 de la Ley de Sociedades Anónimas la Sociedad tiene constituida la correspondiente "reserva para acciones propias" por el importe de la autocartera, mediante el traspaso de reservas de libre disposición.

3. GASTOS EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO (I+D).

La Sociedad no ha realizado Gastos en Investigación y Desarrollo durante el ejercicio económico de 2003.



En cumplimiento de lo dispuesto en el art. 171 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de **SACYR VALLEHERMOSO, S.A.** formulan el presente **Informe de Gestión**, correspondiente al ejercicio 2003, recogido desde la hoja número 1a la 4 rubricadas por el Secretario del Consejo de Administración, doña Marta Silva de Lapuerta y en las que figura el sello de la Sociedad.

Los miembros del Consejo de Administración lo firmamos en Santiago de Compostela el día diez de marzo de dos mil cuatro.

Presidente

D. José Manuel Loureda Mantiñán

Vicepresidente 1º y Consejero Delegado

Luis F. del Rivero Asensio

Vicepresidente 2º

D. Juan Abelló Gallo

Por NUEVA COMPAÑÍA DE INVERSIONES, S.A.

Vocal

D. Vicente Benedito Francés

Vocal

D. José Luis Méndez

Por CORPORACIÓN CAIXA GALICIA, S.A.

Vocal

D. Demetrio Carzeller Arce

Vocal

D. Pedro del Corro García-Lomas

Por TORREAL, S.A.

Vocal

D. Manuel Manrique Cecilia

Por CIMOFAG, S.L.

Vocal

D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo

Vocal

D. Matías Cortes Domínguez

Vocal

D. Juan Miguel Sanjuan Jover

Vocal

D. Francisco Javier Gayo Roza

Vocal

D. Ignacio Ezqulaga Domínguez

Por PARTICIPACIONES AGRUPADAS, S.L.

Vocal

D. Antonio Basagoiti García

Diligencia: Para hacer constar que en el Consejo de Administración del 10/3/04/ se formularon las Cuentas y fue aprobado el Informe de Gestión 2003, excepto D. Juan Abelló y D. Antonio Basagoiti que las firmaron con posterioridad.

El Secretario del Consejo de Administración
Marta Silva de Lapuerta

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.
Informe de Gestión 2003. 4/4

COMISION NACIONAL DEL
MERCADO DE VALORES

04 11 2004

REGISTRO DE ENTRADA
Nº 2004-59348

C N M V
Registro de Auditorías
Emisores
Nº 8379

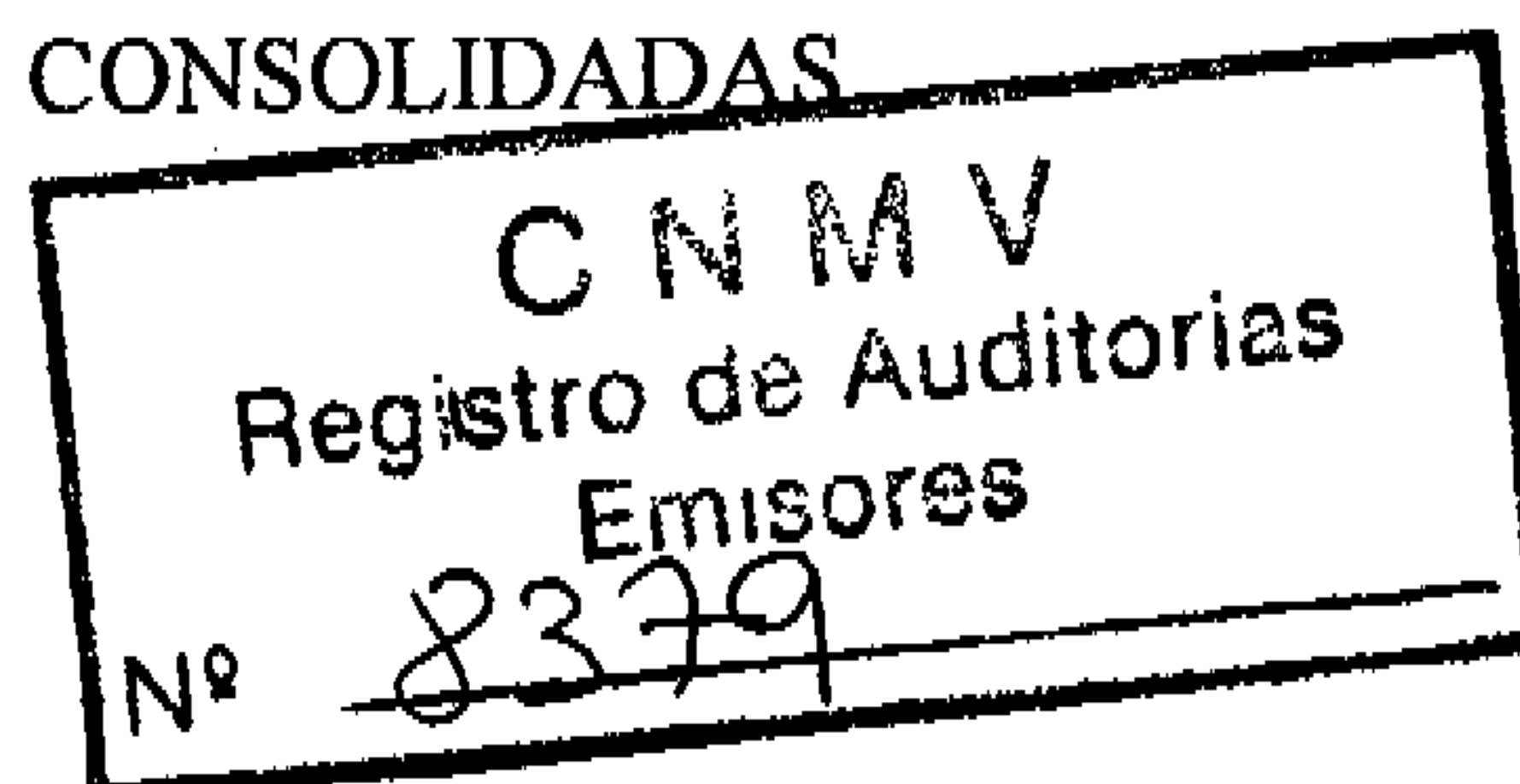
INFORME DE AUDITORÍA

* * * *

Sacyr Vallehermoso, S.A.
y Sociedades dependientes
Cuentas Anuales Consolidadas e
Informe de Gestión Consolidado
correspondientes al ejercicio terminado
el 31 de diciembre de 2003

INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS

A los Accionistas de
Sacyr Vallehermoso, S.A.



1. Hemos auditado las cuentas anuales consolidadas de Sacyr Vallehermoso, S.A. y Sociedades dependientes, que comprenden el balance de situación consolidado al 31 de diciembre de 2003, la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada y la memoria consolidada correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad de los Administradores de la Sociedad dominante. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales consolidadas en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas. Nuestro trabajo no incluyó la auditoría de las cuentas anuales de 2003 de determinadas sociedades dependientes cuyos activos y resultados representan, al 31 de diciembre de 2003, 5.135 y 13 millones de euros del total consolidado, respectivamente. Las mencionadas cuentas anuales de estas sociedades han sido auditadas por otros auditores y nuestra opinión expresada en este informe sobre las cuentas anuales consolidadas de Sacyr Vallehermoso, S.A. y Sociedades dependientes se basa, en lo relativo a la participación en estas sociedades, únicamente en el informe de los otros auditores. En la nota 2 de la memoria adjunta se indican estas sociedades y sus respectivos auditores.

2. De acuerdo con la legislación mercantil, los Administradores de la Sociedad dominante presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance consolidado y de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, además de las cifras del ejercicio 2003, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2003. Con fecha 30 de enero de 2003 otros auditores emitieron su informe de auditoría acerca de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2002 en el que expresaron una opinión favorable.

3. Como se indica en la nota 1 de la memoria, la Sociedad absorbió a Grupo Sacyr, S.A., con efectos contables desde 1 de enero de 2003, adquiriendo en bloque a título de sucesión universal, todo su patrimonio, de conformidad con los balances de fusión cerrados el 31 de diciembre de 2002.

4. En nuestra opinión, basada en nuestra auditoria y en el informe de los otros auditores, las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2003 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de Sacyr Vallehermoso, S.A. y Sociedades dependientes al 31 de diciembre de 2003 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con principios y normas contables generalmente aceptados que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

5. El informe de gestión consolidado adjunto del ejercicio 2003 contiene las explicaciones que los Administradores de la Sociedad dominante consideran oportunas sobre la situación de Sacyr Vallehermoso, S.A. y Sociedades dependientes, la evolución de sus negocios y sobre otros asuntos y no forma parte integrante de las cuentas anuales consolidadas. Hemos verificado que la información contable que contiene el citado informe de gestión consolidado concuerda con la de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2003. Nuestro trabajo como auditores se limita a la verificación del informe de gestión consolidado con el alcance mencionado en este mismo párrafo y no incluye la revisión de información distinta de la obtenida a partir de los registros contables de la Sociedad y Sociedades dependientes.

INSTITUTO DE
CENSORES JURADOS
DE CUENTAS DE ESPAÑA

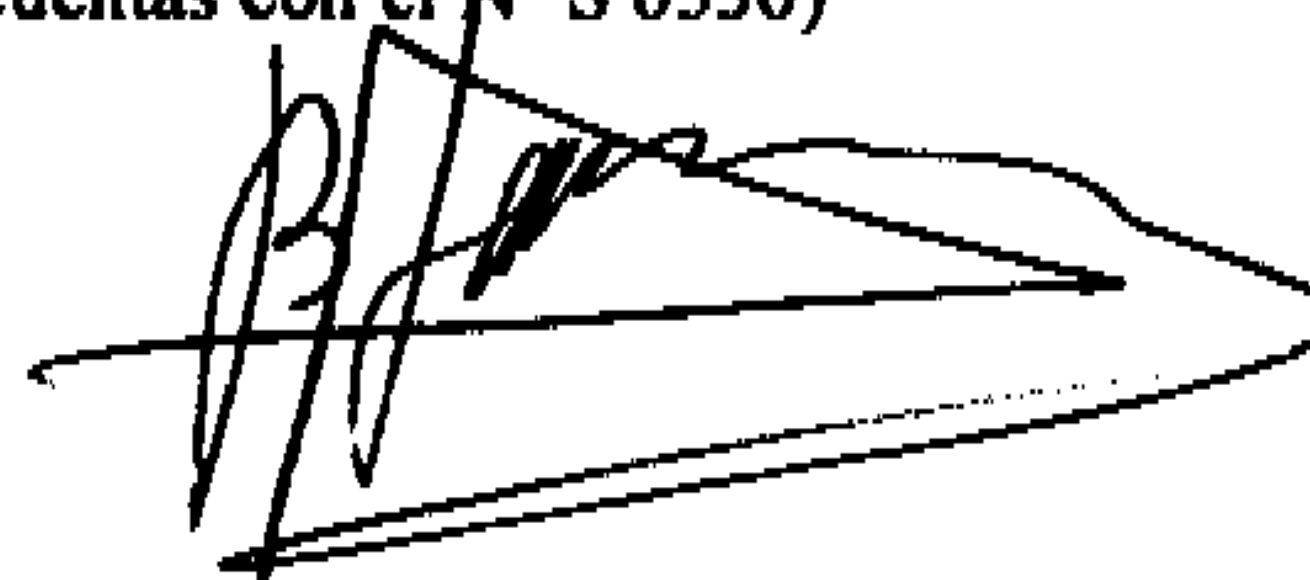
Miembro ejerciente:
ERNST & YOUNG, S.L.

01SD-000308/116

Año 2004 N°
COPIA GRATUITA

.....
Este informe está sujeto a la tasa
aplicable establecida en la
Ley 44/2002 de 22 de noviembre.
.....

ERNST & YOUNG
(Inscrita en el Registro Oficial de Auditores
de Cuentas con el N° S 0530)



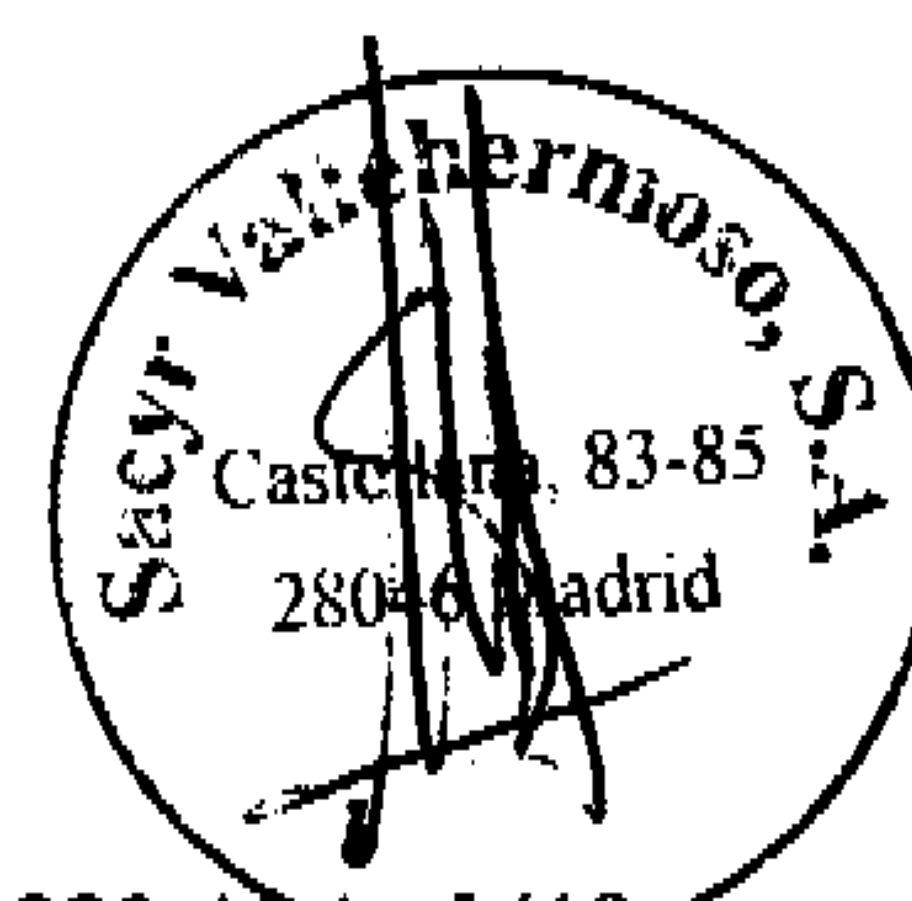
Benicio F. Herranz Hermosa

15 de marzo de 2004

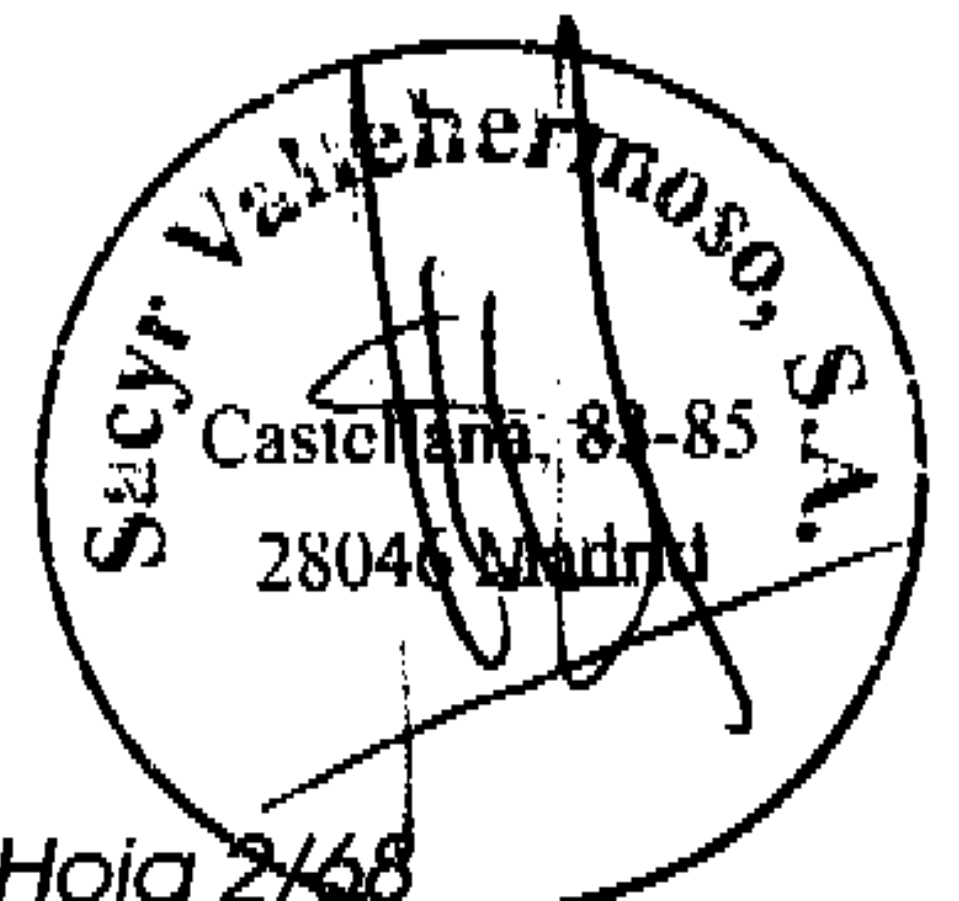
GRUPO SACYR VALLEHERMOSO
(Sacyr Vallehermoso, S.A. y Sociedades Dependientes)

Cuentas Anuales Consolidadas e
Informe de Gestión Consolidado
al 31 de diciembre de 2003
junto al

INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS
ANUALES CONSOLIDADAS



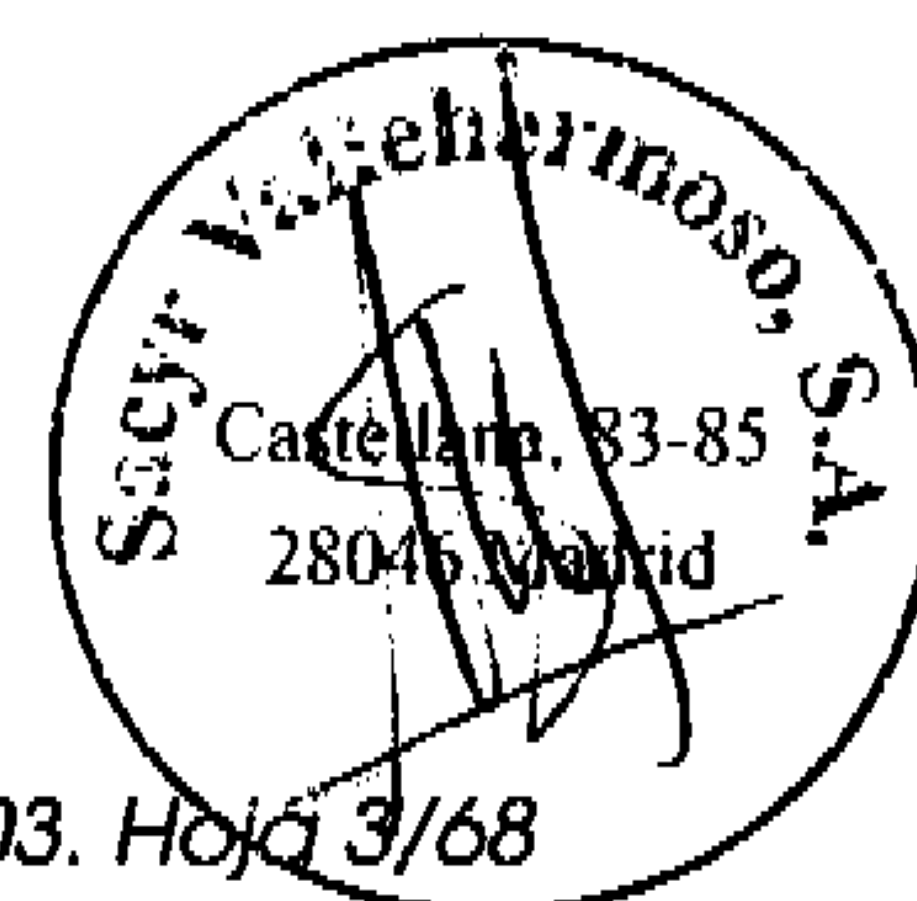
GRUPO SACYR VALLEHERMOSO
SACYR VALLEHERMOSO, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
BALANCE DE SITUACIÓN CONSOLIDADO
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



Balance de Situación consolidado al 31 de diciembre
(Miles de euros)

ACTIVO	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0	0
B) INMOVILIZADO	6.719.119	1.871.400
I. Gastos de establecimiento	14.627	2.762
II. Inmovilizaciones inmateriales (nota 5)	449.628	76.915
1. Gastos de investigación y desarrollo	1.854	0
2. Concesiones, patentes, marcas y similares	83.333	69.014
3. Fondo de Comercio	0	0
4. Derechos de traspaso	417	0
5. Aplicaciones informáticas	12.692	9.563
6. Derechos sobre bienes en leasing	375.653	2.497
7. Anticipos	0	0
8. Provisiones	0	0
9. Amortizaciones	(24.321)	(4.159)
III. Inmovilizaciones materiales (nota 6)	5.958.560	1.672.586
1. Terrenos y construcciones	125.623	45.825
2. Construcciones para arrendamientos	1.653.320	1.574.803
3. Instalaciones técnicas y maquinaria	186.352	0
4. Otras instalaciones, utillaje y mobiliario	31.958	0
5. Inversión en autopistas y otras vías de peaje	4.155.090	0
6. Inversión en autopistas y otras vías de peaje en construcción	46.474	0
7. Anticipos e inmovilizado material en curso	105.582	137.587
8. Otro inmovilizado	65.011	11.030
9. Provisiones	(13.783)	(13.821)
10. Amortizaciones	(397.067)	(82.838)
IV. Inmovilizaciones financieras (nota 7)	294.599	111.998
1. Participaciones puestas en equivalencia	134.791	47.838
2. Créditos sdades. ptas. equivalencia	8.055	0
3. Cartera de valores a largo plazo	84.200	43.973
4. Otros créditos	73.513	15.658
5. Depósitos y fianzas constituidos a largo plazo	17.247	15.057
6. Provisiones	(23.207)	(10.528)
V. Acciones de la sociedad dominante (nota 8)	1.705	7.139
C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN (nota 9)	79.917	3.701
1. De sociedades consolid. por integr. global o proporcional	79.175	202
2. De sociedades puestas en equivalencia	742	3.499

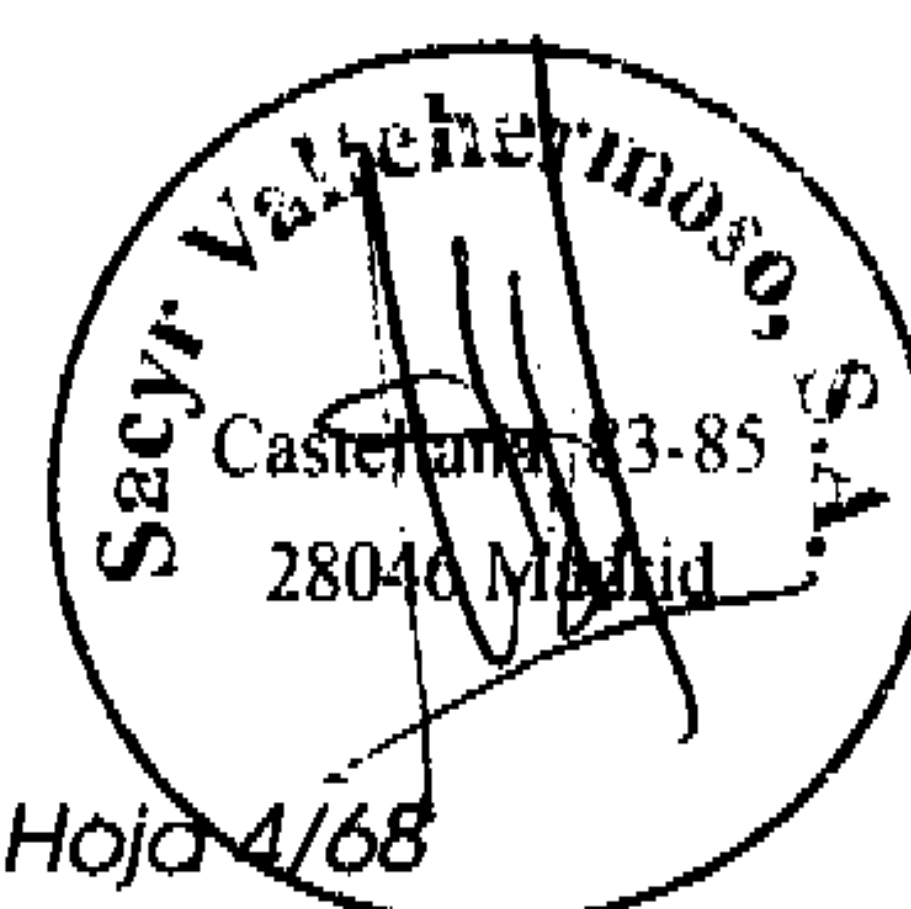
Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de este Balance de Situación consolidado.



Balance de Situación consolidado al 31 de diciembre
(Miles de euros)

ACTIVO (Continuación)	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	589.873	10.392
E) ACTIVO CIRCULANTE	3.956.470	1.692.781
I. Accionistas por desembolsos exigidos	0	0
II. Existencias (nota 10)	1.844.644	1.333.528
1. Inmuebles	114.091	61.322
2. Promociones en curso	371.810	473.725
3. Solares	1.174.775	759.329
4. Adaptación de terrenos	31.489	15.454
5. Comerciales	5.514	0
6. Materiales de construcción y otros aprovisionamientos	30.015	0
7. Obras curso y semiter., trabajos auxiliares y gtos.iniciales	60.871	0
8. Productos terminados	1.784	0
9. Subproductos, residuos y materiales incorporados.	2	0
10. Anticipos	53.715	23.698
11. Provisiones	578	0
III. Deudores	1.844.106	324.967
1. Clientes por ventas y prestación servicios (nota 11)	1.490.476	256.162
2. Empresas puestas en equivalencia, deudores	26	1.560
3. Deudores varios	149.566	31.621
4. Personal	864	0
5. Administraciones Públicas	220.796	36.765
6. Provisiones (nota 11)	(17.622)	(1.141)
IV. Inversiones financieras temporales (nota 12)	123.521	23.694
1. Cartera de valores a corto plazo	113.726	22.710
2. Créditos empresas ptas equivalencia	265	3.356
3. Otros créditos	6.566	141
4. Depósitos y fianzas constituidos a corto plazo	3.632	55
5. Provisiones	(668)	(2.568)
V. Acciones propias a corto plazo	0	0
VI. Tesorería	137.450	10.027
VII. Ajustes por periodificación	6.749	565
TOTAL ACTIVO.	11.345.379	3.578.274

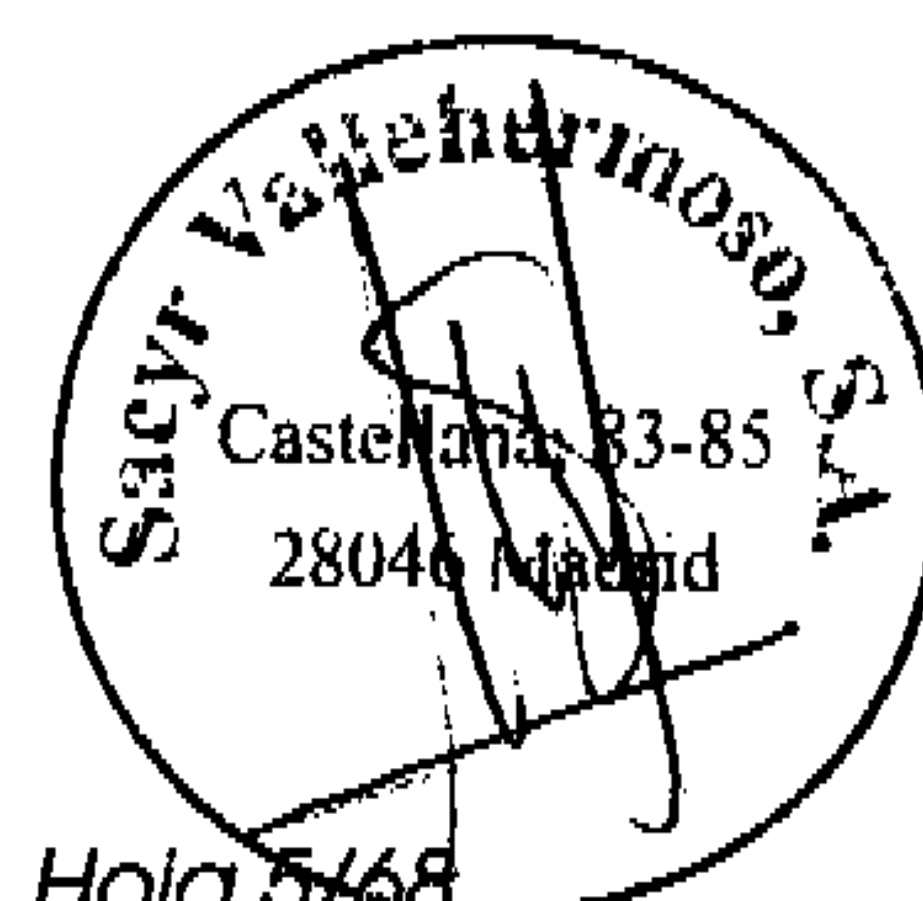
Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de este Balance de Situación consolidado.



Balance de Situación consolidado al 31 de diciembre
(Miles de euros)

PASIVO	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) FONDOS PROPIOS (nota 13)	1.312.055	1.059.506
I. Capital suscrito	245.811	154.764
II. Prima de emisión	0	285.182
III. Reserva de revalorización	12.901	12.901
IV. Otras reservas de la sociedad dominante	354.433	308.812
1. Reserva legal	30.953	30.506
2. Reserva para acciones propias	596	7.138
3. Reservas estatutarias	0	0
4. Otras reservas	322.884	271.168
V. Resultados de ejercicios anteriores	0	0
1. Remanente	0	0
2. Resultados negativos ejercicios anteriores	0	0
3. Aportaciones de socios para compensación de pérdidas	0	0
VI. Reservas en socied. consolid. por integr. global o proporcional	603.240	123.445
VII. Reservas en sociedades puestas en equivalencia	3.010	(10.358)
VIII. Diferencias de conversión	(175.250)	60
1. De sociedades consolid. Por integrac. Global o proporcional	(175.250)	0
2. De sociedades puestas en equivalencia	0	60
IX. Pérdidas y ganancias sociedad dominante	334.349	207.704
1. Pérdidas y ganancias consolidadas	357.457	208.610
2. Pérdidas y ganancias atribuidas a socios externos	(23.108)	(906)
X. Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	(66.439)	(23.004)
B) SOCIOS EXTERNOS (nota 14)	736.239	5.930
C) DIFERENCIA NEGATIVA DE CONSOLIDACIÓN (nota 9)	613	601
1. De socied. consolid. por integración global o proporcional	334	322
2. De sociedades puestas en equivalencia	279	279
D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	140.354	10.811
1. Subvenciones de capital	82.321	0
2. Otros a distribuir en varios ejercicios	58.033	10.811
E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS (nota 16)	572.231	35.295
1. Provisión para pensiones y obligaciones similares	1.363	0
2. Provisión para impuestos	4.652	0
3. Otras provisiones	30.521	35.295
4. Fondo de reversión	535.695	0

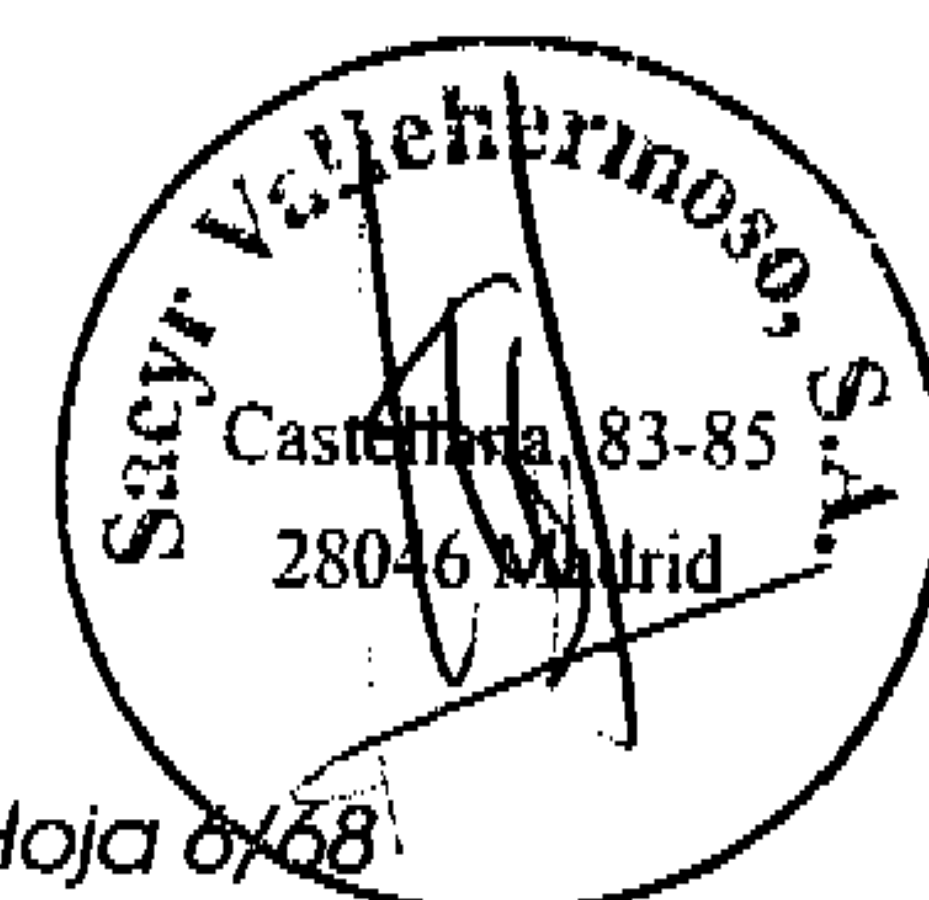
Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de este Balance de Situación consolidado.



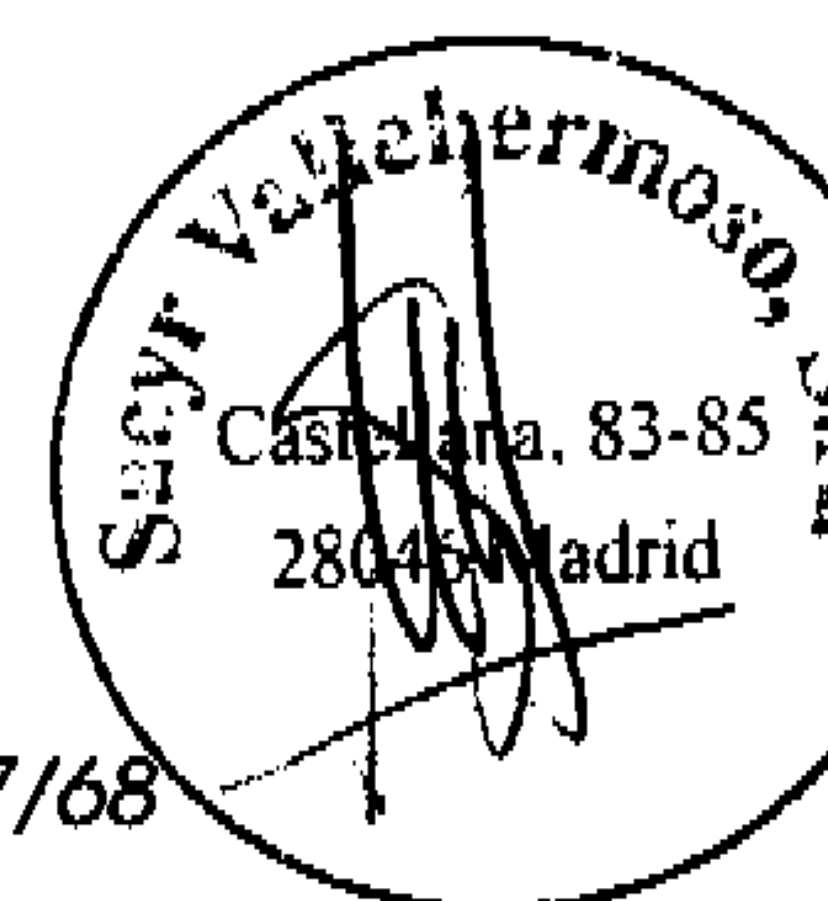
Balances de Situación consolidados al 31 de diciembre
(Miles de euros)

PASIVO (Continuación)	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
F) ACREEDORES A LARGO PLAZO	4.991.187	1.427.687
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables (nota 22)	1.024.543	108.081
1. Obligaciones no convertibles	892.674	108.081
2. Obligaciones convertibles	0	0
3. Otras deudas representadas en valores negociables	131.869	0
II. Deudas con entidades de crédito (nota 22)	3.654.261	1.222.342
III. Deudas con sociedades puestas en equivalencia	1.615	6.474
IV. Otros acreedores	283.168	90.790
1. Deudas representadas por efectos a pagar	101	0
2. Otras deudas	258.252	90.790
3. Fianzas y depósitos recibidos a largo plazo	24.815	0
V. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	27.600	0
G) ACREEDORES A CORTO PLAZO	3.592.700	1.038.444
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables (nota 22)	448.594	176.620
1. Obligaciones no convertibles	258.059	176.620
2. Obligaciones convertibles	0	0
3. Otras deudas representadas en valores negociables	186.000	0
4. Intereses de obligaciones y otros valores	4.535	0
II. Deudas con entidades de crédito (nota 22)	1.240.467	276.844
1. Préstamos y otras deudas	1.213.011	276.844
2. Deuda por intereses	27.456	0
III. Deudas con sociedades puestas en equivalencia	88	0
IV. Acreedores comerciales	1.494.412	505.766
1. Anticipos recibidos por pedidos	300.433	204.291
2. Deudas por compras o prestación de servicios	552.399	169.549
3. Deudas representadas por efectos a pagar	641.580	131.926
V. Otras deudas no comerciales	302.749	17.160
1. Administraciones Públicas	212.841	15.633
2. Deudas representadas por efectos a pagar	1.326	0
3. Otras deudas	80.974	1.439
4. Remuneraciones pendientes de pago	2.153	0
5. Fianzas y depósitos recibidos a corto plazo	5.455	88
VI. Provisiones para operaciones de tráfico	106.390	60.118
VII. Ajustes por periodificación	0	1.936
TOTAL PASIVO.	11.345.379	3.578.274

Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de este Balance de Situación consolidado.



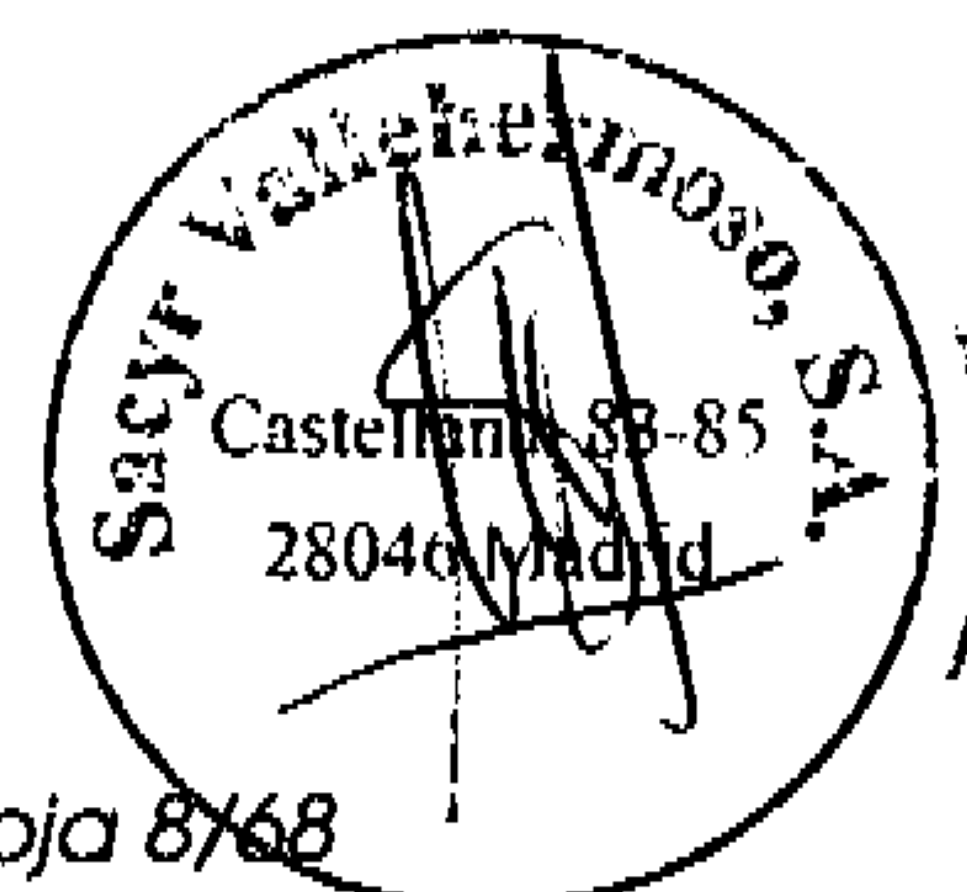
GRUPO SACYR VALLEHERMOSO
SACYR VALLEHERMOSO, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada al 31 de diciembre
(Miles de euros)

GASTOS	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Reducción de existencias de productos terminados	0	0
2. Aprovisionamientos (nota 17)	2.039.428	654.553
a) Consumo de existencias comerciales	1.076.104	268.367
b) Consumo de materiales y otras materias consumibles	405.637	0
c) Otros gastos externos	557.687	386.186
3. Gastos de personal (nota 18)	274.780	28.473
a) Sueldos, salarios y asimilados	215.887	23.928
b) Cargas sociales	58.893	4.545
4. Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	92.446	25.055
5. Variación de las provisiones de tráfico	16.297	1.310
a) Variación de provisiones de existencias	(7)	0
b) Variación de prov.y pérdidas de créditos incobrables	84	0
c) Variación de otras provisiones de tráfico	16.220	1.310
6. Otros gastos de explotación	903.891	59.492
a) Servicios exteriores	831.438	59.322
b) Tributos	30.092	170
c) Otros gastos de gestión corriente	25.400	0
d) Dotación al fondo de reversión	16.961	0
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	3.326.842	768.883
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN	451.177	240.804
7. Gastos financieros y gastos asimilados	182.774	88.135
8. Variación de las provisiones de inversiones financieras	2.896	8.007
9. Diferencias negativas de cambio	51.209	115
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	0	0
10. Participación en pérdidas de Scdades. puestas en equivalencia	4.469	0
11. Amortización del fondo de comercio de consolidación	5.526	54
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	347.151	155.944
12. Variación provisiones inmov.inmaterial, material y cartera	6.282	106
13. Pérdidas procedentes inmov.inmaterial, material y cartera	4.780	835
14. Pérdidas por operaciones con accnes.y obligaciones propias	0	0
15. Gastos extraordinarios	12.916	7.088
16. Gastos y pérdidas de otros ejercicios	596	371
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS (nota 17)	121.551	87.900
V. BENEFICIOS CONSOLIDADOS ANTES DE IMPUESTOS	468.702	243.844
17. Impuesto sobre Sociedades	111.245	35.234
18. Otros impuestos	0	0
VI. RTDO. CONSOLIDADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	357.457	208.610
19. Resultado atribuido a socios externos (nota 14)	23.108	906
VII. RTDO.EJERC.ATRIBUIDO A SCDAD.DOMINANTE (B*)	334.349	207.704

Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de esta cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada.



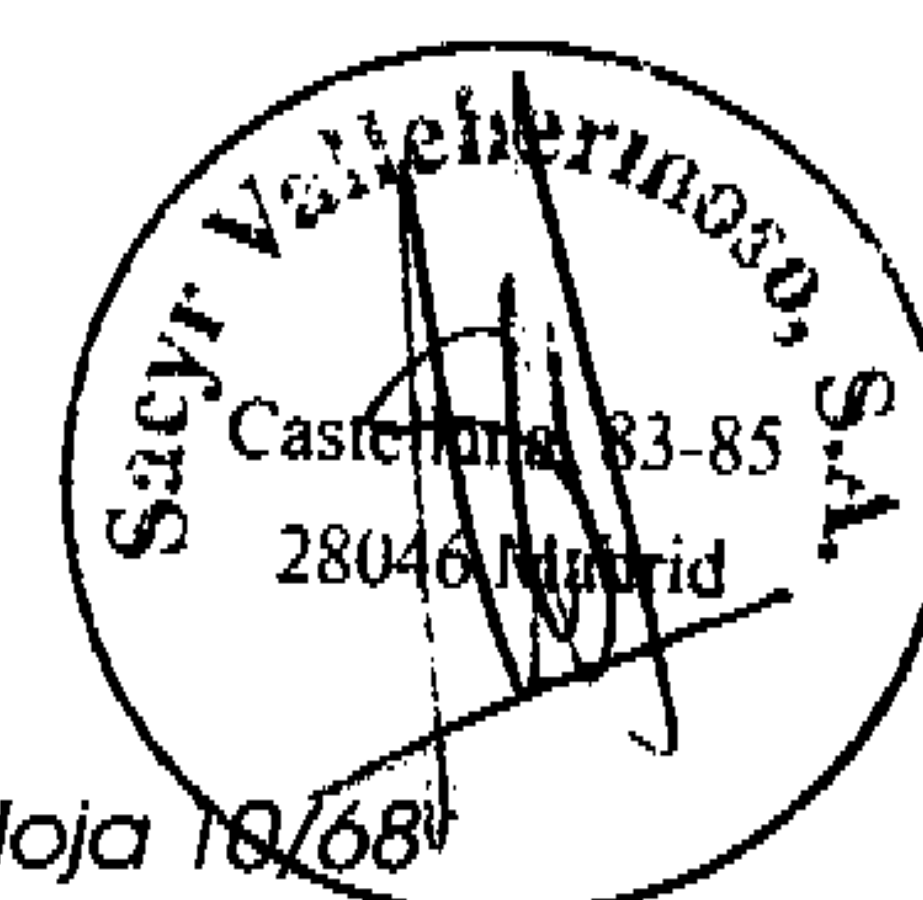
Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada al 31 de diciembre
(Miles de euros)

INGRESOS	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Importe neto de la cifra de negocios (Nota 17)	3.333.748	833.173
a) Ventas	2.228.184	827.806
b) Prestaciones de servicios	1.105.564	5.367
c) Devoluciones sobre ventas	0	0
2. Aumento de existencias de productos terminados y en curso	365.079	172.786
3. Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	55.056	0
4. Otros ingresos de explotación	24.136	3.728
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	18.643	3.728
b) Subvenciones	42	0
c) Exceso de provisiones de riesgos y gastos	5.451	0
TOTAL INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3.778.019	1.009.687
I. PÉRDIDAS DE EXPLOTACIÓN	0	0
5. Ingresos de participaciones en capital	40	748
6. Ingresos de otros val.negociab.y créditos del activo inmov.	2.215	971
7. Otros intereses e ingresos asimilados	34.924	6.697
8. Diferencias positivas de cambio	90.587	5
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS	109.113	87.836
9. Participación en bº de sociedades puestas en equivalencia	1.804	3.030
10. Reversión de diferencias negativas de consolidación	13.278	0
III. PÉRDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	0	0
11. Bº en enajenación de inmov.inmaterial, material y cartera	127.548	93.792
12. Bº por operaciones con acciones de la sociedad dominante	3.733	1.279
13. Subvenciones de capital transferidas al resultado ejercicio	281	0
14. Ingresos extraordinarios	14.597	1.073
15. Ingresos y beneficios de otros ejercicios	(34)	156
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS (nota 17)	0	0
V. PÉRDIDAS CONSOLIDADAS ANTES DE IMPUESTOS	0	0
VI. RESULTADO CONSOLIDADO EJERCICIO (PÉRDIDAS)	0	0
16. Resultado atribuido a socios externos (Pérdida) (Nota 14)	0	0
VII. RTDO.EJERC.ATRIB.A SCDAD.DOMINANTE (PÉRDIDA)	0	0

Las Notas adjuntas números 1 a 26 descritas en la Memoria y los Anexos I y II forman parte integrante de esta cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada.



GRUPO SACYR VALLEHERMOSO
SACYR VALLEHERMOSO, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
MEMORIA CONSOLIDADA
EJERCICIO 2003



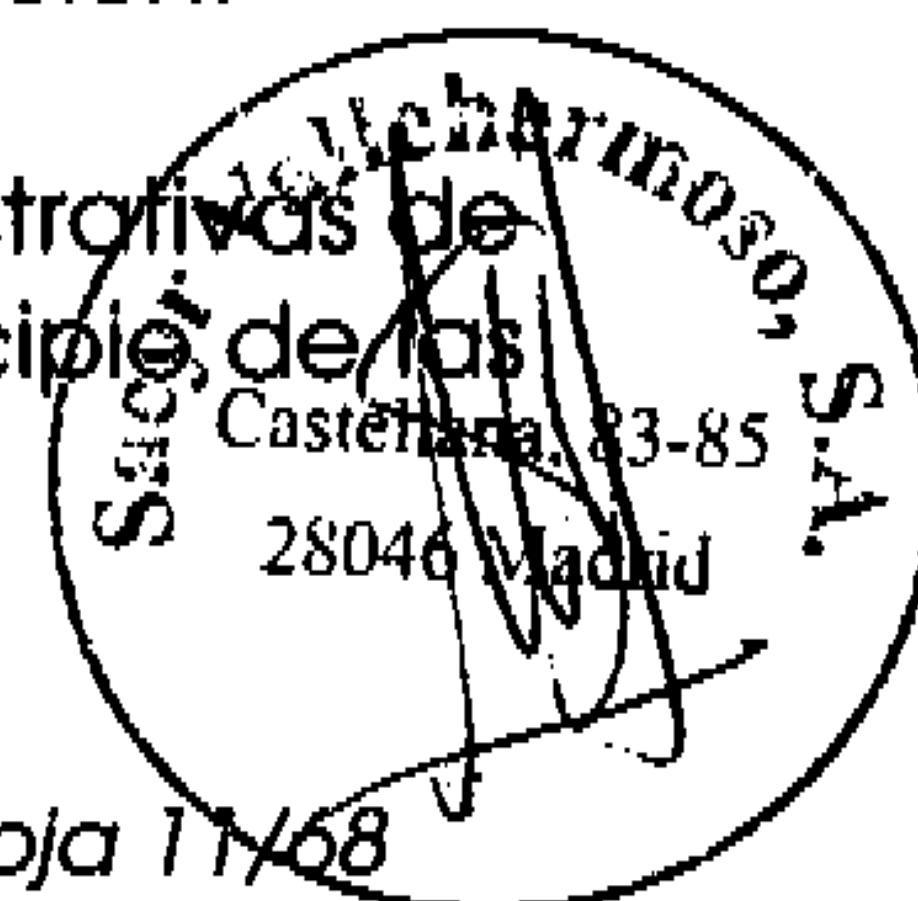
1. Actividad de Sacyr Vallehermoso.

1.1.- Actividad del Grupo.

La sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A. (en adelante la Sociedad o la Matriz), surge como efecto de la fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. (sociedad absorbida) por Vallehermoso, S.A. (sociedad absorbente) durante el ejercicio 2003.

Constituye su objeto social:

- a. La adquisición y construcción de fincas urbanas para su explotación en forma de arriendo o para su enajenación.
- b. La rehabilitación de edificios para su ulterior arrendamiento o enajenación.
- c. La compraventa de terrenos, derechos de edificación y unidades de aprovechamiento urbanístico, así como su ordenación, transformación, urbanización, parcelación, reparcelación, compensación, etc., y posterior edificación, en su caso, interviniendo en todo el proceso urbanístico hasta su culminación por la edificación.
- d. La administración, la conservación, el mantenimiento y, en general, todo lo relacionado con las instalaciones y los servicios de fincas urbanas, así como los terrenos, infraestructuras, obras, instalaciones de urbanización que correspondan a los mismos en virtud del planeamiento urbanístico, ya sea por cuenta propia o ajena, y la prestación de servicios de arquitectura, ingeniería y urbanismo relacionados con dichas fincas urbanas, o con su propiedad.
- e. La prestación y comercialización de toda clase de servicios y suministros relativos a las comunicaciones, a la informática y a las redes de distribución energéticas, así como la colaboración en la comercialización y mediación en seguros, servicios de seguridad y transporte, bien por cuenta propia o ajena.
- f. La gestión y administración de espacios comerciales, de residencias y centros de la tercera edad, de hoteles y residencias turísticas, y de estudiantes.
- g. La contratación, gestión y ejecución de toda clase de obras y construcciones en su más amplio sentido, tanto públicas como privadas, como carreteras, obras hidráulicas, ferrocarriles, obras marítimas, edificación, obras del medio ambiente, y en general todas las relacionadas con el ramo de la construcción.
- h. La adquisición, administración, gestión, promoción, explotación en arrendamiento o en cualquier otra forma, construcción, compra y venta de toda clase de bienes inmuebles, así como el asesoramiento respecto a las operaciones anteriores.
- i. La elaboración de todo tipo de proyectos de ingeniería y arquitectura, así como la dirección, supervisión y asesoramiento en la ejecución de todo tipo de obras y construcciones.
- j. La adquisición, tenencia, disfrute, administración y enajenación de toda clase de valores mobiliarios por cuenta propia, quedando excluidas las actividades que la legislación especial y básicamente la Ley del Mercado de Valores, atribuye con carácter exclusivo a otras entidades.
- k. Gestionar servicios públicos de abastecimiento de agua, alcantarillado y depuración.
- l. La gestión de toda clase de concesiones, subvenciones y autorizaciones administrativas de obras, servicios y mixtas del Estado, Comunidades Autónomas, Provincia y Municipios, de las que sea titular y la participación accionarial en sociedades de aquellas.



- m. La explotación de minas y canteras y la comercialización de sus productos.
- n. La fabricación, compra, venta, importación, exportación y distribución de equipos, instalación de elementos y materiales de construcción o destinados a la misma.
- o. Adquisición, explotación en cualquier forma, comercialización, cesión y enajenación de todo tipo de propiedad intelectual y patentes y demás modalidades de propiedad industrial.
- p. Fabricación y comercialización de productos prefabricados y demás relacionados con la construcción.
- q. La dirección y gestión de empresas filiales y sociedades participadas españolas y extranjeras, mediante su participación en los órganos de administración. La dirección estratégica y administrativa de sus sociedades filiales en España y en el extranjero, así como el asesoramiento jurídico, económico, contable, laboral, presupuestario, financiero, fiscal, comercial e informático de dichas sociedades.

Las actividades integrantes del objeto social descrito en los apartados anteriores podrán ser también desarrolladas indirectamente, a través de la participación en otras entidades o en sociedades con objetos idénticos o análogos.

El detalle de las sociedades dependientes que forman el Grupo Sacyr Vallehermoso, así como sus actividades, domicilios sociales y porcentajes de participación, se incluye en el Anexo I de esta memoria.

La totalidad de las sociedades dependientes incluidas en las cuentas anuales consolidadas tienen como fecha de cierre de sus ejercicios sociales el 31 de diciembre de cada año.

1.2.- Fusión por absorción de Grupo Sacyr.

El día 29 de enero de 2003, los Consejos de Administración de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. formularon y aprobaron el Proyecto de Fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. por Vallehermoso, S.A..

El 3 de abril de 2003, las Juntas Generales de Accionistas de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. aprobaron la fusión entre ambas entidades, cambiando la denominación social por la de Sacyr Vallehermoso, S.A.

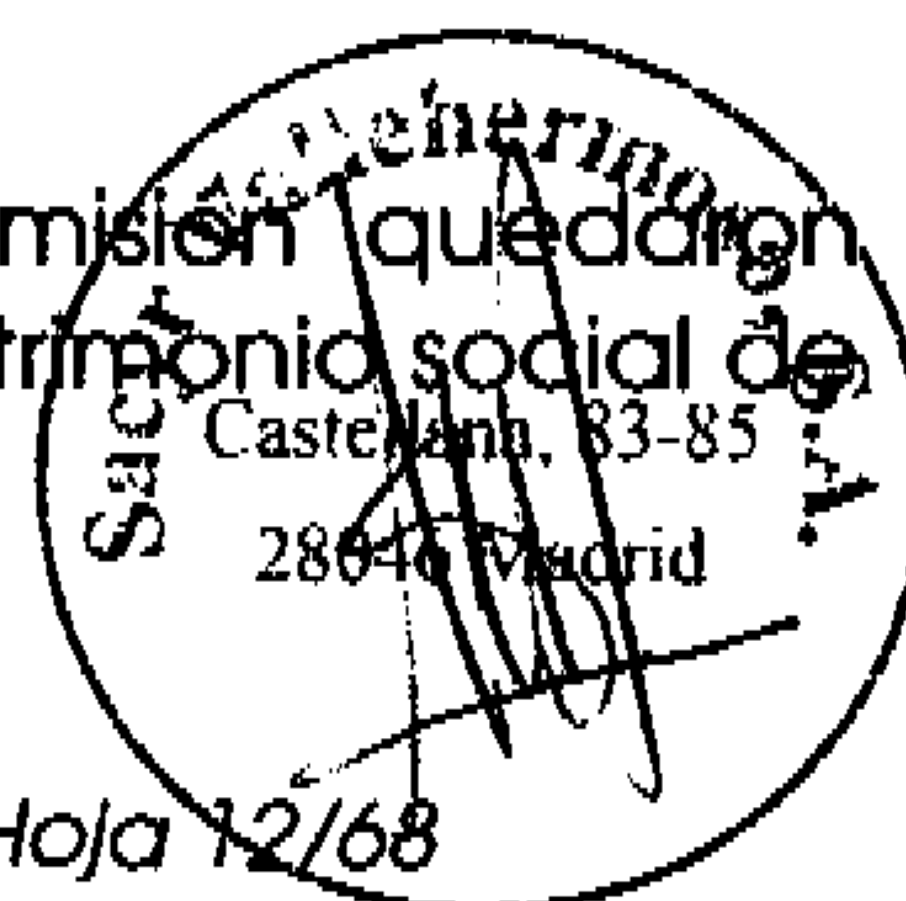
Una vez inscrita en el Registro Mercantil la escritura de fusión, el día 30 de mayo de 2003, Grupo Sacyr, S.A. anuló y canjeó sus acciones por acciones de Vallehermoso, S.A.

El número total de acciones de Vallehermoso, S.A. que se entregaron en canje a los accionistas de Grupo Sacyr fue de 128.964.000 divididas en:

- 37.917.190 acciones de Vallehermoso, S.A. que eran propiedad de la absorbida Grupo Sacyr por la participación de ésta sobre aquella en un 24,5%.
- 91.046.810 acciones de Vallehermoso, S.A. de nueva emisión procedentes de un aumento de capital de dicha sociedad.

El importe nominal del aumento de capital acordado por la Junta General de Accionistas de Vallehermoso de 3 de abril de 2003 es de 91.046.810 euros, dividido en 91.046.810 acciones de un euro de valor nominal cada una. La prima de emisión del conjunto de las acciones emitidas ascendió a 276.966.713 euros.

Tanto el valor nominal como la prima de emisión de las acciones de nueva emisión quedaron íntegramente desembolsadas como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de Grupo Sacyr, S.A. a Vallehermoso, S.A.

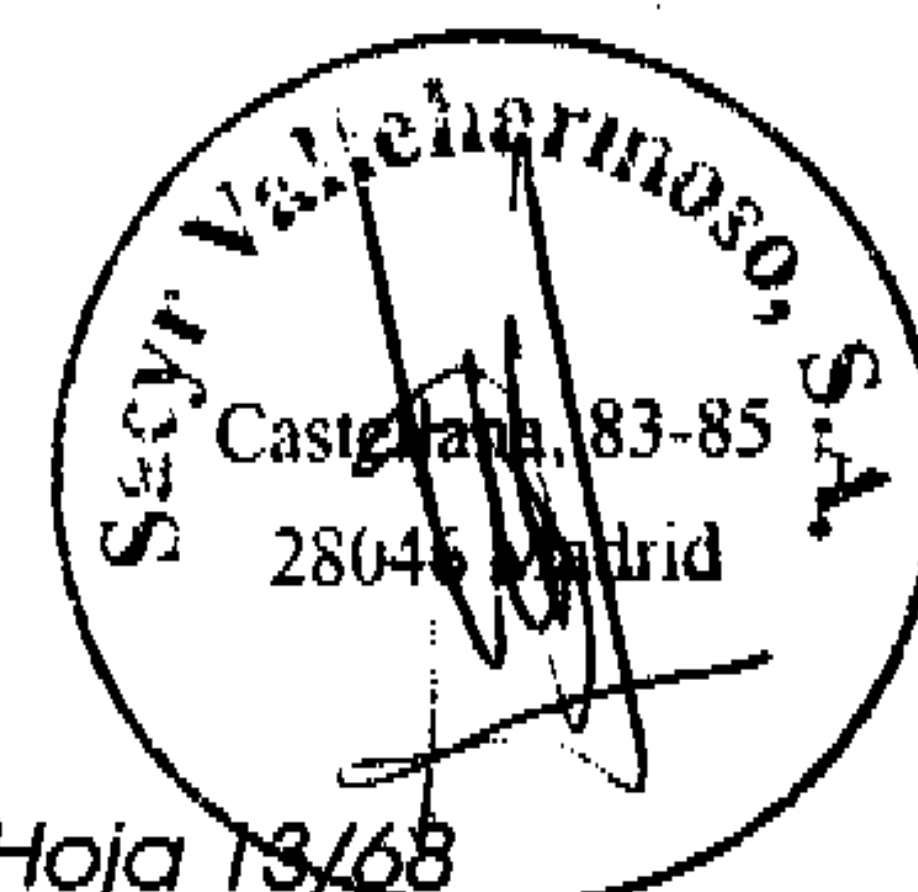


El valor asignado por los Administradores a la sociedad Grupo Sacyr, S.A. se corresponde con los valores netos contables de los elementos patrimoniales que la componen referidos a 31 de diciembre de 2002. El conjunto de bienes, derechos, obligaciones y deudas objeto de la aportación no dineraria, resumido por masas patrimoniales, se detalla a continuación:

<u>Bienes y derechos</u>	Miles euros
Gastos de establecimiento	1.214
Inmovilizado financiero	240.477
Acciones propias	13
Deudores	15
Inversiones financieras temporales	127.429
Tesorería	157
Total bienes y derechos	369.305
<u>Deudas y obligaciones</u>	
Acreeedores comerciales	68
Acreeedores no comerciales	1.223
Total deudas y obligaciones	1.291
Valor neto de la actividad aportada	368.014

El proyecto de fusión establece como fecha a partir de la cual la operación de Grupo Sacyr, S.A. se considera realizada a efectos contables por cuenta de Vallehermoso, S.A., el día 1 de enero de 2003.

Para una mejor comprensión de la evolución del Grupo, se presenta como Anexo II a estas Cuentas Anuales, el Balance Pro forma que incluye los asientos de fusión y la Cuenta de Perdidas y Ganancias Pro forma del 2002, todo ello comparado con el ejercicio 2003.



2. Perímetro de Consolidación y Sociedades Dependientes.

A efectos de la preparación de las cuentas anuales consolidadas adjuntas, las sociedades que conforman el Grupo se clasifican en los siguientes grupos:

- a) Sociedades dependientes: Aquellas sociedades jurídicamente independientes que constituyen una unidad económica sometida a dirección única a nivel estratégico y sobre las que se ejerce dominio efectivo directa o indirectamente.
- b) Sociedades multigrupo: Aquellas en las que la gestión se lleva a cabo conjuntamente con terceros por una o varias sociedades del Grupo, que participan en su capital social.
- c) Sociedades asociadas: Aquellas no incluidas en el conjunto consolidable, en las que alguna o varias sociedades del Grupo ejerzan una influencia notable en su gestión.

El Grupo está constituido por la sociedad dominante Sacyr Vallehermoso, S.A. y las sociedades participadas que se detallan a continuación.

a) Sociedades que forman el perímetro de consolidación.

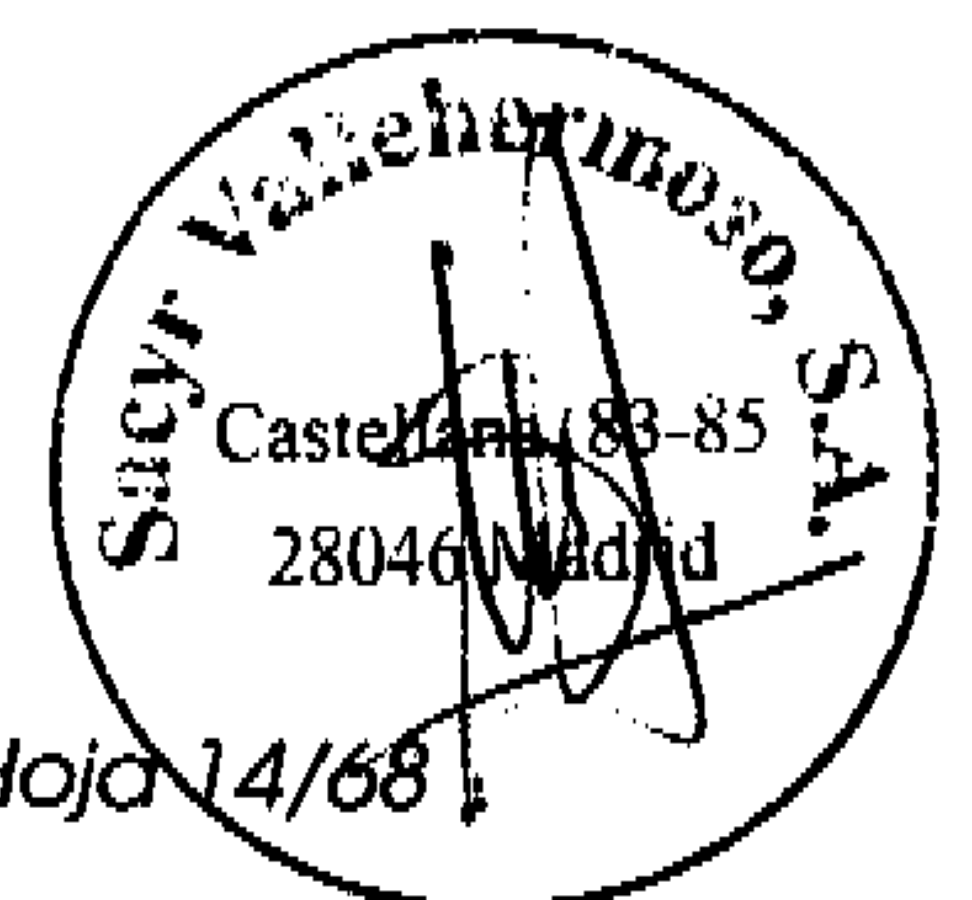
Las sociedades participadas, consideradas como integrantes del perímetro de consolidación del Grupo tienen su configuración como tales de acuerdo con el R.D. 1.815/1991, de 20 de diciembre.

Las sociedades que se incluyen en el perímetro de consolidación de las cuentas anuales adjuntas, se presentan en el Anexo I, con el detalle del porcentaje de participación poseído, el grupo de clasificación al que pertenecen, así como la actividad que realizan y su domicilio.

Todas las sociedades dependientes se han consolidado por el método de integración global consistente en la incorporación al balance de Sacyr Vallehermoso, S.A. de todos los bienes, derechos y obligaciones que componen el patrimonio de las sociedades dependientes, y a la cuenta de pérdidas y ganancias de la primera, todos los ingresos y gastos que concurren a la determinación del resultado de las segundas.

Las sociedades multigrupo, Bardiomar, S.L., Provitae, S.L., PK Inversiones, S.L., Constructora Sacyr-Necso S.A., Constructora Necso-Sacyr S.A., Constructora ACS-Sacyr S.A., Gestora de Autopistas, S.A., Operadora del Pacífico, S.A., Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico S.A., Sociedad Concesionaria Litoral Central S.A., Sociedad Concesionaria Autopistas Metropolitanas S.A., Rutas II, Autopista Vasco Aragonesa Concesionaria Española, S.A., Autovía del Noroeste Concesionaria de la CARM, Aguas de Toledo AIE y Aparcamiento Recaredo AIE, se han consolidado por el método de integración proporcional, que supone la incorporación al Balance de Grupo Sacyr Vallehermoso, S.A. los bienes, derechos y obligaciones de la sociedad multigrupo y a la cuenta de pérdidas y ganancias de la primera los ingresos y gastos que concurren en la determinación del resultado de la segunda, en la proporción que representen las participaciones de las sociedades del Grupo en el capital de la sociedad multigrupo.

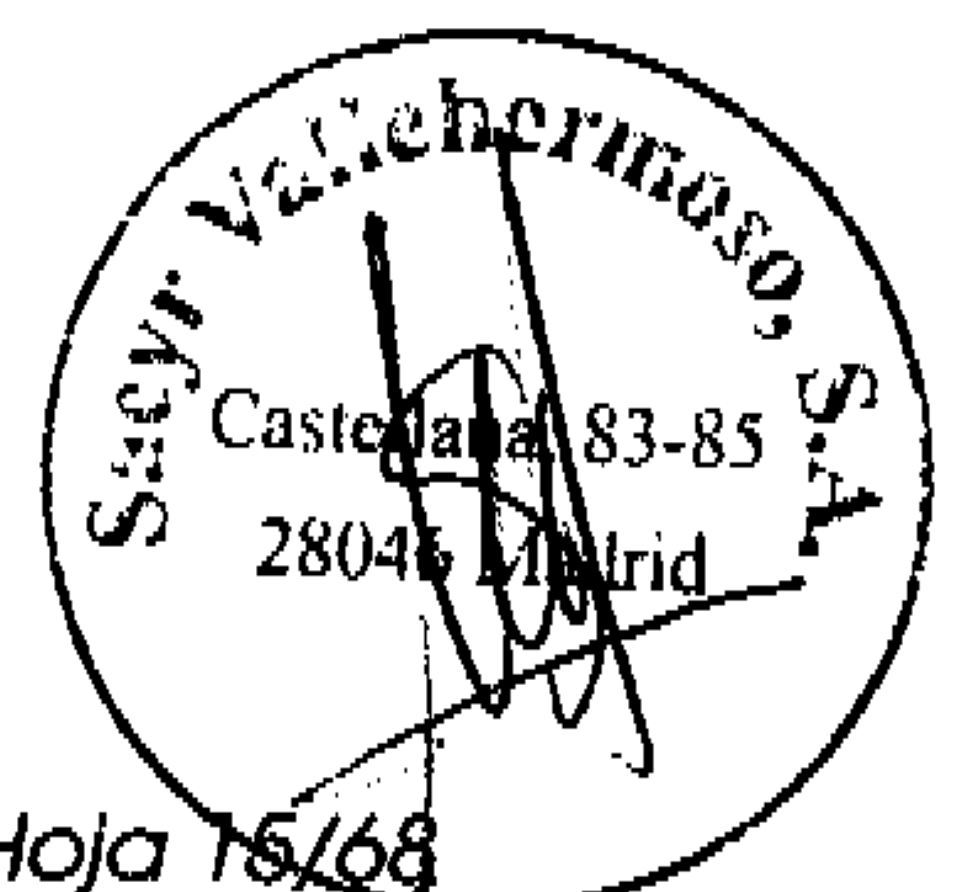
Las sociedades asociadas se han consolidado por el procedimiento de puesta en equivalencia, por el cual, se sustituye el valor contable por el que figura cada inversión por el importe correspondiente al porcentaje de los fondos propios de la Sociedad participada que corresponda.



Las cuentas anuales de las sociedades más significativas están auditadas por los siguientes auditores externos:

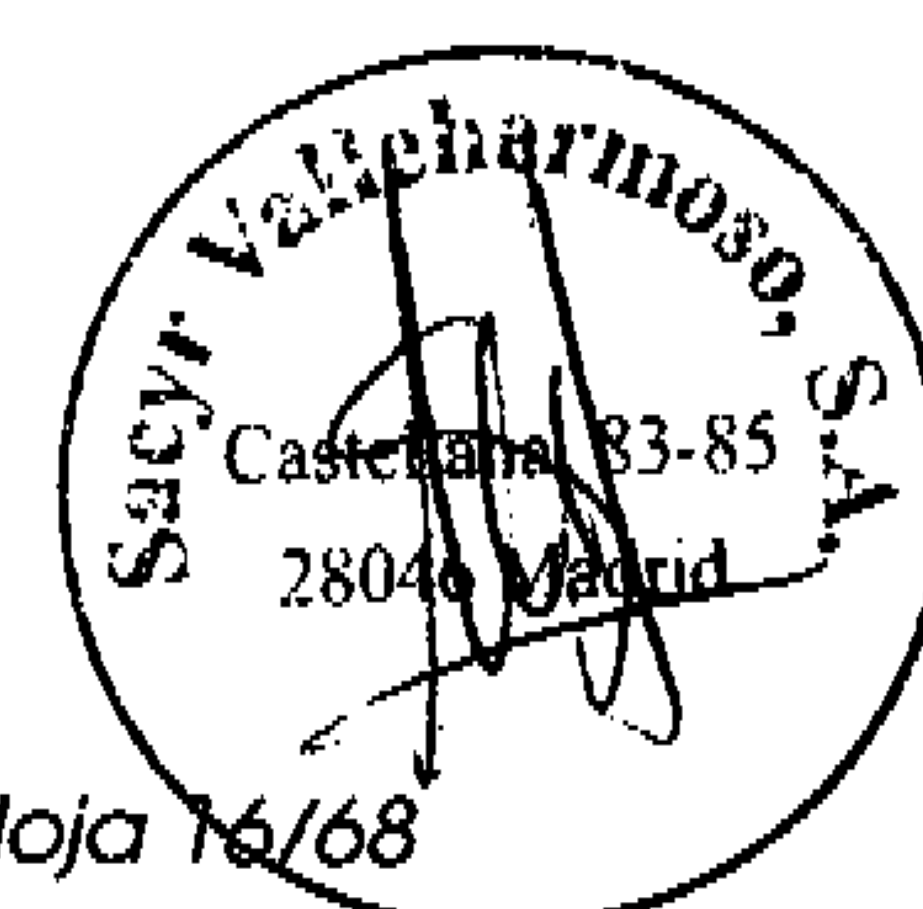
- ERNST & YOUNG: Sacyr Vallehermoso, S.A., Sacyr, S.A.U, Scrinser, S.A., Cavosa Obras y Proyectos, S.A., Autovía del Noroeste Concesionaria de la Comunidad Autónoma de la Región de Murcia, S.A., Autovía Vasco Aragonesa (AVASA) S.A., Avasacyr S.A., Itinere Infraestructuras, S.A., Sacyr Gestión S.A.U, Valoriza, S.L.U., Microtec Ambiente, S.A., Cafestore, S.A.U., Iberese, S.A., Olextra, S.A., Extragol, S.A., Compañía Energética de la Roda, S.L., Sacyr Chile, S.A., Constructora ACS-Sacyr, S.A., Cavosa Chile, S.A., Gestora de Autopistas, S.A., Operadora de Los Lagos, S.A., Operadora del Pacífico, S.A., Itinere Chile, S.A., Sociedad Concesionaria del Elqui, S.A., Sociedad Concesionaria de Los Lagos, S.A., Sociedad Concesionaria Litoral Central, S.A., Sociedad Concesionaria Rutas del Pacífico, S.A., Sociedad Concesionaria de Autopistas Metropolitanas, S.A., Vallehermoso División de Promoción, S.A.U., Tricéfalo, S.A., Tradirmi, S.L., Capace, S.L., Erantos, S.A., Vallehermoso Patrimonio, S.A.U., Vallehermoso Telecom, S.A. y Testa, S.A.
- PRICE WATERHOUSE COOPERS: Constructora Sacyr-Necso, S.A. y Constructora Necso-Sacyr, S.A.
- ECT AUDITORES: Ideyco, S.A.U., Prinur, S.A.U., Sadyt, S.A., Febide, S.A. y Prosacyr Ocio, S.L.,
- KPMG PEAT MARWICK LTDA.: Grupo ENA, Accesos de Madrid Concesionaria Española, S.A., Autopista Central Gallega Concesionaria Española S.A., Guadalquivir, Sociedad Concesionaria de la Junta de Andalucía - Guadalmetro, S.A. y Enaitinere, S.A.U.
- DELOITTE & TOUCHE: Build2Edifica S.A. y Euroglosa 45 Concesionaria de la Comunidad de Madrid S.A.
- FREIRE LOUREIRO E ASSOCIADOS (asociados a DELOITTE & TOUCHE): Grupo Somague y Lusivial, S.A.
- ACR: Aeropuertos de la Región de Murcia, S.A.
- KAUFMAN ROSSIN & CO.: Brickell Office y Testa American Corporation.
- ATTEST CONSULTING, S.L.: Nova Cala Villajoyosa, S.A.

El resto de Sociedades consolidadas no han sometido sus cuentas a auditoría externa en el año 2003.



La información financiera más significativa de las sociedades dependientes incluidas en el perímetro de consolidación es la siguiente:

Miles de euros	Tipo	Procedencia	Capital Social	Reservas	Dividendo a cuenta	Resultado	FONDOS PROPIOS
SACYR VALLEHERMOSO (Holding)	Dominante	Grupo Vallehermoso	245.811	367.334	-66.039	114.836	661.942
INCHISACYR	Grupo	Grupo Sacyr	2.400	-333	0	-59	2.008
SACYR	Grupo	Grupo Sacyr	52.320	215.792	-31.948	50.980	287.144
OBRAS Y SERVICIOS DE GALICIA Y ASTURIAS	Grupo	2003	1.000	0	0	-55	945
CAVOSA, OBRAS Y PROYECTOS	Grupo	Grupo Sacyr	5.151	1.749	0	1.781	8.681
FEBIDE	Grupo	Grupo Sacyr	601	635	0	492	1.728
IDEYCO	Grupo	Grupo Sacyr	301	384	0	86	771
MICROTEC AMBIENTE	Grupo	Grupo Sacyr	745	485	0	6	1.236
PRINUR	Grupo	Grupo Sacyr	3.185	763	0	796	4.744
SACYR CHILE	Grupo	Grupo Sacyr	14.278	19.675	0	-832	33.121
SCRINSER	Grupo	Grupo Sacyr	601	4.370	0	2.849	7.820
AURENTIA	Grupo	Grupo Sacyr	304	40	0	-30	314
CAVOSA CHILE	Grupo	Grupo Sacyr	2.583	-448	0	234	2.369
ITINERE INFRAESTRUCTURAS	Grupo	Grupo Sacyr	116.151	-69	0	-8.919	107.163
ENA	Grupo	2003	425.120	508.897	0	48.301	982.318
SOCIEDAD CONCESIONARIA DE LOS LAGOS	Grupo	Grupo Sacyr	75.626	-16.356	0	20.020	79.290
OPERADORA DE LOS LAGOS	Grupo	Grupo Sacyr	560	215	0	435	1.210
S.C. DEL ELQUI	Grupo	Grupo Sacyr	89.491	-23.889	0	17.900	83.502
NEOPISTAS	Grupo	Grupo Sacyr	6.000	-93	0	-5	5.902
AVASACYR	Grupo	Grupo Sacyr	31.715	8.018	0	13.815	53.548
ITINERE CHILE	Grupo	2003	40.302	78.126	0	-1.273	117.155
ENATINERE	Grupo	2003	22.600	0	0	-5.118	17.482
PACK TEAM RACER	Grupo	2003	3	0	0	0	3
SACYR GESTIÓN	Grupo	Grupo Sacyr	22.133	487	0	-570	22.050
BUROSOFT	Grupo	2003	259	100	0	-1.054	-695
VALORIZA FACIUTIES	Grupo	2003	1.181	0	0	-691	490
IBERESE	Grupo	Grupo Sacyr	721	2.276	0	266	3.263
SOCIEDAD ANONIMA DE DEPURACION Y TRATAMIENTOS	Grupo	Grupo Sacyr	301	815	0	313	1.429
TRATAMIENTOS Y RECUPERACION DEL ECOSISTEMA	Grupo	Grupo Sacyr	60	9	0	0	69
CAFESTORE	Grupo	Grupo Sacyr	2.050	26	0	-830	1.246
OLEXTRA	Grupo	Grupo Sacyr	4.600	-10	0	73	4.663
EXTRAGOL	Grupo	Grupo Sacyr	2.404	0	0	12	2.416
SECADEROS DE BIOMASA	Grupo	Grupo Sacyr	2.900	204	0	9	3.113
BIOMASAS DE PUENTE GENIL	Grupo	Grupo Sacyr	2.600	206	0	5	2.811
COMPAÑIA ENERGETICA DE PATA MULO	Grupo	Grupo Sacyr	2.600	206	0	6	2.812
COMPAÑIA ENERGETICA DE RODA	Grupo	2003	1.300	0	0	-1	1.299
VALORIZA	Grupo	Grupo Vallehermoso	4.547	12.653	0	-418	16.782
VALLEHERMOSO TELECOM	Grupo	Grupo Vallehermoso	301	515	0	-392	424
VALLEHERMOSO DIVISION DE PROMOCION	Grupo	Grupo Vallehermoso	97.343	246.810	-63.273	112.190	393.070
PROSACYR OCIO	Grupo	Grupo Vallehermoso	4	1.200	0	-62	1.142
ERANTOS	Grupo	Grupo Vallehermoso	150	470	0	-332	288
TRICEFALO	Grupo	Grupo Vallehermoso	9.015	-426	0	-352	8.237
CAPACE	Grupo	Grupo Vallehermoso	153	37	0	-66	124
TRADIRMI	Grupo	Grupo Vallehermoso	153	15	0	-38	130
IPARAN PROMOCIONES INMOBILIARIAS	Grupo	Grupo Vallehermoso	845	0	0	0	845
NAVINCA	Grupo	Grupo Vallehermoso	1.839	-413	0	341	1.767
TESTA	Grupo	Grupo Vallehermoso	692.855	121.247	-60.024	149.986	904.064
TRADE CENTER	Grupo	Grupo Vallehermoso	12.020	515	0	1.035	13.570
PROSACYR HOTELES	Grupo	Grupo Vallehermoso	180	303	0	3.804	4.287
PK HOTELES 22	Grupo	2003	60	-1	0	0	59
VALLEHERMOSO PATRIMONIO S.L.	Grupo	Grupo Vallehermoso	18.607	1.054	0	-262	19.399
BRICKELL OFFICE	Grupo	Grupo Vallehermoso	67.900	4.230	0	10.719	82.849
NISA VALLEHERMOSO	Grupo	Grupo Vallehermoso	1.134	254	0	2	1.390
SOMAGUE	Grupo	Grupo Sacyr	130.500	20.063	0	8.871	159.434



Miles de euros	Tipo	Procedencia	Capital Social	Reservas	Dividendo a cuenta	Resultado	FONDOS PROPIOS
CONSTR ACS-SACYR	Multigrupo	Grupo Sacyr	185	19.878	0	974	21.037
CONSTR NECSO-SACYR	Multigrupo	Grupo Sacyr	20	-203	0	566	383
CONSTR SACYR-NECSO	Multigrupo	Grupo Sacyr	17	-112	0	2.918	2.823
OPERADORA DEL PACIFICO	Multigrupo	Grupo Sacyr	170	386	0	361	917
RUTAS II	Multigrupo	2003	104	2	0	0	106
S.C. LITORAL CENTRAL	Multigrupo	Grupo Sacyr	28.011	-8.341	0	-49	19.621
S.C. AUTOPISTAS METROPOLITANAS	Multigrupo	Grupo Sacyr	71.052	-14.425	0	0	56.627
S.C. DE RUTAS DEL PACIFICO	Multigrupo	Grupo Sacyr	92.236	-2.136	0	4.480	94.580
GESTORA DE AUTOPISTAS	Multigrupo	Grupo Sacyr	1.505	168	0	338	2.011
AUTOPISTAS VASCO ARAGONESA	Multigrupo	Grupo Sacyr	234.000	47.333	-36.972	40.088	284.449
AUTOVIA NOROESTE	Multigrupo	Grupo Sacyr	14.460	831	0	1.197	16.488
AGUAS DE TOLEDO	Multigrupo	Grupo Sacyr	60	0	0	142	202
APARCAMIENTO RECAREDO	Multigrupo	Grupo Sacyr	7	-144	0	51	-86
PK INVERSIONES	Multigrupo	Grupo Vallehermoso	60	13	0	1	74
PROVITAE	Multigrupo	Grupo Vallehermoso	6.314	1	0	-69	6.246
BARDIOMAR	Multigrupo	Grupo Vallehermoso	10.000	0	0	12	10.012
GUADALMETRO	Asociada	2003	86.000	0	0	140	86.140
BUILD 2 EDIFICA	Asociada	Grupo Sacyr	6.644	-1.240	0	-198	5.206
IRASA	Asociada	2003	7.092	68.828	0	689	76.609
EUROGLOSA 45	Asociada	Grupo Sacyr	19.063	1.634	0	1.598	22.295
AEROPUERTOS REGIÓN MURCIA	Asociada	Grupo Sacyr	960	-60	0	-66	834
TAGEL	Asociada	Grupo Sacyr	30.250	0	0	-552	29.698
ALAZOR	Asociada	Grupo Sacyr	190.500	0	0	0	190.500
MOLA 15	Asociada	2003	3.100	0	0	0	3.100
NOVA CALA VILLAJOYOSA	Asociada	Grupo Vallehermoso	2.524	505	0	243	3.272
BARAJAS 3 MILENIO	Asociada	Grupo Vallehermoso	15.030	-209	0	14	14.835
APLICACAO URBANA 2	Asociada	Grupo Vallehermoso	50	342	0	-316	76
CLUB DE CAMPO AS MARIÑAS	Asociada	Grupo Vallehermoso	271	-42	0	0	229
SOFETRAL	Asociada	Grupo Vallehermoso	10.277	414	0	1.021	11.712
NOVA BENICALAP	Asociada	Grupo Vallehermoso	361	-110	0	-8	243
CAMPO SALINAS	Asociada	Grupo Vallehermoso	571	21	0	10	602
CENTRE D-OCI	Asociada	Grupo Vallehermoso	2.524	-394	0	107	2.237
LUSVIAL	Asociada	Grupo Vallehermoso	39.186	-21.536	0	-7.137	10.513
PARKING PALAU	Asociada	Grupo Vallehermoso	3.420	168	0	201	3.789

Las partidas del Balance y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de las sociedades extranjeras más significativas incluidas en la consolidación se convierten en euros aplicando el método de tipo de cambio de cierre según los siguientes tipos:

	Tipo medio	Tipo de cierre
Pesos chilenos / euro	781,01	757,07

b) Variaciones del perímetro de consolidación.

Durante el ejercicio 2003 se han producido cambios significativos en el perímetro de consolidación, con la entrada del Grupo ENA, Mola 15, P.K. Hoteles, Valoriza Facilities, Burosoft, Obras y Medio Ambiente de Galicia, Guadalmetro, Rutas II, Henarsa, Pack Team Racer, Enaitinere y Compañía Energética de la Roda; y con la salida de Valleágora, Integra y Euroresidencias Gestión.

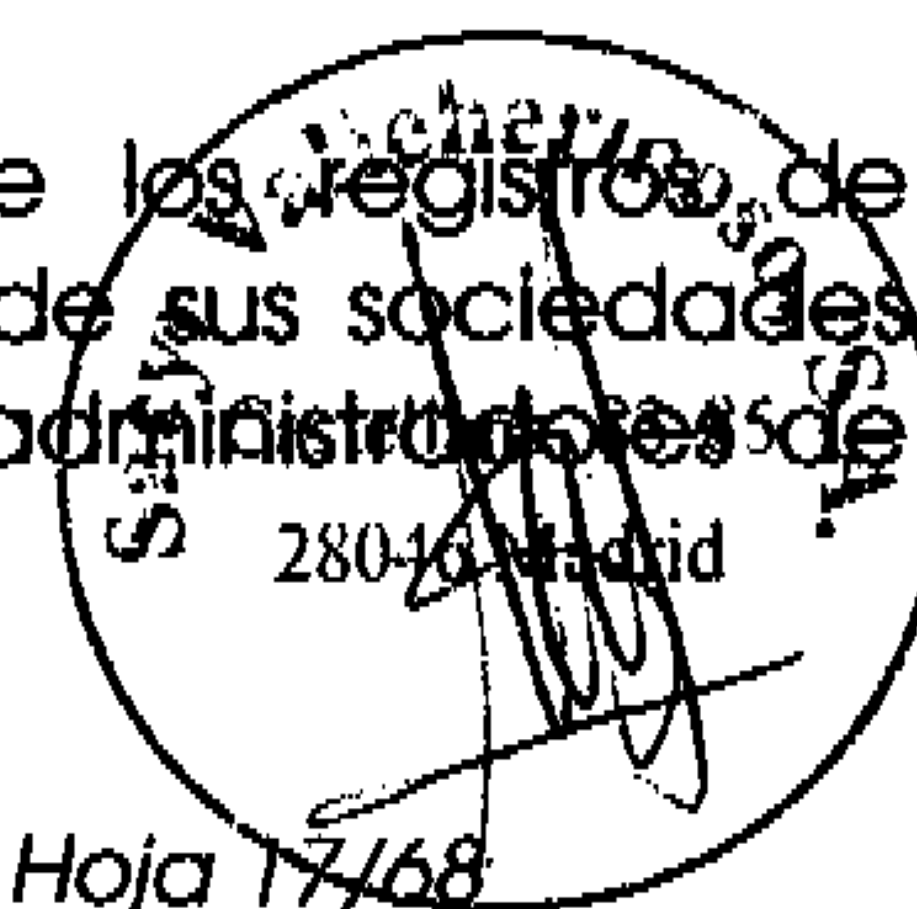
Las sociedades incorporadas al perímetro por la fusión, procedentes de Grupo Sacyr, se detallan en el apartado anterior.

3. BASES DE PRESENTACIÓN Y CONSOLIDACIÓN.

La presentación de las cuentas anuales consolidadas se ha realizado en base al Real Decreto 1.815/1991 de 20 de Diciembre, en el que se aprueban las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas y en consonancia con lo dispuesto en el Real Decreto 1.643/1990, de 20 de Diciembre, en el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

a) Bases de presentación.

Las cuentas anuales consolidadas adjuntas se han preparado a partir de los registros de contabilidad correspondiente al ejercicio 2003 de Sacyr Vallehermoso, S.A. y de sus sociedades dependientes cuyas respectivas cuentas anuales han sido formuladas por los administradores de



cada sociedad, de forma que muestren la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados del Grupo.

Las cuentas anuales consolidadas adjuntas, que han sido formuladas por los Administradores de Sacyr Vallehermoso, S.A. y sus sociedades dependientes que se incluyen en el perímetro de la consolidación, se someterán a la aprobación de las Juntas Generales Ordinarias correspondientes antes del 30 de junio de 2004, estimándose que serán aprobadas sin ninguna modificación.

b) Principios de consolidación.

La consolidación se ha realizado por el método de integración global para las sociedades dependientes, por el método de integración proporcional para las sociedades multigrupo y por el procedimiento de puesta en equivalencia para las sociedades asociadas. Todas ellas se detallan en la Nota 2 a).

Los estados financieros de las diversas filiales del Grupo utilizados en el proceso de consolidación son, en todos los casos, los correspondientes al cierre de diciembre de 2003.

El valor de la participación de los accionistas minoritarios en el patrimonio y en los resultados de las sociedades dependientes consolidadas se presenta en el capítulo "Socios externos" del Pasivo del Balance de Situación consolidado y en "Resultado atribuido a socios externos" de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada, respectivamente.

De acuerdo con las normas aprobadas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, éstas no incluyen el efecto fiscal correspondiente a la incorporación de las reservas de las sociedades dependientes en la contabilidad de la dominante, debido a que se estima que no se realizarán transferencias de reservas no sujetas a tributación en origen, por considerar que las citadas reservas serán utilizadas como fuente de autofinanciación en cada filial consolidada.

Todas las cuentas y transacciones importantes entre sociedades consolidadas han sido eliminadas en el proceso de consolidación.

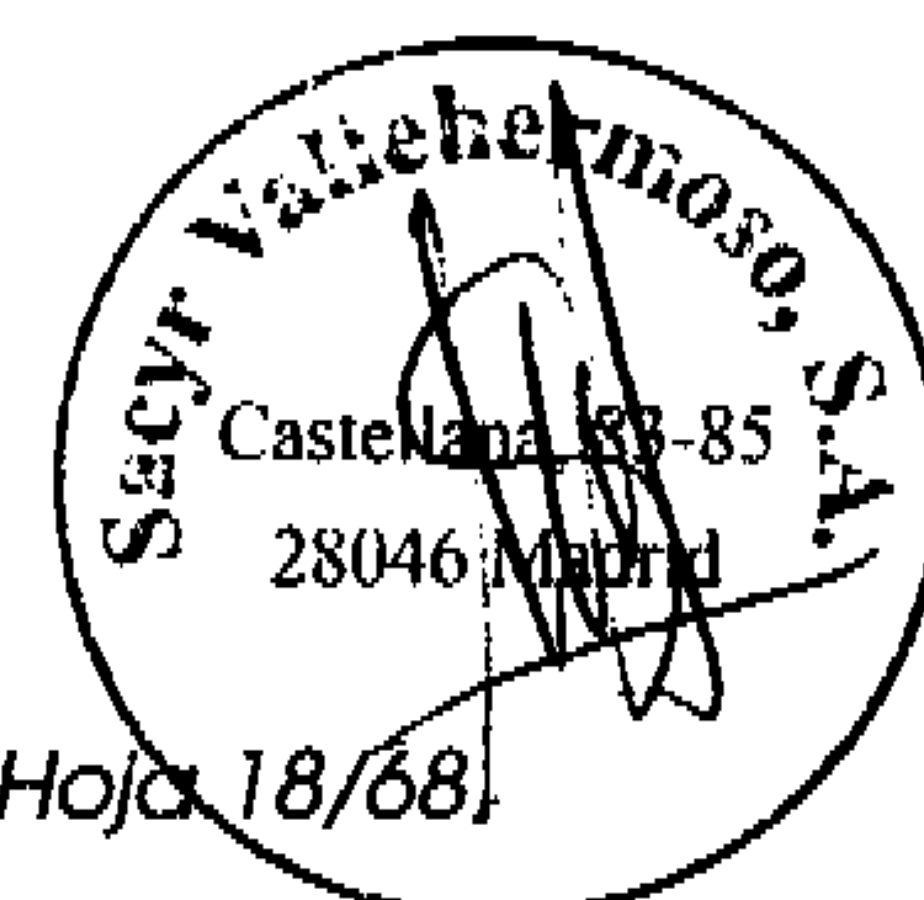
c) Principios contables.

El balance de situación consolidado y la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, se han confeccionado siguiendo los principios contables de prudencia, empresa en funcionamiento, registro, precio de adquisición, devengo, correlación de ingresos y gastos, no compensación, uniformidad e importancia relativa que determinan las normas mercantiles vigentes, aclarando en la presente Memoria todos los apartados que, por su naturaleza o importancia relativa, merecen una explicación complementaria.

d) Comparación de la información.

Las cuentas anuales del ejercicio 2003 se presentan en miles de euros. A efectos comparativos, los importes que figuran en el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria correspondientes al ejercicio precedente se corresponden con los del Grupo Vallehermoso, como sociedad absorbente en el proceso de fusión con el Grupo Sacyr (ver 1.2).

Grupo Sacyr presentaba cuentas consolidadas en el ejercicio 2002. Por consiguiente, en estas cuentas anuales se ha respetado la información consolidada procedente del citado grupo. En las notas se indican los valores aportados por Grupo Sacyr.



4. Normas de valoración.

Las principales normas de valoración utilizadas en la elaboración de las cuentas anuales consolidadas adjuntas, de acuerdo con la regulación que establece el Plan General de Contabilidad, han sido las siguientes:

a) Fondo de comercio de consolidación y diferencia negativa de consolidación.

El balance de situación consolidado adjunto incluye un "Fondo de comercio de consolidación" neto de amortizaciones de 79.917 miles de euros, originado por la diferencia positiva de consolidación surgida entre los importes hechos efectivos por las adquisiciones (directas o indirectas) de acciones de sociedades dependientes consolidadas y el valor teórico-contable de las mismas, en la fecha de su adquisición. (Nota 9).

El Fondo de comercio de consolidación se amortiza con el límite máximo de veinte años, de modo sistemático, en base al periodo de recuperación de la inversión, según el estudio individualizado de las sociedades dependientes.

En los casos en que el fondo de comercio de consolidación es asignable a elementos de inmovilizado o a existencias, se ha procedido a capitalizar el fondo de comercio como mayor valor de los activos, amortizándose al mismo ritmo que los elementos que han sido objeto de dicha capitalización y/o en el momento de la venta.

b) Homogeneización de partidas.

Con el objeto de presentar de una forma homogénea las distintas partidas que componen las cuentas anuales consolidadas adjuntas, se han aplicado a todas las sociedades incluidas en la consolidación, los principios y normas de valoración seguidos por la Sociedad dominante, existiendo con carácter general normas de valoración uniformes.

c) Gastos de establecimiento.

Están formados por los gastos de ampliación de capital y se contabilizan por los costes incurridos. Los gastos de establecimiento se amortizan linealmente en 5 años.

d) Inmovilizado inmaterial.

En este epígrafe se recogen, los derechos sobre bienes adquiridos mediante arrendamiento financiero, las concesiones administrativas, las aplicaciones informáticas, los gastos de I+D y los derechos de traspaso.

Los bienes adquiridos mediante arrendamiento financiero se contabilizan como inmovilizado inmaterial por el valor de contado del bien en el momento de la operación, la amortización de estos derechos se realiza durante su vida útil según la naturaleza del bien. En el Pasivo se refleja la deuda total por las cuotas de arrendamiento más el importe de la opción de compra. La diferencia inicial entre la deuda total y el valor de contado del bien, equivalente al gasto financiero de la operación, se contabiliza como gasto a distribuir en varios ejercicios, y se imputa a resultados durante la duración del contrato con un criterio financiero.

Las concesiones administrativas se registran por el importe satisfecho por el Grupo en concepto de canon de explotación y se amortizan linealmente durante los años de explotación.

La cuenta de "Aplicaciones informáticas", recoge el importe de los programas de ordenador, adquiridos a terceros, y exclusivamente en aquellos casos en que está prevista la utilización de los mismos durante varios años. Se amortiza a razón del 25% anual.

Los gastos de I+D y los derechos de traspaso se registran a su valor de coste y se amortizan linealmente en cinco años.



e) Inmovilizado material.

El inmovilizado material se refleja a su coste de adquisición, que incluye todos los costes y gastos directamente relacionados con los elementos del inmovilizado adquiridos hasta que dichos elementos estén en condiciones de funcionamiento.

Sacyr, S.A., Prinur, S.A., Cavosa, Obras y Proyectos, S.A., Autopista Vasco Aragonesa, S.A. (AVASA) e Iberese, S.A. optaron por acogerse a la actualización voluntaria de balances propuesta en el R.D.L. 7/1996 y R.D. 2.607/1996 que permitió a las empresas revalorizar determinados elementos del Activo que se hallaban registrados en el balance del ejercicio 1996, según se detalla en la Nota 6, lo que supone una excepción al principio contable de precio de adquisición.

Los costes de ampliación, modernización o mejoras que representan un aumento de la productividad, capacidad o eficiencia, o un alargamiento de la vida útil de los bienes, se capitalizan como mayor coste de los correspondientes bienes.

Los gastos de reparación y mantenimiento incurridos durante el ejercicio se cargan a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada.

Los epígrafes de "Inversión en autopistas", tanto en explotación como en construcción, incluyen los estudios técnicos y económicos, proyectos, expropiaciones, indemnizaciones y reposición de servicios y servidumbres, construcción de las obras e instalaciones, gastos de dirección y administración de obra, gastos financieros devengados durante el periodo de construcción procedentes de fuentes de inversión que efectivamente estén financiando la inversión en la autopista y todos los costes necesarios para la construcción devengados antes de la puesta en condiciones de explotación.

El inmovilizado destinado al arrendamiento incluye los gastos financieros de la deuda directamente relacionados con la construcción hasta la puesta a disposición del inmovilizado para el arrendamiento.

La amortización se calcula degresivamente para la maquinaria en la práctica totalidad de los casos y linealmente para el resto de elementos, distribuyendo el coste de los activos entre los años de vida útil estimada de los elementos que componen el inmovilizado material, según el siguiente detalle:

	<u>Años de vida útil estimada</u>
Construcciones para arrendamiento y uso propio	50 a 68
Maquinaria	5 a 10
Elementos para instalaciones de obra	2 a 4
Útiles, herramientas y medios auxiliares	4 a 8
Elementos de transporte	5 a 8
Mobiliario y enseres	9 a 12
Equipos proceso de información	3 a 4
Instalaciones complejas especiales	2 a 4
Otro inmovilizado	5

La inversión en autopistas en explotación se amortiza en función de los tráficos reales.

Los costes de mejora que suponen un aumento en la rentabilidad de los inmuebles en alquiler se incorporan cada año como mayor valor de los mismos. Por el contrario, los gastos de mantenimiento y reparaciones del inmovilizado material que no mejoran su utilización o prolongan su vida útil, se cargan a la cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas en el momento en que se producen.

El Grupo dota las oportunas provisiones por depreciación de sus inmovilizaciones materiales cuando existen dudas sobre la recuperabilidad de su valor contable.



f) Inmovilizaciones financieras.

En la contabilización de sus inversiones en valores mobiliarios, tanto si se trata de valores de renta fija como variable y, si son a corto o a largo plazo, el Grupo sigue los criterios que se indican a continuación:

1. Títulos con cotización oficial que no sean empresas del grupo: Al valor menor entre el coste de adquisición (regularizado, de acuerdo con la Ley 9/1983 de 13 de julio) y el de mercado. Como valor de mercado se considera el que resulte inferior entre la cotización oficial media del último trimestre del ejercicio y la cotización al cierre del último día del año en que operó el mercado de valores.
2. Títulos sin cotización oficial: Al coste de adquisición o constitución, minorado, en su caso, por las necesarias provisiones para depreciación, derivadas del exceso de dicho coste sobre el valor teórico-contable de su participación al cierre del ejercicio.

Las minusvalías entre el coste y el valor de mercado o el valor patrimonial neto al cierre del ejercicio se registran en los epígrafes "Provisiones" del capítulo "Inmovilizaciones financieras".

g) Corto y largo plazo.

En el Balance de Situación consolidado adjunto, se clasifican a corto plazo los créditos y deudas con vencimiento igual o inferior a doce meses, y a largo en el caso contrario.

h) Existencias.

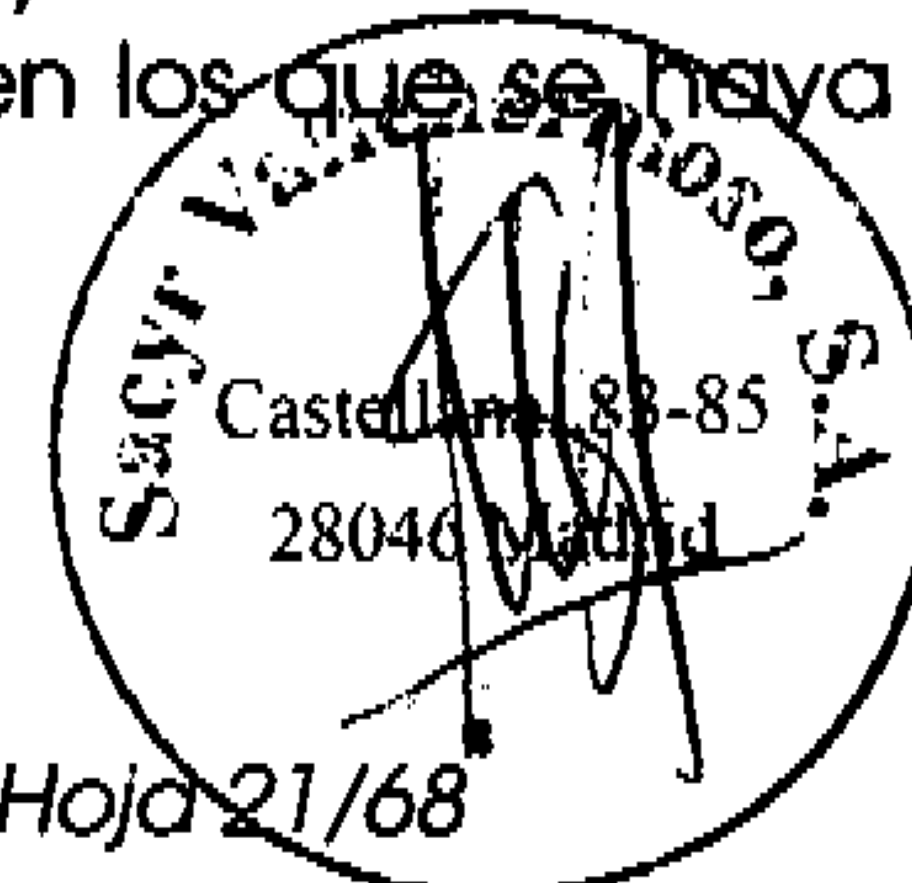
Los solares, promociones en curso e inmuebles terminados, destinados todos ellos a la venta, se encuentran valorados al precio de adquisición o coste de ejecución según el siguiente detalle:

- Inmuebles: se valoran de acuerdo con el sistema de costes indicado más adelante para las promociones en curso o al precio de coste en el caso de adquisición de inmuebles ya construidos, incluyendo los costes directamente relacionados con la compra.
- Promociones en curso: se incluyen los costes incurridos en las promociones inmobiliarias cuya construcción no ha finalizado. Estos costes incluyen los directamente aplicables a la construcción que hayan sido aprobados por los técnicos responsables de la dirección de obra, los gastos correspondientes a la promoción y los gastos financieros incurridos durante el período de construcción.
Una vez iniciada la construcción se incluye en el valor de los edificios y otras construcciones el valor de coste de los solares sobre los que se ha construido.
- Solares y adaptación de terrenos: se encuentran valorados a su precio de adquisición, incorporando los costes directamente relacionados con la compra. Asimismo, se incluyen como mayor valor de los terrenos y solares sin edificar los costes de urbanización, proyecto y planeamiento hasta el momento de la terminación de la obra.

El epígrafe de existencias incluye los gastos financieros devengados en relación con la adquisición de los solares y la construcción de viviendas. La activación de gastos financieros como existencias sólo se realiza durante el periodo de construcción.

Los acopios de materias primas y auxiliares, los materiales para consumo y reposición, así como los terrenos y solares para promociones inmobiliarias, se valoran a coste de adquisición.

Los productos y trabajos en curso se valoran a coste de producción, que incluye el coste de los materiales incorporados, la mano de obra y los gastos directos de producción en los que se haya incurrido.



La valoración de los productos obsoletos, defectuosos o de lento movimiento, se ha reducido a su valor estimado de realización, si este se ha estimado menor.

El Grupo dota las oportunas provisiones por depreciación de las existencias cuando el coste contabilizado excede a su valor de mercado.

i) Gastos de inicio de obra.

Incluyen los costes incurridos hasta el momento del comienzo de la ejecución de la obra, llevándose a resultados en función del grado de avance de ésta a lo largo de la duración de su ejecución.

j) Reconocimiento de Resultados.

1.- Sociedades constructoras.

Se sigue el procedimiento de reconocer en cada ejercicio como resultado de sus obras la diferencia entre la producción (valor a precio de venta de la obra ejecutada durante dicho período, que se encuentra amparada en el contrato principal firmado con la propiedad o en modificaciones o adicionales al mismo aprobados por ésta) y los costes incurridos durante el ejercicio, ello debido a que en el sector de la construcción, en ocasiones, los ingresos y los costes de las obras pueden sufrir sensibles modificaciones durante el período de ejecución, que son de difícil anticipación y cuantificación objetiva.

La diferencia entre el importe de la producción a origen de cada una de las obras y el importe certificado para cada una de ellas, hasta la fecha de las cuentas anuales, se recogen en la cuenta de "Clientes por obra ejecutada pendiente de certificar", dentro del capítulo de Deudores.

Los costes incurridos para la realización de las obras se imputan a las mismas a medida que se van produciendo.

Los trabajos auxiliares para la ejecución de obras, que incluyen las instalaciones generales y específicas de obras y los gastos de estudios y proyectos, se imputan proporcionalmente a la relación entre costes incurridos y costes totales previstos, registrándose la parte pendiente de amortizar en el capítulo de "Existencias" del Balance de Situación consolidado.

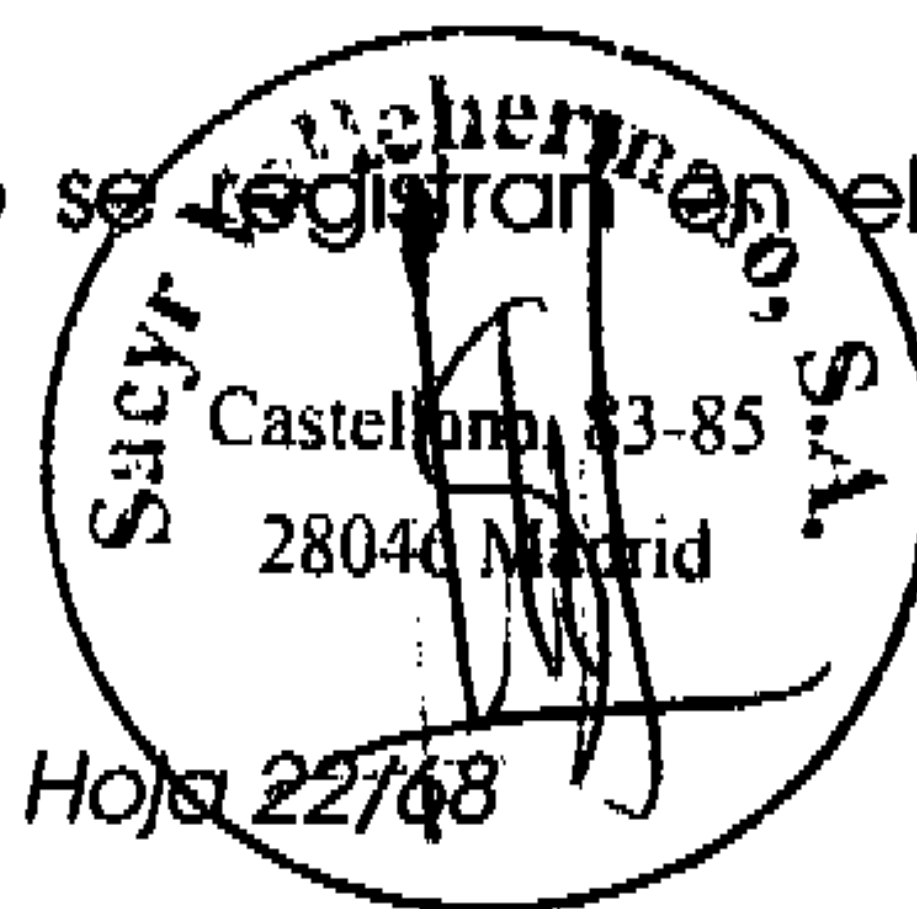
Los costes estimados para retirada de obra o contrata, se provisionan periodificándose a lo largo de la ejecución de la misma, e imputándose al coste proporcionalmente a la relación entre costes estimados y producción realizada; los gastos que se producen desde la terminación de la obra hasta la liquidación definitiva de la misma, se cargan contra la provisión realizada, registrándose el saldo remanente en el capítulo "Provisiones para operaciones de tráfico" del Balance de Situación consolidado.

Para aquellas obras en las que se estiman pérdidas, se efectúan provisiones para cubrirlas en su totalidad cuando se tiene conocimiento de esta circunstancia.

2.- Sociedades concesionarias.

El reconocimiento del resultado se realiza en base a la Orden de 10 de diciembre de 1998 por la que se aprueba la adaptación sectorial del PGC a las sociedades concesionarias de autopistas. Según esta Orden, los gastos financieros a imputar en cada ejercicio serán el resultado de aplicar al total de gastos financieros por financiación de autopistas previstos durante el periodo concesional, la proporción que representan para cada ejercicio los ingresos por peaje previstos sobre el total de los mismos durante el periodo concesional, en base a las magnitudes del Plan Económico Financiero de cada concesión.

El exceso de los intereses devengados respecto a los imputables al resultado se registran en el epígrafe "Gastos a distribuir en varios ejercicios" del balance de situación.



3.- Sociedades inmobiliarias.

Se sigue el método de reconocer en cada ejercicio los resultados, e imputar las ventas como Cifra de Negocios, cuando los inmuebles promovidos para la venta se encuentran sustancialmente terminados, con unos costes de construcción incurridos superiores al 80% del total previsto y siempre que existe un contrato de compra venta con un tercero. En este momento la sociedad registra todos los costes pendientes necesarios para la entrega de los inmuebles en perfectas condiciones de uso.

Los inmuebles vendidos con posterioridad a lo descrito en el párrafo anterior se imputan como Cifra de Negocios y se reconocen los resultados en el momento de su venta.

Las cantidades percibidas de los clientes con anterioridad a la entrega del inmueble, se registran como "Anticipos de clientes" dentro del epígrafe de "Acreedores a corto plazo" en el pasivo del balance de situación.

Para aquellas promociones en las que se estiman pérdidas, se efectúan provisiones para cubrirlas en su totalidad cuando se tiene conocimiento de esta circunstancia.

El resto de ingresos y gastos se imputan en función del criterio del devengo, es decir, cuando se produce la corriente real de bienes y servicios que los mismos representan, con independencia del momento en que se produzca la corriente monetaria o financiera derivada de ellos.

No obstante, siguiendo el principio de prudencia, el Grupo únicamente contabiliza los beneficios realizados a la fecha del cierre del ejercicio, en tanto que los riesgos previsibles y las pérdidas, aun eventuales, se contabilizan tan pronto son conocidos.

k) Uniones Temporales de Empresas.

Las Uniones Temporales de Empresas en las que participan las sociedades del Grupo se han integrado en las Cuentas Anuales consolidadas adjuntas a través del método de integración proporcional de sus respectivos estados financieros.

De acuerdo con lo establecido en los Planes Generales de Contabilidad para Empresas Constructoras e Inmobiliarias, se han excluido de la integración proporcional, las Uniones Temporales de Empresas que se encuentran inactivas o presentan poco interés con respecto a la imagen fiel de las cuentas anuales consolidadas en su conjunto.

l) Provisión para insolvencias.

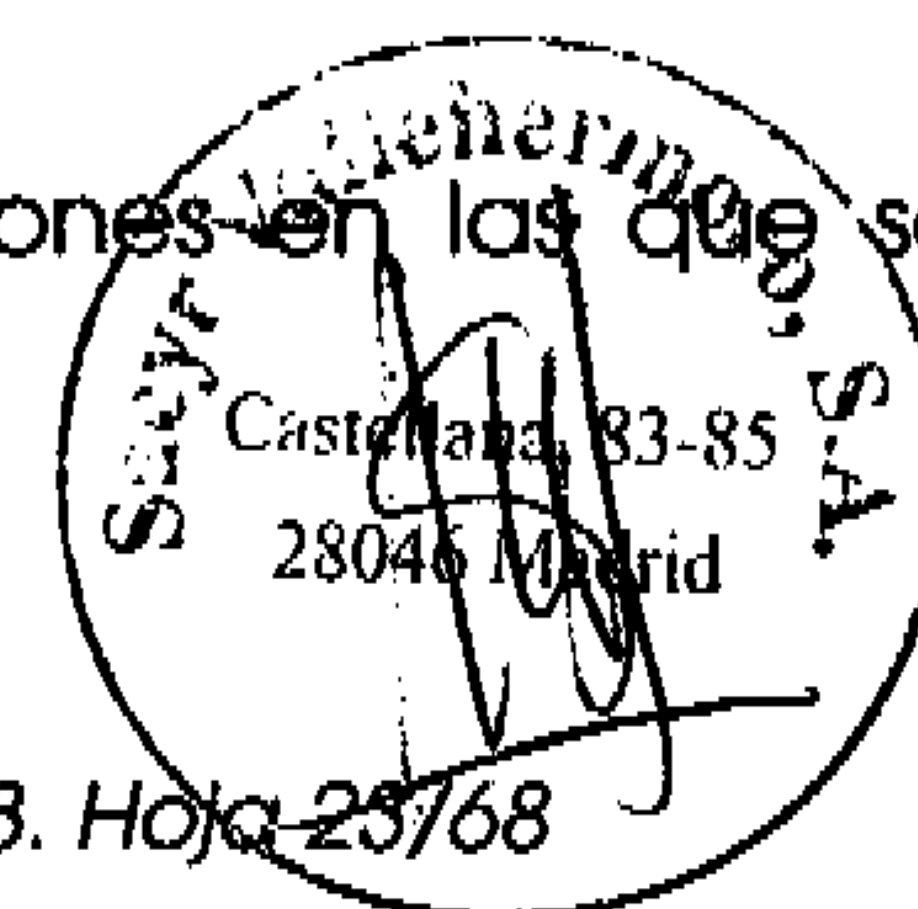
Las sociedades del Grupo siguen el criterio de provisionar aquellos deudores en lo que se considera que existen problemas de cobrabilidad por superar los plazos establecidos contractualmente. Al 31 de diciembre de 2003 existían provisiones por este concepto por 17.622 miles de euros.

m) Provisión para terminación de obras.

Esta provisión, incluida en el Pasivo del Balance, corresponde al importe estimado de las posibles obligaciones para terminación de obras cuyo pago no es aún determinable en cuanto a su importe exacto o es incierto en cuanto a la fecha en que se producirá, dependiendo del cumplimiento de determinadas condiciones. Las dotaciones se efectúan de acuerdo con las mejores estimaciones del devengo anual.

Las provisiones para terminación de obra en construcción se dotan entre el 0,5% y 1,5% de la obra ejecutada para hacer frente a todos los gastos que se ocasionen desde la terminación de las obras hasta su recepción definitiva.

En la actividad inmobiliaria se registra una provisión para aquellas promociones en las que se estiman pérdidas, cubriéndose éstas en su totalidad.



Al 31 de diciembre de 2003 existen provisiones dentro de los Acreedores a corto plazo en el Pasivo del Balance de Situación por 106.390 miles de euros.

n) Préstamos hipotecarios subrogables.

Los préstamos hipotecarios subrogables se incluyen en el epígrafe de deudas con entidades de crédito de los balances de situación consolidados.

ñ) Inversiones financieras temporales.

Las inversiones financieras temporales están valoradas al precio de adquisición.

Para la contabilización de los ingresos financieros derivados de las Inversiones Financieras Temporales se aplica el criterio de devengo.

Las pérdidas de valor no materializadas se valoran por diferencia entre el valor de adquisición y el de realización registrándose en el epígrafe "Provisiones" del capítulo "Inversiones financieras temporales".

o) Anticipos recibidos por pedidos.

Esta cuenta dentro del epígrafe de "Acreedores a Corto Plazo" del Pasivo del Balance de Situación consolidado adjunto, recoge las facturaciones cobradas a clientes a cuenta de trabajos que están pendientes de ejecutarse así como de los inmuebles pendientes de entrega.

Así mismo, se incluye el saldo de la cuenta "Clientes, obra certificada por anticipado" que surge por la diferencia entre el importe certificado de cada una de las obras y el importe de la producción a origen para cada una de ellas.

p) Indemnizaciones por despido.

Excepto en el caso de causa justificada, las sociedades vienen obligadas a indemnizar a sus empleados contratados por obra o servicio cuando cesan en las obras que fueron contratados. El Grupo registra estos gastos cuando se producen.

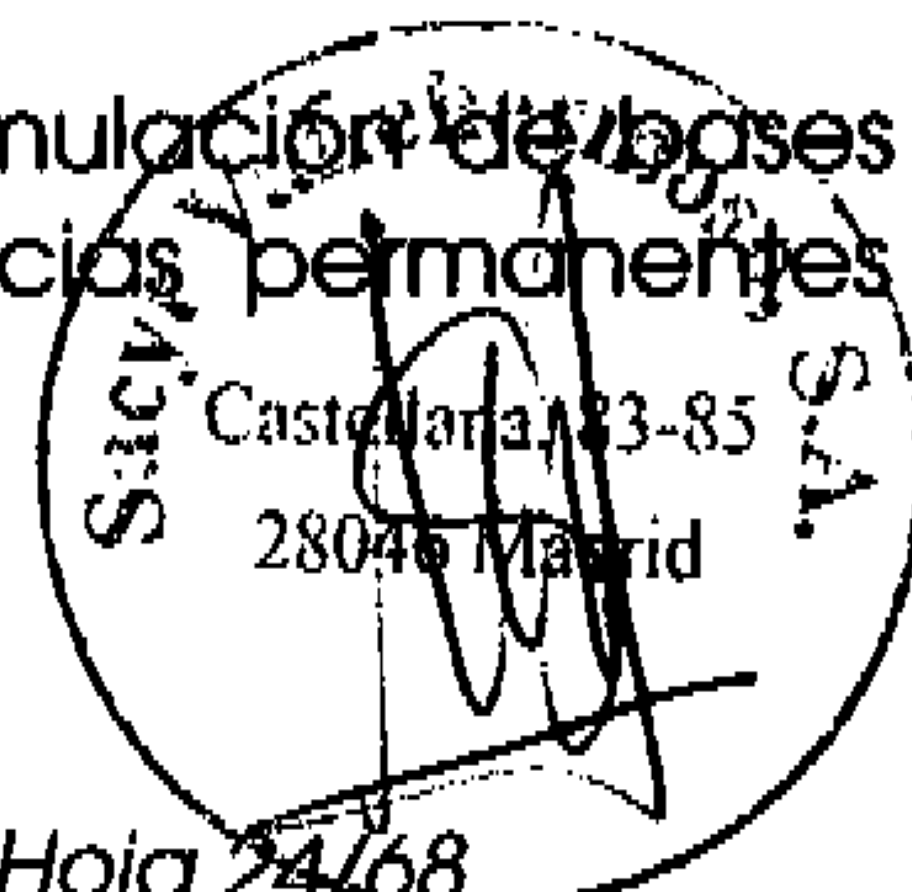
Ante la ausencia de cualquier necesidad previsible de terminación anormal del empleo y dado que no reciben indemnizaciones aquellos empleados que se jubilan o cesan voluntariamente en sus servicios, los eventuales pagos por indemnizaciones se cargan a gastos en el momento en que surgen. No existe intención de efectuar despidos de personal fijo de plantilla en un futuro próximo, por lo que no se ha efectuado provisión alguna por este concepto en el año 2003.

q) Impuesto sobre Sociedades.

El gasto por Impuesto sobre Sociedades de cada ejercicio se calcula sobre el beneficio económico, corregido por las diferencias permanentes según los criterios fiscales y tomando en cuenta las bonificaciones y deducciones aplicables. El efecto impositivo de las diferencias temporales se incluye, en su caso, en las correspondientes partidas de impuestos anticipados o diferidos del balance de situación.

Sacyr Vallehermoso, S.A. y sus sociedades participadas que cumplen lo establecido en la Ley 43/1995 del Impuesto sobre Sociedades han optado, mediante acuerdo de los respectivos Órganos de Administración de cada sociedad, acogerse al Régimen de Consolidación Fiscal para el periodo 2003, realizando la preceptiva comunicación a la A.E.A.T., quien comunicó a la sociedad cabecera del grupo fiscal su número de identificación fiscal.

El gasto por Impuesto sobre Sociedades de cada ejercicio se calcula por acumulación de bases imponibles de cada sociedad, corrigiendo el total obtenido con las diferencias permanentes surgidas a nivel consolidado y temporales surgidas a nivel local.



Para el resto de las compañías cada sociedad calcula el gasto por impuesto de sociedades en función del resultado económico antes de impuestos aumentado o disminuido, en las partidas que corresponda, por las diferencias permanentes para obtener el resultado fiscal (entendiendo este como la base imponible del citado impuesto), y considerando las deducciones fiscales correspondientes a las sociedades, en las cuotas que les sean de aplicación.

r) Ingresos y gastos.

Los costes incurridos para la realización de las obras se imputan a las mismas, a medida que se van produciendo, realizándose las oportunas provisiones para atender los gastos que puedan originarse durante el período de garantía de los encargos.

Con carácter general, los ingresos y gastos se imputan en función del criterio del devengo, es decir, cuando se produce la corriente real de bienes y servicios que los mismos representan, con independencia del momento en que se produzca la corriente monetaria o financiera derivada de ellos. No obstante, siguiendo el principio de prudencia, la Sociedad únicamente contabiliza los beneficios realizados a la fecha del cierre del ejercicio, en tanto que los riesgos previsibles y las pérdidas, aun las eventuales, se contabilizan tan pronto son conocidas.

s) Transacciones en moneda extranjera.

La conversión en moneda nacional de los saldos en moneda extranjera, se realiza aplicando el tipo de cambio vigente en el momento de efectuar la correspondiente operación. Al cierre del ejercicio se valora de acuerdo con el tipo de cambio vigente en ese momento.

Las diferencias de cambio que se producen al cierre del ejercicio en relación con la valoración de los saldos en moneda extranjera en poder de la Sociedad, se imputan a resultados de acuerdo con los criterios de contabilidad generalmente aceptados.

t) Conversión de cuentas anuales en moneda extranjera.

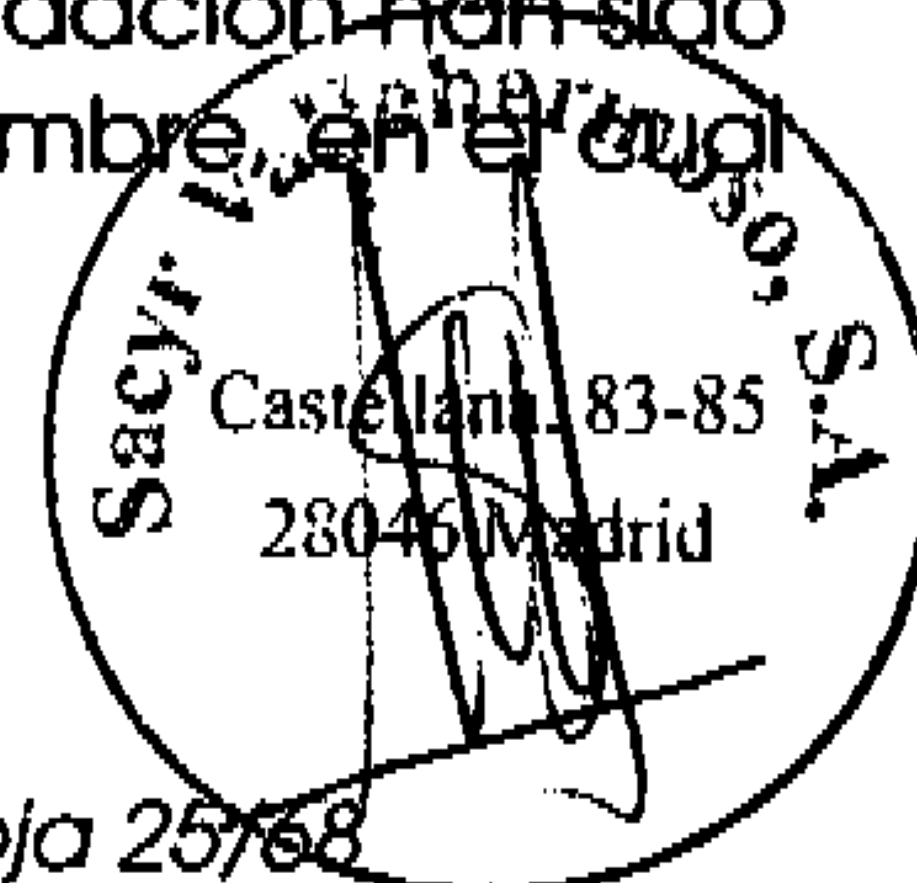
Las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias de las principales sociedades extranjeras incluidas en la consolidación se convierten aplicando el método de tipo de cambio de cierre según el cual la conversión implica:

- Todos los bienes, derechos y obligaciones se convierten utilizando el tipo de cambio vigente en la fecha de cierre de las cuentas de las sociedades extranjeras.
- Las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias se convierten utilizando un tipo de cambio medio.
- La diferencia entre el importe de los Fondos propios de las sociedades extranjeras, incluido el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias conforme al apartado anterior, convertidos al tipo de cambio histórico y la situación patrimonial neta que resulte de la conversión de los bienes, derechos y obligaciones conforme al apartado primero anterior, se inscribe, con el signo negativo o positivo que le corresponda, en los fondos propios del Balance consolidado en la partida "Diferencias de conversión".

Las Cuentas Anuales de las sociedades chilenas están ajustadas por inflación, de acuerdo con la normativa en vigor en estos países y con principios de contabilidad generalmente aceptados. Este ajuste representa una modificación de las reservas consolidadas.

u) Transacciones entre sociedades incluidas en el perímetro de consolidación.

Las transacciones realizadas entre las sociedades que forman el perímetro de consolidación han sido eliminadas de acuerdo con el artículo 36 del Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, en el cual se aprueban las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas.



v) Acciones Propias.

Las acciones propias se valoran según coste de adquisición dotándose la correspondiente reserva indisponible por el mismo importe. La sociedad dominante dota la correspondiente provisión por la diferencia entre el valor medio de adquisición y el teórico contable.

w) Medio Ambiente.

Los costes incurridos en la adquisición de sistemas , equipos e instalaciones cuyo objeto sea eliminación, limitación o el control de los posibles impactos que pudiera ocasionar el normal desarrollo de la actividad de la sociedad sobre el medio ambiente, se consideran inversiones en inmovilizado.

El resto de los gastos relacionados con el medio ambiente, distintos de los realizados para la adquisición de los elementos de inmovilizado, se consideran gastos del ejercicio.

Por lo que respecta a las posibles contingencias que en materia medioambiental pudieran producirse, los administradores consideran que éstas se encuentran suficientemente cubiertas con las pólizas de seguro de responsabilidad civil que tienen suscritas.

x) Fondo de reversión.

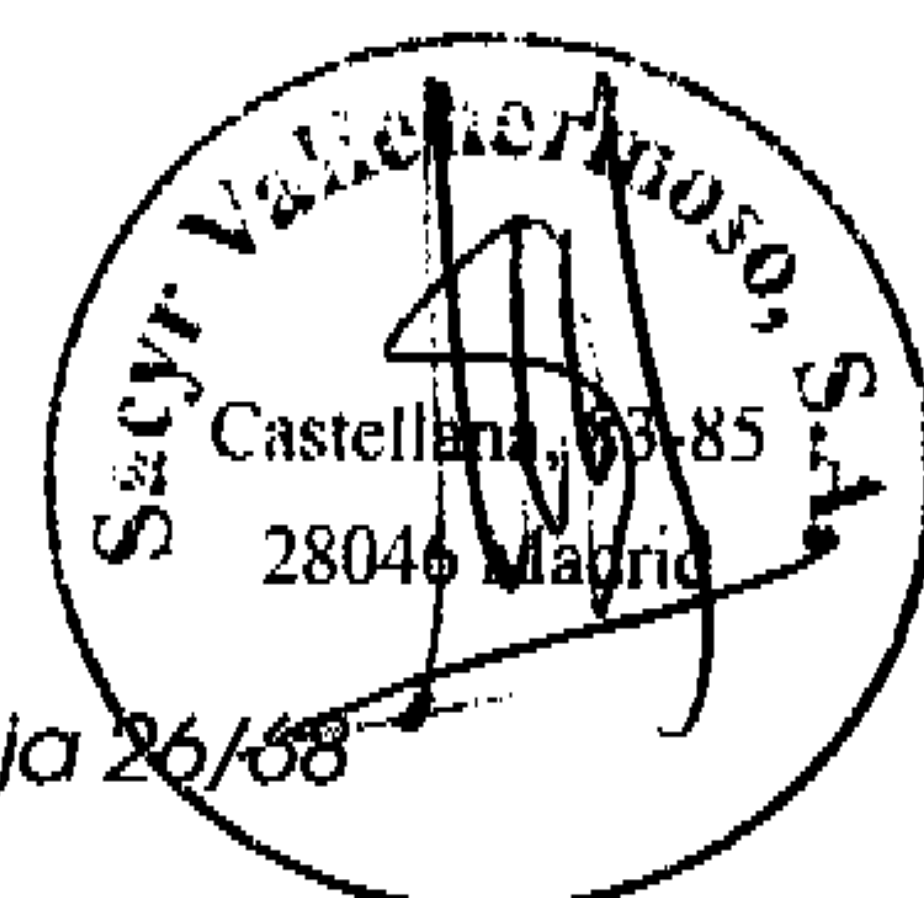
De acuerdo con el Plan Especial aprobado por el Decreto de Concesión e incluido en el Contrato y en el Plan Económico Financiero vigente, la sociedad efectúa anualmente una dotación al fondo de reversión con objeto de reconstituir el valor de la Inversión en la autopista en el momento en que ésta revierta al Estado, en función de los ingresos previstos en los Planes Económicos Financieros formulados por cada sociedad concesionaria.

y) Subvenciones.

Las subvenciones se valoran por el importe recibido. Las concedidas y cobradas en concepto de subvenciones de capital se imputan al resultado de cada ejercicio en proporción a la depreciación experimentada en el mismo por los activos financiados por derechos con dichas subvenciones.

z) Provisiones para riesgos y gastos.

La política seguida respecto a la contabilización de provisiones para riesgos y gastos consiste en registrar el importe estimado para hacer frente a responsabilidades probables o ciertas, nacidas de litigios en curso y por indemnizaciones u obligaciones pendientes de cuantía indeterminada, avales y otras garantías similares. Su dotación se efectúa al nacimiento de la responsabilidad o de la obligación que determina la indemnización o pago.



5. Inmovilizado Inmaterial.

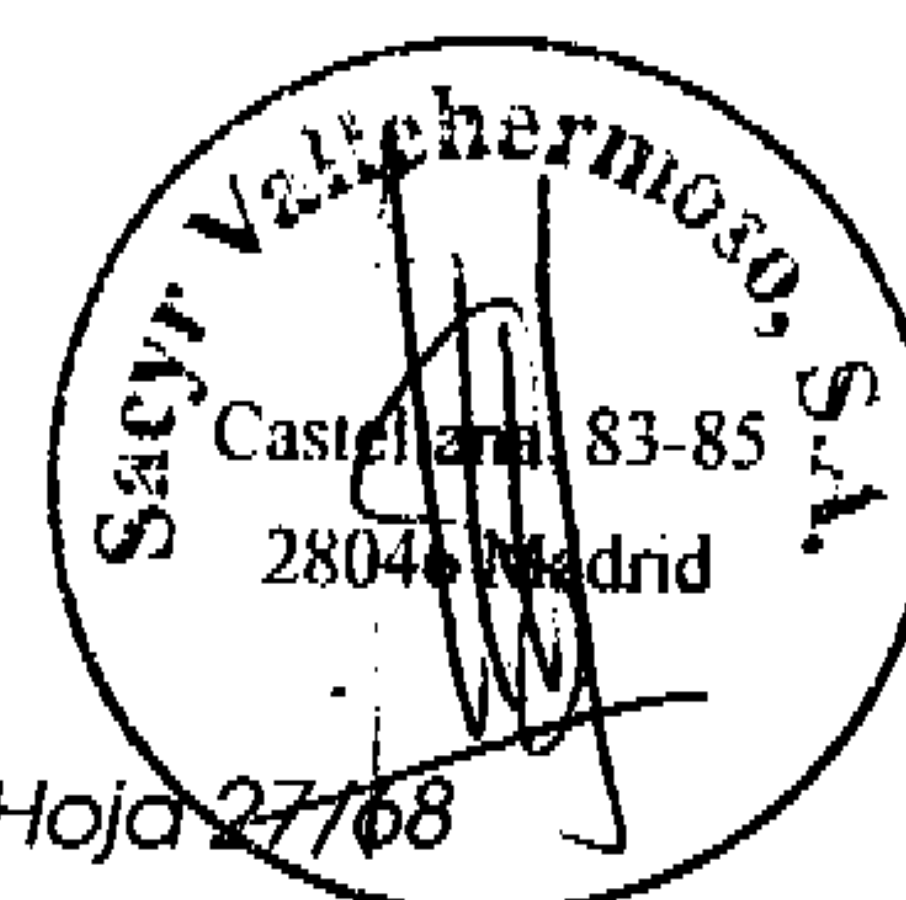
El movimiento habido durante el ejercicio 2003 en las diferentes cuentas del inmovilizado inmaterial y sus correspondientes amortizaciones acumuladas ha sido el siguiente:

Miles de euros	Saldo 31/12/2002	Incorp. Fusión G. Sacyr	Incorporación ENA	Resto Adiciones	Bajas	Traspasos	Variac. parámetro consolid.	Efecto tipo cambio	Saldo 31/12/2003
Gastos I+D	0	352	32	537	0	0	933	0	1.854
Concesiones, patentes, marcas	69.014	8.276	752	206	-3.778	8.609	254	0	83.333
Derechos de traspaso	0	271	146	0	0	0	0	0	417
Aplicaciones informáticas	9.563	1.054	891	1.514	-160	0	-167	-3	12.692
Derechos s/ bienes en leasing	2.497	30.764	0	348.936	-10	-6.435	-98	-1	375.653
Anticipos	0	10	0	0	0	0	-10	0	0
Coste	81.074	40.727	1.821	361.193	(3.948)	2.174	912	(4)	473.949
Gastos I+D	0	-228	0	-387	0	0	-731	0	-1.346
Concesiones, patentes, marcas	-2.359	-1.911	-503	-2.214	262	0	199	0	-6.526
Derechos de traspaso	0	0	-58	-18	0	0	0	0	-76
Aplicaciones informáticas	-1.672	-642	-548	-3.004	143	0	-146	2	-5.867
Derechos s/ bienes en leasing	-128	-9.642	0	-6.258	5	5.423	94	0	-10.506
Amortización Acumulada	(4.159)	(12.423)	(1.109)	(11.881)	410	5.423	(584)	2	(24.321)
INMOVILIZADO INMATERIAL	76.915	28.304	712	339.312	-3.538	7.597	328	(2)	449.628

Las concesiones administrativas recogen a 31 de diciembre de 2003: una concesión en Bentaberri con el Gobierno de la Comunidad Autónoma del País Vasco por un periodo de 75 años para la explotación de inmuebles en régimen de alquiler, que vence en el año 2074; una concesión en la promoción denominada "Campo de tiro de Leganés" por un periodo de 20 años con vencimiento en el año 2018; una concesión administrativa con la Autoridad Portuaria de Barcelona con vencimiento en 2022, momento en que se prorrogará automáticamente hasta 2.052. Asimismo, también se recoge el importe satisfecho por el canon de la explotación, en A.I.E., del abastecimiento de aguas a la ciudad de Toledo hasta el año 2023, amortizándose en los 25 años de duración de dicha concesión. Los intereses financieros capitalizados en ejercicios anteriores ascienden a 1.394 miles de euros.

La partida más importante de derechos sobre bienes en régimen de arrendamiento financiero se corresponde con un valor de adquisición de 333.000 miles de euros, correspondiente a nueve inmuebles situados en distintas provincias españolas y arrendados a sociedades pertenecientes al Grupo Endesa.

El importe de las cuotas de leasing pagadas con anterioridad al ejercicio 2003 asciende a 13.428 miles de euros, siendo 88.511 miles de euros las pagadas durante dicho ejercicio y quedando aún pendientes de pago en años sucesivos cuotas por importe de 278.714 miles de euros. El importe de las opciones de compra asciende a 118.370 miles de euros.



6. Inmovilizado Material.

El movimiento habido durante el ejercicio 2003 en las diferentes cuentas del inmovilizado material y sus correspondientes amortizaciones acumuladas ha sido el siguiente:

Miles de euros	Saldo 31/12/2002	Incorp. Fusión G. Sacyr	Incorporación ENA	Resto Adiciones	Retiros	Traspasos	Variac. perímetro consolid.	Efecto tipo cambio	Saldo 31/12/03
Terrenos y construcciones	45.825	12.946	5.145	53.727	-23.389	-7.159	38.554	-26	125.623
Construc. para arrendamiento	1.574.803	0	0	122.324	-67.434	23.627	0	0	1.653.320
Instal. técnicas y maquinaria	0	74.229	6.714	26.199	-4.187	0	83.551	-154	186.352
Otras instals. utilaje y mobiliario	0	14.071	3.838	7.385	-1.704	0	8.404	-36	31.958
Invers. autopistas explotación	0	1.086.212	2.303.201	442.214	-69.123	304.179	96.954	-8.547	4.155.090
Invers. autopistas construcción	0	83.009	114.847	119.773	-866	-268.911	0	-1.378	46.474
Antic. e inmov. material en curso	137.587	25.776	0	67.482	-66.390	-52.914	-5.959	0	105.582
Otro inmovilizado material	11.030	19.774	1.791	12.019	-3.378	0	23.800	-25	65.011
Provisiones	-13.821	0	0	-9.496	38	0	9.496	0	-13.783
Coste	1.755.424	1.316.017	2.435.536	841.627	(236.433)	(1.178)	254.800	(10.166)	6.355.627
Terrenos y construcciones	-2.146	-4.841	-1.401	-2.254	28	-5.423	-733	3	-16.767
Construc. para arrendamiento	-73.734	0	0	-23.214	10.696	0	0	0	-86.252
Instal. técnicas y maquinaria	0	-43.428	-4.500	-16.007	0	0	-59.743	135	-123.543
Otras instals. utilaje y mobiliario	0	-8.237	-3.097	-4.783	1.135	0	-4.623	24	-19.581
Invers. autopistas explotación	0	-21.643	-53.573	-24.047	1.066	-12.978	-2.184	306	-113.053
Invers. autopistas construcción	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Antic. e inmov. material en curso	-6.442	-848	0	-676	0	0	0	0	-7.966
Otro inmovilizado material	-516	-13.982	-1.158	-7.240	2.449	0	-9.479	21	-29.905
Amortización Acumulada	(82.635)	(92.979)	(63.729)	(78.221)	15.374	(18.401)	(76.762)	489	-397.057
INMOVILIZADO MATERIAL	1.672.589	1.223.038	2.371.807	763.406	(221.059)	(19.579)	178.038	(9.677)	5.958.569

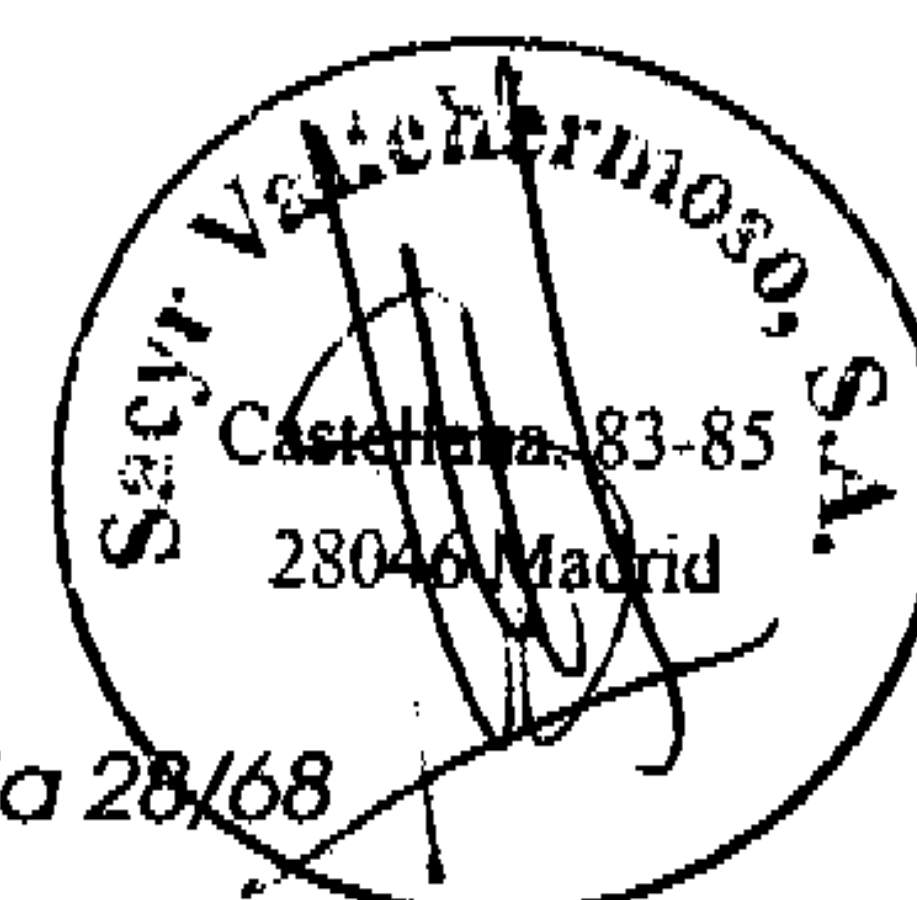
Al 31 de diciembre de 2003 el Grupo tiene inmuebles destinados al arrendamiento por valor de 1.653.320 miles de euros, antes de considerar la amortización acumulada, que corresponden a 1.353.441 m² de los cuales, 1.345.451 están contratados.

Al 31 de diciembre de 2003, existen préstamos hipotecarios y préstamos bancarios dispuestos, con garantía hipotecaria o con compromiso de garantía hipotecaria, por importe de 1.132.026 miles de euros. Asimismo, y con la misma garantía, el Grupo tenía préstamos no dispuestos por un total de 64.750 miles de euros. El valor neto contable de los inmuebles afectos a las garantías hipotecarias citadas asciende a 1.131.104 miles de euros, siendo su valor de mercado de 1.735.950 miles de euros. Es política del Grupo contratar las pólizas de seguros que se estiman necesarias para que queden cubiertos los posibles riesgos que puedan afectar a los elementos del inmovilizado material.

A 31 de diciembre de 2003, las sociedades concesionarias del Grupo tienen las siguientes autopistas en construcción y en explotación:

Miles de euros	Autopistas en explotación	Autopistas en construcción
S.C. Lagos	215.109	0
S.C. Litoral Central	13.421	15.526
S.C. Autopistas Metropolitanas	0	30.948
S.C. Rutas del Pacífico	167.399	0
Autoestradas de Galicia	141.345	0
Autopistas del Atlántico (AUDASA)	1.640.957	0
Autopista Astur-Leonesa (AUCALSA)	727.615	0
Autopistas de Navarra (AUDENASA)	340.280	0
Autopista Vasco Aragonesa (AVASA)	659.792	0
S.C. Elqui	205.543	0
Autovía del Noroeste	43.629	0
Inversión en autopistas (*)	4.155.090	46.474

(*) El epígrafe de "Autopistas en explotación" incluye los fondos de comercio de consolidación capitalizados como mayor valor de las autopistas.



Durante 2003 se ha continuado con las obras de edificación de inmuebles cuyo destino es la explotación en régimen de arrendamiento, dando origen a la capitalización de gastos financieros por importe de 1.202 miles de euros. Con anterioridad al ejercicio 2003, se capitalizaron 985 miles de euros. Las sociedades concesionarias de autopistas en fase de construcción, capitalizaron los intereses de deudas que financian efectivamente la inversión en la autopista. Dichos gastos financieros se han activado en el epígrafe de "Inversión en autopistas en construcción". A 31 de diciembre de 2003, el importe de los gastos financieros capitalizados durante el ejercicio, por sociedades, era el siguiente:

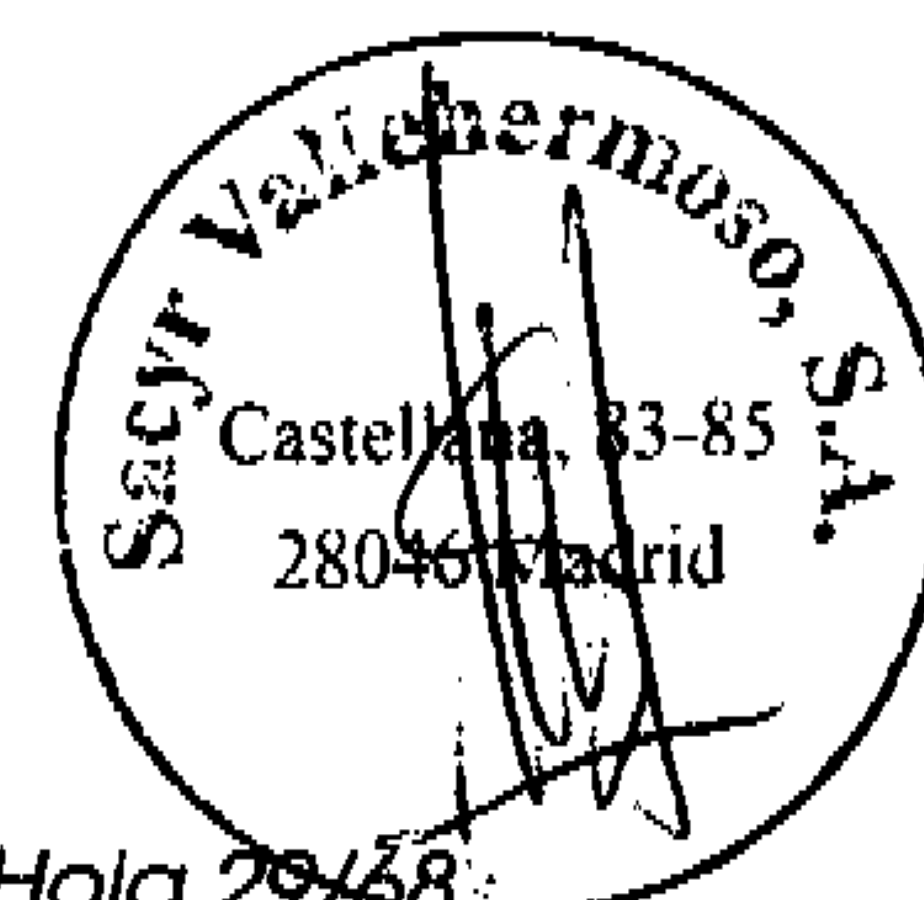
<i>Miles de Euros</i>	Gastos Financieros Activados en 2003	Gastos Financieros activados hasta 31 dic 2003
ENA Infraestructuras, S.A. (*)	1.569	215.762
AUCALSA	0	92.027
AUDASA	1.569	105.825
AUDENASA	0	17.685
AUTOESTRADAS	0	225
Autopista Vasco Aragonesa, S.A.	0	17.050
Autovia Noroeste, CCARM, S.A.	0	1.936
Soc. Conc. del Elqui, S.A.	0	10.735
Soc. Conc. de los Lagos, S.A.	0	16.517
Soc. Conc. Rutas del Pacífico, S.A.	6.618	11.035
Soc. Conc. Litoral Central, S.A.	708	1.317
Soc. Conc. Autopistas Metropolitanas, S.A.	143	144
Totales	9.039	274.497

(*) Incluye sólo 4º trimestre de 2003

Con anterioridad al ejercicio 2003, se capitalizaron gastos financieros como "Inversión en autopistas" por importe de 265.458 miles de euros.

La amortización del inmovilizado material se calcula utilizando métodos depreciosos para la maquinaria especializada de obra y lineales para el resto. Existen elementos totalmente amortizados, en su mayoría instalaciones técnicas y maquinaria, por importe de 47.000 miles de euros, que representan el 3,5% del importe total.

No existe inmovilizado material no afecto a la explotación.



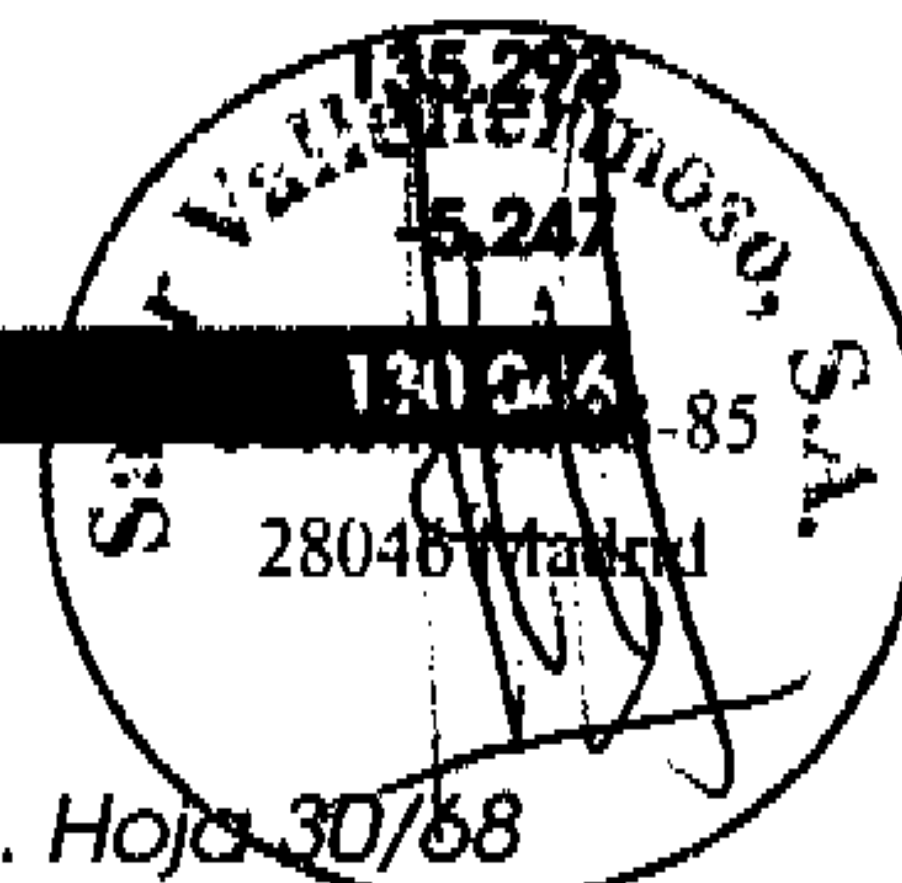
El inmovilizado material del Grupo que, a 31 de diciembre de 2003, se encuentra en el exterior, asciende a 847.864 miles de euros y se detalla a continuación:

<u>Miles de euros</u>	S.C. Lagos	Oper. Lagos	Oper. Pacífico	S.C. Litoral Central
Terrenos y construcciones	0	0	0	35
Instalaciones técnicas y maquinaria	0	40	0	0
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	98	48	91	22
Invers. en autopistas en explotación	215.109	0	0	13.421
Invers. en autopistas en construcción	0	0	0	15.526
Otro inmovilizado material	68	326	304	24
Coste	215.275	414	395	29.028
Amortización Acumulada	-11.189	-280	-242	-94
INMOVILIZADO MATERIAL	204.086	134	153	28.934

<u>Miles de euros</u>	S.C. Aut. Metropolit.	S.C. Rutas Pacífico	Gestora de Autopistas	S.C. Elqui
Terrenos y construcciones	0	86	0	13
Instalaciones técnicas y maquinaria	0	0	0	0
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	32	87	234	147
Invers. en autopistas en explotación	0	167.399	0	205.543
Invers. en autopistas en construcción	30.948	0	0	0
Anticipos e inmovilizado material en curso	0	0	0	0
Otro inmovilizado material	46	104	243	53
Coste	31.026	167.676	477	205.756
Amortización Acumulada	-31	-5.301	-374	-17.413
INMOVILIZADO MATERIAL	30.995	162.375	103	188.343

<u>Miles de euros</u>	Itinere Chile	Constr. ACS-Sacyr	Constr. Necso-Sacyr	Constr. Sacyr-Necso
Terrenos y construcciones	505	0	532	0
Instalaciones técnicas y maquinaria	0	0	0	650
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	11	170	59	234
Invers. en autopistas en explotación	0	0	0	0
Invers. en autopistas en construcción	0	0	0	0
Anticipos e inmovilizado material en curso	0	0	0	0
Otro inmovilizado material	8	25	662	27
Coste	524	195	1.253	911
Amortización Acumulada	-39	-187	-164	-403
INMOVILIZADO MATERIAL	485	8	1.089	508

<u>Miles de euros</u>	Sacyr Chile	Cavosa Chile	Somague	Brickell Office
Terrenos y construcciones	482	112	51.195	0
Construcciones para arrendamiento	0	0	0	134.858
Instalaciones técnicas y maquinaria	8.214	395	115.371	0
Otras instalaciones utillaje y mobiliario	631	133	5.894	0
Invers. en autopistas en explotación	0	0	0	0
Invers. en autopistas en construcción	0	0	0	0
Anticipos e inmovilizado material en curso	0	0	4.390	0
Otro inmovilizado material	547	64	47.413	435
Coste	9.874	704	224.263	5.247
Amortización Acumulada	-8.895	-423	-124.918	-85
INMOVILIZADO MATERIAL	979	281	99.345	130.262



7. Inmovilizado financiero.

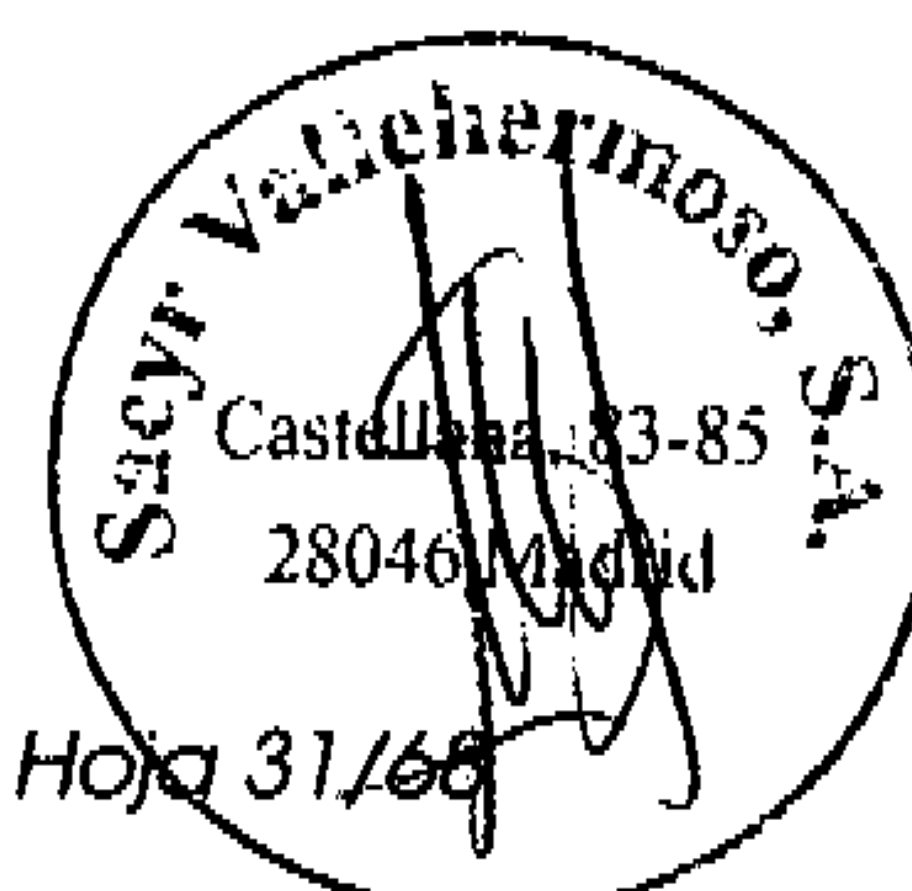
El movimiento habido durante el ejercicio 2003 en las diferentes cuentas del inmovilizado financiero ha sido el siguiente:

<i>Miles de euros</i>	Saldo al 31/12/02	Incorporación fusión G. Sacyr	Variaciones porímetro	Adiciones	Retiros	Saldo al 31/12/03
Participaciones ptas. equivalencia	47.838	286.110	-232.088	36.346	-3.415	134.791
Créditos sdades. ptas. equivalencia	0	0	0	8.055	0	8.055
Cartera de valores l/p	43.973	23.591	46.185	27.721	-57.270	84.200
Otros créditos l/p	15.658	20.609	22.672	15.712	-1.138	73.513
Depósitos y fianzas l/p	15.057	68	93	9.570	-7.541	17.247
Coste	122.526	330.378	-163.138	97.404	-69.364	317.806
Provisión por depreciación	-10.528	0	-4.634	-13.252	5.207	-23.207
Provisión por depreciación	-10.528	0	-4.634	-13.252	5.207	-23.207
INMOVILIZADO FINANCIERO	111.998	330.378	-167.772	84.152	-64.157	294.599

De acuerdo con las exigencias del artículo 86 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, las empresas del Grupo han cumplido con el requisito de notificar a las sociedades sobre las que habían tomado una participación superior al 10%; y si ya poseían esta participación, han comunicado las adquisiciones adicionales o ventas superiores al 10%.

La procedencia de la cartera de valores es la siguiente:

<i>Miles de euros</i>	2003
Sacyr Vallehermoso, S.A.	126
Sacyr, S.A.	2.613
Prinur, S.A.	12
Cavosa, Obras y Proyectos, S.A.	443
Itinere Chile, S.A.	6
Autopista Vasco Aragonesa, S.A.	655
Empresa Nacional de Autopistas	21.394
Valoriza, S.L.U.	1.950
Iberese, S.A.	2.887
Vallehermoso División Promoción S.A.	4.729
Capace, S.L.	3
Iparan Promociones Inm. S.L.	67
Testa, S.A.	38.694
Nisa Vallehermoso S.A.	54
Somague SGPS	10.567
Cartera Valores a largo plazo	84.200



El movimiento habido durante el ejercicio en la partida de "Participaciones puestas en equivalencia" es el que sigue:

Miles de euros	Saldo a 31/12/2002	Incorporación fusión G. Sacyr	Variaciones perímetro	Participación en resultado	ALTAS	BAJAS	Saldo al 31/12/03
Euroglosa 45, Conc. CAM	0	6.830	0	527	0	0	7.357
Autovía del Noroeste, Conc. CARM	0	6.665	-6.665	0	0	0	0
Accesos de Madrid	0	9.538	11.106	0	3.320	0	23.964
Autopista Central Gallega (ACEGA)	0	961	1.372	-43	47	0	2.337
Build2Edifica	0	437	-105	-12	0	0	320
Aeropuertos de la Región de Murcia	0	75	0	-8	37	0	104
Gestora de Autopistas	0	1.319	-1.319	0	0	0	0
Operadora de los Lagos	0	424	-32	-142	0	-250	0
Operadora del Pacífico	0	334	-334	0	0	0	0
Parking Palau, S.A	1.654	0	0	66	0	-470	1.250
Lusival Prom. e Gestao Inmob., S.A	8.648	0	0	-3.453	0	-109	5.086
Centro D'Oci Les Garverres, S.L	458	0	0	23	0	0	481
Tricefalo, S.A.	2.577	0	-2.577	0	0	0	0
Promociones Residenciales Sofetral	3.957	0	0	306	0	-750	3.513
Euroresidencias Gestión, S.A.	3.963	0	-3.963	-871	0	871	0
Integra MGSI, S.A.	1.316	0	-1.316	439	0	-439	0
Nova Benicalap S.A.	192	0	0	-2	0	-110	80
Aplicação Urbana	12.137	0	0	-79	104	0	12.162
Novacala Villajoyosa	3.796	0	0	61	0	-2.158	1.699
Club de campo	180	0	0	0	-5	0	175
Barajas 3º Milenio	6.162	0	0	6	10	0	6.178
Prosacyr Hoteles	2.798	0	-2.798	0	0	0	0
Grupo Vallehermoso	0	259.527	-259.527	0	0	0	0
Mola 15	0	0	620	0	0	0	620
Guadalmetro	0	0	23.934	39	0	0	23.973
Pk hoteles	0	0	3.822	-1	0	0	3.821
Henarsa	0	0	5.694	51	0	0	5.745
Filiales Somague	0	0	0	429	35.497	0	35.926
PARTICIP. PTAS. EQUIVALENCIA	47.838	286.110	-232.088	-2.664	39.010	-3.415	134.791

8. Acciones propias de la sociedad dominante

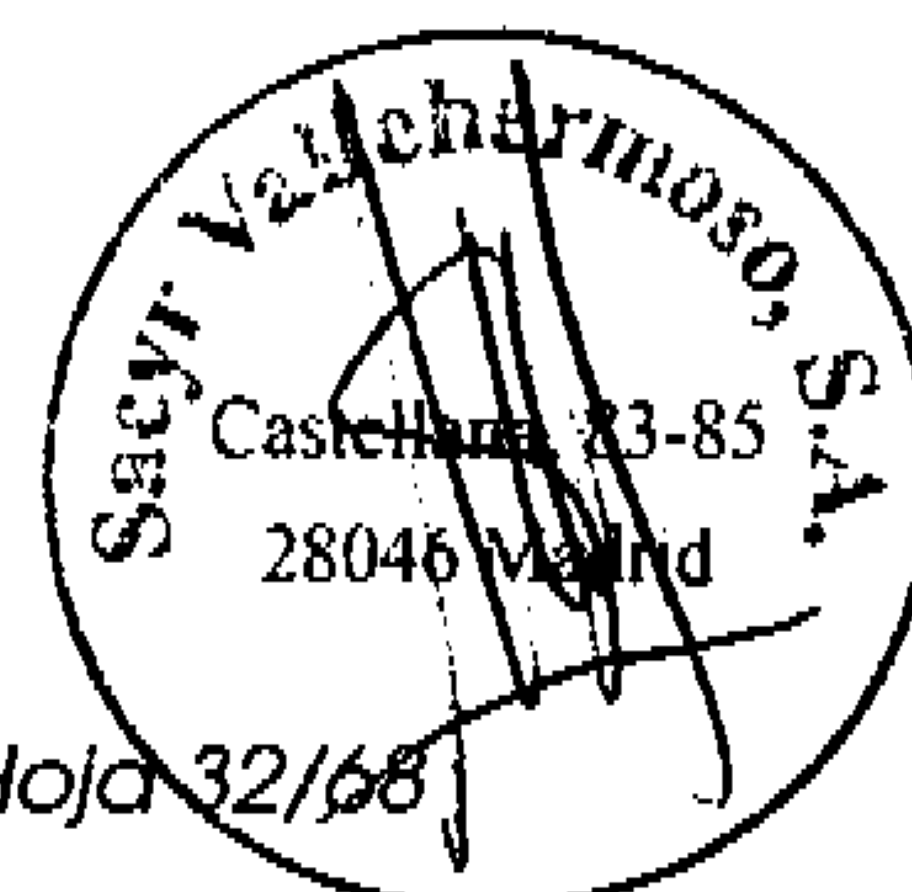
Al 31 de diciembre de 2003, la Sociedad dominante posee 221.337 acciones propias que representan el 0,09% del capital social. El precio de adquisición de estas acciones, a cambio medio, es de 7,7052 euros por acción. Estas acciones propias han sido adquiridas en virtud de los acuerdos adoptados en Junta General de Accionistas, y con el objeto de cubrir el Plan de Concesión de Opciones sobre acciones de la Sociedad para algunos miembros del Consejo de Administración y otros empleados con responsabilidad significativa.

El movimiento de acciones propias durante el ejercicio 2003 es el siguiente:

Saldo 31/12/02	1.315.260
Acciones compradas	100.000
Acciones vendidas	-1.193.923
Saldo 31/12/03	221.337

El precio medio en las compras del 2003 fue de 9,04 euros por acción y en la venta de 10,83 euros por acción, lo que ha producido unas plusvalías de 3.732.680,33 euros.

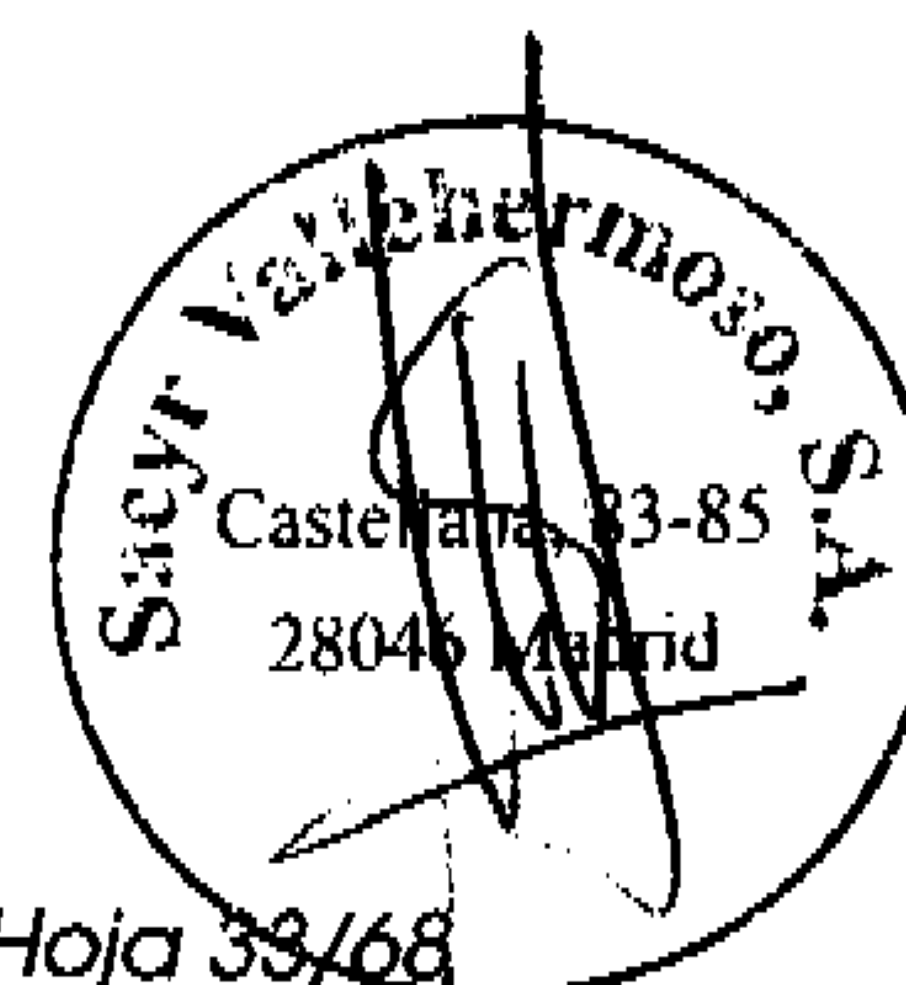
Al cierre del ejercicio, la cotización fue de 12,00 euros por acción. Por aplicación de la normativa contable existe una provisión de 1.109 miles de euros.



9. Fondo de Comercio de consolidación y Diferencias negativas de consolidación.

El movimiento que ha habido durante el ejercicio 2003 en los epígrafes de Fondo de Comercio de Consolidación y de Diferencias Negativas de Consolidación ha sido el siguiente:

Miles de euros	Saldo al 31-dic-02	Incorporación fusión	Entradas o dotaciones	Salidas o reducciones	Traspasos	Saldo al 31-dic-03
Aurentia, S.A.	0	49	0	0	0	49
Cavosa, S.A.	0	409	229	0	0	638
Febide, S.A.	0	0	50	0	0	50
Microtec	0	0	142	0	0	142
Constructora Sacyr-Necso	0	153	0	0	0	153
Autopista Vasco Aragonesa C.E., S.A. (Avasa)	0	86.523	0	0	(86.523)	0
Avasacyr	0	1	0	0	0	1
Euroglosa 45	0	1.237	0	0	0	1.237
Pack Team Racer	0	0	2	0	0	2
Gestora de Autopistas, S.A.	0	41	0	0	0	41
Secaderos de Biomasa, S. L.	0	0	29	0	0	29
Biomasa de Puente Genil, S.L.	0	0	47	0	0	47
Compañía Energética de Pata de Mulo, S.L.	0	0	61	0	0	61
Iberese, S.A.	0	98	0	0	0	98
Cafestore, S.A.	0	1.259	0	0	0	1.259
Olextra, S.A.	0	1	0	0	0	1
Somague S.G.P.S.	0	10.096	0	0	0	10.096
Vallehermoso	0	322.116	0	(322.116)	0	0
Sociedades filiales de Somague, S.A.	0	26.048	51.928	0	0	77.976
Erantos, S.A.	0	0	12	0	0	12
Testa	922	0	0	(922)	0	0
Integra, S.A.	1.605	0	0	(1.605)	0	0
Valleagora	238	0	0	(238)	0	0
Lusival, S.A.	266	0	0	0	0	266
Vallehermoso Telecom	0	0	70	0	0	70
Burosoft	0	0	392	0	0	392
Euroresidencias de Gestión, S.A.	3.657	0	0	(3.657)	0	0
Fondo de comercio bruto	6.688	448.831	62.962	(328.838)	(86.523)	92.628
Aurentia, S.A.	0	(20)	(10)	0	0	(30)
Cavosa, S.A.	0	(164)	(128)	0	0	(292)
Febide, S.A.	0	0	(10)	0	0	(10)
Microtec	0	0	(28)	0	0	(28)
Constructora Sacyr-Necso	0	(153)	0	0	0	(153)
Autopista Vasco Aragonesa C.E., S.A. (Avasa)	0	(12.978)	0	0	12.978	0
Avasacyr	0	(1)	0	0	0	(1)
Euroglosa 45	0	(248)	(248)	0	0	(496)
Pack Team Racer	0	0	(2)	0	0	(2)
Gestora de Autopistas, S.A.	0	(32)	(8)	0	0	(40)
Secaderos de Biomasa, S. L.	0	0	(29)	0	0	(29)
Biomasa de Puente Genil, S.L.	0	0	(47)	0	0	(47)
Compañía Energética de Pata de Mulo, S.L.	0	0	(61)	0	0	(61)
Iberese, S.A.	0	(98)	0	0	0	(98)
Cafestore, S.A.	0	(329)	(252)	0	0	(581)
Olextra, S.A.	0	(1)	0	0	0	(1)
Somague S.G.P.S.	0	(5.865)	(1.056)	0	0	(6.921)
Vallehermoso	0	(8.053)	0	8.053	0	0
Sociedades filiales de Somague, S.A.	0	0	(3.232)	0	0	(3.232)
Erantos, S.A.	0	0	(12)	0	0	(12)
Testa	(922)	0	0	922	0	0
Integra, S.A.	(1.605)	0	0	1.605	0	0
Valleagora	(36)	0	0	36	0	0
Lusival, S.A.	(266)	0	0	0	0	(266)
Vallehermoso Telecom	0	0	(11)	0	0	(11)
Burosoft	0	0	(392)	0	0	(392)
Euroresidencias de Gestión, S.A.	(158)	0	0	158	0	0
Amortización acumulada del F. Comercio	(2.987)	(27.942)	(5.538)	10.774	12.978	(12.703)
Fondo de comercio neto	3.701	420.889	47.424	(317.764)	(73.545)	79.917
Sacyr Chile, S.A.	0	(13.278)	0	13.278	0	0
Navinca, S.A.	3	0	3	0	0	6
Nisa, S.A.	319	0	0	0	0	319
Lusival, S.A.	279	0	0	0	0	279
PK Inversiones	0	0	9	0	0	9
Diferencias negativas de consolidación	601	(13.278)	12	13.278	0	613
Fondo de comercio y Diferencias negativas	4.302	407.611	47.436	(304.486)	(73.545)	80.530



10. Existencias.

La composición de las Existencias del Grupo al 31 de diciembre de 2003 era la siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Comerciales	5.514
Materias primas y otros aprovisionamientos	30.015
Productos en curso y semiterminados	28.181
Trabajos auxiliares y gastos iniciales	32.690
Productos terminados	1.784
Subproductos residuos y mat recuperados	2
Terrenos y solares	1.174.775
Adaptación de terrenos	31.489
Promociones en curso	371.810
Inmuebles	114.091
Anticipos	53.715
Provisiones	578
Total existencias	1.844.644

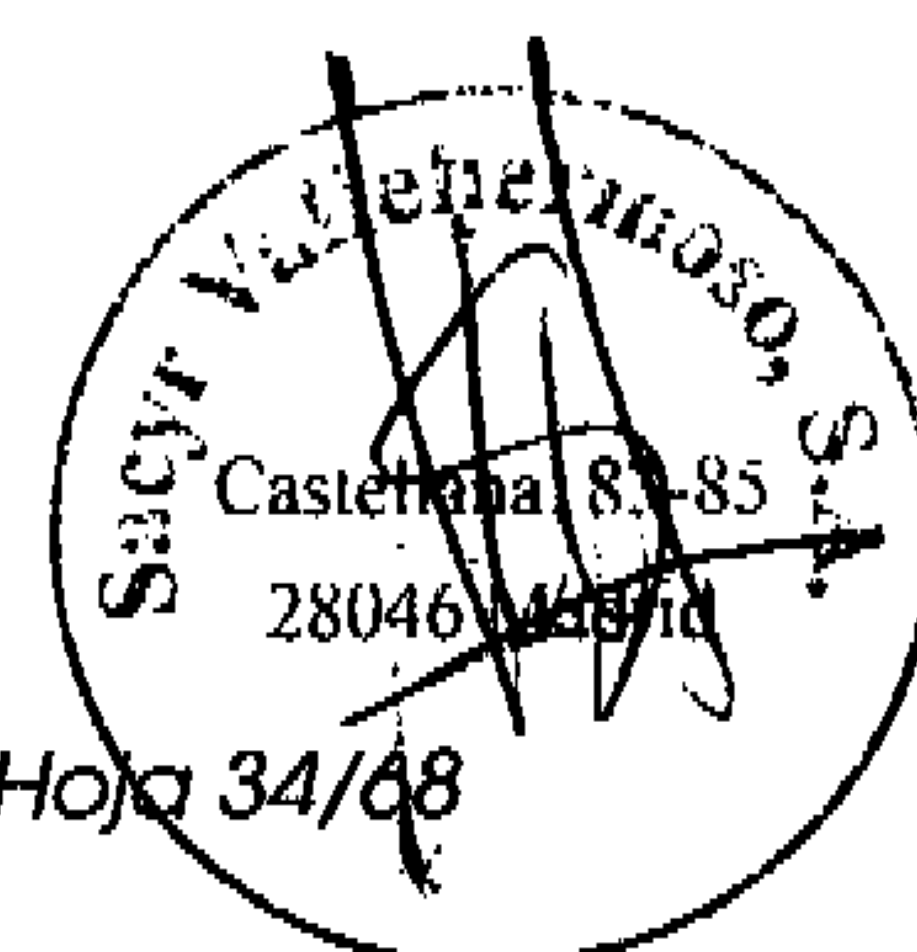
El valor de las existencias del Grupo a 31 de diciembre de 2003, incluye gastos financieros y otros gastos, habiéndose incorporado durante el ejercicio 2003 un importe de 4.880 miles de euros. En el ejercicio 2002 se incorporaron gastos financieros por 4.517 miles de euros.

A 31 de diciembre de 2003, parte de los inmuebles y promociones en curso se encuentran hipotecados en garantía de la devolución de los préstamos bancarios subrogables obtenidos para financiar la actividad específica de promoción. Del epígrafe "Promociones en curso", un porcentaje del 80% se espera que sea realizable a corto plazo.

11. Deudores.

El detalle de Clientes incluido en este epígrafe del Activo del Balance de Situación consolidado adjunto al 31 de diciembre de 2003 es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	2003
Clientes	1.281.236
Efectos a cobrar	146.777
Retenciones en garantía	11.424
Clientes de dudoso cobro	11.157
Obra ejecutada pendiente de certificar	39.882
Total clientes	1.490.476
Provisiones para insolvencias	-17.622



12. Inversiones financieras temporales.

El movimiento habido durante el ejercicio 2003 en las diferentes cuentas de este epígrafe del Activo del Balance de situación adjunto en el siguiente:

Miles de euros	Saldo al 31/12/02	Incorporación fusión G. Sacyr	Variaciones perímetro	Adiciones	Retiros	Efecto de tipo de cambio	Saldo al 31/12/03
Créditos edades. ptas. equivalencia	3.356	0	0	265	-3.356	0	265
Valores de renta fija	17.800	140.904	162.373	2.607.759	-2.839.070	-629	89.137
Valores de renta variable	4.910	4.510	3	556.352	-541.177	-9	24.589
Imposiciones a plazo fijo	34	990	0	44.565	-43.630	0	1.959
Créditos a corto plazo	107	6.746	1	88.782	-91.029	0	4.607
Depósitos y fianzas c/p	55	4.467	22	198.662	-199.553	-21	3.632
Coste	26.262	157.617	162.399	3.496.385	(3.717.815)	(659)	124.189
Provisión por depreciación	(2.568)	(171)	(148)	(1.563)	3.782	0	-668
Provisión por depreciación	(2.568)	(171)	(148)	(1.563)	3.782	0	-668
INVERSIONES FINANCIERAS TEMPORALES	23.694	157.446	162.251	3.494.822	(3.714.033)	(659)	123.521

La rentabilidad media obtenida por las inversiones en valores de renta fija durante 2003 se situó en torno al 2,45%.

13. Fondos propios.

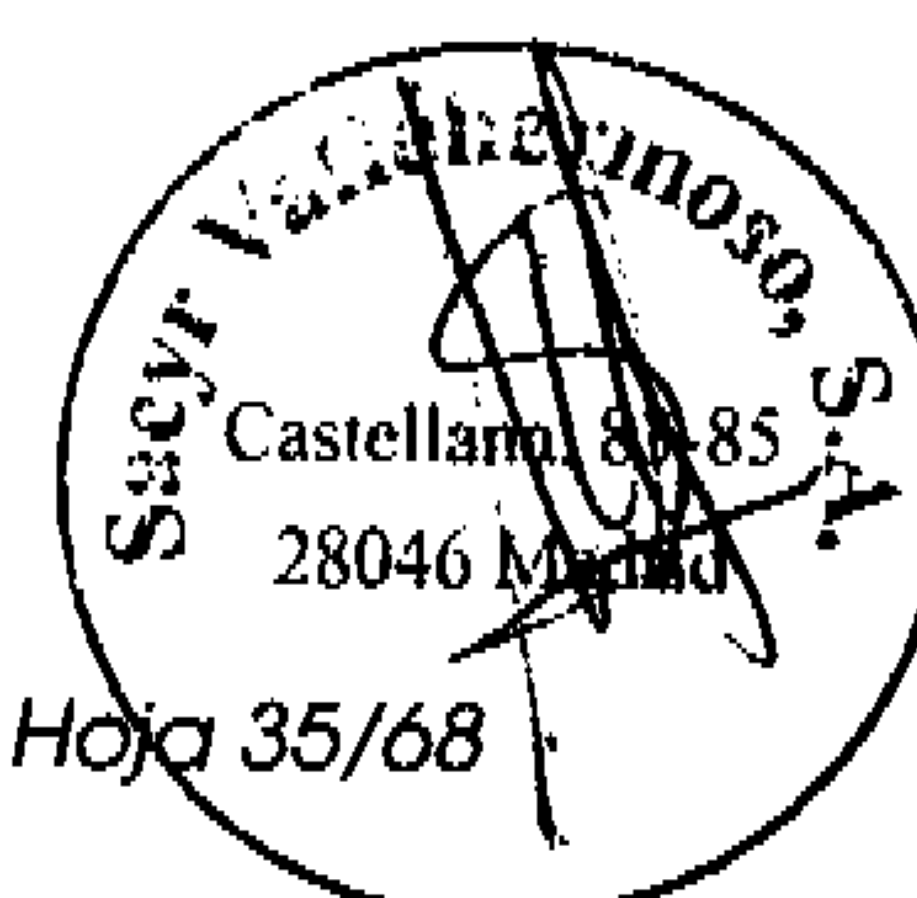
El movimiento de los Fondos propios consolidados ha sido el siguiente:

Miles de euros	Fondos Propios 02	Incorporac. por fusión	Ampliac. capital	Ajustes fusión	Distribuc. Rtdo.	Resultado 2003	Dividendos a cuenta	Traspasos	Ajustes consolid.	Fondos Propios 03
Capital social	154.764	164.624	91.047	(164.624)	0	0	0	0	0	245.811
Primo de emisión	285.182	192.987	276.967	(755.136)	0	0	0	0	0	0
Reserva revalorización	12.901	0	0	0	0	0	0	0	0	12.901
Reserva legal	30.506	13	0	(13)	447	0	0	0	0	30.953
Reserva accs. propias	7.138	0	0	0	0	0	0	(6.542)	0	596
Otras reservas	271.168	0	0	(6.666)	68.116	0	0	0	(9.734)	322.884
Reserva consolidación	113.087	191.622	0	(4.775)	282.652	0	0	0	23.664	606.250
Diferencias conversión	60	(155.020)	0	0	0	0	0	0	(20.290)	(175.250)
Resultado del ejercicio	207.704	203.850	0	(14.304)	(397.250)	334.349	0	0	0	334.349
Dividendo a cuenta	(23.004)	(3.914)	0	3.914	23.004	0	(66.439)	0	0	(66.439)
Dividendos	0	0	0	0	23.031	0	0	0	0	0
Total Fondos Propios	1.059.506	594.162	368.014	(941.604)	0	334.349	(66.439)	(6.542)	(6.360)	1.312.055

a) Distribución del resultado de Sacyr Vallehermoso, S.A. (sociedad matriz)

La propuesta de distribución de los resultados de la sociedad matriz Sacyr Vallehermoso, S.A. correspondientes al ejercicio 2003, formulada por los Administradores y pendiente de aprobación por la Junta General de Accionistas, es la siguiente:

Euros	2003
Base de reparto	114.836.418,51
Resultado 2003	114.836.418,51
Distribución	114.836.418,51
A dividendos	102.877.595,88
A Reserva Legal	11.483.641,85
A Reserva Voluntaria	475.180,78



De los 102.877.595,88 euros correspondientes a dividendos, equivalentes a 0,42 euros por acción, se ha acordado la distribución a cuenta de:

- 18.344.213,55 euros el 7 de julio de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 14 de julio de 2003.
- 18.344.213,55 euros el 8 de octubre de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 15 de octubre de 2003.
- 29.350.741,68 euros el 8 de octubre de 2003 (0,12 euros por acción), pagados el 16 de octubre de 2003 y
- 18.419.213,55 euros el 11 de diciembre de 2003 (0,075 euros por acción), pagados el 9 de enero de 2004.

El importe pagado en el ejercicio 2003 figura contabilizado en el epígrafe "Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio" del Pasivo del Balance, minorando los Fondos Propios en dicha cantidad.

El dividendo pendiente de distribuir, según la propuesta de distribución de resultados, asciende a 18.419.213,55 euros, equivalente a 0,075 euros por acción.

b) Capital Social.

A 31 de diciembre de 2003, el capital social de la Sociedad Matriz está compuesto de 245.810.851 acciones de un euro de valor nominal, totalmente suscritas y desembolsadas.

La totalidad de las acciones de la Sociedad Matriz emitidas y puestas en circulación, están admitidas a cotización en el Mercado Continuo de la Bolsa.

La composición del accionariado de la Sociedad a 31 de diciembre de 2003, según consta en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.), es la siguiente:

	Particip.
Prilou, S.L.	12,18%
Torreal, S.A.	8,98%
Rimefor Nuevo Milenio, S.L.	8,08%
CYMOFAG, S.L.	7,00%
Almarfe, S.L.	6,30%
Actividades Inmobiliarias y Agrícolas, S.A.	5,35%
Participaciones Agrupadas, S.R.L.	6,03%
Otras participaciones inferiores al 5%	46,08%
TOTAL	100,00%

c) Reserva de fusión por revalorización Ley 76/1980.

Con motivo de la fusión aprobada por la Junta General Extraordinaria de Accionistas de Vallehermoso, S.A. (actualmente Sacyr Vallehermoso, S.A.) de 22 de diciembre de 1988 y al amparo del régimen fiscal establecido en la Ley 76/1980 de 26 de diciembre, sobre Régimen Fiscal de las Fusiones de Empresas, la Sociedad y las sociedades absorbidas procedieron a revalorizar determinados elementos patrimoniales por un importe global de 12.901 y 8.366 miles de euros, respectivamente. Este último importe fue eliminado en el proceso de fusión.

En la Ley 78/80, se establece que los activos acogidos a estos beneficios fiscales no podrán enajenarse en un periodo mínimo de cinco años a partir de la fecha de revalorización, y no impone ninguna otra restricción para la libre disponibilidad de la "Reserva por revalorización Ley 76/80".

d) Reserva legal.

De acuerdo con el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, debe destinarse a la reserva legal una cifra igual al 10% del beneficio del ejercicio hasta que ésta alcance, al menos, el 20% del capital social. La reserva legal podrá utilizarse para aumentar el capital en la parte de su saldo que exceda el 10% del capital ya aumentado.

Salvo para la finalidad mencionada anteriormente, y mientras no supere el 20% del capital social, esta reserva sólo podrá destinarse a la compensación de pérdidas y siempre que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin.



e) Reserva para acciones propias.

En virtud de lo establecido en el artículo 79.3 de la Ley de Sociedades Anónimas, ha sido creada esta reserva indisponible por el importe de la autocartera, mediante el traspaso de reservas de libre disposición.

f) Reserva Orden del Ministerio de Hacienda del 25 de junio de 1958.

Esta reserva, constituida al amparo de la citada Orden Ministerial hasta la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 15/1977, es de libre disposición.

g) Fondo de Previsión para Inversiones.

Vallehermoso, S.A. (actualmente Sacyr Vallehermoso, S.A.) se acogió en 1987 y 1988 a los beneficios fiscales del Fondo de Previsión para Inversiones establecidos para las sociedades inmobiliarias protegidas por el Real Decreto 2631/1982, de 15 de octubre. Este fondo quedó materializado en elementos de activo fijo que tienen relación directa con la actividad de la Sociedad.

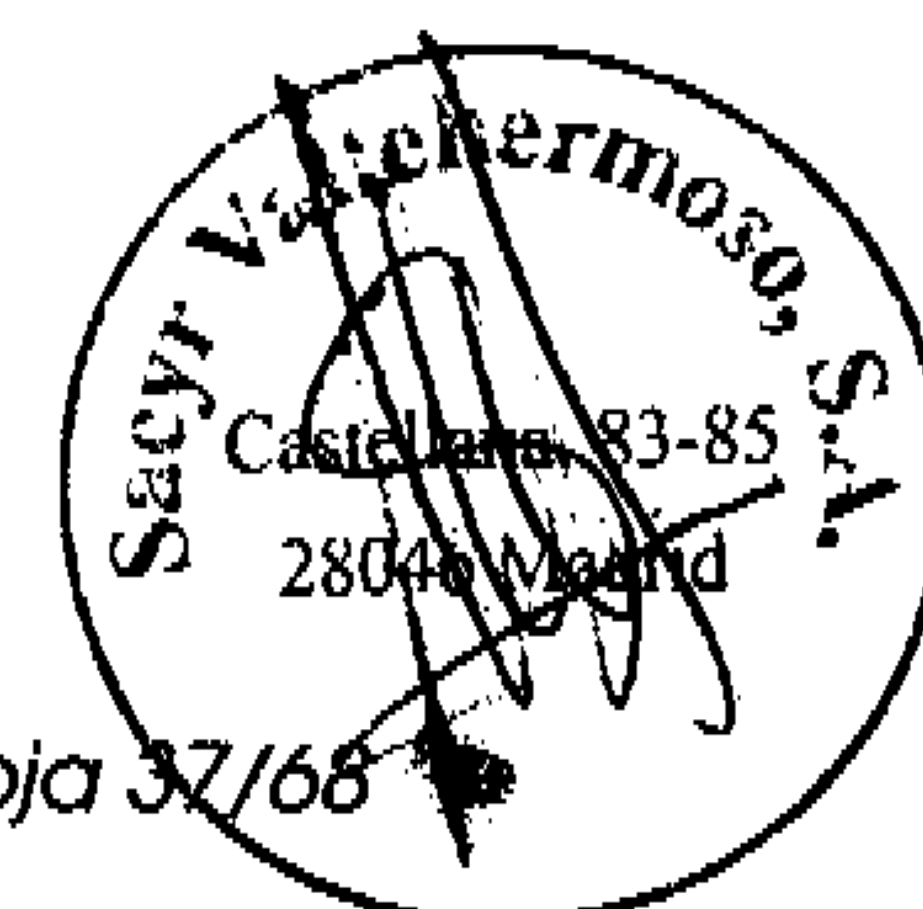
El saldo de esta cuenta puede ser destinado a la compensación de pérdidas o a la ampliación de capital, pudiendo, en su caso, dotarse simultáneamente la reserva legal. El saldo de la cuenta pendiente de aplicación puede ser distribuido, sin devengo de impuestos, a medida que se enajenen los activos en que se ha invertido el fondo o a medida que estos activos se vayan amortizando.

h) Reservas voluntarias

Las reservas voluntarias son de libre disposición a 31 de diciembre de 2003.

i) Distribución de diferencias de conversión de sociedades consolidadas por integración global o proporcional.

<u>Miles de euros</u>	<u>2003</u>
Sacyr Chile	-18.166
Constructora ACS-Sacyr	-4.020
Constructora Sacyr-Necso	212
Constructora Necso-Sacyr	5
Cavosa Chile	-1.477
Itinere Chile	-63.282
S.C. del Elqui	-25.097
S.C. de los Lagos	-28.605
S.C. Rutas del Pacífico	-16.535
S.C. Litoral Central	-4.887
S.C. Autopistas Metropolitanas	-8.301
Rutas II	1
Gestora de Autopistas	-384
Operadora de los Lagos	-203
Operadora del Pacífico	-72
Somague	-4.439
Diferencias de conversión	-175.250



j) Dividendos.

El día 7 de julio de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad Matriz, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.344 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Tesorería e inversiones al 30 de junio de 2003	80.391.833,96
Crédito disponible al 30 de junio de 2003	67.827.687,10
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-1.285.337,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	146.934.184,06

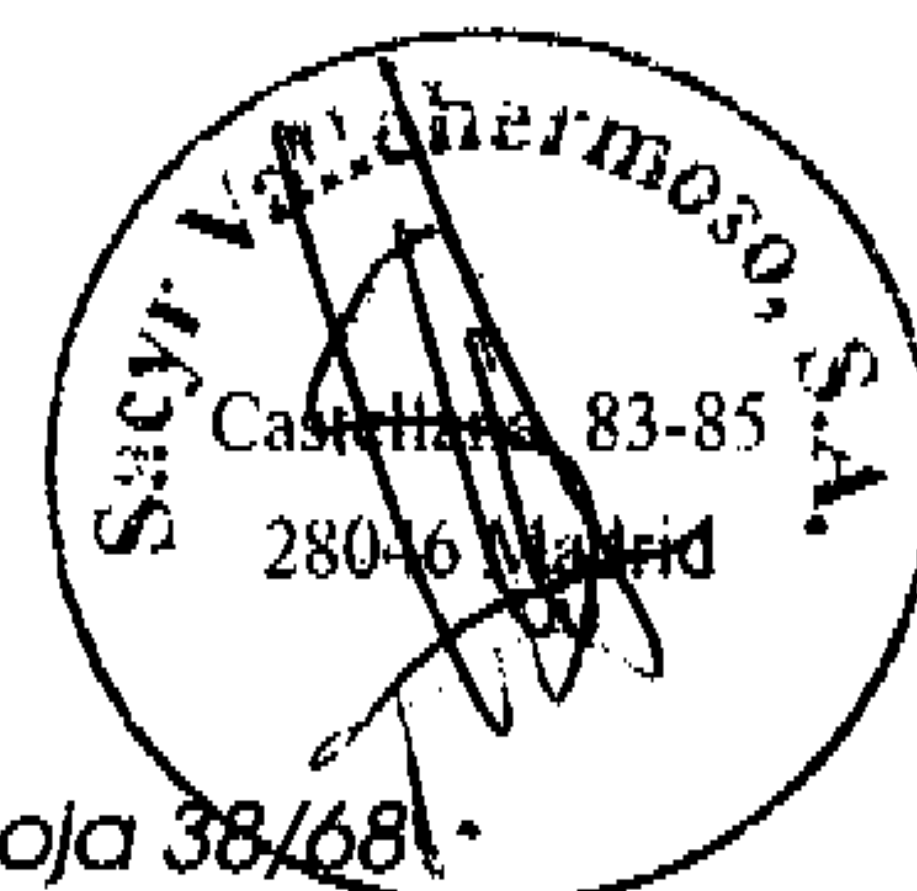
JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Beneficio Después de Impuestos (30 de junio de 2003)	33.951.042,66
Reservas Legal (10% del resultado)	3.395.104,27
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	30.555.938,39

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 7 DE JULIO DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO	18.344.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 14 de julio de 2003



El día 8 de octubre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad Matriz, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.344 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de agosto de 2003	32.590.395,09
Crédito disponible al 31 de agosto de 2003	59.980.648,37
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-5.873.123,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	86.697.920,46

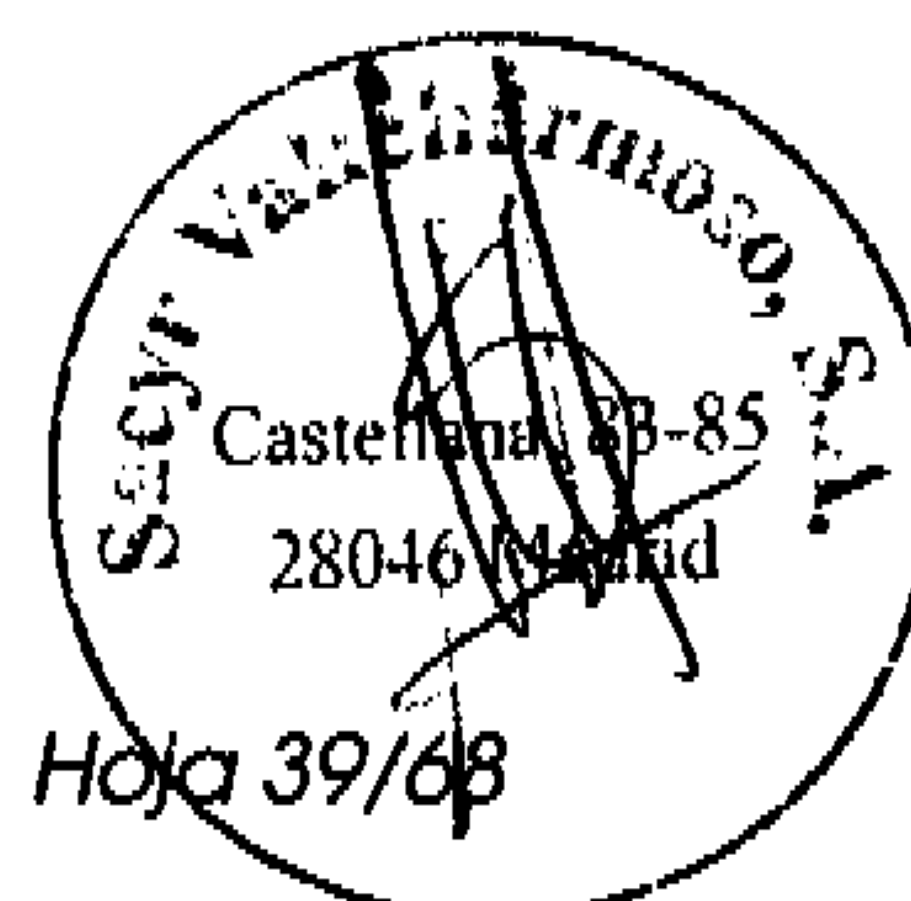
JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de agosto de 2003	74.425.699,06
Dotación a Reserva Legal	7.442.569,91
B. D. I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	66.983.129,15
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	18.344.213,55
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	48.638.915,60

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO	18.344.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 15 de octubre de 2003.



El día 8 de octubre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad Matriz, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 12% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 29.350 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de agosto de 2003	32.590.395,09
Crédito disponible al 31 de agosto de 2003	59.980.648,37
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	-5.873.123,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	86.697.920,46

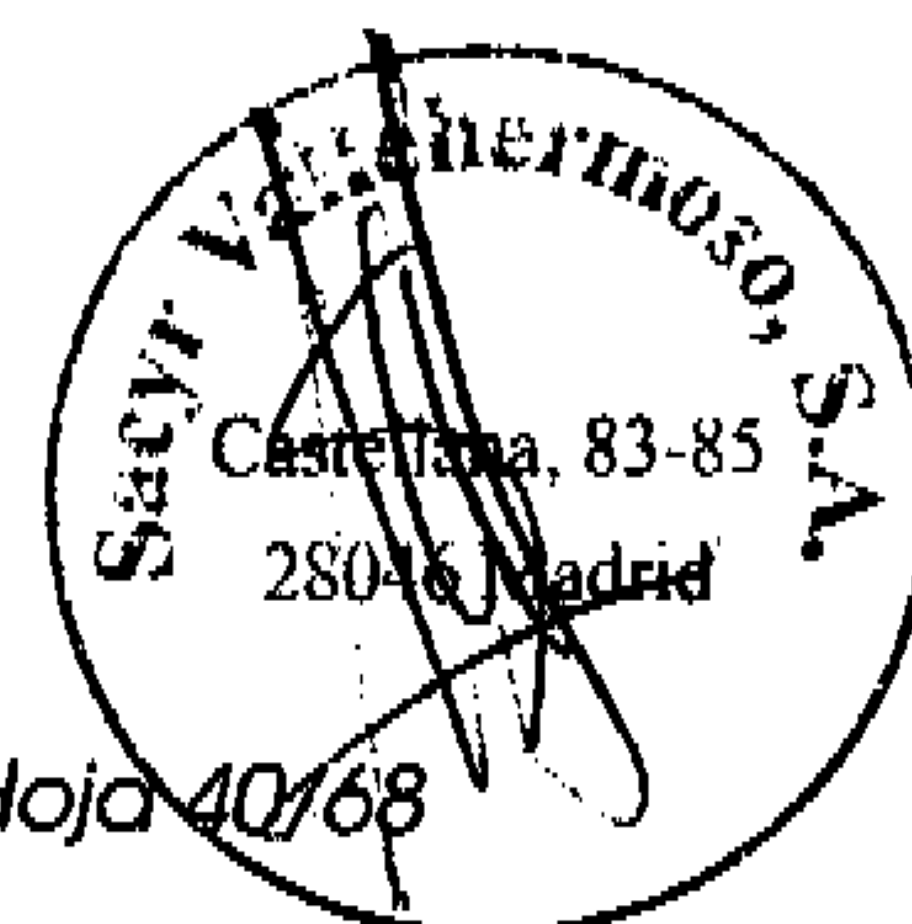
JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de agosto de 2003	74.425.699,06
Dotación a Reserva Legal	7.442.569,91
B D I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	66.983.129,15
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	36.688.427,10
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	30.294.702,05

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 8 DE OCTUBRE DE 2003

Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	1.221.337
Acciones con derecho al dividendo	244.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,1200
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO	29.350.741,68

(*) El dividendo será exigible y pagadero a partir del día 16 de octubre de 2003.



El día 11 de diciembre de 2003, el Consejo de Administración de la Sociedad Matriz, acordó pagar a los accionistas, un dividendo a cuenta del resultado del ejercicio 2003, equivalente al 7,5% del valor nominal de la acción, lo cual supuso un reparto total de 18.419 miles de euros. El siguiente cuadro muestra la existencia de liquidez suficiente para efectuar dicho reparto:

SACYR VALLEHERMOSO, S.A.

ESTADO CONTABLE DE LIQUIDEZ PREVISTO A EFECTOS DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

Tesorería e inversiones al 31 de octubre de 2003	78.468.951,08
Crédito disponible al 31 de octubre de 2003	22.147.600,00
Cobros y pagos previstos hasta el día del acuerdo	13.993.400,00
SALDO LIQUIDO DISPONIBLE	114.609.951,08

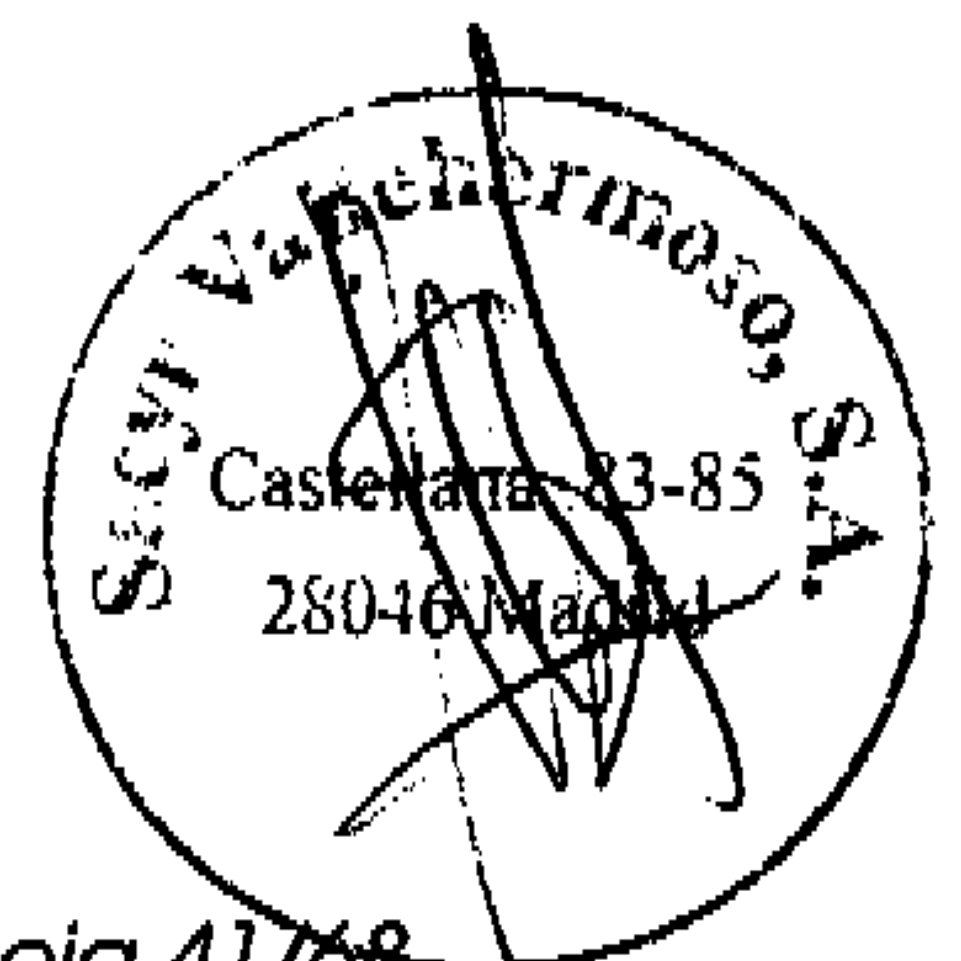
JUSTIFICACIÓN DE LA EXISTENCIA DE RESULTADOS PARA LA DISTRIBUCIÓN DEL DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

Beneficio Después de Impuestos al 31 de octubre de 2003	102.053.744,45
Dotación a Reserva Legal	10.205.374,45
B.D.I. MENOS DOTACIÓN A RESERVAS	91.848.370,01
DIVIDENDO YA DISTRIBUIDO A CUENTA	66.039.168,78
CANTIDAD MÁXIMA A DISTRIBUIR	25.809.201,23

DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS ACORDADA EN EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL DÍA 11 DE DICIEMBRE DE 2003

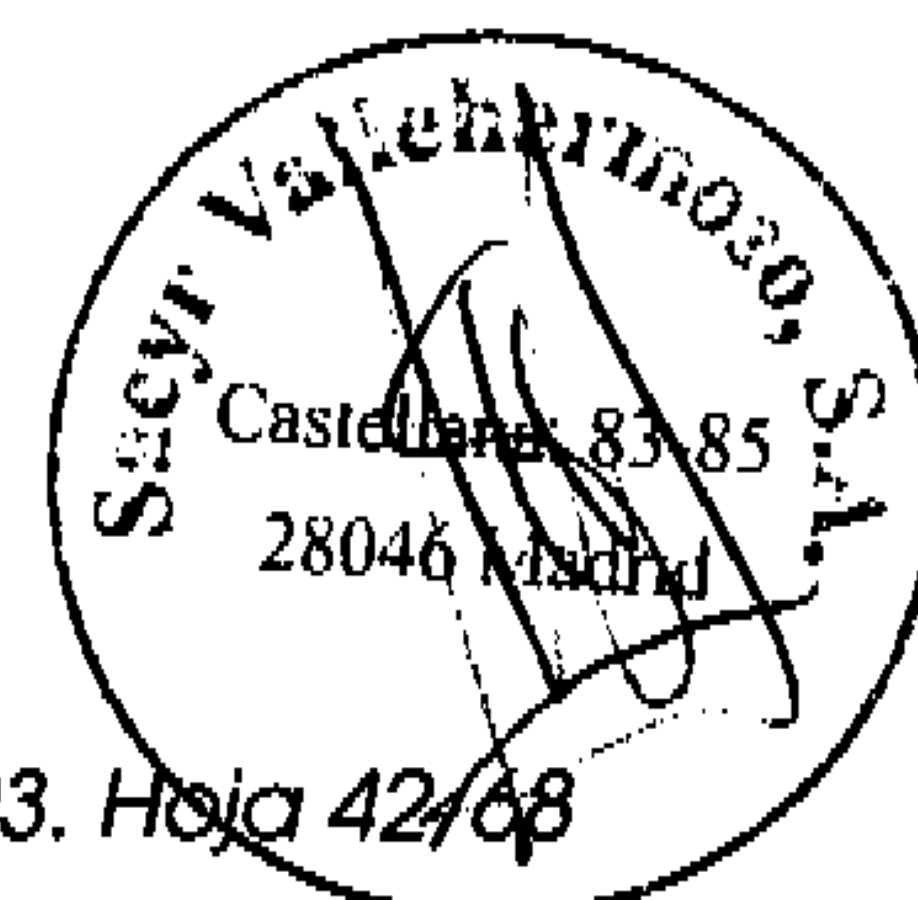
Acciones emitidas de la sociedad SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	245.810.851
Acciones en autocartera	221.337
Acciones con derecho al dividendo	245.589.514
Dividendo propuesto por acción (en Euros)	0,0750
DIVIDENDO A CUENTA ACORDADO	18.419.213,55

(*) El dividendo será exigible y pagadero el día 9 de enero de 2004.



- k) Distribución de reservas en sociedades consolidadas por integración global, proporcional o por el procedimiento de puesta en equivalencia.

<i>Miles de euros</i>	2003
SACYR, S.A.	108.059
INCHISACYR	-2.745
SOMAGUE SGPS	2.421
ITINERE INFRA, S.A.U.	-3.313
SACYR GESTION, S.A.U	1.134
TESTA S.A.	144.031
VALL. DIV. PROMOCION	86.746
FEBIDE S.A.	540
PRINUR S.A.U	1.026
SCRINER S.A.	3.714
CAVOSA	2.402
MICROTEC	631
SACYR CHILE	25.711
AURENTIA S.A.	-322
IDEYCO S.A.U	385
CAVOSA CHILE	2.630
CONSTR. ACS-SACYR	13.969
CONSTR. SACYR-NECSO	-267
CONSTR. NECSO-SACYR.	-103
AVASA	-6.499
SEDEBISA S.L.	29
IBERESE, S.A.	834
SADYT	845
TYRESA	5
CAFESTORE, S.A.U.	-758
APARCAMIENTO RECAREDO, A.I.E.	-72
PUENTE GENIL, S.L.	50
OLEXTRA, S.A.	-8
VALORIZA S.L.U.	2.811
CIA ENG. PATA MULO	64
S.C. DEL ELQUI	18.729
S.C. LOS LAGOS	26.597
ITINERE CHILE	144.648
AVASACYR	9.538
NEOPISTAS	-93
ENAITINERE	58
AUTOVIA NO CCARM	589
E. N. A.	2.049
RUTAS DEL PACIFICO	22.387
GESA	750
SC.LITORAL CENTRAL	4.900
OLASA	318
S.C. AUTOP. METROPOLIT	8.372
RUTAS II, S.A.	-1
OPERAD. DEL PACIFICO	280
VALL. TELECOM, S.A	-1.115
NISA, VH, S.A	-64
V. PATRIMONIO S.I.I.	1.132
CAMPO SALINAS	-49
TRADE C. HOTEL S.L	514
TESTA AMERICAN CORP.	4.231
NAVINCA, S.A	-425
TRICEFALO, S.A	-4.216
NOVA BENICALAP, S.A	1
TRADIRMI, S.L	-35
CAPACE, S.L	-13
PROSACYR OCIO, S.L	-19.791
Rvas. Sdades. integr. global o proporc.	603.240
BUILD2EDIFICA S.A	-79
HENARSA	457
EUROGLOSA 45 CCC	1.491
ACEGA	1
ACCESOS DE MADRID	1
AEROPUERTOS R. MURCIA	36
CAMPO AS MARIÑAS	-4
BARAJAS 3º MILENIO	102
PROM. SOFETRAL S.A	124
NOVA C VILLAJYOUSA	1.201
APLICACAO URBANA II	104
LUSIVIAL, S.A	-396
PARKING PALAU, S.A	55
D-OCI LES GAVARRES	-84
Rvas. Sdades. puestas en equivalencia	3.010



14. Socios externos.

El saldo incluido en este epígrafe del Pasivo del Balance de Situación consolidado recoge el valor de la participación de los accionistas minoritarios en el patrimonio de las sociedades consolidadas dependientes. Asimismo, el saldo que se muestra en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada en el epígrafe "Resultado atribuido a socios externos" representa el valor de la participación de dichos accionistas minoritarios en los resultados del ejercicio.

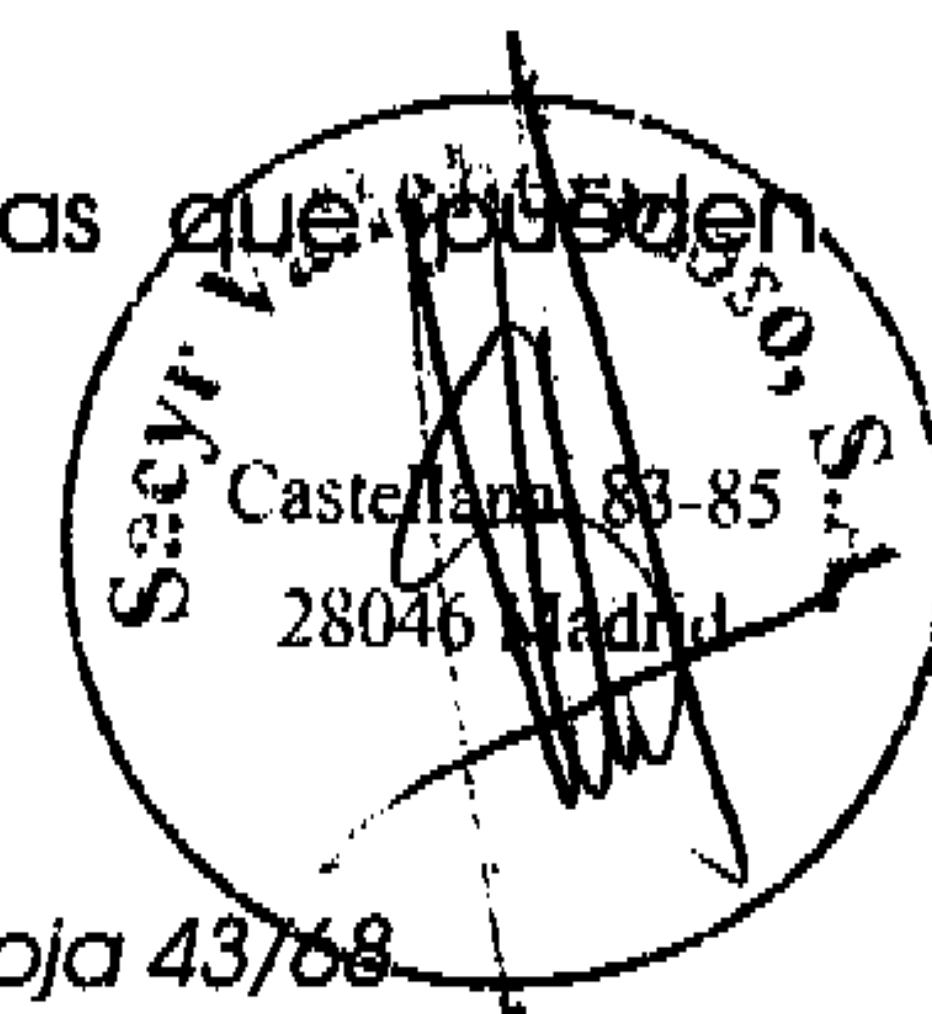
El saldo en el ejercicio 2003 de este epígrafe del Balance de Situación consolidado y de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada es el siguiente:

<u>Miles de euros</u>	Capital y Reservas	Resultado	Diferencias de conversión	TOTAL
HOLDING	122.054	7.315	-10.512	118.857
Grupo Testa	5.460	1.078	0	6.538
Grupo Somague	116.594	6.237	-10.512	112.319
CONSTRUCCIÓN	746	427	0	1.173
Scrinser	746	427	0	1.173
CONCESIONES	596.185	14.610	-11.308	599.487
ENA	581.427	8.525	-55	589.897
S.C. Lagos	-154	1.191	-1.810	-773
S.C. Elqui	27.379	4.894	-9.443	22.830
Tacel	-1.361	0	0	-1.361
Alazor	-11.106	0	0	-11.106
SERVICIOS	3.170	-161	0	3.009
Burosoft	63	-316	0	-253
Iberese	1.499	133	0	1.632
Olextra	569	15	0	584
Extragol	751	5	0	756
Secaderos de Biomasa	54	1	0	55
Biomasa de Pte. Genil	52	0	0	52
Cia. Energ. Pata Mulo	53	1	0	54
Cia. Energ. la Roda	129	0	0	129
PROMOCIÓN	3.436	-141	0	3.295
Tricéfalo	3.436	-141	0	3.295
SOMAGUE	9.360	1.058	0	10.418
Sdades. filiales de Somague	9.360	1.058	0	10.418
SOCIOS EXTERNOS	734.951	23.108	-21.820	736.239

15. Administraciones Públicas.

Como ya se ha indicado anteriormente en la nota 4(q), la sociedad Sacyr Vallehermoso, S.A. esta acogida junto con determinadas sociedades que cumplen los requisitos exigidos por la normativa fiscal al régimen de declaración consolidada.

Algunas de las sociedades del Grupo tienen declaradas bases imponibles negativas que pueden compensar individualmente en los ejercicios siguientes a aquel en que se generaron.



El detalle de las Bases Imponibles negativas pendientes de aplicación para ejercicios futuros es el siguiente:

SOCIEDADES	Miles de Euros	Año de generación
Vallehermoso Telecom	-461,80	2000
Vallehermoso Telecom	-1.044,21	2001
Cafestore	-494,38	2002
Grupo Fiscal consolidado	-2.000,39	
Olextra	-8,71	2002
Cia. Energética La Roda	-1,62	2003
Otras sociedades	-10,33	
TOTAL B.I. NEGATIVAS PTES. COMPENSACIÓN	-2.010,72	

El periodo para compensar las bases imponibles negativas es de quince años a partir de la fecha de generación de las mismas.

La conciliación del resultado contable del ejercicio con la Base Imponible del Impuesto sobre Sociedades es la siguiente:

Miles de euros	2003
Resultado antes de Impuestos	468.702
Diferencias permanentes	-21.990
Resultado contable ajustado	446.712
Diferencias temporales	29.495
- Con origen en el ejercicio	35.335
- Con origen en ejercicios anteriores	-5.840
Compensac. B.I. negat. ejerc. anteriores	-68.018
Base Imponible fiscal	408.189

16. Provisiones para riesgos y gastos

El desglose por sociedades de las diferentes partidas de "Provisiones para riesgos y gastos" a 31 de diciembre de 2003 es el siguiente:

Miles de euros	AVASA	ENA	Resto del grupo	TOTAL
Provisión para pensiones y obligs. similares	0	0	1.363	1.363
Provisión para impuestos	0	902	3.750	4.652
Otras provisiones	0	61	30.460	30.521
Fondo de reversión	282.795	246.530	6.370	535.695
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	282.795	247.493	41.943	572.231

El Fondo de reversión, que representa un 93% del total de provisiones para riesgos y gastos, corresponde básicamente a la sociedad concesionaria Autopista Vasco Aragonesa, S.A. (AVASA) y al grupo concesionario ENA, y refleja la reconstitución del valor económico de las autopistas. La dotación al Fondo de reversión se realiza aplicando al total del Fondo de reversión previsto la proporción que representan en el ejercicio los ingresos de peaje previstos sobre el total de los mismos previstos durante el periodo concesional.

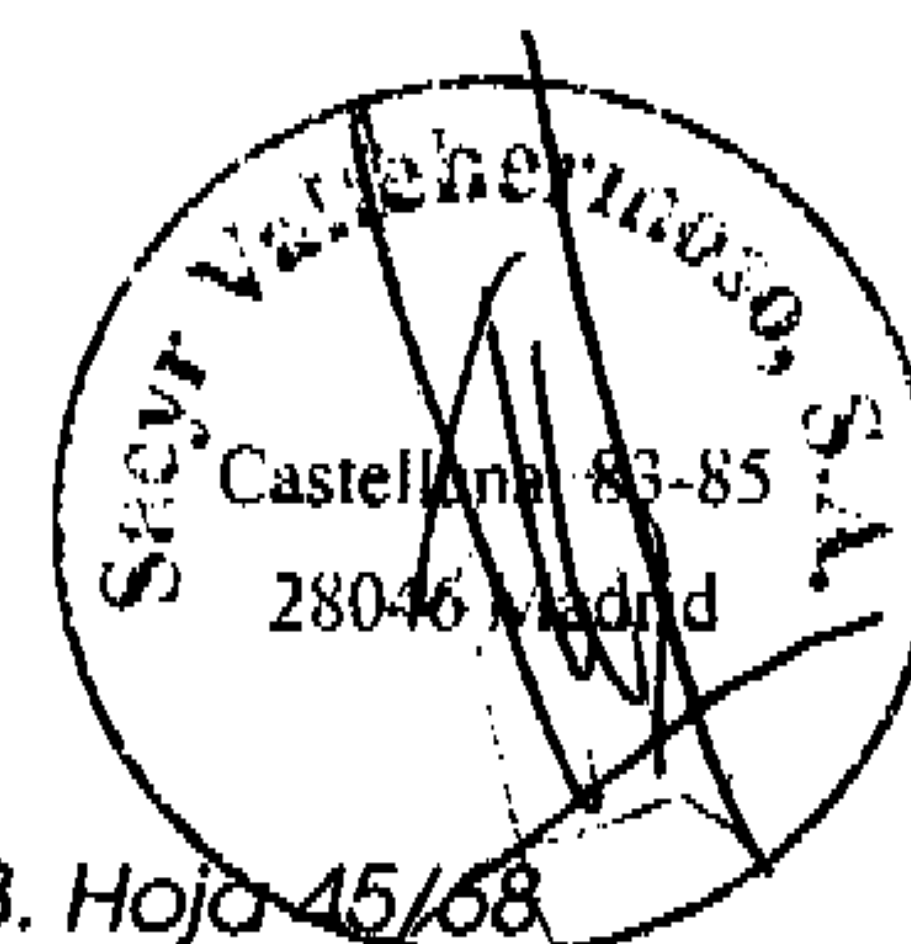


17. Ingresos y gastos.

La distribución del importe neto de la cifra de negocios, correspondiente a la actividad ordinaria del grupo en el ejercicio 2003, por actividades y por mercados geográficos era como sigue:

CIFRA DE NEGOCIOS POR ACTIVIDADES		
<i>Miles de euros</i>	2003	%
Construcción	1.927.620	57,82%
Nacional	1.040.352	31,21%
Exterior	887.268	26,61%
Concesiones	163.040	4,89%
Nacional	108.651	3,26%
Exterior	54.389	1,63%
Patrimonio	179.440	5,38%
Promoción	969.829	29,09%
Servicios	93.819	2,81%
Cifra de Negocios	3.333.748	100,00%

CIFRA DE NEGOCIOS POR PAISES		
<i>Miles de euros</i>	2003	%
España	2.350.993	70,52%
Portugal	815.162	24,45%
Chile	106.237	3,19%
Otros países	61.356	1,84%
Cifra de Negocios	3.333.748	100,00%

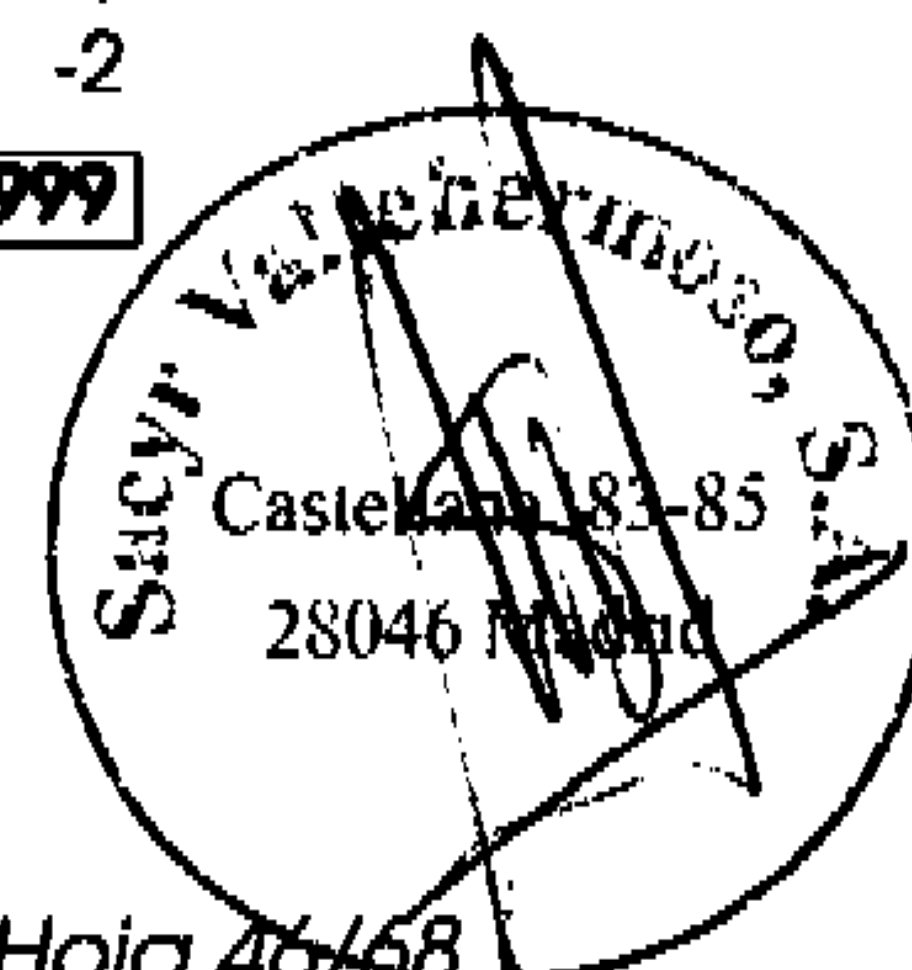


Durante el ejercicio 2003 no se efectuaron transacciones con compañías del grupo o multigrupo excluidas del perímetro de consolidación. Las transacciones con empresas asociadas corresponden a los ingresos realizados por Vallehermoso División de Promoción, S.A.U., Itinere Infraestructuras, S.A.U. y Sacyr, S.A.U. en operaciones con las siguientes sociedades:

<i>Miles de euros</i>	2003
Sofetral	2.365,98
Transacciones de Vallehermoso División Promoción	2.365,98
Euroglosa 45	837,90
Alazor	8,71
Transacciones de Itinere Infraestructuras	846,62
Nova C. Villajoyosa	5,62
Transacciones de Sacyr	5,62
TOTAL TRANSACCIONES EMPRESAS ASOCIADAS	3.218,21

La aportación de cada sociedad del Grupo al Resultado consolidado para el ejercicio 2003 es la siguiente:

<i>Miles de euros</i>	Contrib. al Rtdo.	Socios externos	Resultado
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	-40.655	0	-40.655
OBRAS Y SERVICIOS DE GALICIA Y ASTURIAS	-55	0	-55
SACYR	55.496	0	55.496
CONSTR. ACS-SACYR	487	0	487
GUADALMETRO	39	0	39
CONSTR. NECSO-SACYR	283	0	283
CONSTR SACYR-NECSO	1.459	0	1.459
CAVOSA OBRAS Y PROYECTOS	1.653	0	1.653
FEBIDE	481	0	481
IDEYCO	86	0	86
MICROTEC AMBIENTE	-22	0	-22
PRINUR	818	0	818
SACYR CHILE	-832	0	-832
SCRINSER	2.421	427	2.848
AURENTIA	-40	0	-40
CAVOSA CHILE	234	0	234
BULD 2 EDIFICA	-12	0	-12
Grupo SACYR	62.496	427	62.923
IRASA	52	0	52
E.N.A.	5.956	8.525	14.481
S.C. DE LOS LAGOS	18.828	1.191	20.019
OPERADORA DE LOS LAGOS	213	0	213
OPERADORA DEL PACIFICO	181	0	181
S.C. LITORAL CENTRAL	-24	0	-24
S.C. RUTAS DEL PACIFICO	2.240	0	2.240
GESTORA DE AUTOPISTAS	157	0	157
AUTOPISTAS VASCO ARAGONESA	15.718	0	15.718
S.C. DEL ELQUI	13.006	4.894	17.900
EUROGLOSA 45	280	0	280
AUTOVIA NOROESTE	539	0	539
AEROPUERTO REGION MURCIA	-8	0	-8
NEOPISTAS	-5	0	-5
AVASACYR S L U	-6.192	0	-6.192
ITINERE INFRAESTRUCTURAS	-2.058	0	-2.058
TACEL	-43	0	-43
ITINERE CHILE	-1.273	0	-1.273
ENAITINERE	-5.176	0	-5.176
PACK TEAM RACER	-2	0	-2
Grupo ITINERE	42.389	14.610	56.999



<i>Miles de euros</i>	Contrib. al Rtdo.	Socios externos	Resultado
BUROSOFT	-982	-316	-1.298
VALORIZA FACILITIES	-145	0	-145
AGUAS DE TOLEDO	71	0	71
IBERESE	133	133	266
S.A. DEPURACION Y TRATAMIENTOS	313	0	313
APARCAMIENTO RECAREDO	25	0	25
CAFESTORE	-1.082	0	-1.082
OLEXTRA	59	15	74
EXTRAGOL	7	5	12
SACYR GESTION	97	0	97
SECADEROS DE BIOMASA	-21	1	-20
BIOMASAS DE PUENTE GENIL	-42	0	-42
COMPANIA ENERGETICA DE PATA MULO	-56	1	-55
COMPANIA ENERGETICA DE RODA	-1	0	-1
VALORIZA	276	0	276
VALLEHERMOSO TELECOM	-403	0	-403
Grupo VALORIZA	-1.751	-161	-1.912
NOVA CALA VILLAJYOYOSA	61	0	61
PROSACYR OCIO	-62	0	-62
BARAJAS 3 MILENIO	6	0	6
VALLEHERMOSO DIVISION DE PROMOCION	112.192	0	112.192
APLICACAO URBANA	-79	0	-79
ERANTOS	-345	0	-345
TRICEFALO	-211	-141	-352
CAPACE	-66	0	-66
TRADIRMI	-38	0	-38
SOFETRAL	306	0	306
NAVINCA	-89	0	-89
NOVA BENICALAP	-2	0	-2
Grupo VALLEHERMOSO PROMOCION	111.673	-141	111.532
TRADE CENTER	1.035	0	1.035
PROVITAE	-34	0	-34
BARDIOMAR	6	0	6
TESTA	150.566	1.078	151.644
VALLEHERMOSO PATRIMONIO S.I.I.	-262	0	-262
CAMPO SALINAS	10	0	10
CENTRE D-OCI	23	0	23
BRICKELL	10.719	0	10.719
LUSIVIAL SA	-3.453	0	-3.453
NISA VALLEHERMOSO	2	0	2
PARKING PALAU	66	0	66
Grupo TESTA	158.678	1.078	159.756
INCHISACYR	-59	0	-59
Grupo SOMAGUE	1.578	7.295	8.873
RESULTADO DEL EJERCICIO	334.349	23.108	357.457

El desglose de las compras y ventas efectuadas durante el 2003 según mercado nacional o exterior es como sigue:

<i>Miles de euros</i>	2003
Aprovisionamientos nacional	1.852.719
Aprovisionamientos exterior	186.709
Total aprovisionamientos	2.039.428
Cifra de negocios nacional	2.350.993
Cifra de negocios exterior	982.755
Total cifra de negocios	3.333.748



El detalle de los resultados extraordinarios por Sociedad correspondientes al ejercicio 2003 se muestra en el siguiente cuadro:

<i>Miles de euros</i>	2003
Sacyr Vallehermoso, S.A.	-1.439
ENA	859
S.C. Lagos	41
Operadora de los Lagos	5
Operadora del Pacífico	13
S.C. Litoral Central	1
S.C. Rutas del Pacífico	1.878
Gestora de Autopistas	15
Autopista Vasco Aragonesa (AVASA)	104
S.C. Elqui	-106
Autovía del Noroeste	55
Itinere Chile	-11
Grupo ITINERE	2.854
Burosoft	-578
Valoriza Facilities	-152
Aguas de Toledo AIE	29
Iberese	-62
S.A. Depurac. y Tratamientos (SADYT)	40
Aparcamiento Recaredo	16
Tratam. y Recup. del Ecosist. (TYRESA)	3
Cafestore	-374
Olextra	24
Valoriza	389
Vallehermoso Telecom	18
Grupo VALORIZA	-647
Sacyr	-2.351
Constructora ACS-Sacyr	166
Constructora Necso-Sacyr	9
Constructora Sacyr-Necso	122
Cavosa	366
Febide	6
Ideyco	2
Microtec	-4
Prlnur	-3
Sacyr Chile	39
Scrinser	-5
Aurentla	15
Cavosa Chile	24
Grupo SACYR	-1.614
Vallehermoso División Promoción	85
Erantos	-126
Grupo VALLEHERMOSO PROMOCIÓN	-41
Trade Center	40
Testa	118.841
Vallehermoso Patrimonio S.I.I.	-407
Brickell	541
Nisa	-51
Grupo TESTA	118.964
Somague	3.474
GRUPO SACYR VALLEHERMOSO	121.551

Durante el ejercicio 2003 se han producido gastos extraordinarios por 24.574 miles de euros y unos ingresos extraordinarios de 146.125 miles de euros.



Los principales resultados extraordinarios generados en el ejercicio han sido los siguientes:

<i>Miles de euros</i>	Holdig Grupo SyV	Grupo Sacyr	Grupo Itinere	Grupo Promoción	Grupo Testa	Grupo Valoriza	Grupo Somague	TOTAL
Var prov inm inmat mat y cartera	0	123	-163	0	6.342	-20	0	6.282
Pérdidas inm inmat mat y cartera	2.185	1.709	44	0	0	842	0	4.780
Gastos extraordinarios	2.989	1.545	156	1.208	107	1.244	5.667	12.916
Gastos y pérdidas de otros ejerc.	0	2	-149	0	585	158	0	596
GASTOS EXTRAORDINARIOS	5.174	3.379	-112	1.208	7.034	2.224	5.667	24.574
Beneficios enaj. inmovilizado	1	1.460	221	0	124.532	1.334	0	127.548
Beneficios operac. accs. propias	3.733	0	0	0	0	0	0	3.733
Subv. capital transf. al rtdo. ejerc.	0	-52	293	0	0	40	0	281
Ingresos extraordinarios	0	357	2.354	1.167	1.422	156	9.141	14.597
Ingresos y beneficios otros ejercs.	1	0	-126	0	44	47	0	-34
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	3.735	1.765	2.742	1.167	125.998	1.577	9.141	146.125
RESULTADO EXTRAORDINARIO	-1.439	-1.614	2.854	-41	118.964	-647	3.474	121.551

18. Número medio de empleados.

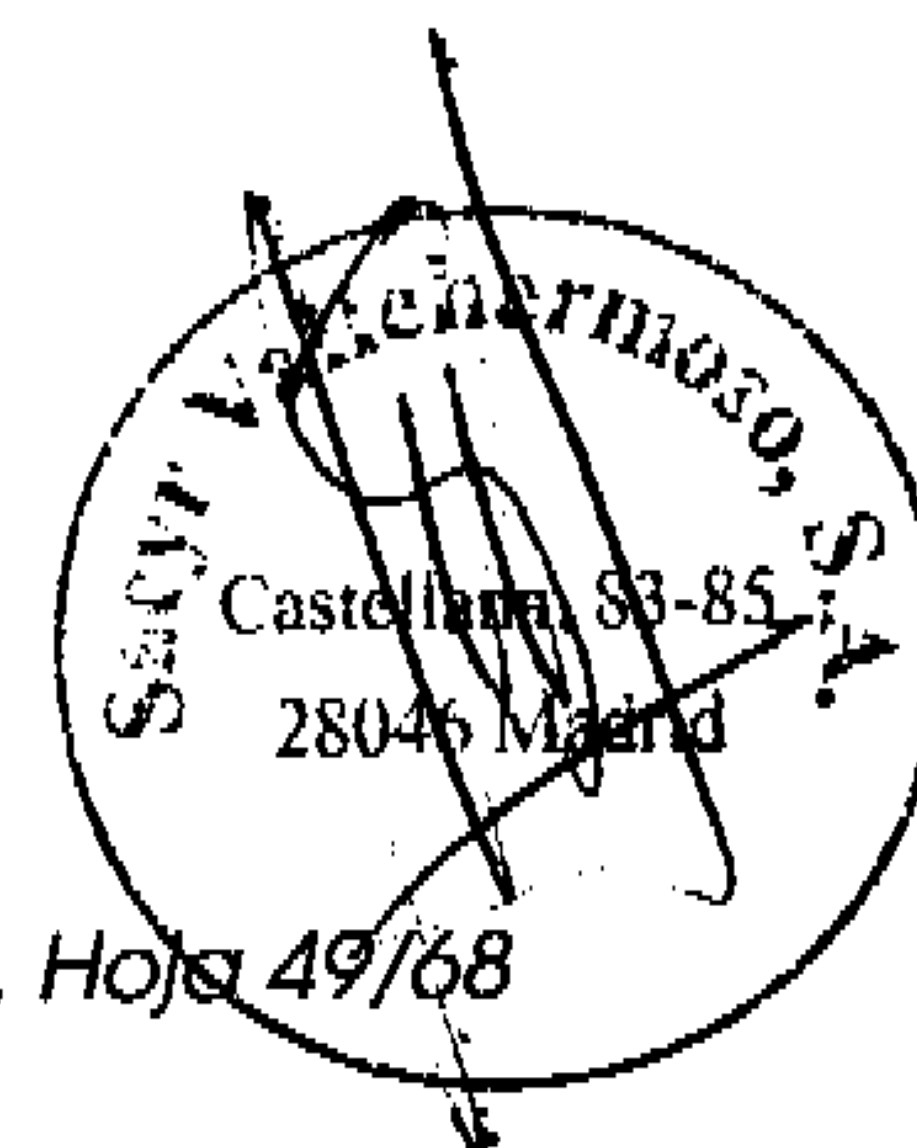
El número medio de personas empleadas en el curso del ejercicio 2003 en las sociedades del grupo, distribuidos por categorías fue el siguiente:

	2003
Titulados superiores	1.318
Titulados medios	1.094
Técnicos no titulados	815
Administrativos	1.358
Resto de personal	2.757
Total número medio de empleados	7.342

19. Cartera de pedidos.

La cartera de pedidos del Grupo existente al cierre del ejercicio 2003 se detalla a continuación:

<i>Millones de euros</i>	2003
Construcción nacional	1.766
Construcción exterior	286
Construcción Somague	1.076
Construcción	3.128
Concesiones nacional	30.035
Concesiones exterior	2.754
Concesiones	32.789
Promoción nacional	719
Promoción Somague	17
Promoción	736
Patrimonio	1.806
Servicios nacional	665
Servicios Somague	2.433
Servicios	3.098
TOTAL CARTERA	41.557



La división de Patrimonio dispone de 1.429.177 m², que generan unos ingresos brutos anuales de 178,51 millones de euros. El grado de ocupación al cierre de 2003 era del 94,2%.

La cartera de obra (3.128 millones de euros) equivale a 19,3 meses de actividad, con un fuerte peso nacional (56,5%), seguido de Portugal (34,4%) y de Chile (9,1%).

El negocio concesional, tras la adquisición del Grupo ENA, representa un 86% de la cartera total.

La división de Promoción dispone de una reserva de suelo y producto de 3.213.000 m², de los cuales un 92% equivale a viviendas para comercializar en los próximos años, mientras que la cartera de 719 millones de euros, corresponde a las viviendas vendidas pendientes de entregar a los clientes.

20. Avales y garantías.

El importe global de las garantías comprometidas con terceros por el Grupo a 31 de diciembre de 2003 es de 1.085.908 miles de euros. Corresponden a garantías financieras 371.951 miles de euros (en el extranjero por 59.521 miles de euros y en España por 312.430 miles de euros, de las cuales 253.525 corresponden a avales en garantía de cantidades entregadas a cuenta por los clientes de Promoción); y a garantías técnicas, 713.957 miles de euros (en el extranjero por 51.587 miles de euros y en España por 662.370 miles de euros).

21. Retribución y otras prestaciones al Consejo de Administración.

Durante el ejercicio 2003 ha tenido lugar una reestructuración del Consejo de Administración como consecuencia de la fusión con Grupo Sacyr S.A., habiéndose producido ocho bajas y once nuevas incorporaciones quedando formado a 31 de diciembre de 2003 por 15 consejeros.

Desde junio 2003, los miembros del Consejo de Administración reciben en concepto de dieta de asistencia a las reuniones de Consejo 5.000 euros por sesión y por asistencia a las reuniones de las Comisiones Ejecutivas, de Auditoría y de Retribuciones y Nombramientos 3.333, 1.667 y 1.667 euros respectivamente por sesión.

El importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio 2003 por los miembros del Consejo de Administración, incluidos los que cesaron durante ese ejercicio, agregado de forma global por concepto retributivo, es el siguiente:



Atenciones Estatutarias**Euros**

Dietas de Asistencia	
Consejo de Administración	539.089,57
Comisión Ejecutiva	112.738,48
Comisión de Auditoría	34.207,77
Comisión de Nombramientos y Retribuciones	33.943,67
Complemento Estatutario	456.800,00
Total Atenciones	1.176.779,49

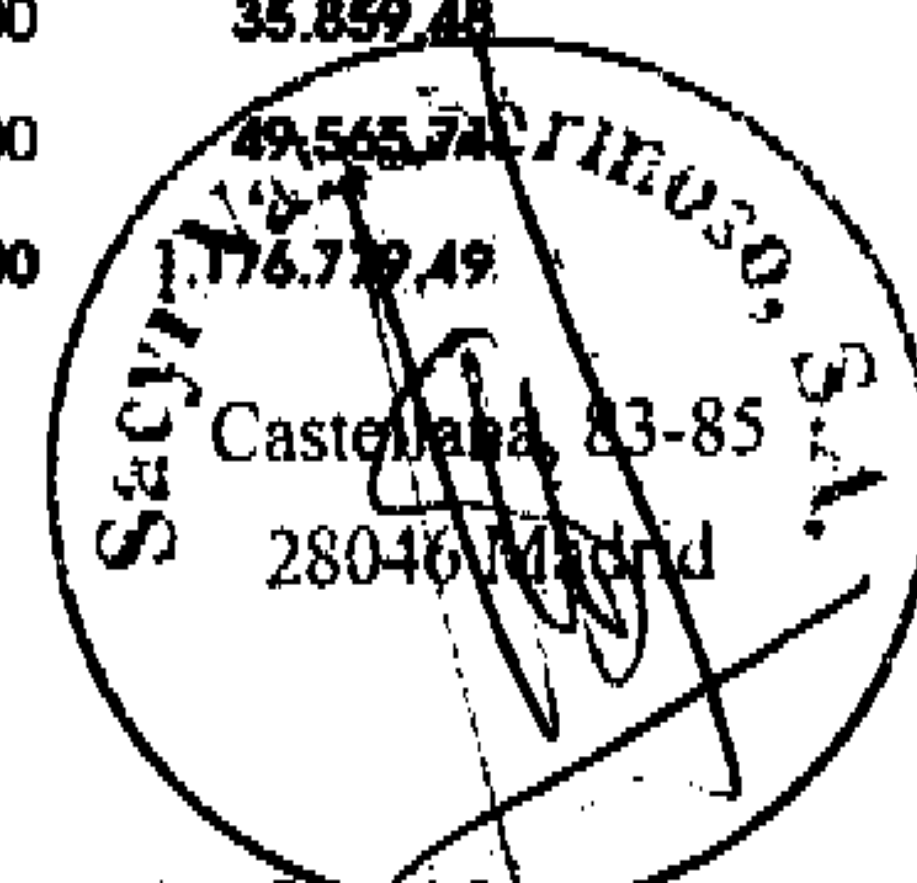
Retribución de consejeros con responsabilidad en cualquiera de las Compañías del Grupo**Euros**

Salarios	
Retribución Fija	2.803.327,45
Retribución Variable	2.415.265,00
Liquidación de opciones sobre acciones	256.360,12
Indemniz. Por cese de relación laboral	1.530.450,00
Total Retribuciones	7.005.402,57

TOTAL PERCIBIDO**8.182.182,06**

A continuación se hace constar el desglose individualizado de las Atenciones estatutarias percibidas durante 2003:

Atención Estatutarias a Consejeros	Consejo	Comisión Ejecutiva	Comisión Auditoría	Comisión nomb. y retrib.	Complementos Estatutarios	Total
José Manuel Loureda Montañán	28.006,16	14.356,40	0,00	0,00	0,00	42.362,56
Luis Fernando del Rivero Asensio	37.775,41	19.471,80	0,00	4.092,32	27.381,00	88.720,53
Antonio Basagotti García-Tuñón	37.024,64	0,00	0,00	10.759,00	45.643,00	93.426,64
Vicente Benedito Francés	26.503,08	0,00	0,00	1.666,67	25.869,00	54.038,75
Demetrio Carceller Arce	34.018,48	14.356,40	0,00	6.666,68	0,00	55.041,56
José Ramón Calderón Ramos	37.024,64	0,00	0,00	0,00	0,00	37.024,64
Matías Cortés Domínguez	37.024,64	0,00	0,00	10.759,00	25.869,00	73.652,64
Pedro Gamero del Castillo y Bayo	37.024,64	5.115,40	0,00	0,00	46.939,00	89.079,04
Francisco Javier Gayo Pozo	26.503,08	0,00	0,00	0,00	0,00	26.503,08
Juan Miguel Sanjuán Jover	26.503,08	0,00	8.333,35	0,00	0,00	34.836,43
Corporación Caixa Galicia, S.A. (J. L. Méndez)	20.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	20.000,00
Cymofag, S.L. (M. Manrique)	15.000,00	9.999,99	0,00	0,00	0,00	24.999,99
Nueva Compañía de Inversiones, S.A. (J. Abelló)	5.000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5.000,00
Participaciones Agrupadas, S.R.L. (I. Ezquiogo)	26.503,08	14.356,40	8.333,35	0,00	0,00	49.192,83
Torreál, S.A. (P. del Corro)	5.000,00	0,00	0,00	0,00	27.381,00	32.381,00
Francisco Javier Pérez Gracia (Baja 29.1.03)	3.006,16	1.023,08	1.023,08	0,00	27.381,00	32.433,32
Rafael del Pozo García (Baja 30.4.03)	9.018,48	0,00	0,00	0,00	0,00	9.018,48
José M ^o . Cuevas Salvador (Baja 5.6.03)	24.049,28	5.115,40	0,00	0,00	69.938,00	99.102,68
Emilio Novela Berlín (Baja 5.6.03)	18.030,80	5.115,40	0,00	0,00	70.409,00	93.555,20
Juan Fernando Gómez Hall (Baja 5.6.03)	10.521,56	0,00	0,00	0,00	44.347,00	54.868,56
Antonio Hoyos González (Baja 5.6.03)	10.521,56	0,00	4.092,32	0,00	45.643,00	60.256,88
Manuel Manrique Cecilia (Baja 30.07.03)	11.503,08	4.356,41	0,00	0,00	0,00	15.859,49
Juan Abelló Gallo (Baja 9.12.03)	21.503,08	14.356,40	0,00	0,00	0,00	35.859,48
Pedro del Corro García-Lomas (Baja 9.12.03)	32.024,64	5.115,40	12.425,67	0,00	0,00	49.565,71
TOTAL	539.089,57	112.738,48	34.207,77	33.943,67	456.800,00	1.176.779,49



A continuación se hace constar el desglose individualizado de las Retribuciones Salariales percibidas durante 2003:

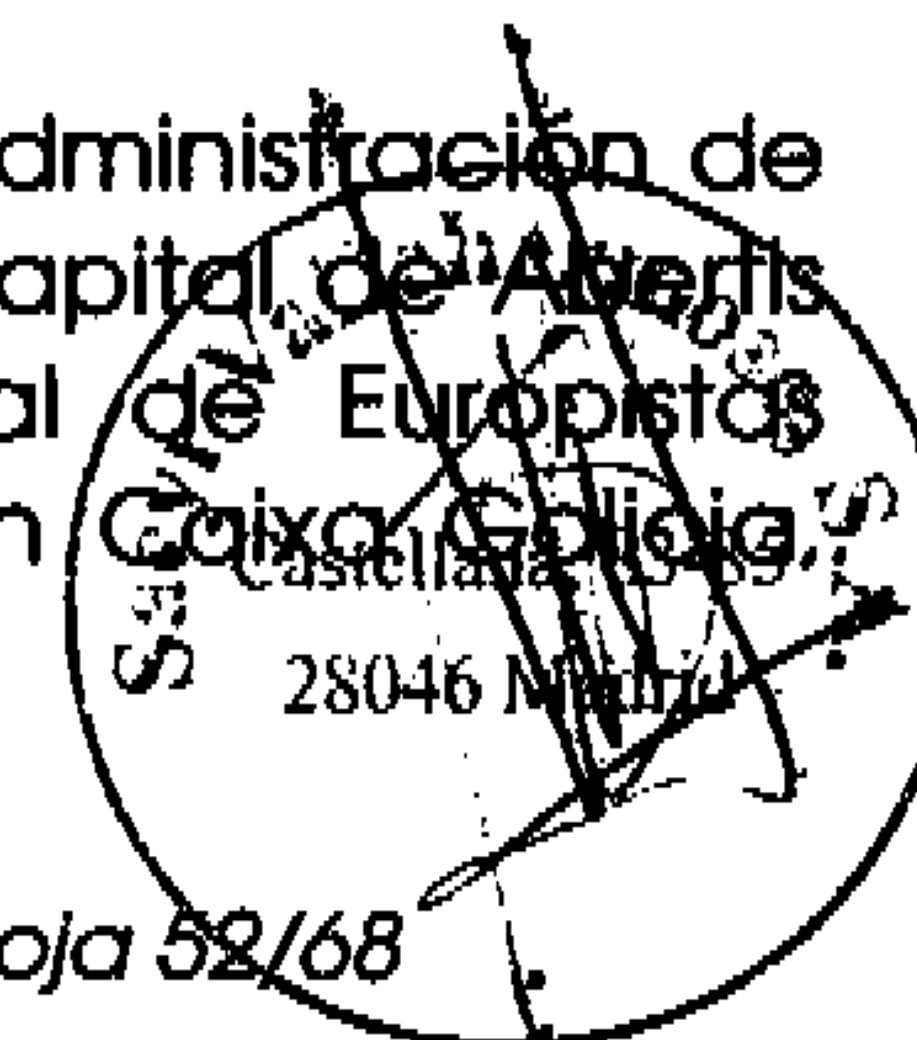
Euros	FIJO	VARIABLE	TOTAL
Retribuciones salariales a Consejeros			
José Manuel Loureda	553.224,00	387.257,00	940.481,00
Luis Fernando del Rivero Asensio	495.166,00	346.616,00	841.782,00
Manuel Manrique Cecilia	412.482,20	289.217,00	701.699,20
Francisco Javier Gayo Pozo	306.866,00	214.806,00	521.672,00
Vicente Benedito Francés	240.470,68	189.530,00	430.000,68
Pedro Gamero del Castillo y Bayo	160.544,00	92.903,00	253.447,00
Consejeros que han causado baja en 2003	634.574,57	894.936,00	1.529.510,57
TOTAL	2.803.327,45	2.415.265,00	5.218.592,45

No existen obligaciones contraídas en materia de pensiones ni de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros del Consejo de Administración. No existen tampoco acuerdos en virtud de los cuales los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad tengan derecho a percibir de la Sociedad una indemnización con motivo de su cese como consejeros.

La sociedad mantiene un saldo por préstamos a determinados miembros del Consejo de Administración, de 54 mil euros que devengan un interés del 3% anual.

A efectos de lo previsto en el artículo 127.ter de la Ley de Sociedades Anónimas, se comunica que los consejeros de Sacyr Vallehermoso que ostentan algún cargo o tienen participación significativa en alguna sociedad que ocasionalmente y en ámbitos geográficos concretos y delimitados, desarrollan actividades parcialmente análogas a las que constituyen el objeto social de Sacyr Vallehermoso son:

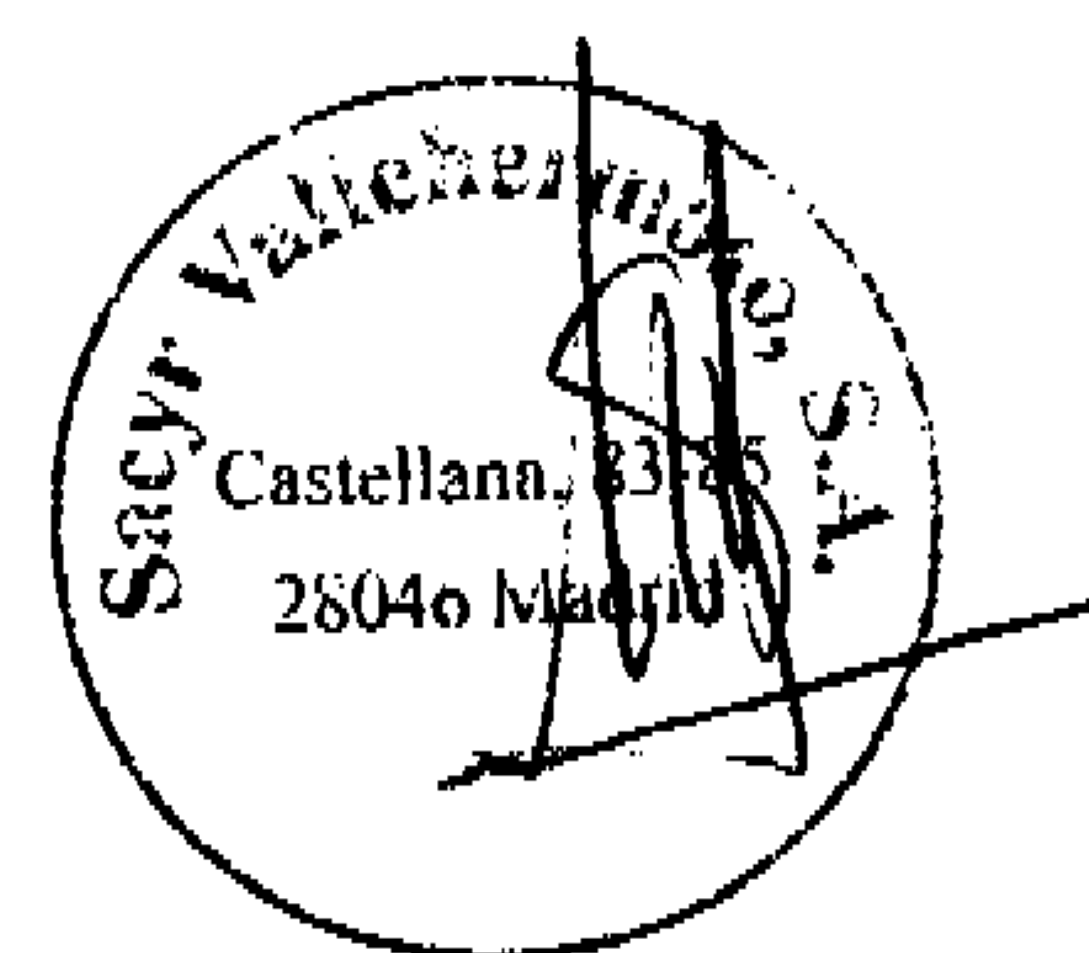
- D. Juan Miguel Sanjuán Jover y su familia son propietarios del 100% del capital del Grupo constructor Canario Satocan. Dicho Consejero ostenta la Presidencia de dicho grupo.
 - Torreal, S.A. es propietaria de las siguientes participaciones en sociedades con actividad inmobiliaria: indirectamente del 50% del capital social de la entidad Promociones Inmobiliarias el Molinar, S.A., directa o indirectamente del 100% del capital social de Miralver spi, S.L. y del 50% de capital social de Umova.
 - Corporación Caixa Galicia S.A. es titular de las siguientes participaciones en sociedades que desarrollan una actividad inmobiliaria: 100% del capital de Home Galicia, S.L. 100% del capital de Torre de Hercules S.L., 25% del capital de Deteinsa, S.A., 50% de Galeras Entrerios, S.L. 15% de Geinsa, S.A., y 50% de Sociedad Gestora de promociones inmobiliarias y desarrollo empresarial, S.L.. Por otra parte participa en un 25% en la sociedad de fomento y desarrollo turístico, S.A., sociedad dedicada a la construcción y explotación de edificios relacionados con congresos, ocio, arte y cultura, y en un 100% en el capital de Tasa Galicia Consult, S.A. dedicada a la consultoría y gestión de arquitectura e ingeniería. Por otra parte Corporación Caixa Galicia, S.A. es miembro del Consejo de Administración de Transportes Azkar, S.A., Gestión e investigación de activos, S.A. y Desarrollos Territoriales Inmobiliarios, S.A., Gas Galicia SDG, S.A. Intesis Sistemas Inteligentes, S.A., y Abengoa, S.A.
- D. José Luis Mendez López representante de Caixa Galicia en el Consejo de Administración de Sacyr Vallehermoso, es titular de acciones representativas del 0,000241% del capital de Abertis Infraestructuras, S.A. y de acciones representativas del 0,000489 del capital de Europistas concesionaria Española, S.A.. Por otra parte es representante de Corporación Caixa Galicia vocal del Consejo de Administración de Abengoa, S.A.



El art. 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas, se ha interpretado en relación con el art. 132 del mismo texto legal, entendiéndose que existe deber de comunicar participaciones o cargos en sociedades cuya actividad real coincida con la propia de Sacyr Vallehermoso y por tanto pueda producirse conflicto de intereses entre ambas.

Por ello no se hacen constar sociedades cuyo objeto social fijado en los Estatutos puede coincidir parcialmente con el de Sacyr Vallehermoso pero que en la práctica no se dedican al mismo o análogo género de actividad, por lo que no puede existir conflicto de intereses con SyV.

Por este motivo no se mencionan los cargos que ostenta alguno de los consejeros de Sacyr Vallehermoso en otros Consejos de Administración del Grupo.

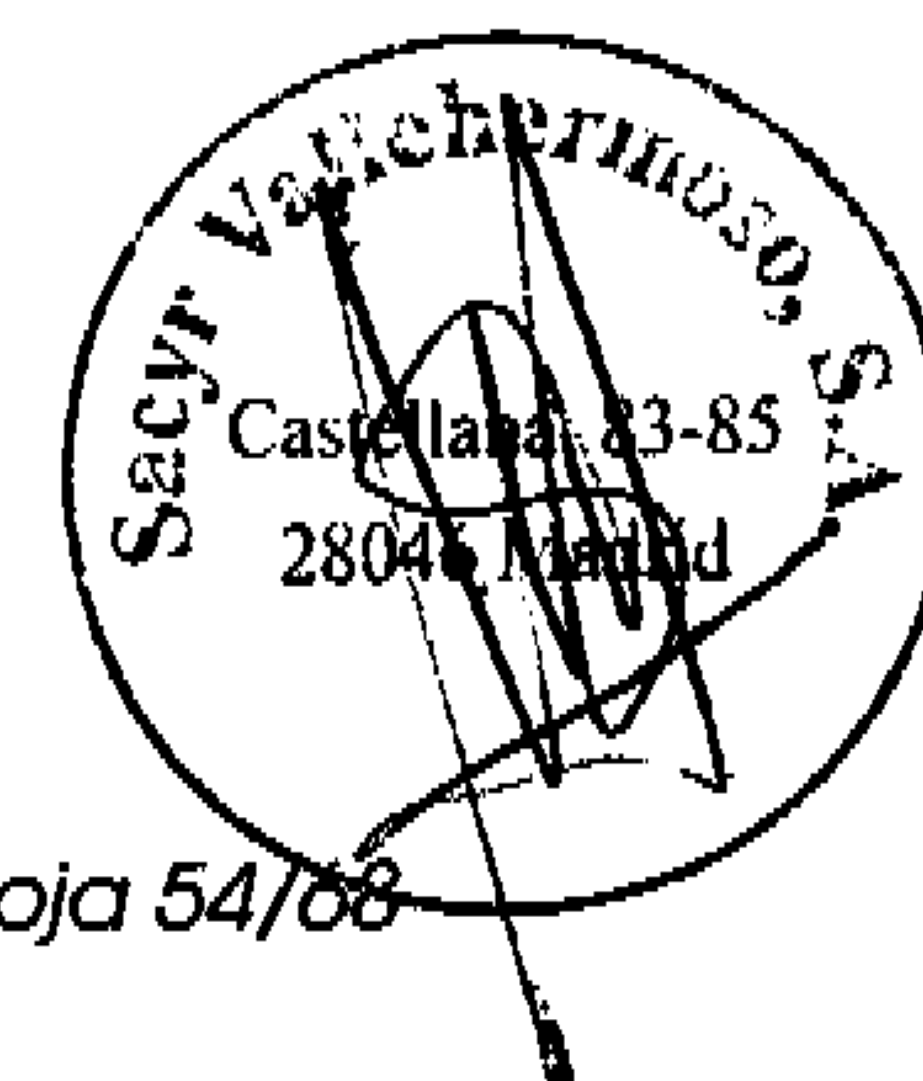


22. Deudas no comerciales.

El detalle del saldo, al 31 de diciembre de 2003, de las deudas no comerciales a largo y corto plazo es el siguiente:

Miles de euros	Obligacs. y otros valores negoc. l/p	Deuda bancaria l/p	Obligacs. y otros valores negoc. c/p	Deuda bancaria c/p	DEUDA TOTAL
HOLDING	103.414	148.559	251.586	48.794	552.353
SACYR	0	69.413	0	4.122	73.535
CAVOSA OBRAS Y PROYECTOS	0	14.138	0	6.760	20.898
IDEYCO	0	0	0	148	148
MICROTEC AMBIENTE	0	0	0	52	52
PRINUR	0	0	0	3	3
SACYR CHILE	0	43.014	0	0	43.014
SCRINSER	0	688	0	56	744
Grupo SACYR	0	127.253	0	11.141	138.394
ITINERE INFRAESTRUCTURAS	0	26.343	0	0	26.343
E.N.A.	784.069	159.739	188.899	67.211	1.199.918
S.C. LAGOS	0	126.880	0	7.111	133.991
S.C. LITORAL CENTRAL	0	17.321	0	1.143	18.464
S.C. AUTOPISTAS METROPOLITANAS	0	8	0	7.042	7.050
S.C. RUTAS DEL PACIFICO	131.869	0	0	0	131.869
AUTOPISTAS VASCO ARAGONESA (AVASA)	0	283.033	0	22.709	305.742
S.C. DEL ELQUI	0	101.255	0	10.587	111.842
AUTOVIA NOROESTE	0	27.704	0	1.201	28.905
AVASACYR	0	167.029	0	247	167.276
ENAITINERE	0	600.000	0	7.604	607.604
Grupo ITINERE	915.938	1.509.312	188.899	124.855	2.739.004
SACYR GESTIÓN	0	15.635	0	63	15.698
IBERESE	0	681	0	898	1.579
S.A. DEPURACION Y TRATAMIENTOS (SADY)	0	35	0	0	35
CAFESTORE	0	0	0	1.462	1.462
OLEXTRA	0	6.044	0	2.268	8.312
EXTRAGOL	0	7.543	0	2.512	10.055
COMPANIA ENERGETICA DE RODA	0	4.159	0	433	4.592
VALORIZA	0	0	0	4	4
VALLEHERMOSO TELECOM	0	0	0	1	1
Grupo VALORIZA	0	34.097	0	7.641	41.738
VALLEHERMOSO DIVISION DE PROMOCION	0	464.983	0	908.824	1.373.807
PROSACYR OCIO	0	11.359	0	4.829	16.188
ERANTOS	0	1.528	0	4	1.532
CAPACE	0	3	0	0	3
IPARAN	0	4.419	0	0	4.419
Grupo VALLEHERMOSO PROMOCIÓN	0	482.292	0	913.657	1.395.949
TESTA	0	1.217.312	0	58.861	1.276.173
TRADE CENTER	0	910	0	3	913
BARDIOMAR	0	0	0	5	5
Grupo TESTA	0	1.218.222	0	58.869	1.277.091
Grupo SOMAGUE	5.191	134.526	8.109	75.510	223.336
GRUPO SACYR VALLEHERMOSO CONSOLIDADO	1.024.543	3.654.261	448.594	1.240.467	6.367.865

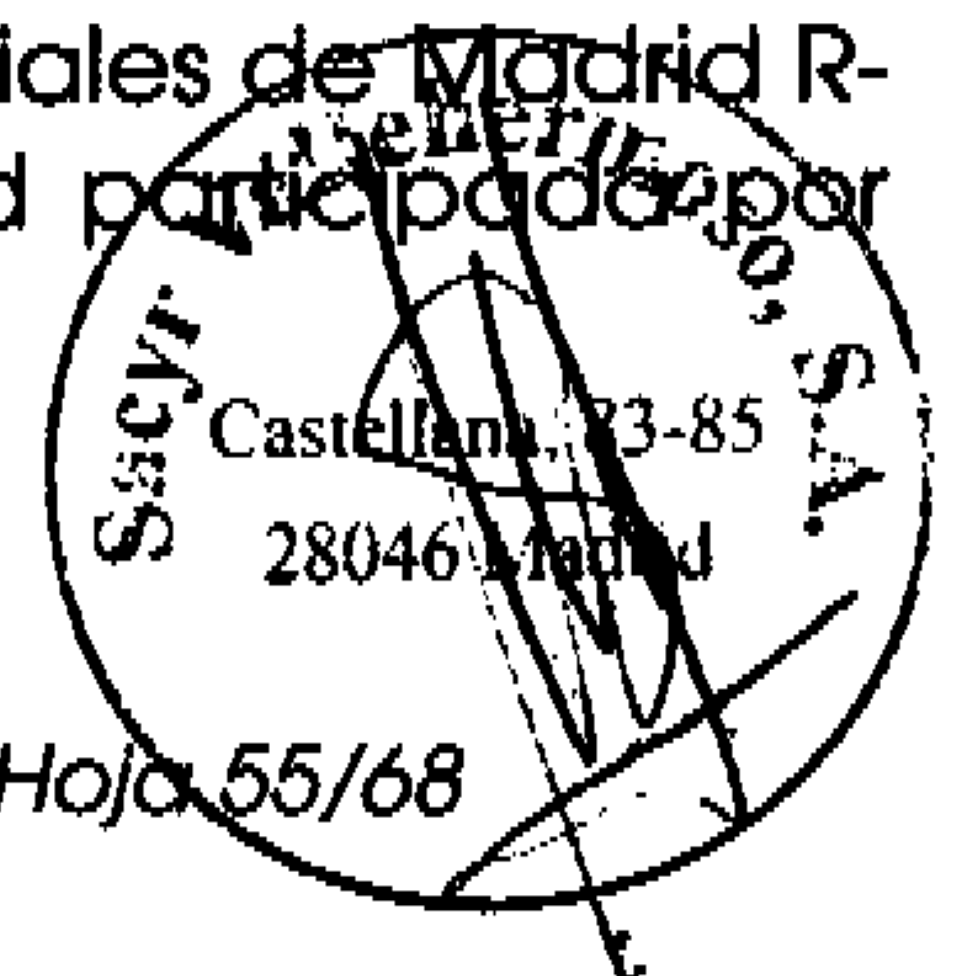
Del total de deuda financiera, el 54% tiene asegurada la invariabilidad del tipo de interés aplicable, y el 73% es deuda a largo plazo.



23. Acontecimientos posteriores al cierre.

Los hechos más importantes acontecidos con posterioridad al cierre del ejercicio de 2003 han sido:

- El 7 de enero de 2004, Itínere Chile, sociedad perteneciente a Itínere Infraestructuras, resultó adjudicataria del "Acceso Nor-Oriente a Santiago de Chile". Con 21,5 kilómetros de longitud, este nuevo anillo de circunvalación se inicia en el Enlace Centenario (Puente Centenario), en el límite de las Comunas de Vitacura y Huechuraba, conectando con las vías Costanera Norte y Avenida Américo Vespucio que confluyen en el sector. Este continúa hacia el Norte a través de un sistema de viaductos y túneles para cruzar la cadena montañosa de los cerros La Pirámide, Manquehue y Montegordo hasta llegar a conectar con la Ruta 5 Norte. La inversión total será de 7.110.600 Unidades de Fomento (aproximadamente 163 millones de euros) y el plazo de la concesión es de 40 años.
- El 9 de enero de 2004, Sacyr Vallehermoso reparte entre sus accionistas un dividendo bruto de 0,075 euros por título con cargo a los resultados de 2003.
- El 28 de enero, el Consejo de Administración de ENA ha nombrado nuevo presidente de la sociedad a Luis del Rivero Asensio, actual consejero delegado de Sacyr Vallehermoso. Del Rivero ha sustituido a José Miguel Ortí Bordás, quien continuará ligado a ENA en calidad de consejero del grupo de autopistas y como presidente de Autopistas del Atlántico (Audasa), cargo en el que ha sido confirmado por el consejo de administración. El nuevo máximo órgano de gestión del grupo de autopistas cuenta también con un representante de cada uno de los grupos que, junto a Sacyr Vallehermoso, conforman el consorcio que se adjudicó ENA, esto es, SCH, Caixa Galicia, Caixanova, Torreal y El Monte.
El consejo ha quedado de la siguiente forma:
Presidente: Luis del Rivero Asensio.
Consejero Delegado: José Ángel Presmanes.
Consejeros: José Manuel Loureda, Javier Pérez Gracia, José Miguel Ortí Bordás, José Díaz-Rato, Andrés Campos, Mariano Olmeda, Ángel López Corona, Javier Mateu, Fernando Faces, Rafael Arias Salgado, Francisco Moura, Alberto Recarte y Jordi Dagá.
- El 30 de enero de 2004, Testa, filial de patrimonio de Grupo Sacyr Vallehermoso vende a un grupo de inversores locales un solar en Madrid por un importe de 36,1 millones de euros, con unas plusvalías de 29,1 millones. Se trata de un solar de unas 300 hectáreas ubicado en el término municipal de Meco (Madrid) sobre el que el comprador mantenía desde 2000 una opción de compra que finalmente ha decidido ejecutar.
- El 8 de febrero Cafestore, compañía perteneciente a la división de servicios del Grupo Sacyr Vallehermoso, inauguró el área de servicio de Guitiriz (Lugo), que se encuentra en el punto kilométrico 538 de la autovía A-6. Cafestore gestionará todos los servicios incluida la gasolinera.
- El 16 de febrero Cafestore abrió también dos áreas de servicio en las nuevas autopistas radiales de Madrid R-3 y R-5. La primera de ellas está en Arganda del Rey (punto kilométrico 19,5 de la R-3) y la segunda en Navalcarnero (punto kilométrico 24,5 de la R-5). Ambas están formadas por dos semiáreas a cada lado de la autopista.
- Está previsto que Cafestore inaugure próximamente otras dos áreas en Madrid. La primera en Leganés, punto kilométrico 6,5 de la R-5, y la segunda en la autopista de circunvalación libre de peaje M-50, a su paso por Villaviciosa de Odón (punto kilométrico 11,8).
- El 16 de febrero, D. José María Aznar, presidente del Gobierno, Dña. Esperanza Aguirre, presidenta de la Comunidad de Madrid, el Alcalde de Madrid D. Alberto Ruiz Gallardón y el Ministro de Fomento, D. Francisco Álvarez-Cascos y, inauguraron las nuevas radiales de Madrid R-3 y R-5, autopistas de peaje pertenecientes a Accesos de Madrid, sociedad participada por Grupo Sacyr Vallehermoso a través de Itínere infraestructuras.

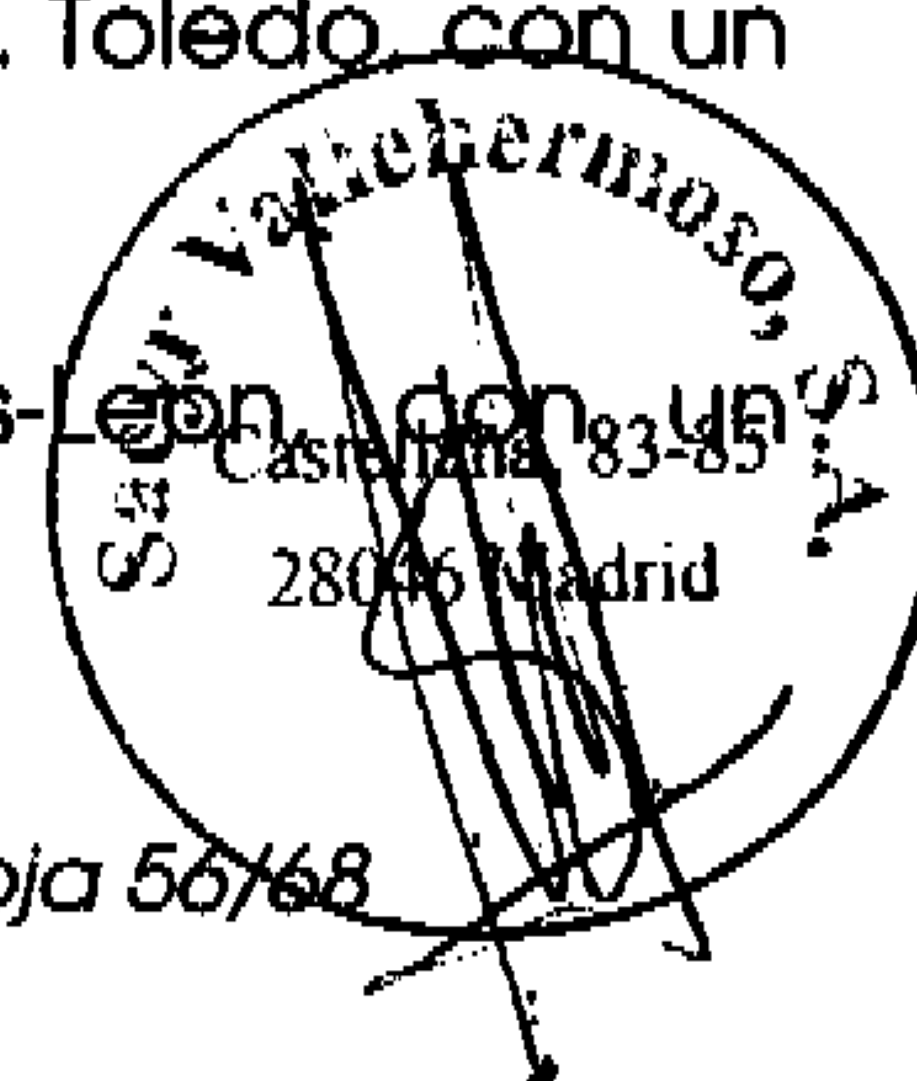


La R-3, con un presupuesto de 295 millones de euros, tiene una longitud de 33,1 kilómetros. Su trazado comienza en el eje O'Donnell y atraviesa los términos municipales de Rivas, Mejorada, Vicálvaro, Cañada Real, Velilla de San Antonio, Loeches y Arganda del Rey.

La R-5, con un presupuesto de 241,1 millones de euros y 31,3 kilómetros, parte de la M-40 y finaliza en el kilómetro 35 de la carretera de Extremadura, tras pasar por Móstoles, Fuenlabrada, Arroyomolinos, Moraleja y Navalcarnero.

Tras el cierre de 2003, Sacyr, S.A.U., sociedad cabecera de la división de Construcción del Grupo, ha resultado adjudicataria de las siguientes obras:

- Proyecto de urbanización del centro logístico de vehículos La Calderona, con un presupuesto de 11,35 millones de euros.
- Proyecto de ejecución de 161 viviendas y aparcamientos en la parcela 3.1 y 3.2. de la manzana 3 del sector NPR-2 en Benicalap Sur. Valencia, con un presupuesto de 10,98 millones de euros.
- Autovía A-42 de Levante a Extremadura. Tramo: Ciudad Real (N-430)- Atalaya del Cañabate (A-31) Subtramo: Manzanares Este (N-310)-Herrera de la Mancha (N-310). Provincia de Ciudad Real, con un presupuesto de 21,99 millones de euros.
- Rehabilitación del edificio para oficinas de la c/ Capital Haya-41, en Madrid, con un presupuesto de 12,43 millones de euros.
- Verazul. Fase I. Parcela RC-2, 2.3, del sector RC-13. Vera (Almería). 86 viviendas con plazas de aparcamiento en superficie y urbanización interior, con un presupuesto de 5,80 millones de euros.
- Proyecto de construcción de la plataforma de la línea de alta velocidad Madrid-Zaragoza-Barcelona-Frontera Francesa. Tramo: Sils-Riudellots. Provincia de Gerona, con un presupuesto de 24,06 millones de euros.
- Construcción de las obras de la EDAR en Villatobas, Noblejas, Villarubia de Santiago y Santa Cruz de la Zarza (Toledo), con un presupuesto de 6,69 millones de euros.
- Proyecto de ejecución de 84 viviendas, trasteros, garaje-aparcamiento y piscina, en la parcela 11-5.B de Valderribas. Madrid, con un presupuesto de 6,43 millones de euros.
- Ejecución de la obra de Estaciones de bombeo y filtrado para la modernización de la instalación de riego de la zona regable del canal de la margen derecha del Bembezar, de los términos municipales de Hornachuelos (Córdoba), con un presupuesto de 15,73 millones de euros.
- Ejecución de la obra del Canal de Navarra. Tramos 4-5-18, en U.T.E. con Construcciones Pirenaica, S.A. y Arian Construcciones y Gestión de Infraestructuras, S.A., con un presupuesto de 72,60 millones de euros.
- En U.T.E. con la empresa del grupo Prinur, S.A.U., la Autoría de Acceso Norte a Sevilla-Intersección con la SE-118, con un presupuesto de 20,35 millones de euros.
- Ejecución de la obra Autovía de Palencia-Aguilar de Campoo. N-611. Tramo: Amusco-Fromista (sur). Palencia, con un presupuesto de 24,11 millones de euros.
- Construcción de 86 viviendas en P.8 de las Mercedes. Madrid, con un presupuesto de 8.15 millones de euros.
- Ejecución de la carretera CM-4163. Tramo: Intersección CM-401-Espinoso del Rey. Toledo, con un presupuesto de 4,25 millones de euros.
- Servicios de conservación y mantenimiento en la Autopista Campomanes-León, con un presupuesto de 4,67 millones de euros.



- Ejecución de las obras de construcción del centro hospitalario de alta resolución en Utrera. Sevilla, con un presupuesto de 8,95 millones de euros.
- Ampliación de la Escuela Técnica Superior de Ingeniería. Ingeniería Química. Universidad Autónoma de Barcelona, con un presupuesto de 8,10 millones de euros.
- Urbanización de los terrenos comprendidos en el sector de actuación Sup-T.3/4. Cañada de los Cardos. Málaga, con un presupuesto de 11,70 millones de euros.
- En U.T.E. con las empresas del grupo Cavosa Obras y Proyectos, S.A. y Obras y Servicios de Galicia y Asturias, S.A.U., proyecto y obra de la plataforma del corredor norte-noroeste de alta velocidad. Eje: Orense-Santiago. Tramo: Orense-Lain. Subtramos: Carballino- O Irixo y O Irixo-Lain. Provincias de Orense y Pontevedra, con un presupuesto de 134,27 millones de euros.
- En U.T.E con la empresa del Grupo Scrinser, S.A., de la ejecución de las obras de construcción del tramo I del proyecto de bombeo y conducciones para la reutilización del afluente de la Edar del Baix Llobregat, con un presupuesto de 12,21 millones de euros.

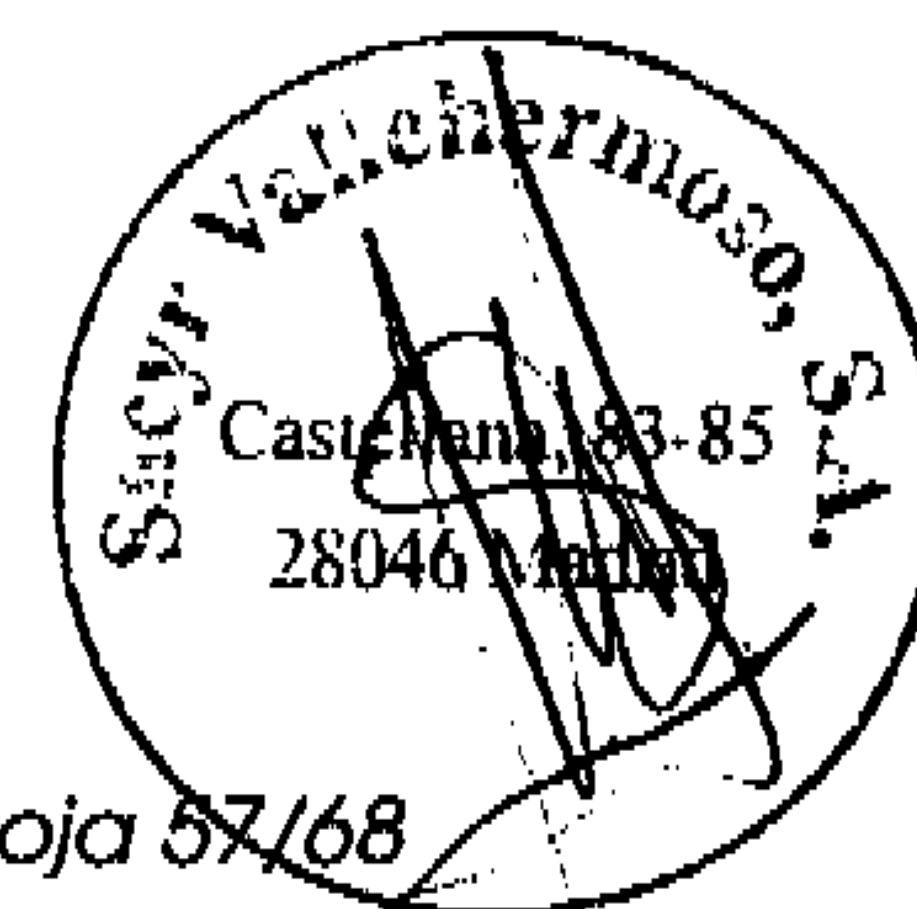
24. Medio Ambiente.

La sociedad en línea con su política medioambiental viene acometiendo distintas actividades y proyectos relacionados con el cumplimiento de la legislación vigente en este ámbito. Por lo que respecta a las posibles contingencias que en materia medioambiental pudieran producirse, la sociedad considera que estas se encuentran suficientemente cubiertas con las pólizas de seguro de responsabilidad suscritas, no teniendo por tanto constituida provisión alguna por este concepto en el balance de situación al 31 de diciembre de 2003.

25. Honorarios de auditoría.

Los honorarios de todas las empresas de auditoría de la Sociedad Dominante y Dependientes, según el Perímetro de Consolidación durante el ejercicio 2003, han ascendido a 971.731 euros.

Los auditores del Grupo han realizado trabajos distintos de los propios de auditoría por importe de 30.980 euros que corresponden principalmente a la emisión de los estados financieros pro forma incluidos en el folleto de fusión depositado en la CNMV.



26.- Cuadro de financiación consolidado

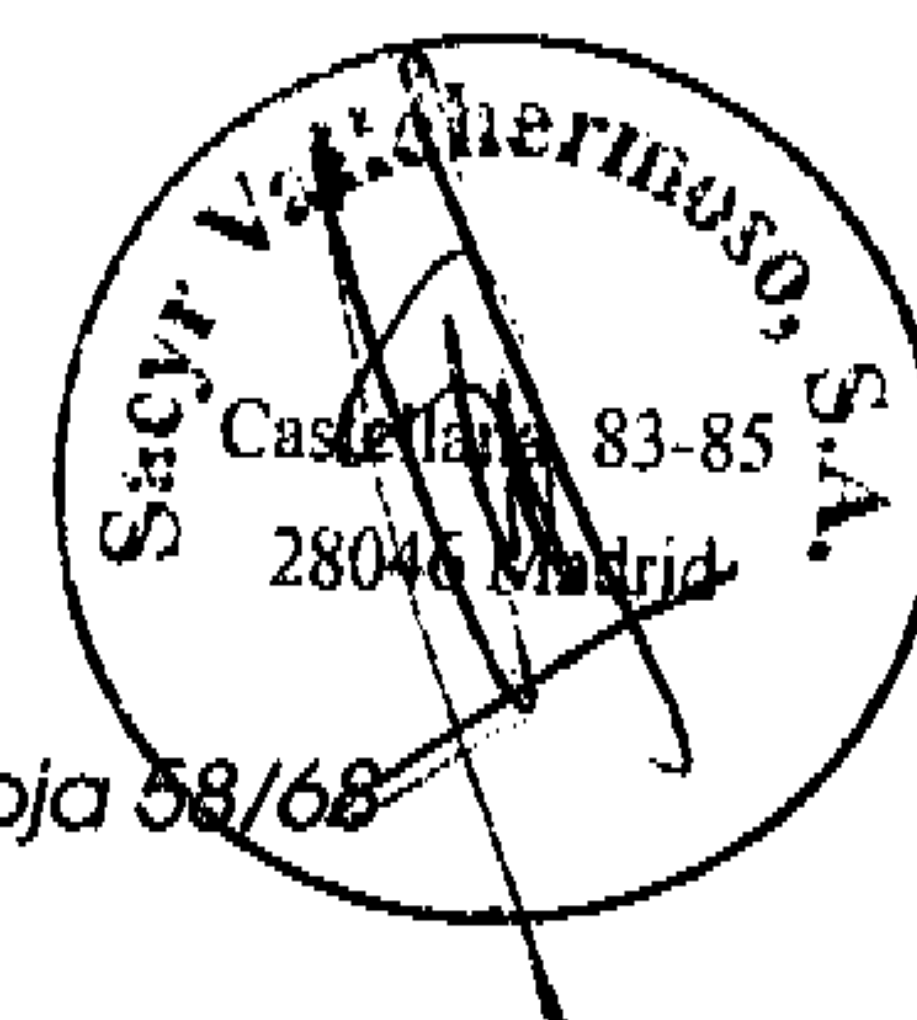
Miles de euros	2003		2002	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
Existencias	511.116	0	280.058	0
Deudores	1.519.139	0	0	71.328
Inversiones financieras temporales	99.827	0	0	7.348
Tesorería	127.423	0	8.865	0
Ajustes por periodificación	6.184	0	534	0
Acreedores	0	2.554.256	0	91.143
VARIACIONES DE CAPITAL CIRCULANTE	290.567	0	0	119.638

APLICACIONES	2003	2002
Incremento de gastos de establecimiento	9.834	244
Incremento de inmovilizado Inmaterial	359.800	12.595
Incremento de inmovilizado material	841.627	322.269
Incremento de inmovilizado financiero	97.404	48.863
Incremento de fondo de comercio	52.962	0
Gastos a distribuir en varios ejercicios	181.328	0
Dividendos a cuenta	66.439	23.004
Dividendos	23.031	19.184
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	0	226
Provisión para riesgos y gastos	0	1.895
Otros acreedores	0	18.615
Deudores a largo plazo (cancelaciones y traspasos a c/p)	1.255.835	2.368
Aumento de acciones propias	904	1.648
Disminución del capital circulante por integración en el perímetro de consolidación y fusiones	837.843	41.411
Otros movimientos en Fondos Propios	6.542	7.272
Total aplicaciones	3.733.549	499.594

Exceso de orígenes sobre aplicaciones (Aumento del capital circulante)	119.638
---	----------------

ORIGENES	2003	2002
Recursos procedentes de las Operaciones	392.238	95.466
Variación de Fondos Propios por fusión	368.014	0
- Ampliación de capital y prima de emisión	368.014	0
Enajenación de inmovilizado	510.008	240.945
- Inmaterial	0	0
- Material	441.615	218.262
- Financiero	68.393	22.683
Socios externos	0	16
- Aumento	0	16
Enajenación acciones sociedad dominante	10.071	0
Incremento de diferencias negativas	12	0
- Aumento	12	0
Disminución del fondo de comercio	0	189
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	2.746	2.187
- Aumento	2.746	2.187
Acreedores a largo plazo	2.159.893	280.429
- Aumento	2.159.893	280.429
Total orígenes	3.442.982	619.232

Exceso de aplicaciones sobre orígenes (Disminución del capital circulante)	290.567
---	----------------

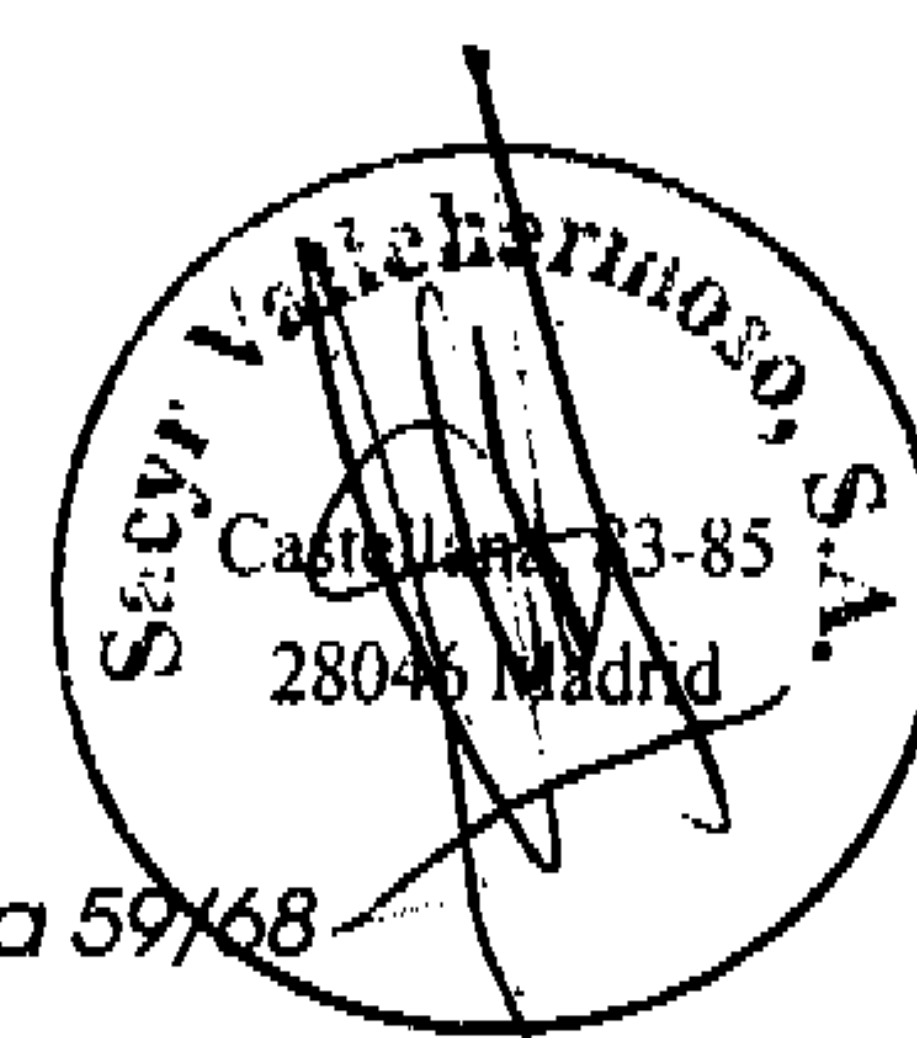


Las conciliaciones entre el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada y los recursos procedentes de las operaciones son los siguientes:

<i>Miles de Euros</i>	2003	2002
Resultado del ejercicio	334.349	207.704
Correcciones al resultado	57.889	-112.238
Amortización del fondo de comercio	5.526	54
Reversión de diferencias negativas	-13.278	0
Dotación amortización inmovilizado	92.446	25.055
Participación en pérdidas de sociedades ptas. equivalencia	4.469	0
Participación en beneficios de sociedades ptas. equivalencia	-1.804	0
Variación provisiones del inmovilizado material	-38	106
Variación provisiones del inmovilizado financiero	8.045	5.439
Pérdidas procedentes del inmovilizado	4.780	835
Beneficios por enajenación de inmovilizado	-124.307	-80.558
Beneficios por enajenación de participaciones	-3.241	-13.234
Resultado atribuido a socios externos	23.108	0
Beneficio por operaciones con acciones de la sociedad dominante	-3.733	0
Dotación provisión para riesgos y gastos	16.961	5.987
Impuestos anticipados y diferidos	1.547	-55.922
Subvenciones	-281	0
Traspaso de gastos a distribuir en varios ejercicios	47.689	0
Recursos procedentes de las Operaciones	392.238	95.466

**Disminución del capital circulante por integración en el
perímetro de consolidación y fusiones**

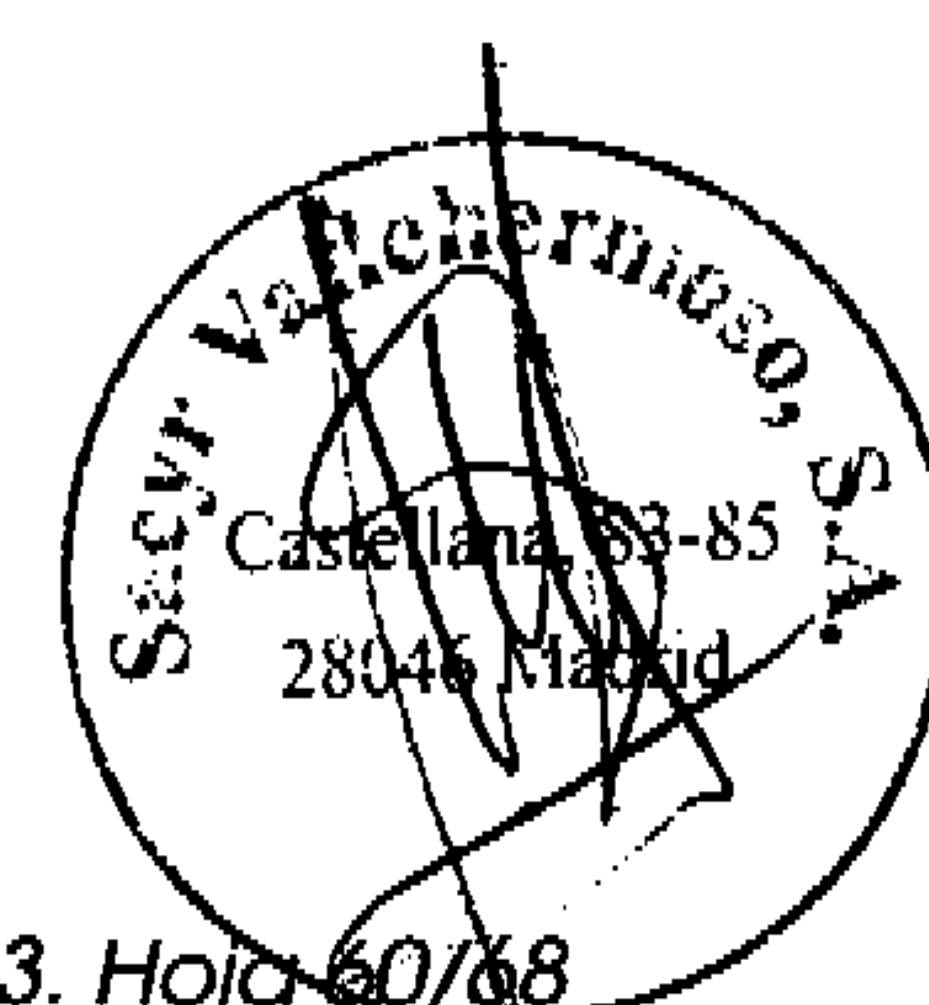
<i>Miles de Euros</i>	2003	2002
Disminución		
Gastos de establecimiento	4.375	42
Inmovilizado Inmaterial	29.344	325
Inmovilizado material	3.772.883	44.373
Inmovilizado financiero	162.606	53
Fondo de comercio de consolidación	102.325	0
Gastos a distribuir en varios ejercicios	445.842	47
	4.517.375	44.840
Aumento		
Diferencia de consolidación	-13.278	0
Fondos propios	347.442	0
Socios externos	-707.201	0
ingresos a distribuir en varios ejercicios	-127.078	0
Provisiones riesgos y gastos	-519.975	-811
Créditos a largo plazo	-2.659.442	-2.618
	-3.679.532	-3.429
TOTAL (Disminución)	837.843	41.411



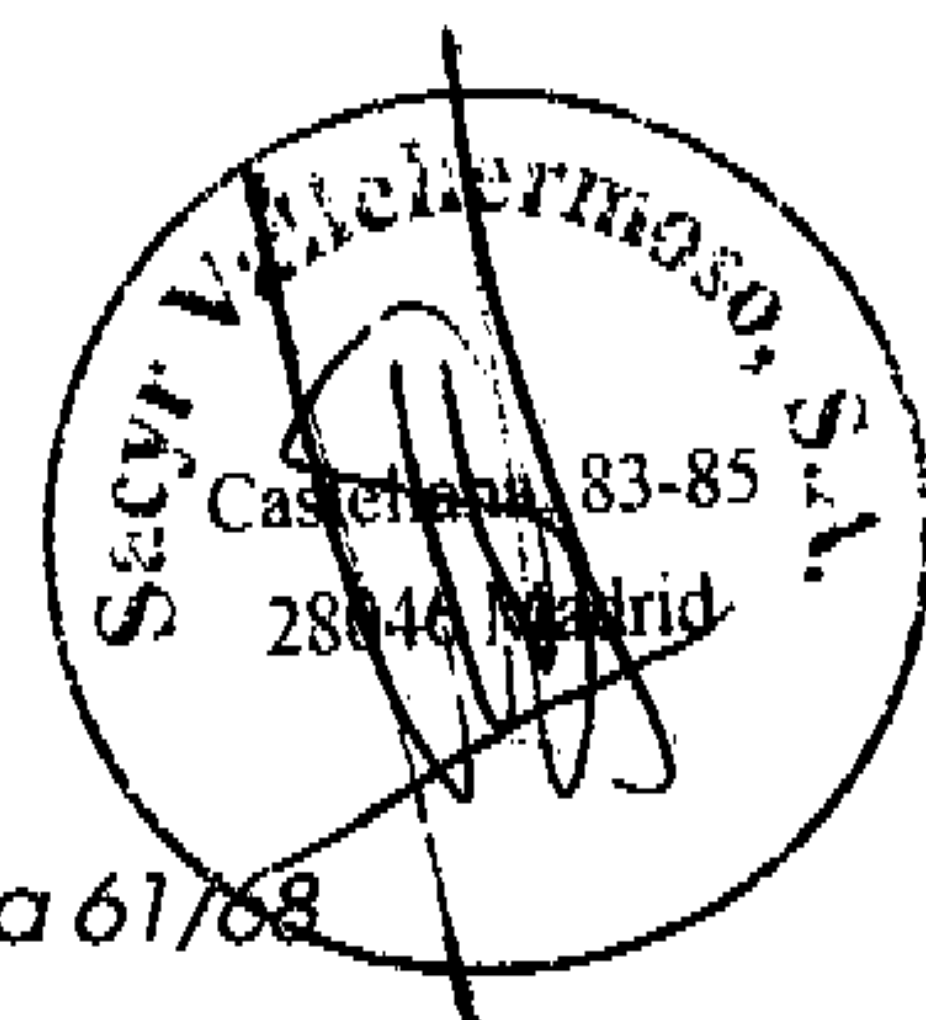
ANEXO I.: PERÍMETRO DE CONSOLIDACIÓN.

NOTA: Los porcentajes indirectos se calculan en función del titular de la participación.

Sociedad Participada	Porcentaje de posesión	Titular de la participación	Inversión Millones	Método de consolidación	Actividad principal
Corporativas y Holdings					
Grupo Sacyr Vallehermoso, S.A. Pº Castellana, 83. Madrid. España					Holding del Grupo Sacyr Vallehermoso
Sacyr, S.A.U. Pº Castellana, 83. Madrid. España	100,00%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	167,56	Integración global	Holding de Construcción
Itinere Infraestructuras, S.A.U. C/ Padilla 17. Madrid. España	100,00%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	116,15	Integración global	Holding de concesiones
Sacyr Gestión, S.A.U. C/ Padilla 17. Madrid. España	100,00%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	23,76	Integración global	Holding de servicios
Vallehermoso División de Promoción, S.A. Pº Castellana, 83. Madrid. España	100,00%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	271,89	Integración global	Holding de promoción
Testa, S.A. Pº Castellana, 83. Madrid. España	99,33%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	791,59	Integración global	Holding de patrimonio
Somague, S.G.P.S. Rua Dr. Antonio Loureiro Borges. Lisboa. Portugal	28,69%	Sacyr Vallehermoso, S.A.	51,76	Integración global	Holding del Grupo Somague
Inchisacyr Pº Castellana, 83. Madrid. España	90,25% 9,75%	Sacyr Vallehermoso, S.A. Sacyr, S.A.U.	4,54 0,27	Integración global	Tenencia de participaciones en Sacyr Chile
Sacyr Chile, S.A. San Sebastián 2750. Las Condes-Santiago. Chile	91,75% 8,25%	Sacyr, S.A.U. Inchisacyr	13,13 1,24	Integración global	Tenencia de participaciones en constructoras chilenas
Itinere Chile, S.A. Av. Andrés Bello, 2777. Las Condes-Santiago. Chile	91,75% 8,25%	Itinere Infraestructuras, S.A.U. Inchisacyr	37,06 3,51	Integración global	Tenencia de participaciones en concesionarias chilenas
Enaitinere, S.A. C/ Padilla 17. Madrid. España	100,00%	Itinere Infraestructuras, S.A.U.	33,52	Integración global	Tenencia de la participación en ENA, S.A.
Avasacyr, S.A. C/ Padilla 17. Madrid. España	100,00%	Itinere Infraestructuras, S.A.U.	31,72	Integración global	Tenencia de la participación en AVASA
Empresa Nacional de Autopistas, S.A. (ENA) C/ Padilla 17. Madrid. España	50,00%	Enaitinere, S.A.	810,84	Integración global	Holding del Grupo ENA
Valoriza, S.L.U. Pº Castellana, 83. Madrid. España	100,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	15,53	Integración global	Sub-holding de servicios
Construcción					
Cavosa Obras y Proyectos, S.A. C/ Ayala 10. Madrid. España	91,00% 9,00%	Prinur, S.A. Sacyr, S.A.U.	4,12 0,85	Integración global	Voladuras, explosivos y perforaciones
Scripser, S.A. Avda. Cortis Catalanes, 2. Barcelona	85,00%	Sacyr, S.A.U.	0,51	Integración global	Construcción de Obra Civil
Prinur, S.A. C/ Luis Montoto 104-113. Sevilla. España	100,00%	Sacyr, S.A.U.	3,18	Integración global	Construcción de Obra Civil
Ideyco, S.A. C/ Jerónima. Toledo. España	100,00%	Prinur, S.A.	0,30	Integración global	Ensayos técnicos y control de calidad
Sacyr Chile, S.A. C/ San Sebastián. Santiago de Chile. Chile	91,75% 8,25%	Sacyr, S.A.U. Inchisacyr	13,13 1,24	Integración global	Construcción en Chile
Cavosa Chile, S.A. C/ San Sebastián. Santiago de Chile. Chile	100,00%	Cavosa, S.A.	0,98	Integración global	Voladuras, explosivos y perforaciones
Febide, S.A. C/ Navarra 6. Bibeo. España	100,00%	Sacyr, S.A.U.	0,75	Integración global	Construcción de Obra Civil
Somague Engenharia Rua Dr. Antonio Loureiro Borges. Lisboa. Portugal	100,00%	Somague, SGPS	100,30	Integración global	Construcción de Obra Civil y Edificación
Constructora ACS-Sacyr, S.A. C/ Colinas de Oro, 1804. Troncal Sur. Chile	50,00%	Sacyr Chile, S.A.	0,07	Integración proporcional	Construcción en Chile
Constructora Sacyr-Nesco, S.A. Km. 14 Ruta F-90. Casablanca. Chile	50,00%	Sacyr Chile, S.A.	0,01	Integración proporcional	Construcción en Chile
Constructora Nesco-Sacyr, S.A. C/ Manuel Rodríguez 0301. Chile	50,00%	Sacyr Chile, S.A.	0,01	Integración proporcional	Construcción en Chile
Microtec Ambiente, S.A. Pº de las Delicias, 20. Madrid. España	83,96% 16,14%	Prinur, S.A. Sacyr, S.A.U.	0,40 0,34	Integración global	Consultoría y gestión medioambiental
Obras y Servicios de Galicia y Asturias S.A. C/ Alfredo Brañas 15. Santiago de Compostela. España	100,00%	Sacyr, S.A.U.	1,00	Integración global	Construcción de Obra Civil
Guadalquivir S.C. de la Junta de Andalucía -Guadalquivir, S.A. Avenida de Andalucía s/n. Sevilla. España	27,83%	Sacyr, S.A.U.	23,93	Puesta en equivalencia	Construcción Metro de Sevilla



Concesiones						
Autopistas del Atlántico, C.E.S.A. (AUDASA) C/ Padilla 17. Madrid. España	100.00%	Empresa Nacional de Autopistas	114.90	Integración global	Concesión Autopista El Ferrol - Tuy	
Autopista Concesionaria Astur-Leonesa, S.A. (AUCALSA) C/ Padilla 17. Madrid. España	100.00%	Empresa Nacional de Autopistas	214.63	Integración global	Concesión Autopista Campomanes - León	
Autopista de Navarra, S.A. (AUDENASA) C/ Padilla 17. Madrid. España	50.00%	Empresa Nacional de Autopistas	40.31	Integración global	Concesión Autopista Irurzun - Autop. Ebro	
Autopistas de Galicia, S.A. C/ Padilla 17. Madrid. España	100.00%	Empresa Nacional de Autopistas	26.70	Integración global	Concesión Autopista A Coruña - Carballo	
Neopistas, S.A. c/ Padilla, 17 - 2ª planta. 28006 - Madrid	100.00%	Itinere Infraestructuras, S.A.U	6.00	Integración global	Construcción y explotación de áreas de servicio	
Autopista Vasco Aragonesa C.E., S.A. (AVASA) Barrio de Anuntzibal. Vizcaya. España	50.00%	Avasacyr, S.A.U	220.71	Integración proporcional	Concesión Autopista A-68	
Henerisa Madrid	15.00%	Autopista Vasco Aragonesa C.E. S.A. (AVASA)	10.47	Puesta en equivalencia	Concesión Autopistas R-2	
Aeropuertos de la Rg. de Murcia, S.A. Avda. de la Fama. 3. Murcia	12.50%	Itinere Infraestructuras, S.A.U	0.17	Puesta en equivalencia	Construcción y explotación de aeropuertos	
Autovía del Noroeste Concesionaria de la CARM, S.A. C/ Pasteria 6. Murcia. España	43.51% 1.49%	Itinere Infraestructuras, S.A.U Sacyr, S.A.U.	6.29 0.22	Integración proporcional	Concesión Autovía del Noroeste	
Euroglosa 45 Concesionaria de la C. Madrid, S.A. Avda. Juan Carlos I. Leganes. Madrid. España	33.00%	Itinere Infraestructuras, S.A.U	6.33	Puesta en equivalencia	Concesión Autovía M-45	
Accesos de Madrid Concesionaria Española, S.A. Madrid. España	6.75% 11.66%	Itinere Infraestructuras, S.A.U Empresa Nacional de Autopistas	12.86 22.21	Puesta en equivalencia	Concesión Autopistas R-3 y R-5	
Autopista Central Gallega C. Española, S.A. (ACEGA) Madrid. España	3.37% 9.00%	Itinere Infraestructuras, S.A.U Empresa Nacional de Autopistas	0.96 2.72	Puesta en equivalencia	Concesión Autopista Sigo.Compostela-Sto.Dº	
Sociedad Concesionaria del Eiqui, S.A. Ruta 5 Norte. Coquimbo. Chile.	56.33% 16.33%	Itinere Chile, S.A. Itinere Infraestructuras, S.A.U	32.81 14.61	Integración global	Concesión Ruta 5 Chile (Los Vilos-La Serena)	
Sociedad Concesionaria de Los Lagos, S.A. Cruce Totoral Fresio. Puerto Varas. Chile.	76.67% 11.43% 11.90%	Itinere Chile, S.A. Itinere Infraestructuras, S.A.U Empresa Nacional de Autopistas	38.12 8.64 10.96	Integración proporcional	Concesión Ruta 5 Chile (Rio Bueno-Pto.Montt)	
Sociedad Concesionaria Rutas del Pacifico, S.A. Avda. Vitacura. 2771. Las Condes-Santiago. Chile.	50.00%	Itinere Chile, S.A.	33.68	Integración proporcional	Concesión Ruta 68 Chile (Santiago-Valparaiso)	
Sociedad Concesionaria Litoral Central, S.A. Serafin Zamora. 190. La Florida-Santiago. Chile.	50.00%	Itinere Chile, S.A.	9.36	Integración proporcional	Concesión Autop. Chile (Algarrobo - Casablanca)	
Sociedad Concesionaria de Autopistas Metropolitanas, S.A. Serafin Zamora. 190. La Florida-Santiago. Chile.	50.00%	Itinere Chile, S.A.	27.34	Integración proporcional	Concesión Circunvalación (Américo Vespucio - Chile)	
Sociedad Concesionaria de Rutas II, S.A. Av. Andrés Bello. 2777. Las Condes-Santiago. Chile.	50.00%	Itinere Chile, S.A.	0.05	Integración proporcional	Concesión Circunvalación (Américo Vespucio - Chile)	
Gestora de Autopistas, S.A. Av. Andrés Bello 2777. Vitacura-Santiago. Chile.	49.00%	Itinere Chile, S.A.	0.39	Integración proporcional	Explotación de concesiones en Chile	
Operadora de Los Lagos, S.A. Av. Andrés Bello 2777. Vitacura-Santiago. Chile.	49.00% 51.00%	Itinere Chile, S.A. Empresa Nacional de Autopistas	0.19 0.28	Integración global	Explotación de concesiones en Chile	
Operadora del Pacifico, S.A. Av. Andrés Bello 2777. Los Condes-Santiago. Chile.	50.00%	Itinere Chile, S.A.	0.07	Integración proporcional	Explotación de concesiones en Chile	
Somague Concessoes e Servicos, S.A. Rua Dr. Antonio Loureiro Borges. Lisboa. Portugal	100.00%	Somague, SGPS	22.80	Integración global	Explotación de concesiones	

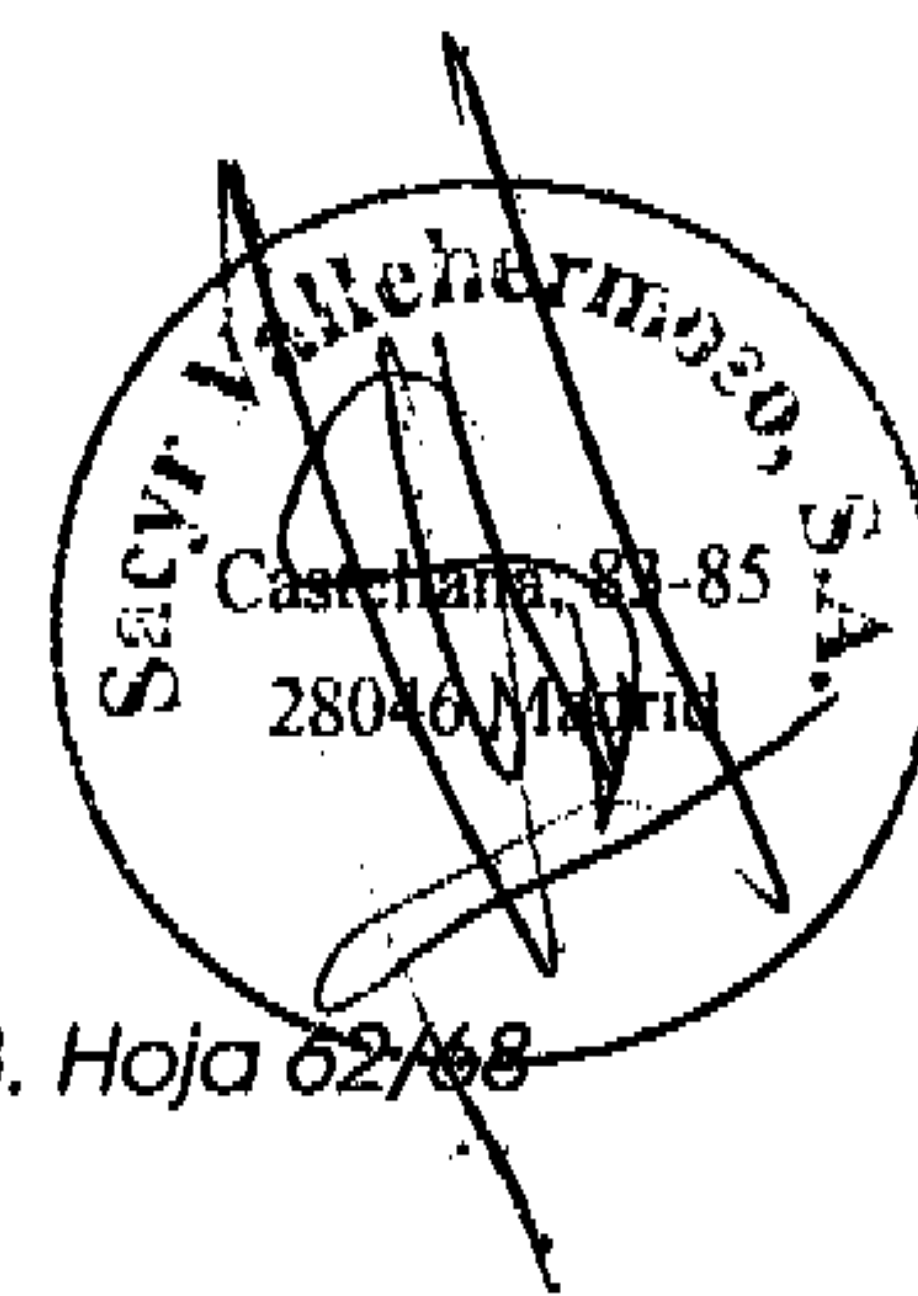


Promoción Inmobiliaria

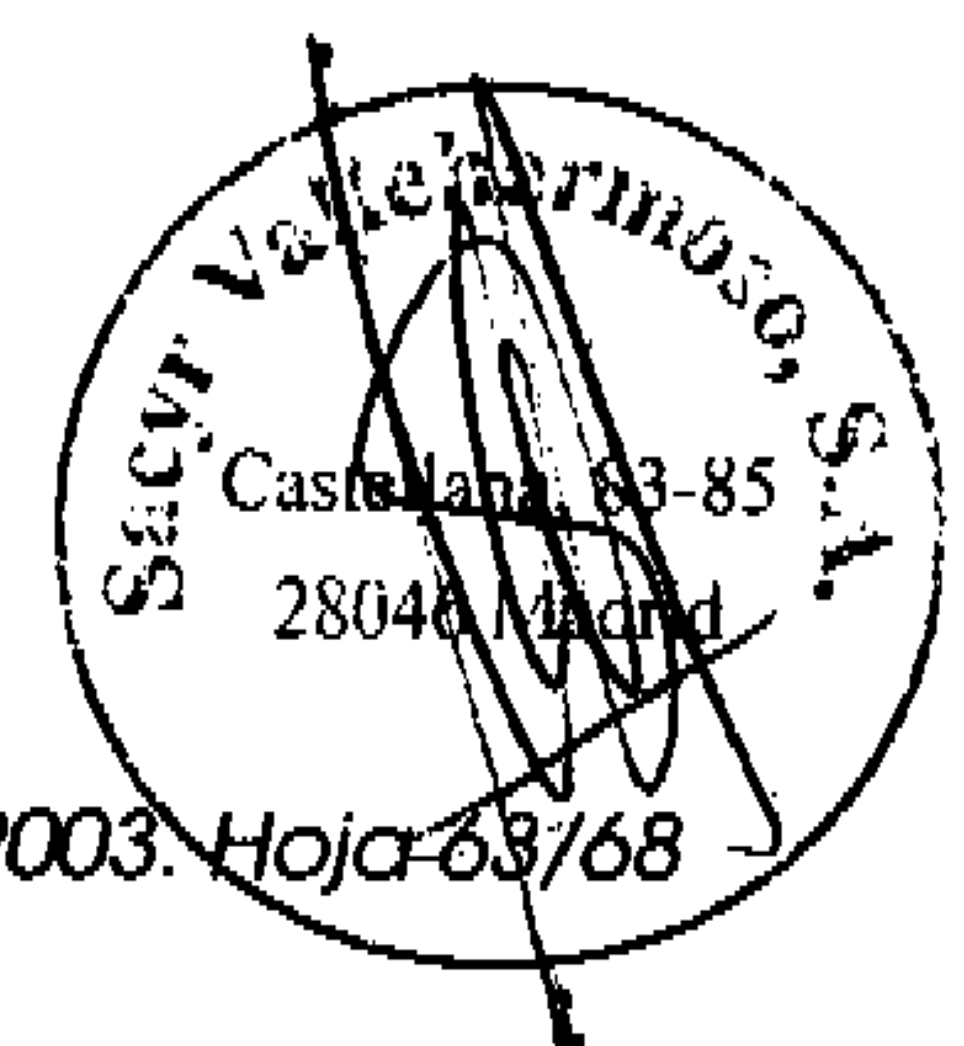
Erantios, S.A. Pza. Conde Valle Suchill, 19, Madrid, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,47	Integración global	Promoción inmobiliaria
Navica, S.A. Avda Diagonal, 405, Barcelona, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	1,84	Integración global	Promoción inmobiliaria
Iparan Promociones Inmobiliarias, S.L. C/ El Cano, 19, Bilbao, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,84	Integración global	Promoción inmobiliaria
Prosacyr Ocio, S.L. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	20,99	Integración global	Promoción inmobiliaria
Tradirri, S.L. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,20	Integración global	Promoción inmobiliaria
Capace, S.L. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	100,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,20	Integración global	Promoción inmobiliaria
Tricéfalo, S.A. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	60,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	9,37	Integración global	Promoción inmobiliaria
Somague PMG Rua Dr. Antonio Loureiro Borges, Lisboa, Portugal	100,00%	Somague, SGPS	2,89	Integración global	Promoción inmobiliaria
Nova Benicalap, S.A. C/ Guillen de Castro, 46, Valencia, España	22,50%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,06	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Aplicação Urbana, S.A. Rua Martir S. Sebastiao 251 Nova de Gaia, Portugal	25,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	12,14	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Nova C. Villajoyosa, S.A. Pza Carlos Trias Bertran, 7, Madrid, España	25,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,44	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Promociones Residenciales Soteland, S.A. Pza Carlos Trias Bertran, 7, Madrid, España	30,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	3,06	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Berajas Tercer Milenio, S.A. Mº de Molina, 37, Madrid, España	41,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	6,16	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Club de Campo As Mariñas, S.A. C/ Tarmio, Culleredo, A Coruña, España	19,99%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,18	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria
Mola 15, S.L. C/ Juan Bravo 3, Madrid, España	20,00%	Vall. Div. Promoción, S.A.U.	0,62	Puesta en equivalencia	Promoción inmobiliaria

Patrimonio en renta

Nisa, V.H., S.A.U. Avda Diagonal, 405, Barcelona, España	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	1,13	Integración global	Patrimonio en renta
Trade Center Hotel, S.L.U. Avda Diagonal, 405, Barcelona, España	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	12,02	Integración global	Patrimonio en renta
Vall. Patrimonio, S.I.I., S.A. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	17,64	Integración global	Patrimonio en renta
Testa American Real State Corporation Miami	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	68,19	Integración global	Patrimonio en renta
Campo Salines, S.A. C/ Pedro Valdivia, 1, Madrid, España	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	0,64	Integración global	Patrimonio en renta
Prosacyr Hoteles, S.A. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	100,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	4,28	Integración global	Patrimonio en renta
Bardiomar, S.L. Pº Castellana 83/85, Madrid, España	50,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	20,90	Integración proporcional	Patrimonio en renta
Proviae Centros Asistenciales, S.L. C/ Fuencarral, 123, Madrid, España	50,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	11,57	Integración proporcional	Patrimonio en renta
PK Inversiones 22, S.L. C/ Juan Bravo 3, Madrid, España	50,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	0,03	Integración proporcional	Patrimonio en renta
PK Hoteles, 22, S.L. C/ Juan Bravo 3, Madrid, España	32,50%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	3,82	Puesta en equivalencia	Patrimonio en renta
Parking Palau, S.A. Plaça America, 3, Valencia, España	33,00%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	1,13	Puesta en equivalencia	Patrimonio en renta
Lusivil Promoção e Gestao Imobiliária, S.A. Avda Liberdade 245 Lisboa, Portugal	48,38%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	17,50	Puesta en equivalencia	Patrimonio en renta
Centre d'Oci Les Gavarnes, S.L. C/ Viriato, 47 Barcelona, España	21,50%	Testa, Patrimonio en Renta, S.A.	0,54	Puesta en equivalencia	Patrimonio en renta



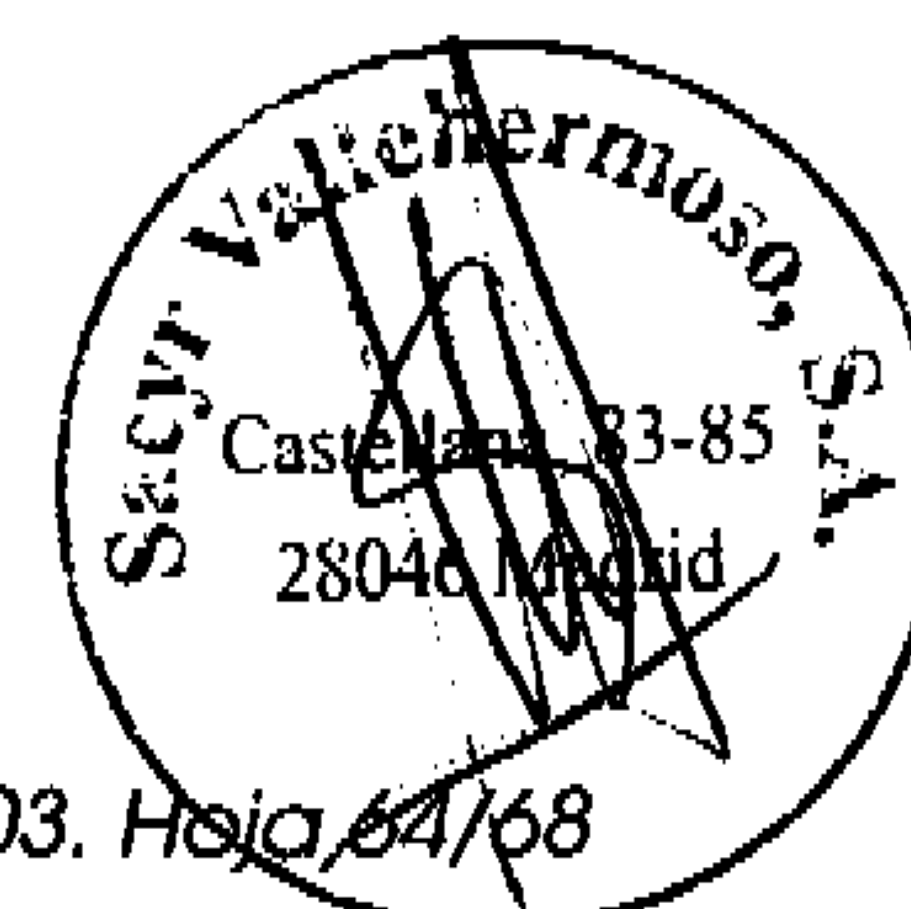
Medio Ambiente						
Somague Ambiente, S.A. <i>Rua Dr. Antonio Loureiro Borges. Lisboa. Portugal</i>	100,00%	Somague, SGPS	9,29	Integración global	Consultoría y gestión medioambiental	
Tratamiento y Recuperación Ecosistemas, S.A. <i>C/ Anís 13. Mérida. España</i>	100,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	0,06	Integración global	Consultoría y gestión medioambiental	
Sociedad Anónima Depuración y Tratamientos (SADYT) <i>C/ Písteria 6. Murcia. España</i>	100,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	0,27	Integración global	Depuración y tratamiento de aguas	
Energía						
Iberese, S.A. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	50,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	0,66	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Olextra, S.A. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	72,58% 15,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	3,34 0,69	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Extragol, S.L. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	43,76% 25,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	1,05 0,60	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Secaderos de Biomasa, S.A. (SEDEBISA) <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	83,28% 15,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	2,59 0,46	Integración global	Proyectos de extracción de aceite de orujo	
Biomasa de Puente Genil, S.L. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	83,08% 15,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	2,32 0,43	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Compañía Energética de Pata de Mulo, S.L. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	83,08% 15,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	2,33 0,43	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Compañía Energética de La Roda, S.L. <i>Ribera de Axpe 28. Vizcaya. España</i>	75,00% 15,00%	Sacyr Gestión, S.A.U. Iberese, S.A.	0,97 0,19	Integración global	Proyectos de generación de energía	
Servicios						
Celestore, S.A. <i>C/ Pacilla 17. Madrid. España</i>	100,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	3,76	Integración global	Servicios de hostelería y explotación de tienda	
Agua de Toledo, AIE <i>c/ Sixto Ramón Parra. 7. 45001 Toledo</i>	50,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	0,03	Integración proporcional	Abastecimiento de agua en Toledo	
Aparcamiento Recaredo, AIE <i>c/ Orense, 68. Madrid. España</i>	50,00%	Sacyr Gestión, S.A.U.	0,00	Integración proporcional	Explotación del aparcamiento Recaredo en Toledo	
Somague Servicios, S.A. <i>Rua Dr. Antonio Loureiro Borges. Lisboa. Portugal</i>	100,00%	Somague, SGPS	0,00	Integración global	Estudio y prospección de mercados internacionales	
Valoriza Facilities, S.A.U. <i>Pº Castellana, 83. Madrid. España</i>	100,00%	Valoriza, S.L.U.	1,18	Integración global	Gestión integral de patrimonios inmobiliarios	
Nuevas tecnologías						
Aurentia, S.A. <i>Pº Castellana, 83. Madrid. España</i>	74,95% 25,05%	Prinur, S.A. Sacyr, S.A.U.	0,52 0,17	Integración global	Servicios integrales de Internet	
Build2Edifica, S.A. <i>Avenida del Partenón 4. Madrid. España</i>	6,16%	Sacyr, S.A.U.	0,82	Puesta en equivalencia	Portal de construcción en Internet	
Vallehermoso Telecom, S.A. <i>Pº Castellana, 83. Madrid. España</i>	100,00%	Valoriza, S.L.U.	2,00	Integración global	Servicios de Telecomunicaciones	
Burosoft, Sistemas de Información, S.L. <i>Cº Coruña, Km. 23.2. Las Rozas. Madrid. España</i>	70,00%	Valoriza Facilities, S.A.U.	0,54	Integración global	Desarrollo de sistemas de información	



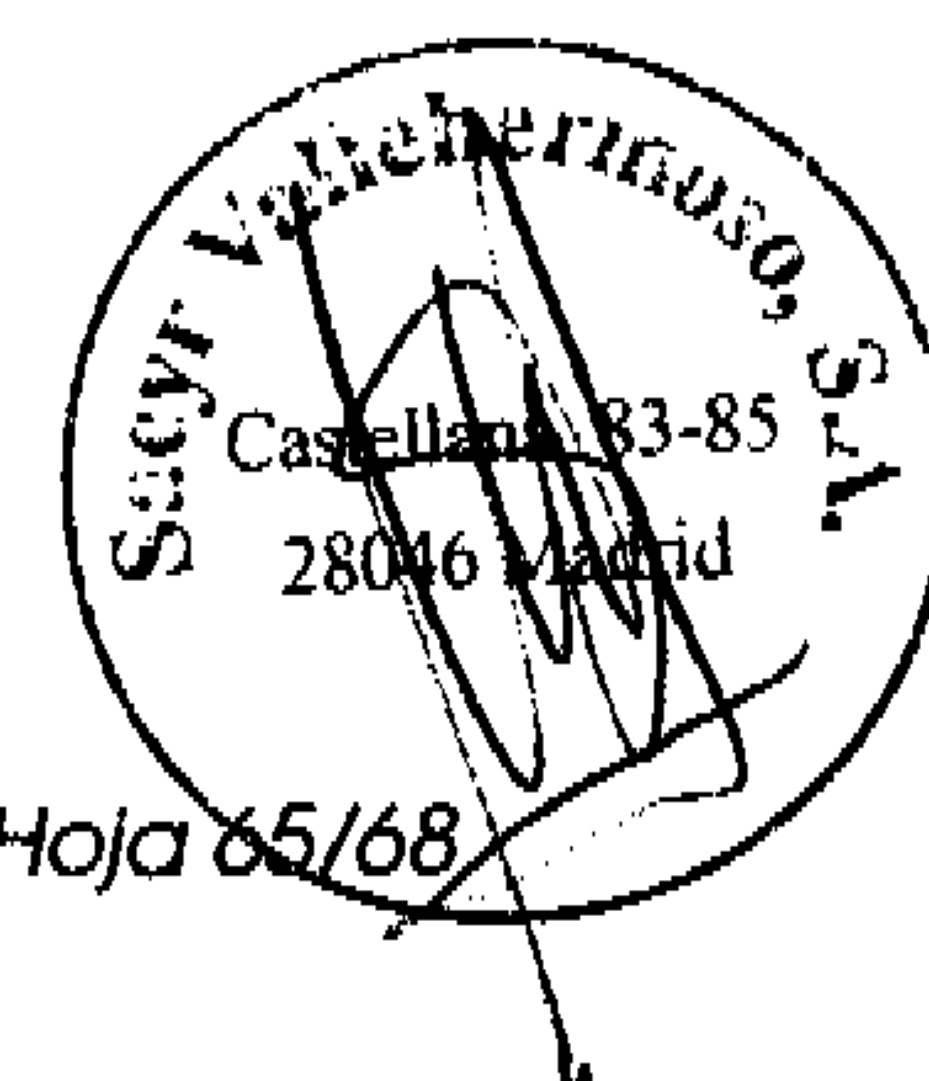
ANEXO II.: BALANCE DE SITUACIÓN Y CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS 2003 COMPARATIVA CON EL PROFORMA DE FUSIÓN 2002.

Para una mejor comprensión de la evolución del Grupo, se presenta el Balance Pro forma que incluye los asientos de fusión y la Cuenta de Perdidas y Ganancias Pro forma del 2002, todo ello comparado con el ejercicio 2003.

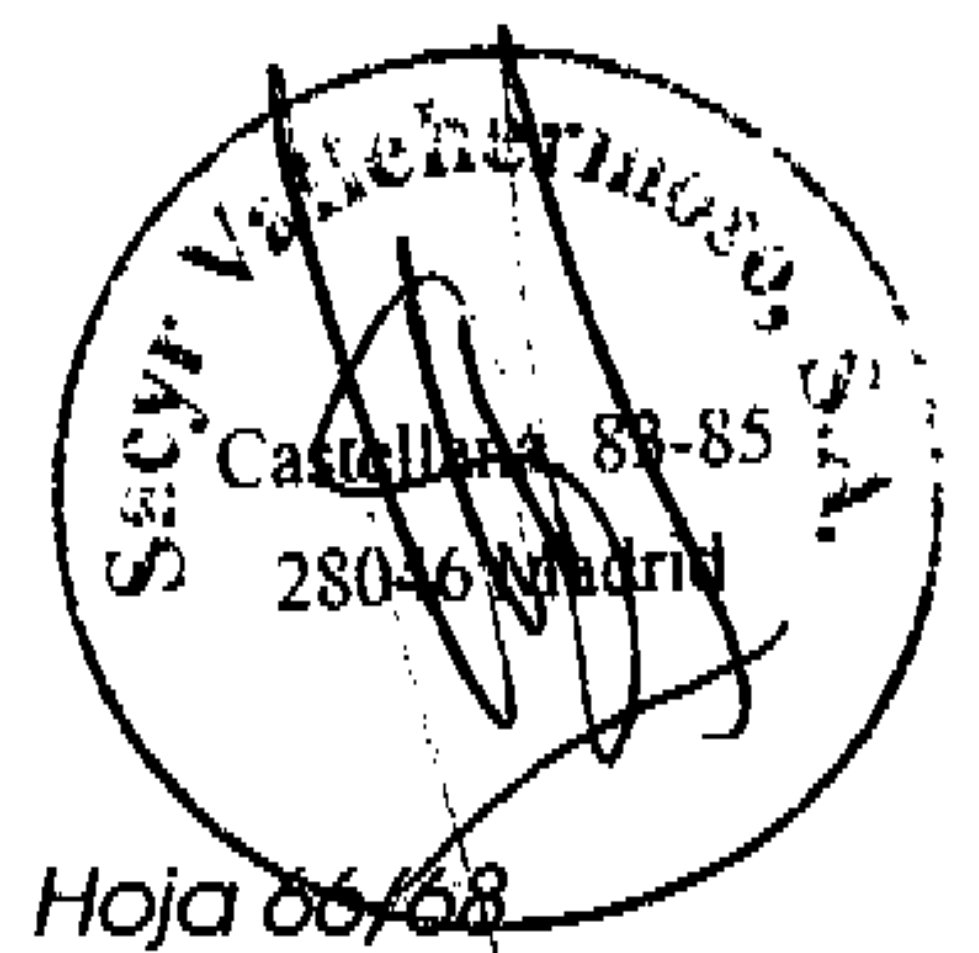
ACTIVO	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) ACCIONISTAS POR DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	0	3.156
B) INMOVILIZADO	6.731.579	3.225.828
I. Gastos de establecimiento	14.627	6.093
II. Inmovilizaciones inmateriales	449.628	105.220
III. Inmovilizaciones materiales	5.958.560	2.895.624
IV. Inmovilizaciones financieras	294.599	182.848
V. Acciones de la sociedad dominante	1.705	8.331
VI. Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	12.460	27.712
C) FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACIÓN	79.917	109.726
D) GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	589.873	266.344
E) ACTIVO CIRCULANTE	3.944.010	2.511.915
I. Existencias	1.844.644	1.388.829
II. Deudores	1.831.646	890.613
III. Inversiones financieras temporales	123.521	181.140
IV. Tesorería	137.450	47.125
V. Ajustes por periodificación	6.749	4.208
TOTAL ACTIVO.	11.345.379	6.116.969



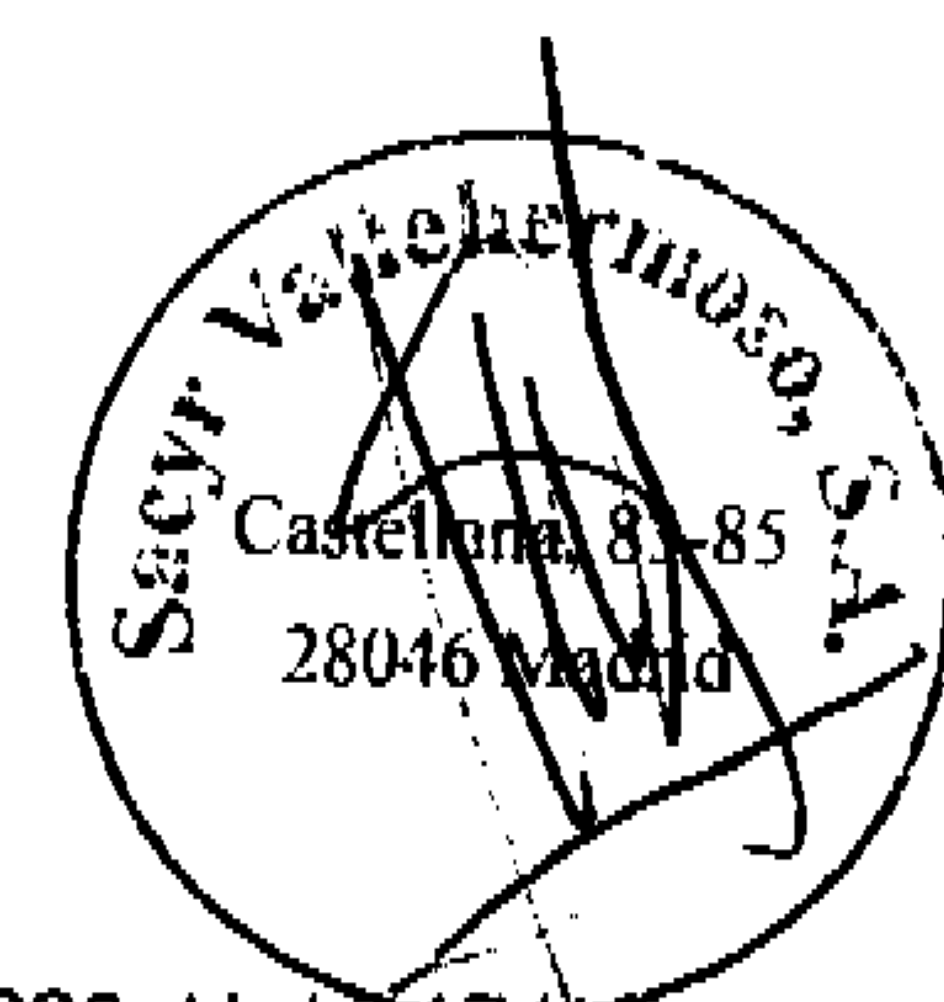
PASIVO	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
A) FONDOS PROPIOS	1.312.055	1.080.078
B) SOCIOS EXTERNOS	736.239	36.478
C) DIFERENCIA NEGATIVA DE CONSOLIDACIÓN	613	13.879
D) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	140.354	40.426
E) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	572.231	312.336
1. Provisión para otros riesgos gastos e impuestos	6.015	11.894
2. Otras provisiones	30.521	26.864
3. Fondo de reversión	535.695	273.578
F) ACREEDORES A LARGO PLAZO	4.991.187	2.844.814
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	1.024.543	247.849
II. Deudas con entidades de crédito	3.654.261	2.456.953
III. Deudas sociedades puestas en equivalencia.	1.615	6.474
IV. Otros acreedores	283.168	133.538
V. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	27.600	0
G) ACREEDORES A CORTO PLAZO	3.592.700	1.788.958
I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables	448.594	179.028
II. Deudas con entidades de crédito	1.240.467	456.031
III. Deudas con sociedades puestas en equivalencia	88	0
IV. Acreedores comerciales	1.494.412	950.005
V. Otras deudas no comerciales	302.749	177.745
VI. Provisiones para operaciones de tráfico	106.390	24.213
VII. Ajustes por periodificación	0	1.936
TOTAL PASIVO.	11.345.379	6.116.969



GASTOS	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Aprovisionamientos	2.039.428	1.324.703
2. Gastos de personal	274.780	154.796
3. Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	92.446	54.171
4. Variación de las provisiones de tráfico	16.297	(6.541)
5. Otros gastos de explotación	903.891	471.284
TOTAL GASTOS DE EXPLOTACIÓN	3.326.842	1.998.413
I. BENEFICIOS DE EXPLOTACIÓN	451.177	397.683
7. Gastos financieros y gastos asimilados	236.879	157.462
II. RESULTADOS FINANCIEROS POSITIVOS	0	0
8. Participación en pérdidas de Scdades. puestas en equivalencia	4.469	155
9. Amortización del fondo de comercio de consolidación	5.526	6.190
III. BENEFICIOS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	347.151	284.608
10. Gastos extraordinarios	24.574	13.778
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS POSITIVOS	121.551	121.984
V. BENEFICIOS CONSOLIDADOS ANTES DE IMPUESTOS	468.702	406.592
11. Impuesto sobre Sociedades	111.245	72.958
VI. RTDO. CONSOLIDADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	357.457	333.634
12. Resultado atribuido a socios externos	23.108	2.550
VII. RTDO.EJERC.ATRIBUIDO A SCDAD.DOMINANTE (B*)	334.349	331.084



INGRESOS	Miles de euros	
	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002
1. Importe neto de la cifra de negocios	3.333.748	2.064.152
2. Aumento de existencias de productos terminados y en curso	365.079	180.364
3. Trabajos efectuados por la empresa para el inmovilizado	55.056	53.939
4. Otros ingresos de explotación	24.136	97.641
TOTAL INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	3.778.019	2.396.096
I. PÉRDIDAS DE EXPLOTACIÓN	0	0
5. Ingresos financieros	127.766	38.354
II. RESULTADOS FINANCIEROS NEGATIVOS	109.113	119.108
6. Participación en bº de sociedades puestas en equivalencia	1.804	12.378
7. Reversión de diferencias negativas de consolidación	13.278	0
III. PÉRDIDAS DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS	0	0
8. Ingresos extraordinarios	146.125	135.762
IV. RESULTADOS EXTRAORDINARIOS NEGATIVOS	0	0
V. PÉRDIDAS CONSOLIDADAS ANTES DE IMPUESTOS	0	0
VI. RESULTADO CONSOLIDADO EJERCICIO (PÉRDIDAS)	0	0
9. Resultado atribuido a socios externos (Pérdida)	0	0
VII. RTDO.EJERC.ATRIB.A SCDAD.DOMINANTE (PÉRDIDA)	0	0



En cumplimiento de lo dispuesto en el art. 171 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de **SACYR VALLEHERMOSO, S.A.** formulan las presentes **Cuentas Anuales Consolidadas**, correspondientes al ejercicio 2003, recogido desde la hoja número 1 a la 68 rubricadas por el Secretario del Consejo de Administración, doña Marta Silva de Lapuerta y en las que figura el sello de la Sociedad.

Los miembros del Consejo de Administración lo firmamos en Santiago de Compostela, el día diez de marzo de dos mil cuatro.

Presidente

D. José Manuel Loureda Magriñán

Vicepresidente 1º y Consejero Delegado

Luis F. del Rivero Asensio

Vicepresidente 2º

D. Juan Abelló Gallo

Por **NUEVA COMPAÑÍA DE INVERSIONES, S.A.**

Vocal

D. Vicente Benedito Francés

Vocal

D. José Luis Méndez

Por **CORPORACIÓN CAIXA GALICIA, S.A.**

Vocal

D. Demetrio Cancellor Arce

Vocal

D. Pedro del Corro García-Lomas

Por **TORREAL, S.A.**

Vocal

D. Manuel Manrique Cecilia

Por **CIMOFAG, S.L.**

Vocal

D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo

Vocal

D. Matías Cortes Domínguez

Vocal

D. Juan Miguel Sanjuan Jover

Vocal

D. Francisco Javier Gayo Pozo

Vocal

D. Ignacio Ezquiaga Domínguez

Vocal

D. Antonio Basagotti García-Turián

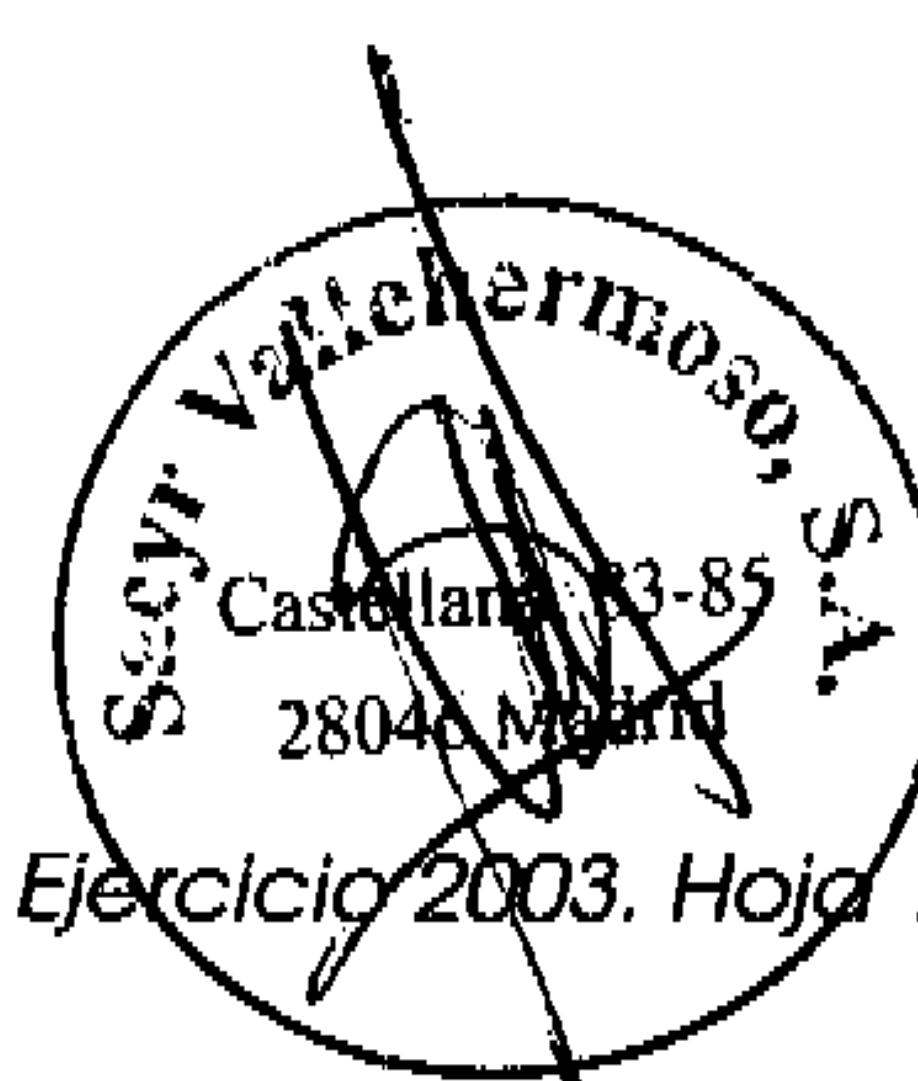
Diligencia: Para hacer constar que en el Consejo de Administración del 10/3/04 se formularon las Cuentas y fueron firmadas, excepto D. Juan Abelló y D. Antonio Basagotti que las firmaron con posterioridad.

El Secretario del Consejo de Administración
Marta Silva de Lapuerta

GRUPO SACYR VALLEHERMOSO. Cuentas Anuales Consolidadas. Ejercicio 2003. Hoja 68/68



GRUPO SACYR VALLEHERMOSO
SACYR VALLEHERMOSO, S.A. Y SOCIEDADES DEPENDIENTES
INFORME DE GESTIÓN CONSOLIDADO
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2003



INFORME DE GESTIÓN CONSOLIDADO EJERCICIO 2003

1. EVOLUCIÓN ECONÓMICA GENERAL Y DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN EN 2003.

1.1.- CONTEXTO ECONÓMICO INTERNACIONAL.

El panorama económico internacional ha experimentado durante 2003, y de forma generalizada, un mayor dinamismo, liderado por la recuperación de Estados Unidos. Esta mejora de la coyuntura ha servido de impulso a los mercados bursátiles, favorecidos por diversos factores como son los bajos tipos de interés, las bajadas de impuestos, en algunos casos, y el descenso de la incertidumbre geopolítica. Por todo ello el crecimiento mundial ha superado el 3% en 2003.

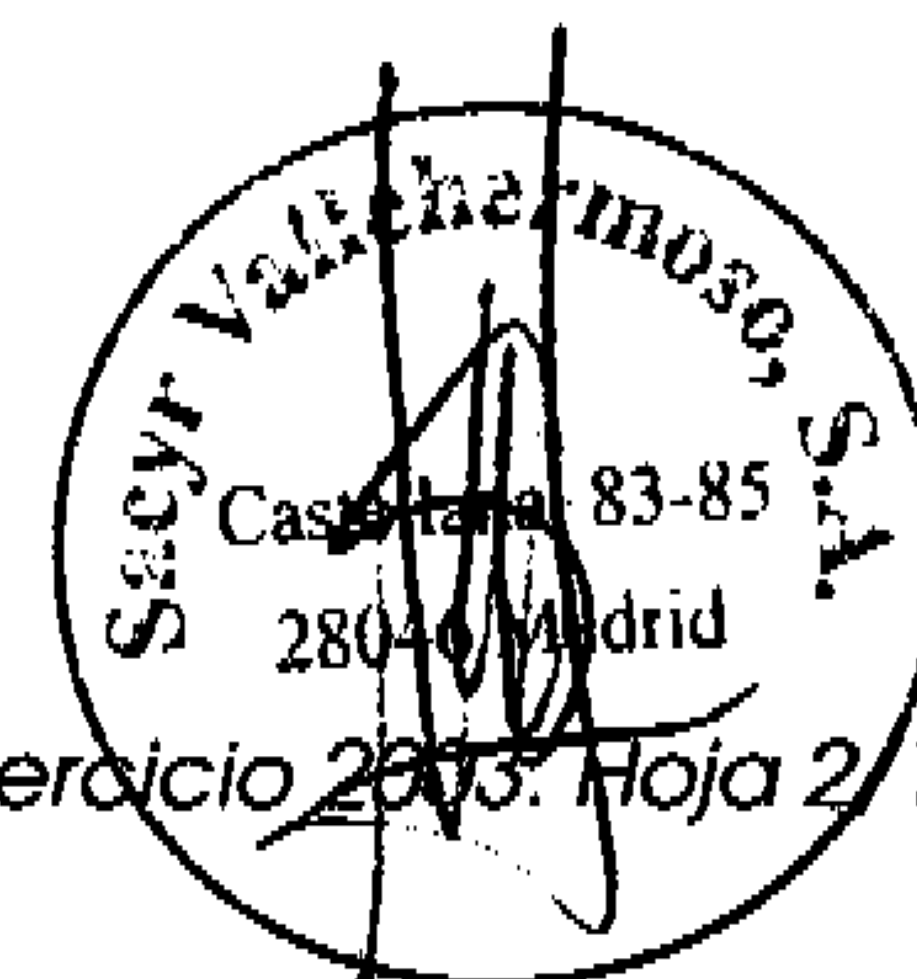
En Estados Unidos se ha producido un incremento interanual del PIB del 4,3% (frente al 4% previsto), conservando la economía un ritmo muy sólido de crecimiento en los últimos meses del año destacando el fuerte consumo privado, la recuperación de la inversión y la aportación positiva del sector exterior, favorecido por el continuo descenso del dólar. Las previsiones de crecimiento para 2004 se sitúan en el 4,2%.

En la Zona Euro la recuperación está siendo mucho más lenta pues el PIB sólo ha crecido un 0,4% (tasa intertrimestral no anualizada) durante el tercer trimestre, después de haberse estancado en el primero y descendido un 0,1% en el segundo. El principal impulso provino del sector exterior, al crecer las exportaciones un 2,2%, tras dos trimestres de retrocesos, y continuar el declive de las importaciones. Por el contrario la demanda interna descendió un 0,6%, con una caída del 0,5% en la formación bruta de capital fijo y una notable reducción de existencias, que restó seis décimas al crecimiento. Los indicadores recientes de la zona euro apuntan a que prosigue la moderada recuperación durante los últimos meses de 2003 y permiten establecer una previsión de crecimiento para el ejercicio de 2004 del 1,8%.

Entre los Estados Miembros para los que se dispone de información sobre el tercer trimestre del año destacar que Grecia registró la mayor tasa de crecimiento (+1,8%), seguido de Finlandia y Reino Unido (+0,8% cada uno) y España (+0,7%). Únicamente Portugal (-0,5%) y Dinamarca (-0,2%) presentaron variaciones negativas. Respecto al mismo trimestre del año anterior, Grecia alcanzó el crecimiento más alto (+5,0%), seguido de España (+2,4%) y el Reino Unido (+2,1%). Las caídas durante este periodo se observaron en Holanda (-1,2%), Portugal (-0,9%), Dinamarca (-0,5%), Francia (-0,3%) y Alemania (-0,2%).

En Japón, el despertar de la actividad económica se está produciendo de forma más rápida de lo previsto con avances del 0,9% y del 0,6% (tasa intertrimestral no anualizada) en el segundo y tercer trimestre, impulsados por el incremento en exportaciones e inversión. La economía japonesa presenta todavía importantes problemas vinculados a la situación del sistema financiero, la persistente deflación que desalienta el consumo y la elevada deuda pública. Se espera que en 2003 el PIB crezca el 2,7% pero no que consiga mantener este ritmo en 2004, cuando se prevé una moderación hasta el 1,8%, según la OCDE.

Respecto a las economías del sudeste asiático decir que también han mejorado una vez superados los efectos de la neumonía asiática. En cuanto al área de Iberoamérica la evolución es favorable en términos generales, aunque algunas economías como la Venezolana o Uruguay todavía registrarán pérdidas.



1.2.- ECONOMÍA NACIONAL.

La economía española ha mantenido ritmos de crecimiento relativamente elevados, situándose, al final del tercer trimestre en el 2,4%, cuatro décimas por encima del crecimiento de 2002 y una décima más que la última previsión oficial del Gobierno, con lo que se consolida un periodo de 10 años de crecimiento económico. En el cuarto trimestre la economía española mantuvo un crecimiento sostenido hasta alcanzar un nivel del 2,6%, dos décimas más que el tercero. Esto se ha debido, fundamentalmente, al mayor pulso de la demanda interna, que ha permitido compensar el empeoramiento de la aportación neta de la demanda externa.

Con estas cifras se pone de manifiesto el importante contraste entre la economía española y la del conjunto de la zona euro, cuya tasa diferencial de crecimiento se ha situado en casi dos puntos porcentuales respecto a la media de dicha zona. Se prolonga y amplía por tanto el proceso de convergencia real de los últimos años, que ha llevado a situar en 2003 el PIB per cápita español, expresado en paridades de poder adquisitivo, en el 86,8% del promedio de la zona euro, frente al 78% registrado en el año 1995.

La demanda interna se ha visto impulsada, entre otros factores, por los bajos tipos de interés real, la reducción de la tarifa del IRPF introducida en 2003, el aumento de la renta disponible y la creación de empleo. El consumo privado, la inversión en construcción y la aportación positiva de la variación de existencias explican el avance del ritmo de la demanda interna en el tercer trimestre. Por el contrario se ha observado una moderación del aumento del consumo público y de la inversión en equipo.

El consumo de los hogares ha crecido por encima del 3% debido, además de por los impulsos monetario y tributario, por la favorable evolución del empleo. Los indicadores recientes, entre ellos los relativos a las ventas minoristas y, sobre todo, matriculaciones de automóviles, reflejan un crecimiento apreciable en los últimos meses del año.

En cuanto a la inversión destaca el componente de la construcción, que sigue creciendo a tasas muy elevadas, debido, fundamentalmente, al dinamismo de la demanda residencial.

Desde el punto de vista de la oferta, se ha producido una importante contribución al crecimiento de todas las grandes ramas de actividad, incluyendo la agricultura que había retrocedido en la primera mitad del ejercicio. La construcción, la energía y los servicios intensificaron su ritmo de aumento durante el tercer trimestre, mientras que la industria mostraba una cierta pérdida de impulso.

La demanda externa neta amplió, durante el tercer trimestre, dos décimas su contribución negativa al crecimiento de la economía, hasta situarla en -1,1 puntos porcentuales, tras una desaceleración de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Las exportaciones se han visto seriamente afectadas por la debilidad económica de la Unión Europea, área que absorbe más del 73% de las mismas, si bien las destinadas a estados Unidos se han incrementado en un 16% alentadas por la fortaleza de su demanda. El crecimiento de las importaciones de bienes se situó en el 7,2% en el tercer trimestre, incrementándose especialmente las de bienes de capital y de consumo no alimenticio, en especial de los automóviles. También experimentaron un crecimiento las importaciones de energía.

Por lo que se refiere al mercado de trabajo, en los tres primeros trimestres de 2003 se prolongó el comportamiento exitoso en materia de ocupación, según la EPA. Sin embargo la tasa de paro en el cuarto trimestre subió al 11,20%, desde el 11,17% anunciado en el tercer trimestre (12.500 personas más desempleadas) hasta un total de 2.127.100 desempleados. En todo el ejercicio 2003 se crearon 484.700 puestos de trabajo, con lo que el total de ocupados fue de 16.862.000 personas. Otro indicador de ocupación, las afiliaciones a la Seguridad Social, refleja también fuertes crecimientos, situándose su ritmo de crecimiento interanual en el 3,1% en Octubre.



Respecto a la evolución sectorial del empleo según la EPA, servicios y construcción han sido los sectores que realizan las mayores contribuciones a la creación de empleo, con tasas de crecimiento interanual superiores al 4%.

Por lo que se refiere a la evolución de los precios, la inflación española se ralentizó en 2003 hasta el 2,6%, desde el 4% de cierre de 2002. Se trata de una mejoría generalizada, aunque especialmente intensa en energía y manufacturas no energéticas, que se explica fundamentalmente por la cancelación del efecto de la introducción del euro y por el impacto de la apreciación de la moneda europea sobre las importaciones de petróleo.

La *inflación subyacente* se situó en Diciembre, con el 2,5%, en niveles mínimos desde 2000, gracias también a la eliminación del efecto de la introducción del euro sobre la tasa anual de inflación. Las manufacturas no energéticas y servicios lideraron los recortes.

Para 2004 se prevé una inflación media del 2,7% (la previsión inicial del 2003 fue del 3,0%), lo que se traducirá en una menor presión sobre los salarios en la negociación colectiva de 2004, además supondrá un menor gasto para las empresas por el desvío de la inflación frente a los convenios firmados en 2003.

La tasa de inflación anual de la zona euro se situó en el 2%, dos décimas menos que en 2002. En el conjunto de países de la Unión Europea la inflación aumentó en Diciembre un 0,3% y un 1,8% en tasa interanual.

La inflación en la zona euro alcanzó en 2002 el 2,3% mientras que en el conjunto de la UE, el IPC se situó en el 2,2%.

El país de la zona euro con la inflación interanual más alta en Diciembre fue Grecia (3,1%), seguido de Irlanda (2,9%) y España (2,6%). Por encima de la media se situaron también Italia (2,5%), Francia y Luxemburgo (2,4%) y Portugal (2,3%).

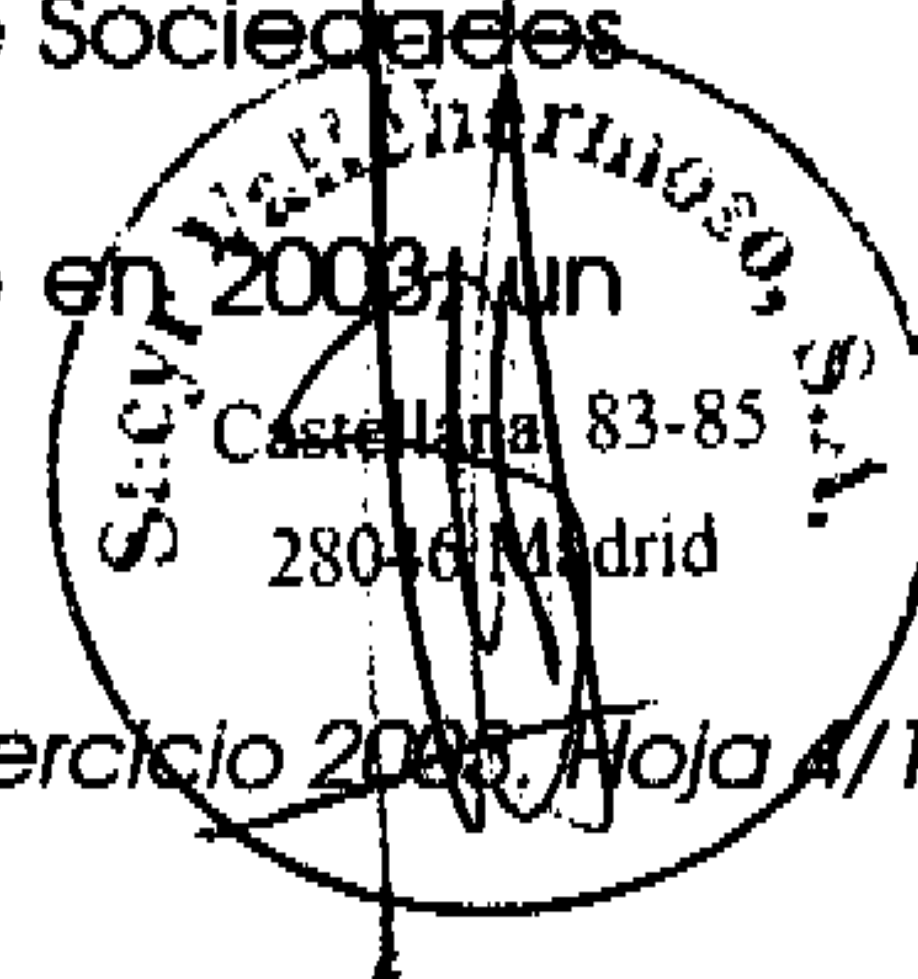
Por debajo del 2% se encuentran Bélgica (1,7%), Holanda (1,6%), Austria (1,3%), Finlandia (1,2%) y Alemania (1,1%) el país con menor inflación.

En el tercer trimestre del año la necesidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo se amplió, situándose en el 2,6% del PIB. El causante de este incremento ha sido el déficit comercial, si bien las demás operaciones con el exterior también registraron un resultado peor que en 2002. Este mayor desequilibrio supone que la inversión realizada en la economía española aumentó a un ritmo superior al del ahorro del país, pues la inversión pasó de representar el 24,8% del PIB un año antes al 26,1%, mientras que el ahorro aumentó del 22,5% al 22,7% del PIB.

La actividad económica del Estado se saldó en 2003 con un superávit de 4.758 millones de euros, el 0,6% del PIB, en Contabilidad Nacional, frente al equilibrio presupuestado. Este superávit es consecuencia fundamentalmente por el mejor comportamiento de la Seguridad Social, que cerró 2003 con un excedente del 1% del PIB, exactamente el doble de lo presupuestado. Los ingresos se han comportado mejor de lo esperado, gracias a la notable evolución de la economía y el empleo, y los gastos se han adecuado a lo presupuestado.

Los ingresos ascendieron en 2003 a 143.782 millones de euros, lo que supone un incremento del 4,6% respecto a 2002. Destacar la recaudación de impuestos que ascendió a 129.721 millones, un 5,8% más, pese a la reforma del IRPF y la congelación de los Impuestos Especiales. Dentro del IRPF las retenciones del trabajo crecieron un 7%, las de arrendamientos un 11,7% y las de pagos fraccionados un 6,1%. El Impuesto sobre Sociedades creció un 2,3% hasta los 21.912 millones de euros.

En cuanto a los impuestos indirectos destacar el IVA, cuya recaudación creció en 2003 un 9,9% con 59.589 millones de euros.



Respecto a los pagos, decir que alcanzaron un total de 139.024 millones de euros, lo que supone un aumento del 2,4%. La ejecución de las inversiones alcanzó el máximo histórico del 96,3% del total, frente al 87,4% de 1995.

Para el ejercicio de 2004 las previsiones del gobierno son cerrar las cuentas públicas en equilibrio presupuestario.

1.3.- LOS SECTORES DE NUESTRA ACTIVIDAD.

1.3.1.- EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN.

El sector de la construcción continuó creciendo durante el ejercicio 2003, concretamente a una tasa del 4%, alcanzando, durante el tercer trimestre del año, cerca del 60% del total de la inversión del país y más del 10% del valor añadido generado, en términos nominales.

El sector se mantiene, durante todo el 2003, como una rama de actividad generadora de importantes niveles de empleo, y las variaciones alcanzadas (una tasa de crecimiento interanual del 4,28%), la vuelven a situar, tras el sector servicios (con un incremento del 4,71%), como la protagonista en crecimiento de ocupación, gracias al impulso de la vivienda y de la obra civil.

La licitación pública de 2003 sigue mostrando el gran dinamismo de la actividad constructora, con un crecimiento acumulado en los nueve primeros meses del 19,9% respecto al ejercicio anterior. La obra civil ha crecido en un 15,1% y sigue acumulando más del 66% del montante total licitado.

La demanda de transportes se ha incrementado en un 31,7% respecto a 2002, destacando los ferrocarriles con un avance del 139,5%.

En el segmento de la edificación, cuyo crecimiento se ha situado durante los nueve primeros meses de 2003 en un 30,6%, el equipamiento social capta cerca del 54% de la cifra total del segmento y mantiene un buen ritmo de crecimiento con el 14,6% respecto al año anterior.

Ha resultado especialmente intenso el incremento en la edificación de terminales ya que se ha situado en el 830,7%, pasando de una cuota del 1,7% al 12,4%.

Por organismos licitadores, la Administración Central absorbe la mayor parte de la demanda de obra pública con un 42% de los contratos, seguida de las Comunidades Autónomas con el 33% y la Administración Local con el 25%.

En cuanto respecta al crecimiento de las obras licitadas, respecto a 2002, destacar el Ministerio de Medio Ambiente con un 101,3%, gracias a las actividades promovidas por las Confederaciones Hidrográficas y la Dirección General de Obras Hidráulicas, en los Organismos de Cuencas, con crecimientos del 241,3% y 244,8% respectivamente.

El Ministerio de Fomento ha visto crecer su licitación en un 48,1% debido al avance registrado por el GIF y que se ha situado en el 210,2%. Dentro de este Ministerio señalar los incrementos de RENFE y FEVE (un 78,3%) y AENA con un 39,1%.

Destacar el debilitamiento sufrido en la licitación por parte de las Comunidades Autónomas (con un aumento del 9,6%) y el descenso registrado en la Administración Local (del -3,1%).



El mercado de la vivienda se ha ido incrementando a medida que transcurría el año. Durante los seis primeros meses las viviendas iniciadas se ha incrementado en un 19,3% respecto al mismo semestre del año anterior, destacando los fuertes crecimientos registrados en las viviendas de protección oficial (+142,6%) pese a que sólo representan una cuota del 10,8% del total de las viviendas.

Las viviendas en construcción siguen incrementándose a un ritmo del 5,5% en el segundo trimestre del año, generando unas expectativas de evolución de la actividad todavía muy positivas. Las certificaciones de fin de obra han crecido un 5,3% y los visados de Dirección de Obra para ampliación y/o restauración de viviendas han experimentado un incremento del 15,9%.

Las licencias concedidas por los Ayuntamientos durante los seis primeros meses del ejercicio han crecido un 26,5%, lo que sigue confirmando un buen escenario para el mercado de la vivienda.

En términos de financiación señalar que los créditos con garantía hipotecaria siguen creciendo de forma significativa con crecimientos acumulados del 13,2%. Así mismo el número de hipotecas urbanas experimenta un crecimiento del 11%, destacando el fuerte nivel de endeudamiento de las familias que se deriva del increíble incremento en el importe de las hipotecas, cuyos ascensos, para las de carácter urbano, se cifran en un 22,3%.

Los costes en el sector, a lo largo de los nueve primeros meses del año, muestran un crecimiento moderado para el total de la actividad de un 2,4%. Dicho incremento se concentra en el segmento de la obra civil, que ofrece una variación del 2,7% frente al 2,3% de las actividades de edificación. Tales crecimientos corresponden a una elevación de los costes laborales (en un 4,3%) que se han visto compensados por la moderación de los precios de los materiales, cuya variación se establece en un 1% para la edificación y un 1,7% para la obra civil.

El consumo de cemento marcó otro máximo en 2003 con un incremento del 4,42% respecto a 2002, hasta alcanzar las 46,07 millones de toneladas (44 millones en el ejercicio anterior).

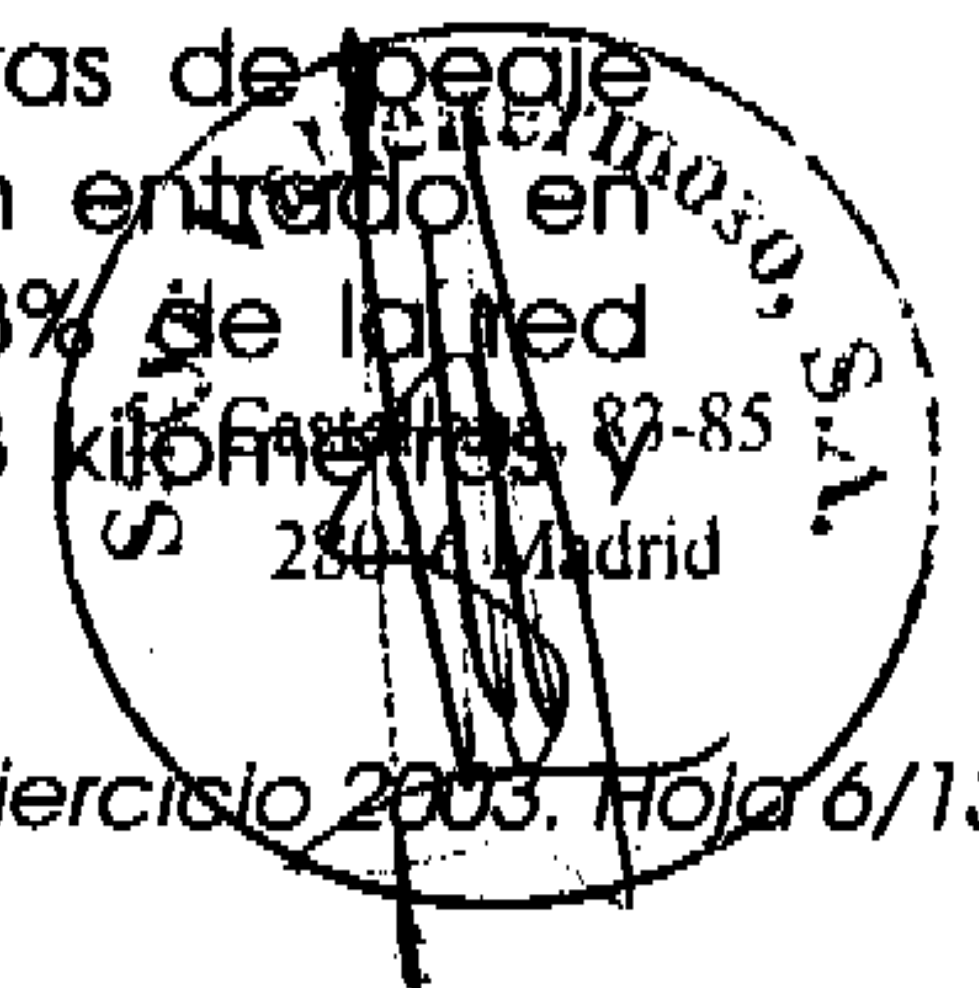
En cuanto al panorama europeo, tras el descenso de la actividad constructora experimentado durante el primer trimestre de 2003 en la mayoría de los países, desde el segundo trimestre se presentan indicios de una leve recuperación, con un claro exponente en la edificación.

Alemania y Dinamarca tras descender un -14% en los tres primeros meses del año, han evolucionado positivamente hacia reducciones del -6,3% y -1,6% respectivamente en el tercer trimestre. Los mayores incrementos se han registrado en España, con un crecimiento del 4,5%, y en Reino Unido, con un 5,3%. La edificación ha experimentado un crecimiento del 1,5% en toda la Unión Europea, destacando el 8,8% del Reino Unido. Alemania, por el contrario, ha sufrido una tasa negativa durante el tercer trimestre del -6,3%.

La obra civil, a nivel europeo, continúa en una situación de estancamiento con una variación negativa del -3,9% respecto al 2002, destacando, como países extremos, el Reino Unido con un descenso del -16,4% y Luxemburgo, con un incremento del 10,1%.

1.3.2.- EL SECTOR CONCESIONAL DE AUTOPISTAS.

Durante el ejercicio 2003, según datos del sector, se han abierto al público seis tramos de nuevas vías de peaje, con lo que el total de la red española de autopistas de peaje alcanzó, a 31 de Diciembre de 2003, los 2.603 kilómetros. Exactamente han entrado en servicio, en 2003, 158 kilómetros de nuevas autopistas, lo que supone el 6,3% de la red existente en 2002. Al cierre del ejercicio se encontraban en construcción 193 kilómetros y otros 1.167 se encontraban en concurso o en estudio.



Con la apertura, a primeros de 2004, de las radiales de Madrid R-3, R-4 y R-5, la longitud total de la red alcanzará los 2.773 kilómetros.

Los ingresos por peajes de las empresas concesionarias se han incrementado en un 11%, respecto a 2002, alcanzando los 1.565 millones de euros. Este incremento ha sido debido a tres factores: el incremento del tráfico en un 4,6% (la Intensidad Media Diaria (IMD) se situó en 24.097 vehículos para el conjunto de las autopistas de peaje en España); la revisión de tarifas, con una revalorización media del 3,3% y la incorporación de nuevos tramos de pago.

El 6 de Octubre de 2003 se inauguró la autopista de peaje R-2, que conecta la M-40 con Guadalajara. Esta autopista es gestionada por Henarsa, compañía participada por el Grupo Sacyr Vallehermoso. El pago de los servicios por la utilización de esta vía se realiza por medio del Telepeaje o Peaje Dinámico, el sistema más moderno que existe ya que permite abonar el peaje sin tener que detenerse. Consiste en instalar un pequeño transmisor en el vehículo que será reconocido por una antena colocada en las vías que aceptan este sistema de pago. Esto supone que con un único transmisor el usuario podrá circular por todas las autopistas de peaje de España, y en un futuro próximo, el resto de Europa.

Durante el ejercicio 2004 el Gobierno español pretende culminar el cuarto año desde la puesta en marcha del Plan de Infraestructuras 2000-2007 con un importante impulso de las obras financiadas por el sector privado. El nuevo objetivo consiste en que antes de que finalice el año se liciten tres importantes tramos, correspondientes a la autopista Alto de Las Pedrizas-Torremolinos, de 24,5 kilómetros; la autopista Soria-Tudela de 63,4 kilómetros, y la autopista Toledo-Ciudad Real-N IV de 235,3, con un presupuesto de inversión total de 2.000 millones de euros. En definitiva esto es una evidencia más de que la fórmula del peaje se consolida cada vez más en España como el sistema idóneo para la financiación de infraestructuras.

A primeros de 2004 se inauguraron las autopistas de peaje R-3 y R-5 y sus respectivos tramos de la M-50, vías gestionadas por Accesos de Madrid, sociedad en la que también está presente el Grupo Sacyr Vallehermoso.

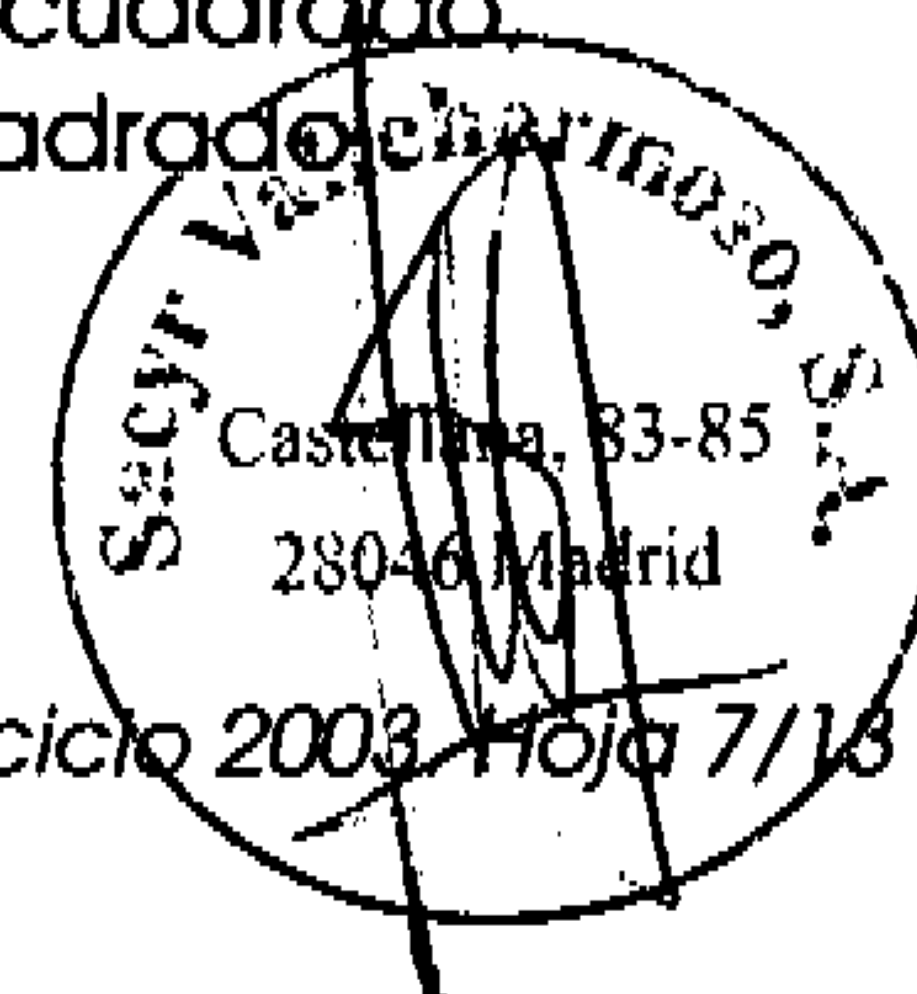
1.3.3.- EL MERCADO DE LA VIVIENDA.

La oferta de viviendas nuevas en España entre 2000 y 2003 se situó en una media de 623.000 viviendas al año, lo que supone el doble de la ofertada entre los años 1991 y 2000.

El impresionante auge del mercado se ha debido a una serie de factores de carácter demográfico y socio-económico. Principalmente al aumento de la población en edad de emancipación, la inmigración, el atractivo de la vivienda como bien de inversión y lo que es más importante las favorables condiciones de financiación debido a las continuas bajadas de tipos de interés.

Todos los expertos coinciden en asegurar un elevado ritmo constructor durante los próximos años, dado que la demanda continúa siendo importante, así como la buena situación económica actual.

Al cierre de 2003 el precio medio de la vivienda nueva libre se situó en 1.625,2 euros por metro cuadrado, lo que supone un incremento del 18,51% respecto a 2002, mientras que los pisos usados se encarecieron un 16,7% hasta situarse en 1.330,5 euros por metro cuadrado de media. La subida fue especialmente importante en las capitales de provincia donde alcanzó una subida del 21,8% cotizando a una media de 2.167 euros metro cuadrado, mientras que en el resto de poblaciones se situó en el 15,6%, 1.330 euros metro cuadrado.



Las ciudades más caras a la hora de adquirir vivienda nueva fueron Barcelona, donde el metro cuadrado se sitúa en los 2.917 euros de media; Madrid, con 2.868 euros; San Sebastián, con 2.788 euros y Vitoria con 2.564 euros. Por el contrario Teruel, Cuenca, Cáceres, Huesca y Badajoz fueron las capitales más baratas, con precios entre los 900 y 1.100 euros metro cuadrado.

Logroño, con una subida del 21,2%, Gerona, Málaga y Toledo, con el 20% fueron las capitales donde más se incrementó el precio del metro. Las alzas más moderadas correspondieron a León, con el 7,3%; Murcia, con el 7,5% y Orense, con el 7,9%.

Por comunidades autónomas, la Rioja encabezó las subidas con un 21,2%, seguida de Baleares y Extremadura con incrementos medios del 19,9% y 19,6% respectivamente. Murcia, con un 7,5%; Cantabria, con el 10,6% y Galicia, con el 10,9% fueron las que tuvieron menores crecimientos.

Para el ejercicio 2004 se espera que las subidas no sean tan importantes aunque superarán el 10%.

1.3.4.- EL SECTOR PATRIMONIALISTA.

El mercado de alquiler de oficinas en 2003 ha sido positivo en Madrid superándose la contratación del 2002 en un 24%, hasta alcanzar los 630.800 metros cuadrados, siendo además la demanda más activa y decidida. Los precios han continuado descendiendo aunque en menor medida que en el año anterior.

En Barcelona se ha observado también durante el último trimestre del año un auge de la demanda reflejándose sobre todo en el volumen de contratación que ha llegado a los 79.300 metros cuadrados. Por el contrario la contratación anual, 240.000 metros cuadrados, ha sido un 15% menor que 2002.

Respecto a las rentas en 2003, en Madrid los precios máximos del distrito de negocios descendieron algo menos del 15%, en 2002 descendieron un 22%. En Barcelona, frente a la estabilidad del ejercicio anterior, han bajado en torno al 10%.

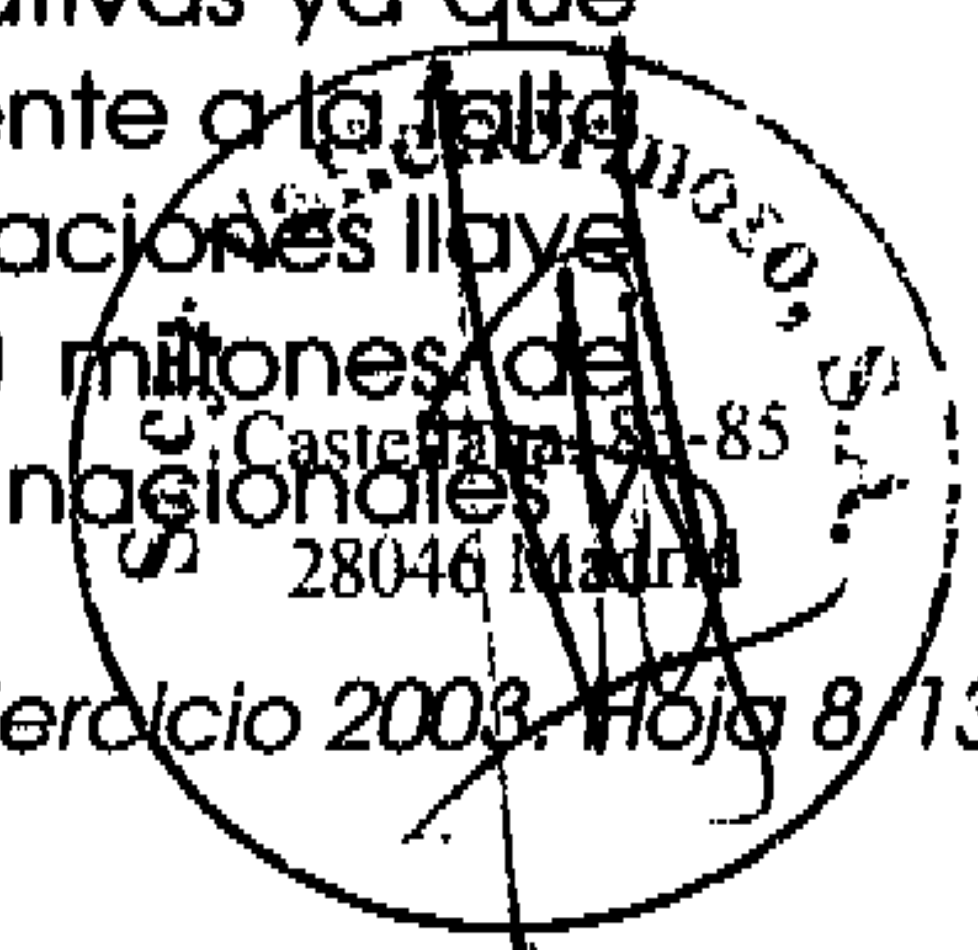
Para 2004 se espera que los precios se estabilicen en Madrid y continúen descendiendo en Barcelona, pero de forma más suave.

La oferta de oficinas nuevas en Madrid descenderá en 2004. Dentro del distrito de negocios existen muy pocas posibilidades de encontrar superficies superiores a 4.000 metros cuadrados, existiendo mucha oferta fuera de la M-40. Respecto a la venta de oficinas destacar la gran aceptación que están teniendo los módulos de la zona de la carretera de la Coruña.

En Barcelona se ha incrementado fuertemente la oferta de oficinas disponibles situándose en 342.000 metros cuadrados en el último trimestre. Para el 2004 está previsto que se entreguen un total de 200.000 metros cuadrados.

Respecto a la demanda decir que, en 2003, se incrementó en Madrid el número de operaciones de alquiler en un 15%. La previsión para 2004 es que se mantenga durante el primer semestre y crezca a finales de año, alentada por una posible subida de rentas. En Barcelona también se ha incrementado la demanda, sobre todo en el último trimestre.

Por lo que se refiere a inversión el año 2003 ha vuelto a batir todas las expectativas ya que los niveles de inversión han superado en un 40% los del 2002, debido principalmente a la falta de oferta, especialmente en Madrid. El volumen total invertido, incluyendo operaciones llave en mano y excluyendo las adquisiciones de solares, ha alcanzado los 2.580 millones de euros, de los que 2.008 se los ha llevado Madrid y 572 Barcelona. Los inversores nacionales



extranjeros han manifestado interés por comprar durante todo el ejercicio. Destacan los domésticos ya que han participado en el 85% de las operaciones de inversión en oficinas.

En centros comerciales los compradores han sido fondos de inversión españoles y alemanes e inmobiliarias españolas. El volumen y número de operaciones ha sido superior a otros ejercicios superando los 800 millones de euros.

La oferta de oficinas que han salido al mercado ha sido escasa aunque se espera que mejore en 2004 al sacar algunos propietarios sus inmuebles alentados por los precios.

La rentabilidades en el mercado de oficinas han descendido respecto a 2002 tanto en Madrid como Barcelona, estableciéndose en el caso de la primera entre el 5,75% y 6% para la zona del distrito de negocios y para las zonas secundarias entre el 6,25% y el 6,5%. En el caso de Barcelona se sitúan en el 5,75% para la primera zona y entre el 7,25% y 7,5% para la periferia.

La rentabilidad media para los Centros Comerciales en Madrid y Barcelona, situados en la zona centro, se sitúa entre el 6,25% y el 6,75%.

2. EVOLUCIÓN DEL GRUPO SACYR VALLEHERMOSO.

2.1.- EL NACIMIENTO DE UN GRAN GRUPO.

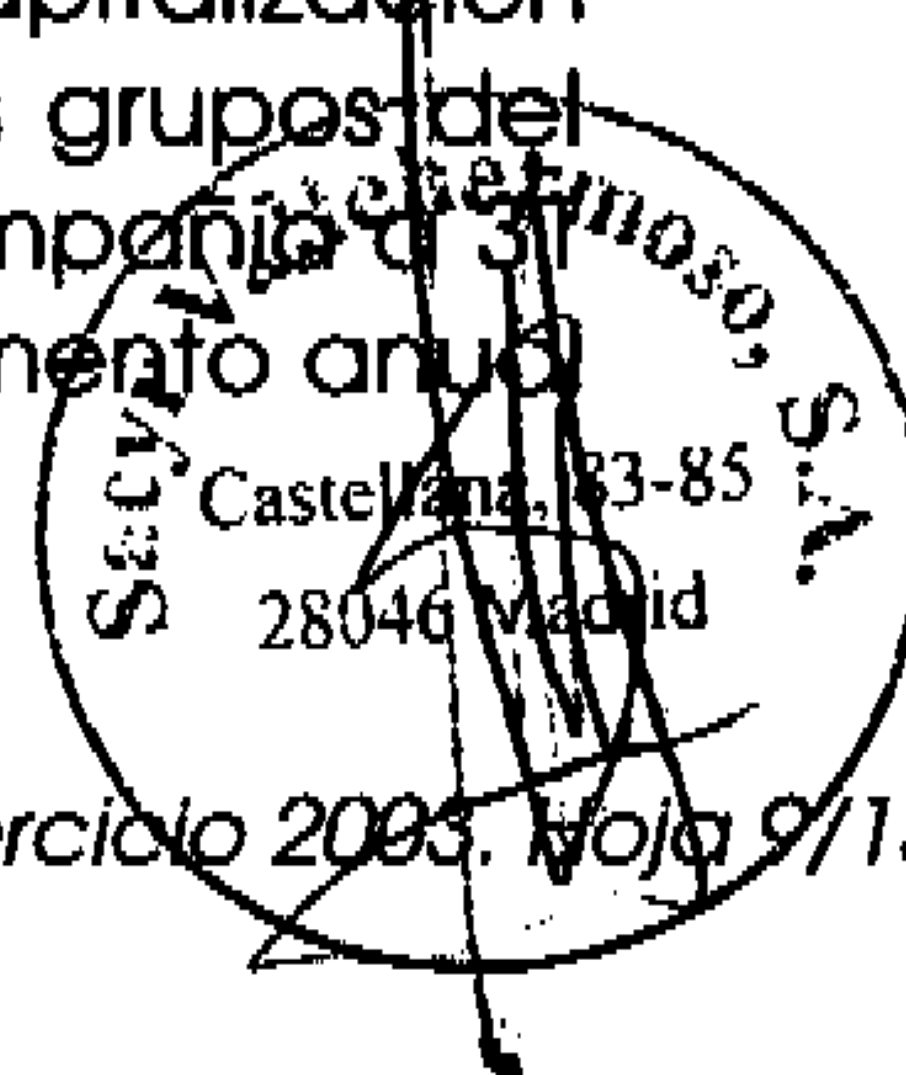
Con fecha 29 de Enero de 2003, los Consejos de Administración de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. formularon y aprobaron el Proyecto de Fusión por absorción de Grupo Sacyr, S.A. (sociedad absorbida) por Vallehermoso, S.A. (sociedad absorbente), con extinción, mediante la disolución sin liquidación de la primera y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la segunda.

El tipo de canje de las acciones de las entidades participantes en la Fusión, determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Vallehermoso y Grupo Sacyr, quedó establecido en 1 acción de Vallehermoso, de un euro de valor nominal cada una, por cada 1,2765 acciones de Grupo Sacyr, de un euro de valor nominal cada una, sin compensación complementaria en dinero alguna.

El 3 de Abril de 2003, las Juntas Generales de Accionistas de Vallehermoso, S.A. y Grupo Sacyr, S.A. aprobaron la fusión entre ambas entidades, cambiando la denominación social por la de Sacyr Vallehermoso, S.A.. Una vez inscrita en el Registro Mercantil la escritura de fusión de ambas sociedades, el día 30 de mayo de 2003, Grupo Sacyr, S.A. anuló y canjeó sus acciones. El número total de acciones de Vallehermoso que se entregaron en canje a los accionistas de Grupo Sacyr fue de 128.964.000 divididas en:

- 37.917.190 acciones de Vallehermoso que eran propiedad de la absorbida Grupo Sacyr, por la participación de ésta sobre aquella en un 24,5%.
- 91.046.810 acciones de Vallehermoso de nueva emisión procedentes de un aumento de capital de dicha sociedad.

La nueva compañía Sacyr Vallehermoso, S.A. (SyV), con un capital de 245.810.851 acciones, comenzó a cotizar en el mercado el 2 de Junio de 2003 con una capitalización bursátil de unos 2.300 millones de euros, colocándose entre los veinte primeros grupos del selectivo Ibex 35, con un peso en el mismo del 0,95%. El valor de cierre de la compañía el 31 de Diciembre de 2003 ha sido de 12,00 euros por acción lo que supone un incremento anual del 21,21% y una capitalización bursátil de 2.949 millones de euros.



El Grupo Sacyr Vallehermoso ha facturado 3.333,75 millones de euros durante el ejercicio 2003. El beneficio atribuido ha alcanzado los 334.348 miles de euros, volviendo a consolidar al Grupo como uno de los más rentables del sector. El margen bruto, medido como la relación entre el beneficio de explotación y la cifra de negocios, ha sido del 13,5%, confirmando la elevada rentabilidad alcanzada.

El Grupo ha obtenido un EBITDA de 576.881,74 miles de euros, lo que sitúa el ratio EBITDA entre cifra de negocios en el 17,3%.

El total del Balance de 2003 ha alcanzado los 11.345 millones de euros, lo que significa casi duplicar el Balance pro-forma de 2002. Con una inversión bruta que asciende a los 4.638 millones de euros.

Este alto nivel de crecimiento y rentabilidad obtenidos en 2003, quedan garantizados por la cartera de Construcción, Concesiones, Servicios, Promoción y Patrimonio del Grupo, la cuál ha alcanzado a 31 de Diciembre, los 41.557 millones de euros.

2.2.- DIVERSIFICACIÓN E INTERNACIONALIZACIÓN DEL GRUPO SACYR VALLEHERMOSO.

El Grupo Sacyr Vallehermoso ha continuado en 2003 su política de expansión y diversificación iniciado en ejercicios anteriores, destacando como hecho más significativo, la adquisición, el pasado 30 de Octubre, de la Empresa Nacional de Autopistas (ENA) a la Sociedad de Participaciones Industriales (SEPI).

El consejo de administración de la SEPI adjudicó ENA el 28 de Mayo de 2003, al consorcio encabezado por Sacyr Vallehermoso (50%), y en el que además se integran Grupo Santander (20%), Caixa Galicia (10%), Caixanova (10%), Torreal (5%) y El Monte (5%), y el Consejo de Ministros aprobó los términos de la venta el 27 de Julio.

El importe final pagado por el consorcio ascendió a 1.621,68 millones de euros una vez cerrado el Balance de ENA a 30 de Septiembre. La diferencia pagada respecto a la oferta ganadora de 1.586 millones de euros, aprobada por el consejo de administración de la SEPI ha sido como consecuencia del incremento de los fondos propios de ENA en los nueve primeros meses del 2003.

Para financiar la operación, el consorcio comprador firmó, el 30 de Octubre, un préstamo sindicado por importe de 1.600 millones de euros. De este importe 1.200 corresponden al préstamo principal para la adquisición de las acciones de ENA y los 400 millones restantes se utilizarán para asegurar la refinanciación de la deuda de las Sociedades dependientes de ENA, Audasa, Aucalsa, Audenasa y Autoestradas. El plazo de vencimiento del préstamo es de 7 años, lo que permitirá entonces refinanciarlo en condiciones ventajosas ya que el EBITDA esperado de las concesiones de ENA aumentará entre un 60% y un 70% al final de dicho periodo. El consorcio de entidades financieras que han participado en el sindicado ha sido dirigido por Grupo Santander, Ahorro Corporación Financiera, BBVA y Credit Agricole Indosuez y en él han participado más de 40 entidades nacionales e internacionales.

La operación de financiación para la compra de ENA fue destacada como operación de adquisición más importante en el sector de infraestructuras en la zona EMEA en 2003 por la prestigiosa revista *Project Finance*, perteneciente al grupo estadounidense Euromoney, primer editor de prensa especializada en temas financieros. A nivel mundial, la compra de ENA ha sido la sexta mayor en el sector de infraestructuras de transporte durante 2003. A juicio de esta revista, las condiciones finales de sindicación del crédito supusieron un éxito al que se adhirieron sin fisuras 40 entidades financieras

Los ingresos esperados que ENA generará a lo largo de la vida de sus concesiones ascenderán a 25.800 millones de euros con una tasa de retorno sobre el capital invertido (TIR) del 10%.



La adquisición de ENA ha supuesto para el Grupo Sacyr Vallehermoso un importante paso en su estrategia de situarse, a través de su filial Itinere Infraestructuras, como uno de los principales grupos concesionario de autopistas españoles, por Km en explotación. Hay que tener presente que ENA, constituida en 1984, es una de las más antiguas compañías concesionarias de España con siete concesiones viarias en España en explotación y una en Chile (compartida con Itinere Infraestructuras, S.A.U.). Además tiene otras dos en desarrollo y construcción en España: R4 y Eje Aeropuerto.

Entre las concesiones de ENA destacar la autopista A-9 Ferrol-Tuy-frontera portuguesa con 215 kilómetros de vía y cuya concesión expira en 2048. El resto de concesiones nacionales en explotación se localizan en Galicia (Autoestradas de Galicia) con conexión de 32,6 kilómetros entre A Coruña y Carballo, con un periodo de concesión hasta 2045, y la Autopista de Val Miñor, entre las localidades de Puxeiros y Bayona (Pontevedra); en Asturias, conectando León y Campomanes con 86,8 kilómetros y un plazo de concesión de 47 años y por último en Navarra con Audenasa (al 50% con el Gobierno Foral), que une Tudela con Iruzun, con un total de 102 kilómetros de longitud y 26 años de vida concesional restante.

Otra operación clave, sobre todo en lo que respecta a la internacionalización del Grupo Sacyr Vallehermoso, ha sido el acuerdo llevado a cabo en Diciembre con los accionistas mayoritarios de Somague para integrar esta compañía dentro del Grupo.

Somague es la primera compañía portuguesa de construcción y servicios, y Sacyr Vallehermoso ya poseía el 29,69% de su capital social.

Para llevar a cabo esta operación Sacyr Vallehermoso realizará una ampliación de capital de 13.850.948 acciones, que se canjearán por acciones representativas del 64,28% de Somague con lo que alcanzaría el 94% de su capital social. Como resultado de dicho canje los accionistas mayoritarios de Somague participarán en un 5,3% del capital de Sacyr Vallehermoso.

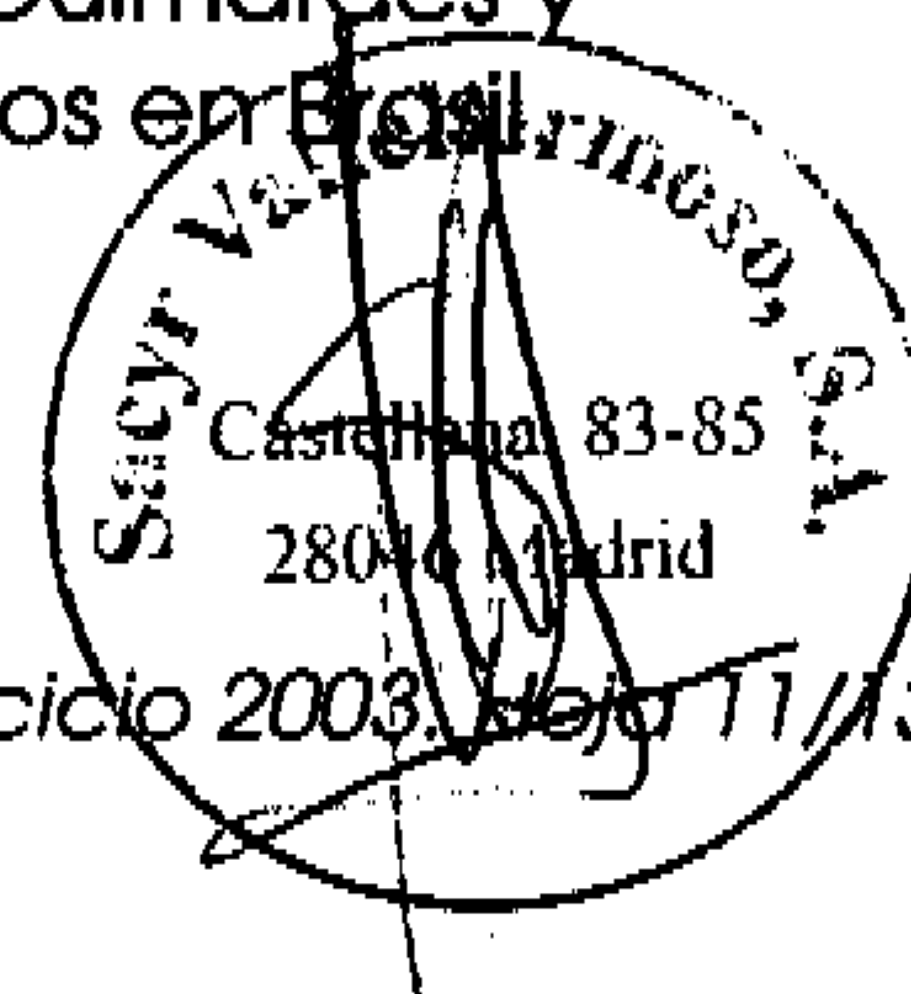
Posteriormente se realizará una OPA en el mercado portugués por el 6% restante, dando la oportunidad a los accionistas minoritarios de que obtengan liquidez con esta operación.

Esta operación permitirá a Sacyr Vallehermoso mejorar su posición competitiva en países como Portugal y Brasil, en los que existen importantes proyectos de infraestructuras en desarrollo. También se incrementará la cartera de concesiones de infraestructuras y servicios.

Somague es la primera empresa de construcción y servicios de Portugal con una facturación en 2003 de 867,85 millones de euros y unos resultados después de impuestos de 8,42 millones.

Sus principales áreas de actividad son:

- Construcción: Opera principalmente en Portugal, incluyendo Madeira y Azores, además de Brasil, Cabo Verde y Angola.
- Concesiones de autopistas: Participa en dos concesiones en Portugal (17% de Lusoponte y 20% de Autoestradas do Atlántico) y otras dos en Brasil (40% de Triángulo do Sol y 12% de Vianorte, ambas en el estado de Sao Paulo). También ha firmado un acuerdo con Brisa para la explotación de una nueva concesión de 92 kilómetros en la zona oeste de Lisboa y participa, con un 12%, en Vía Litoral, concesión de peaje en sombra de Madeira. En total Somague explota 230 kilómetros de autopistas.
- Gestión de agua: Somague es el mayor operador privado de gestión de agua en Portugal, abasteciendo a un millón de personas en ciudades como Setúbal, Guimaraes y Cascáis, entre otras. En total tiene operativas seis concesiones en Portugal y dos en Brasil.



- Servicios: Realiza actividades de mantenimiento de infraestructuras gasísticas, telecomunicaciones y electricidad en Portugal, Brasil e Irlanda, desarrollando trabajos de consultoría medioambiental y de creación y mantenimiento de zonas verdes. Opera en infraestructuras y servicios en Macao (República Popular China), y está presente en tratamiento de residuos urbanos y concesiones ferroviarias.
- Energía: Somague participa de forma mayoritaria en Finerge, empresa de energías renovables del mercado portugués con 49 Mw instalados y licencias para alcanzar 326 Mw hasta 2006, lo que supondrá una inversión total de 625 millones de euros.
- Promoción Inmobiliaria: Participa en tres grandes proyectos; Antas, en Oporto y Braço de Prata y Expo en Lisboa, además de desarrollar una sociedad conjunta con Vallehermoso Promoción para el mercado portugués.

Con estas dos grandes operaciones, llevadas a cabo en 2003 por el Grupo Sacyr Vallehermoso, queda afianzada la idea principal de convertirse en un gran Grupo con cinco áreas de negocio (Construcción, Concesiones, Servicios, Promoción inmobiliaria y Patrimonio), sectorializadas e independientes, pero trabajando bajo una dirección común que permita al Grupo seguir creciendo rentablemente como ha venido haciendo hasta ahora.

3. ACCIONES PROPIAS.

A 31 de diciembre de 2003, la Sociedad dominante Sacyr Vallehermoso, S.A. poseía 221.337 acciones propias, representativas del 0,09% de su capital social, a un precio medio de adquisición de 7,7052 euros por título. Estas acciones propias han sido adquiridas en virtud de los acuerdos adoptados en Junta General de Accionistas con el objetivo de cubrir el Plan de Concesión de Opciones sobre acciones de la Sociedad para algunos miembros del Consejo de Administración y otros empleados con responsabilidad significativa. Partiendo de un saldo inicial de 1.315.260 acciones, durante el ejercicio de 2003 se han comprado 100.000 títulos de Sacyr Vallehermoso y se han vendido 1.193.923 acciones, con unas plusvalías de 3.732,68 miles de euros.

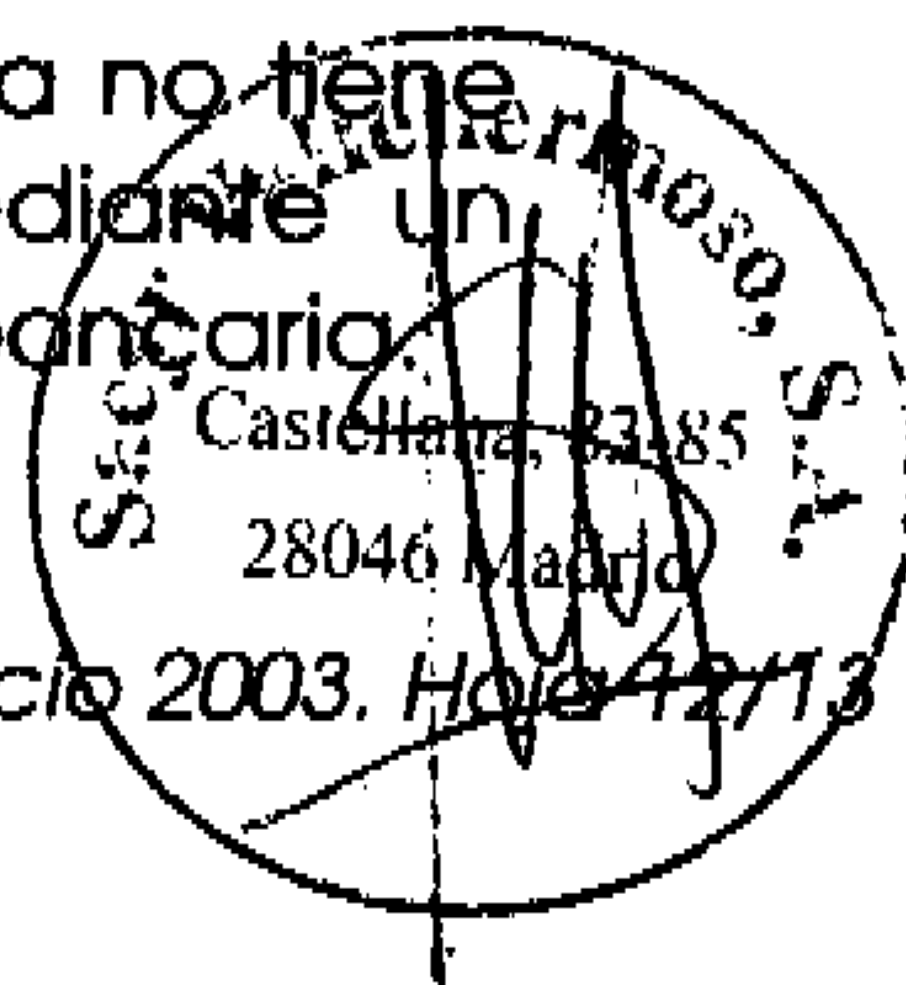
Señalar que en virtud del artículo 79.3 de la Ley de Sociedades Anónimas la Sociedad tiene constituida la correspondiente "reserva para acciones propias" por el importe de la autocartera, mediante el traspaso de reservas de libre disposición.

Por su parte Sacyr, S.A.U., Sociedad cabecera de la actividad de construcción, vendió, el 25 de noviembre de 2003, la totalidad de las acciones propias que tenía en su poder, 3.169.800 títulos, a Sacyr Vallehermoso, S.A., con lo que ésta compañía posee el 100% de Sacyr, S.A.U.

Sacyr, S.A.U. poseía 260.322 acciones de Grupo Sacyr, S.A., de un euro de valor nominal cada una, procediendo en 2003 a canjear 258.822 títulos a terceros y vender 1.500 también a terceros. La "reserva por acciones propias" de Sacyr, S.A.U. ha sido cancelada como consecuencia de estas operaciones.

4. GASTOS EN INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO (I+D).

Los únicos gastos en Investigación y Desarrollo que se han realizado en el Grupo Sacyr Vallehermoso, durante el ejercicio de 2003, son los 70 miles de euros efectuados por el Grupo Itinere como consecuencia de la investigación en nuevos sistemas de peaje, como la mejora e implantación del sistema de "telepeaje", por el cual el usuario de la vía no tiene que detener su vehículo en las cabinas para abonar el peaje, sino que mediante un transmisor instalado en su vehículo se realiza el cargo directamente en su cuenta bancaria.



En cumplimiento de lo dispuesto en el art. 171 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los Administradores de **SACYR VALLEHERMOSO, S.A.** formulan el presente **Informe de Gestión Consolidado**, correspondiente al ejercicio 2003, recogido desde la hoja número 1 a la 13, rubricadas por el Secretario del Consejo de Administración, doña Marta Silva de Lapuerta y en las que figura el sello de la Sociedad.

Los miembros del Consejo de Administración lo firmamos en Santiago de Compostela, el día diez de marzo de dos mil cuatro.

Presidente

D. José Manuel Loureda Mantiñán

Vicepresidente 1.º y Consejero Delegado

Luis F. del Rivero Asensio

Vicepresidente 2.º

D. Juan Abelló Gallo

Por **NUEVA COMPAÑÍA DE INVERSIONES, S.A.**

Vocal

D. Vicente Benedito Francés

Vocal

D. José Luis Méndez

Por **CORPORACIÓN CAIXA GALICIA, S.A.**

Vocal

D. Demetrio Carceller Arce

Vocal

D. Pedro del Corro García-Lomas

Por **TORREAL, S.A.**

Vocal

D. Manuel Manrique Cecilia

Por **CIMOFAG, S.L.**

Vocal

D. Pedro Gamero del Castillo y Bayo

Vocal

D. Matías Cortes Domínguez

Vocal

D. Juan Miguel Sanjuan Jover

Vocal

D. Francisco Javier Gayo Pozo

Vocal

D. Ignacio Ezquiaga Domínguez

Vocal

D. Antonio Basagoiti García

Diligencia: Para hacer constar que en el Consejo de Administración del 10/3/04 se formularon las Cuentas y fueron firmadas por los miembros del Consejo, excepto D. Juan Abelló y D. Antonio Basagoiti que las firmaron con posterioridad.

El Secretario del Consejo de Administración **GRUPO SACYR VALLEHERMOSO**. Informe de gestión consolidado. Ejercicio 2003. Hoja 13/13
Marta Silva de Lapuerta

