

JOSE MANUEL PUMAR MARIÑO, Presidente del Consejo de Administración de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., y responsable del contenido del FOLLETO INFORMATIVO COMPLETO DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL LIBERADA (MODELO RV),

CERTIFICO

Que la información remitida a la COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES en soporte magnético bajo el título “INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.- FOLLETO INFORMATIVO COMPLETO DE AMPLIACIÓN DE CAPITAL LIBERADA (MODELO RV)- 22 DE SEPTIEMBRE DE 2004”, coincide con la remitida y firmada por mí en papel impreso, no conteniendo los “Anexos”.

Y para que conste ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, firmo el presente certificado en Sevilla, a 23 de septiembre de 2004.

Fdo: José Manuel Pumar Mariño.

INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.

**FOLLETO INFORMATIVO
COMPLETO DE AMPLIACION
DE CAPITAL LIBERADA
(MODELO RV)**

**INSCRITO EN LOS REGISTROS OFICIALES DE LA
COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**

22 de septiembre de 2004

FOLLETO INFORMATIVO

ÍNDICE

	Página
CAPITULO I	
PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DE SU CONTENIDO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DEL FOLLETO	4
CAPITULO II	
LA OFERTA PUBLICA Y LOS VALORES NEGOCIABLES OBJETO DE LA MISMA	6
CAPITULO III	
IDENTIFICACIÓN DEL EMISOR Y OBJETO SOCIAL	29
CAPITULO IV	
ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR	37
CAPITULO V	
EL PATRIMONIO, LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS DEL EMISOR	57
CAPITULO VI	
LA ADMINISTRACIÓN, LA DIRECCIÓN Y EL CONTROL DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	70

CAPITULO VII

**EVOLUCION RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.**

85

ANEXOS

**ACUERDOS DE LA JUNTA GENERAL DE
ACCIONISTAS DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.**

**INFORME DE AUDITORIA, CUENTAS ANUALES E
INFORME DE GESTION DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.
CORRESPONDIENTES AL EJERCICIO 2003.**

**INFORME DE AUDITORIA, CUENTAS ANUALES
CONSOLIDADAS E INFORME DE GESTION CONSOLIDADO
DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. Y SOCIEDADES
DEPENDIENTES CORRESPONDIENTES AL EJERCICIO 2003.**

**BALANCE DE SITUACIÓN Y CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS
DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. A 30 DE JUNIO DE 2004 Y 2003.**

Capítulo I

PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DE SU CONTENIDO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DEL FOLLETO

I.1 PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD POR EL CONTENIDO DEL FOLLETO

I.1.1 D. JOSÉ MANUEL PUMAR MARIÑO, con DNI nº 27.925.164, como Presidente del Consejo de Administración de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., con domicilio en Avenida de la República Argentina, 19, 41011 Sevilla, N.I.F. A41002205, asume la responsabilidad del contenido de este Folleto. El contenido a de este folleto ha sido supervisado por el Comité de Auditoría de Inmobiliaria del Sur, S.A.

I.1.2 D. JOSÉ MANUEL PUMAR MARIÑO confirma la veracidad del contenido del folleto, y que no se omite ningún dato relevante ni induce a error.

I.2 ORGANISMOS SUPERVISORES DEL FOLLETO

I.2.1 El presente **folleto informativo completo** para emisiones de valores de renta variable (modelo RV) ha sido inscrito en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 22 de septiembre de 2004.

La inscripción del folleto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no implica recomendación de la suscripción o compra de los valores a que se refiere el mismo, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre la solvencia de la entidad emisora o la rentabilidad de los valores emitidos y ofertados.

I.3 VERIFICACION DE LAS CUENTAS ANUALES

La firma Arthur Andersen y Cía. S. Com., con domicilio social en Madrid, calle Raimundo Fernández Villaverde, 65, con CIF D79104469, inscrita en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC), ha sido la encargada de auditar las cuentas anuales individuales y consolidadas de Inmobiliaria del Sur,

S.A. correspondientes al ejercicio 2001, habiendo emitido informes favorables. La firma Deloitte & Touche España, S.L., con domicilio social en Madrid, calle Raimundo Fernández Villaverde, 65, con CIF B79104469, inscrita en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC), ha sido la encargada de auditar las cuentas anuales individuales y consolidadas de Inmobiliaria del Sur, S.A. correspondientes a los ejercicios 2002 y 2003, habiendo emitido informes favorables.

Un ejemplar de cada uno de estos informes se encuentra depositado en la CNMV.

Capítulo II

LA OFERTA PÚBLICA Y LOS VALORES NEGOCIABLES OBJETO DE LA MISMA

II.1 ACUERDOS SOCIALES

II.1.1 Acuerdos sociales de emisión

La Junta General de Accionistas celebrada el 19 de junio de 2004, en segunda convocatoria, con la asistencia del 85,32 % del capital social (entre accionistas presentes y representados), tomó, por unanimidad, el acuerdo de efectuar una ampliación de capital por un importe de 2.208.000 euros, con cargo a la cuenta “Reserva de revalorización Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio” por importe de 36.084,92 euros y a “Reservas Voluntarias” por importe de 2.171.915,08 euros mediante la emisión de 220.800 acciones ordinarias, de 10 euros cada una. El Balance que ha servido de base para la operación, aprobado por la referida Junta General de fecha 19 de junio de 2004, es el cerrado a 31 de diciembre de 2003, que ha sido verificado por los auditores de Cuentas de la Sociedad y está comprendido dentro los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo del aumento de capital, en cumplimiento del artículo 157 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. La Junta, asimismo, acordó delegar expresamente en el Presidente del Consejo de Administración y en el Secretario del mismo, de forma indistinta, las facultades necesarias para llevar a cabo dicha ampliación, una vez cumplidos los trámites legales y administrativos pertinentes.

Se acompaña como anexo al presente folleto y formando parte integrante del mismo, copia parcial de la escritura pública del acta que recoge los acuerdos adoptados por la Junta General Ordinaria de Accionistas celebrada el 19 de junio de 2004, otorgada por el Ilustre Notario de Sevilla Don Manuel García del Olmo.

II.1.3 Requisitos y acuerdos previos para la admisión a negociación en Bolsa.

La Junta General de Accionistas celebrada con fecha 19 de junio de 2004, adoptó, entre otros, el acuerdo de solicitar la admisión a negociación de las nuevas acciones emitidas en la Bolsa de Madrid. Es intención de Inmobiliaria del Sur, S.A. que las nuevas acciones coticen en Bolsa tras el período de asignación y transmisión de los derechos, manifestando conocer los requisitos que le son exigidos para la admisión, contratación, permanencia y exclusión en materia de Bolsa, y aceptando el cumplimiento de los mismos.

II.5 CARACTERISTICAS DE LOS VALORES

II.5.1 Naturaleza y denominación de los valores que se ofrecen

Todas las acciones que se emiten son de idénticas características a las actualmente en circulación, es decir, son acciones ordinarias, de la misma clase y serie, de 10 euros de valor nominal cada una.

II.5.2 Forma de representación

Las acciones se hallarán representadas mediante anotaciones en cuenta, estando la SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES, S.A. (IBERCLEAR) encargado de su registro contable. Su domicilio social es c/ Orense, 34, de Madrid.

II.5.3 Importe global de la emisión

El importe global de la emisión asciende a 2.208.000 euros.

II.5.4 Número de valores, numeración, proporción sobre capital, importe nominal e importe efectivo

Número de acciones:	220.800
Proporción:	10,00% del Capital (1 acción nueva por cada 10 antiguas)
Nominal acción:	10 euros
Importe nominal:	2.208.000 euros
Importe efectivo:	0 euros

Como ya se indicó anteriormente, fue la Junta General de Accionistas, celebrada el 19 de junio de 2004, la que tomó, entre otros, el acuerdo de que la ampliación de capital se realizara en parte con cargo a la cuenta “Reserva de revalorización Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio” y en parte a “Reservas Voluntarias” y que, por tanto, el precio efectivo de los valores emitidos fuera nulo.

Dadas estas circunstancias, el efecto de la ampliación de capital sobre el PER (Price-earning-ratio) es, igualmente, nulo.

Euros	Beneficio 2003	Número de acciones	Beneficio por acción	Cotización al 31/08/04	P.E.R.
Antes de la ampliación	12.666.933,78	2.208.000	5,74	140,00	24,40
Después de la ampliación	12.666.933,78	2.428.800	5,22	127,27	24,40

La cotización después de la ampliación se estima considerando que no se incrementan los recursos patrimoniales y, por tanto, sólo se produce dilución del precio del valor.

El cálculo del P.E.R. tras la ampliación de capital es una estimación en función de la cotización de las acciones tras la ampliación, según lo indicado en el párrafo anterior.

II.5.5 Comisiones y gastos que haya de desembolsar el inversor

El aumento de capital objeto del presente folleto se efectúa, por parte del emisor, libre de gastos y comisiones para los adquirientes en cuanto a la asignación de las nuevas acciones emitidas.

No obstante, las entidades podrán aplicar, de acuerdo con la legislación vigente, comisiones y gastos por la asignación de acciones y por la transmisión de derechos de asignación gratuita.

II.6 COMISIONES POR LA REPRESENTACIÓN DE LAS ACCIONES EN ANOTACIONES EN CUENTA

La inscripción, así como el mantenimiento de los valores, a favor de los inversores, en los registros de detalle a cargo de IBERCLEAR y de las Entidades Participantes en el mismo, según proceda, estará sujeta a las comisiones y gastos que, en cada momento, dichas entidades tengan establecidos según las tarifas vigentes que se hayan comunicado en su momento a la C.N.M.V. y al Banco de España, corriendo a cargo del emisor la primera inscripción y a cargo de los tenedores de las acciones las siguientes (mantenimiento, asignación, etc...)

II.7 LEY DE CIRCULACIÓN DE LOS VALORES

No existen restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones.

II.8 ADMISIÓN A COTIZACIÓN

Inmobiliaria del Sur, S.A. ha iniciado los trámites necesarios para que las nuevas acciones emitidas se admitan a negociación oficial en la Bolsa de Valores de Madrid a la mayor brevedad posible, y en todo caso, antes de transcurridos cuarenta y cinco días desde la fecha del cierre del período de asignación.

No obstante, si por causas no imputables a la Sociedad el plazo cuarenta y cinco días fuese incumplido se notificará este hecho a la C.N.M.V. justificando el motivo del retraso, haciendo públicos, además, los motivos de éste en medios de comunicación de difusión nacional sin perjuicio de la eventual responsabilidad contractual en que pudiera incurrir la Sociedad

La entidad emisora conoce y acepta cumplir con los requisitos y condiciones exigidos para la admisión, permanencia y exclusión de los valores en los mercados secundarios, según la legislación vigente y los requerimientos de sus organismos rectores.

II.9 DERECHOS Y OBLIGACIONES DE LOS TENEDORES DE LOS VALORES QUE SE EMITEN

II.9.1 Derecho a la participación en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación de la sociedad

Las nuevas acciones que se emitan conferirán a sus propietarios los mismos derechos que las acciones en circulación, en la forma especificada en la Ley y en los Estatutos. Respecto a los dividendos sobre el beneficio del ejercicio 2004, las nuevas acciones tendrán derecho al 50% de los que se otorguen a las acciones antiguas. Hasta la fecha de registro del folleto el Consejo de Administración no ha acordado el reparto a cuenta de dividendos de los resultados del ejercicio 2004.

Los derechos al cobro de dividendos, y cualesquiera otros de contenido económico, se registrarán por lo dispuesto para tales fines por el procedimiento establecido por la Ley de Sociedades Anónimas. Dicho derecho al cobro prescribirá, de conformidad con lo dispuesto en el art. 947 del Código de Comercio, a los cinco años a contar desde que pudo ser efectuado el cobro.

II.9.2 Derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones, y en la emisión de obligaciones convertibles en acciones.

De conformidad con lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas, las acciones de Inmobiliaria del Sur, S.A. gozarán de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, así como en la emisión de obligaciones convertibles en acciones.

Gozarán asimismo del derecho de asignación gratuita reconocido por la Ley de Sociedades Anónimas para el supuesto de realización de ampliaciones de capital con cargo a reservas de la Sociedad.

II.9.3 Derecho de asistencia y voto en las Juntas Generales

Tendrán derecho de asistencia a la Junta General, con voz y voto, todos los accionistas que tengan registradas sus anotaciones en cuenta en el Registro correspondiente con cinco días de antelación a aquél en que haya de celebrarse la Junta, lo que se acreditará mediante la presentación de los correspondientes certificados de legitimación o en cualquier otra forma legalmente admitida. Acreditado lo anterior se expedirá la correspondiente tarjeta de asistencia.

Las acciones de Inmobiliaria del Sur, S.A. gozan del derecho a votar en las Juntas Generales de Accionistas y del derecho a impugnar los acuerdos sociales. Cada acción conferirá al accionista el derecho a un voto en las Juntas Generales.

II.9.4 Derecho de Información

Las acciones gozan del derecho de información recogido con carácter general en el artículo 48.2 d) del T.R. de la Ley de Sociedades Anónimas y con carácter particular en el artículo 112 del mismo texto legal.

Gozan asimismo de derecho de información específica sobre determinados actos y operaciones societarios, tales como: modificación de estatutos, ampliación y reducción de capital social, aprobación de las cuentas anuales, emisión de obligaciones, convertibles o no en acciones, transformación, fusión y escisión, disolución y liquidación de la Sociedad.

II.9.5 Obligatoriedad de prestaciones accesorias

No existen

II.9.6 Fechas en que cada uno de los derechos y obligaciones comenzará a regir para las nuevas acciones

Los derechos políticos y económicos y las obligaciones que conlleva la titularidad de las nuevas acciones comenzarán a regir desde el primer día de asignación y transmisión en Bolsa de las citadas acciones. No obstante, como se indicó en el apartado II.9.1, respecto a los dividendos sobre el beneficio del ejercicio 2004, las nuevas acciones sólo tendrán derecho al 50% de los que se otorguen a las acciones antiguas.

II.10 SOLICITUDES DE SUSCRIPCIÓN

II.10.1 Colectivo de potenciales inversores a los que se ofrecen los valores

Las acciones que se emiten serán asignadas gratuitamente, en la proporción de una acción nueva por cada diez antiguas, a quienes tengan la condición de accionistas de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. y figuren inscritos como tales en los registros contables a cargo de IBERCLEAR y de las Entidades Participantes, al final del día hábil inmediatamente anterior a la fecha de inicio del período de asignación gratuita de acciones, así como a cualquier inversor que adquiera derechos de asignación gratuita, en la proporción necesaria, durante el período de asignación.

II.10.2 Período de asignación y transmisión

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 158.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, los derechos de asignación gratuita de las nuevas acciones serán transmisibles del 1 al 31 de octubre de 2004, tras lo cual se asignarán las acciones de forma automática a razón de una acción nueva por cada diez antiguas. El plazo de suscripción indicado será publicado mediante los correspondientes anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, y en los Boletines de cotización.

Si como consecuencia de dicha ecuación resultaran acciones no asignadas, se constituirá un depósito con éstas, que se mantendrá durante tres años, transcurridos los cuales podrán ser vendidas de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 59 de la Ley de Sociedades Anónimas, por cuenta y riesgo de los interesados, y el importe líquido de la venta será depositado en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos.

II.10.3 Tramitación de la asignación y transmisión.

La asignación y transmisión se tramitará a través de las entidades participantes en IBERCLEAR en cuyos registros contables estén inscritas las acciones de Inmobiliaria Del Sur, S.A. de las que derivan estos derechos.

II.10.4 Forma y fechas de hacer efectivo el desembolso

No existe desembolso alguno por parte del accionista, por tratarse de una ampliación con cargo a la cuenta de “Reserva de Revalorización Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio” por importe de 36.084,92 euros y a “Reservas Voluntarias” por importe de 2.171.915,08 euros.

La ampliación de capital se considerará desembolsada el 31 de octubre de 2004.

II.10.5 Forma y plazo de entrega de los resguardos de suscripción

Una vez publicado el anuncio de ampliación de capital en el BORME, las distintas entidades participantes depositarias de acciones de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. enviarán a los accionistas depositantes de las mismas el correspondiente boletín de suscripción. En el momento de formular las correspondientes órdenes de suscripción de las nuevas acciones de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., los interesados podrán solicitar el documento acreditativo de la misma a la Entidad Participante a través de la cual la hayan realizado. Dicho documento no será negociable y tendrá validez hasta que seña asignadas por IBERCLEAR las referencias de Registro correspondiente a las acciones suscritas y hayan quedado inscritos todos los valores en el registro contable de las entidades participantes a favor de sus respectivos titulares.

II.11 DERECHOS PREFERENTES DE SUSCRIPCIÓN

II.11.1 Indicación de sus titulares

Gozarán de derecho de asignación gratuita de las nuevas acciones que se emitan, en la proporción de una acción nueva por cada diez antiguas, quienes tengan la condición de accionistas de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. y figuren inscritos como tales en los registros contables a cargo del IBERCLEAR y de las Entidades participantes al mismo, al final del día inmediatamente

anterior a la fecha de inicio del período de asignación gratuita de acciones, así como a cualquier inversor que adquiriera derechos de asignación gratuita, en la proporción necesaria, durante el período indicado en el apartado II.10.2.

El valor teórico estimado del derecho de asignación gratuita, teniendo en cuenta los datos utilizados en II.5.4 (se ha considerado que la cotización de la acción con anterioridad al inicio del periodo de negociación de los derechos se mantiene en 140,00 euros, que es la cotización de la acción al 31 de agosto de 2004), es de 12,73 euros.

El cálculo del valor teórico se ha realizado del siguiente modo

$$\text{VTD} = \frac{(\text{COT} - \text{PRE}) \text{NAE}}{\text{NAP} + \text{NAE}}$$

VTD: Valor teórico del derecho

COT: Cotización de la acción el día anterior al de inicio del periodo de negociación de los derechos

PRE: Precio de suscripción: 0 euros.

NAP: Número de acciones previo al aumento de capital: 2.208.000 acciones

NAE: Número de acciones a emitir: 220.800 acciones

II.11.2 Mercados en los que puede negociarse

Los derechos de asignación gratuita serán negociables en la Bolsa de Valores de Madrid durante el período de asignación anteriormente señalado.

II.11.3 Información sobre la asignación de derechos

En la fecha de inicio del período de asignación gratuita, el IBERCLEAR procederá a abonar en las cuentas de sus entidades participantes los derechos de asignación gratuita que correspondan en cada una de ellas, dirigiéndoles las pertinentes comunicaciones para que, a su vez, éstas practiquen los abonos procedentes en las cuentas de los correspondientes accionistas.

Las entidades participantes emitirán los documentos acreditativos de la titularidad de los derechos de asignación gratuita en función de los datos obrantes en sus registros contables, a los efectos tanto del ejercicio de los derechos como de la transmisión de los mismos.

II.11.4 Exclusión de los derechos preferentes de asignación gratuita

No existe exclusión de los derechos preferentes de asignación gratuita.

II.12 COLOCACIÓN Y ADJUDICACIÓN DE LOS VALORES

II.12.1 La asignación de las nuevas acciones se tramitará a través de cualquiera de las entidades participantes de IBERCLEAR.

II.12.2 No interviene en la emisión entidad colocadora, directora o aseguradora alguna. Como entidad Agente ha sido designada Mediación Bursátil, S.V.B., S.A.

La entidad Agente tendrá las siguientes funciones:

- Elaborar los certificados de posición a las Entidades Participantes a través de Iberclear informándoles de la operación y de los trámites operativos.
- Control y seguimiento de las solicitudes de inscripción efectuadas.
- Envío a Iberclear de la información de los suscriptores para la asignación de las referencias de registro.
- Cumplimentar los cuadros de difusión para la C.N.M.V.
- Informar a la sociedad emisora de la evolución de la ampliación.

La retribución a percibir por la entidad agente se estima en nueve miles de euros.

II.13 TERMINACIÓN DEL PROCESO

II.13.1 Transcripción literal de la previsión acordada para el caso de no asignación íntegra

No se prevé la posibilidad de suscripción incompleta, al tratarse de una ampliación totalmente liberada con cargo a reservas, con asignación gratuita a los accionistas de las nuevas acciones que se emitan.

De la literalidad del acuerdo tomado por la Junta General de Accionistas celebrada el 19 de junio de 2004, se transcriben los párrafos relativos al procedimiento previsto en caso de no asignación íntegra de las acciones:

“En cuanto a los titulares de acciones que no ejerciten el derecho de asignación gratuita en el plazo fijado, serán de aplicación las normas establecidas por el Art. 59 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.”

Es decir, los valores que no sean asignados quedarán depositados en una cuenta, sin perjuicio de la posibilidad de que puedan ser registrados con posterioridad a favor de quien justifique su titularidad, siempre y cuando no haya transcurrido el período de tres años señalado. Si se cumpliera dicho plazo, las acciones se venderán por cuenta y riesgo de los interesados, y el importe líquido de la venta será depositado en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos a disposición de los interesados.

II.13.2 Plazo y forma de entrega de los certificados definitivos de los valores

Los accionistas tendrán derecho a obtener los certificados acreditativos de la suscripción de las entidades participantes, en las que se encuentren registradas las acciones, una vez hayan sido asignadas las correspondientes referencias de registro por parte del IBERCLEAR, antes de que concluya el día hábil siguiente a aquél en que hayan sido solicitados por el titular.

II.14 GASTOS DE EMISION, SUSCRIPCION Y ADMISION A NEGOCIACION

Los gastos de la presente operación se estiman en 46.094,49 euros, lo que representa un 2,08% del total efectivo de la emisión, según el siguiente desglose:

	<u>EUROS</u>
CNMV:	1.594,49
Agente:	9.000,00
Notaría, Registro e Impuestos:	26.000,00
Anuncios:	5.000,00
Bolsas y IBERCLEAR:	4.500,00
Total:	46.063,23

II.15 IMPOSICIÓN PERSONAL SOBRE LA RENTA DERIVADA DE LOS VALORES OFRECIDOS

A continuación se realiza un breve análisis de las principales consecuencias fiscales derivadas de la titularidad y posterior transmisión, en su caso, de las acciones de Inmobiliaria del Sur, S.A. a que se refiere la presente ampliación de capital. Dicho análisis es una descripción general del régimen aplicable de acuerdo con el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, "IRPF"), y con el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes (en adelante, "IRNR"). Igualmente, se ha tenido en cuenta lo dispuesto en el Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, "el Real Decreto 214/1999"), Real Decreto 326/1999 por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, Real Decreto legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la ley del Impuesto sobre Sociedades y el Real Decreto 537/1997, de 14 de abril, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, "el Real Decreto 537/1997").

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el presente análisis no explicita todas las posibles consecuencias fiscales de las mencionadas operaciones ni el régimen aplicable a todas las categorías de inversores, algunos de los cuales (como por ejemplo las entidades financieras, las Instituciones de Inversión Colectiva, las Cooperativas, etc.) están sujetos a normas especiales. Tampoco se ha tenido en cuenta la normativa emanada o que, en su caso, pudiera emanar de las Comunidades Autónomas de acuerdo con el alcance y puntos de conexión establecidos en la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de la

Comunidades Autónomas de régimen común y ciudades con Estatuto de Autonomía.

Por lo tanto, se aconseja en tal sentido a los inversores interesados en la adquisición de las Acciones que consulten con sus abogados o asesores fiscales, quienes les podrán prestar un asesoramiento personalizado a la vista de sus circunstancias particulares.

II.15.1 Adquisición de los valores.

La adquisición de las Acciones está exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido, en los términos previstos en el artículo 108 de la Ley del Mercado de Valores y concordantes de las leyes reguladoras de los impuestos citados.

II.15.2 Inversores residentes en territorio español

El presente apartado analiza el tratamiento fiscal aplicable tanto a los inversores residentes en territorio español, como a aquellos otros que, aun no siendo residentes, sean contribuyentes por el IRNR y actúen a través de establecimiento permanente en España, así como a aquellos inversores, personas físicas, residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea cuyos rendimientos obtenidos en territorio español procedentes del trabajo y de actividades económicas alcancen, al menos, el 75% de la totalidad de su renta en el ejercicio y que opten por tributar en calidad de contribuyentes por el IRPF.

A estos efectos, se considerarán inversores residentes en España, sin perjuicio de lo dispuesto en los convenios de doble imposición firmados por nuestro país, las entidades residentes en territorio español conforme al artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, “IS”), y los contribuyentes personas físicas que tengan su residencia habitual en España, tal y como se define en el artículo 9 del Texto Refundido de la Ley del IRPF, así como los residentes en el extranjero miembros de misiones diplomáticas españolas, oficinas consulares españolas y otros cargos oficiales, en los términos del artículo 9.2 de la mencionada norma. Igualmente, tendrán la consideración de inversores residentes en España las personas físicas de nacionalidad española, aun cuando acrediten su residencia fiscal en un paraíso fiscal, tanto durante el período impositivo en el que se produzca el cambio de residencia como en los cuatro posteriores.

Seguidamente analizamos el régimen fiscal aplicable a las personas físicas, de una parte, y a los sujetos pasivos del IS, de otra.

II.15.2.1 Personas Físicas

La titularidad y posterior transmisión, en su caso, de las Acciones tendrá, para los inversores, consecuencias en el ámbito del IRPF, del Impuesto sobre el Patrimonio y del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

II.15.2.1.1 Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Las Acciones generarán para sus titulares rendimientos del capital mobiliario y, de procederse a su transmisión, ganancias o, en su caso, pérdidas patrimoniales.

a) Rendimientos del capital mobiliario

Para los contribuyentes por el IRPF, de conformidad con el artículo 23 del Texto Refundido de la Ley del IRPF, tendrán la consideración de rendimientos del capital mobiliario los dividendos, las primas de asistencia a juntas, los rendimientos derivados de la constitución o cesión de derechos o facultades de uso o disfrute sobre las Acciones y, en general, las participaciones en los beneficios de Inmobiliaria del Sur, S.A. así como cualquier otra utilidad percibida del mismo en su condición de accionista.

A efectos de su integración en la base imponible del IRPF, el rendimiento íntegro se calculará multiplicando el importe íntegro percibido por el porcentaje del 140%. Para el cálculo del rendimiento neto serán deducibles los gastos de administración y depósito de las Acciones pero no los de gestión discrecional e individualizada de la cartera. Finalmente, los accionistas tendrán derecho a deducir de la cuota íntegra de su IRPF el 40% del importe íntegro percibido por los anteriores conceptos.

No obstante, el porcentaje será del 100% (y no del 140%), no aplicándose la deducción del 40%, cuando se trate de rendimientos procedentes de Acciones adquiridas dentro de los dos meses anteriores a la fecha en que aquéllos se hubieran satisfecho cuando, con posterioridad a esa fecha, dentro del mismo plazo, se produzca una transmisión de valores homogéneos.

Asimismo, los accionistas soportarán una retención, a cuenta del IRPF, del 15% sobre el importe íntegro del beneficio distribuido. La retención a cuenta será deducible de la cuota del referido impuesto y, en caso de insuficiencia de ésta, dará lugar a las devoluciones previstas en el artículo 105 del Texto Refundido de la Ley del IRPF.

b) Ganancias y pérdidas patrimoniales

Las transmisiones de Acciones realizadas por los contribuyentes por el IRPF, sean a título oneroso o lucrativo, así como las restantes alteraciones patrimoniales contempladas en el artículo 31 del Texto Refundido de la Ley del IRPF, darán lugar a ganancias y pérdidas patrimoniales que se integrarán en la base imponible y se someterán a tributación de acuerdo con las normas generales para este tipo de rentas.

Entre dichas normas cabe destacar:

- (i) Cuando el accionista posea valores homogéneos adquiridos en distintas fechas, se entenderán transmitidos los adquiridos en primer lugar.

- (ii) En los casos y con los requisitos establecidos en el Texto Refundido de la Ley del IRPF (arts. 31.5 y concordantes), determinadas pérdidas derivadas de transmisiones de acciones admitidas a negociación en mercado secundario oficial de valores español no se computarán como pérdidas patrimoniales.
- (iii) Con carácter general, las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto como consecuencia de la transmisión de acciones adquiridas con más de un año de antelación a la fecha en que tenga lugar la alteración en la composición del patrimonio, se integrarán en la parte especial de la base imponible, gravándose al tipo fijo del 15%.
- (iv) Cuando las acciones que se transmitan hayan sido adquiridas con anterioridad al 31 de diciembre de 1994, deberá tenerse en cuenta el número de años que dichas acciones hayan permanecido en el patrimonio del accionista hasta el 31 de diciembre de 1996, con el fin de aplicar los coeficientes reductores establecidos en la Disposición Transitoria Octava de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y a la que se remite la Disposición Transitoria Novena del Texto Refundido de la Ley del IRPF.

En el caso de acciones admitidas a negociación en mercado secundario oficial de valores español, el importe obtenido por la venta de derechos de suscripción preferente minorará el coste de adquisición de las acciones de las que los mismos procedan, a efectos de futuras transmisiones, hasta que éste quede reducido a cero. Las cantidades percibidas en exceso sobre el coste de adquisición se considerarán ganancia patrimonial.

La entrega de acciones liberadas a sus accionistas no constituirá renta para éstos.

En el supuesto de acciones totalmente liberadas, el valor de adquisición de las nuevas y de las antiguas de las que procedan quedará fijado en el resultado de dividir el coste total de las antiguas entre el número de acciones, tanto antiguas como liberadas, que correspondan. Para las acciones parcialmente liberadas se estará al importe realmente satisfecho.

II.15.2.1.2 Impuesto sobre el Patrimonio

Los inversores residentes en territorio español están sometidos al Impuesto sobre el Patrimonio (en adelante, “IP”) por la totalidad del patrimonio de que sean titulares a 31 de diciembre de cada año, con independencia del lugar donde estén situados los bienes o puedan ejercitarse los derechos, en los términos previstos en la Ley 19/1991, de 6 de junio y, en su caso, en la normativa emanada por la Comunidad Autónoma competente según el alcance y los puntos de conexión establecidos en la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación

de la Comunidades Autónomas de régimen común y ciudades con Estatuto de Autonomía.

A tal efecto, aquellas personas físicas que adquieran las Acciones por medio de esta operación y que estén obligadas a presentar declaración por el IP, deberán declarar las Acciones que posean a 31 de diciembre de cada año, las cuales se computarán según el valor de negociación media del cuarto trimestre de dicho año. El Ministerio de Economía y Hacienda publicará anualmente dicha cotización media.

II.15.2.1.3 Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las transmisiones de Acciones a título lucrativo (por causa de muerte o donación) en favor de personas físicas residentes en España están sujetas al Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (en adelante, "ISD") en los términos previstos en la Ley 29/1987, de 18 de diciembre y, en su caso, en la normativa emanada por la Comunidad Autónoma competente según el alcance y los puntos de conexión establecidos en la Ley 21/2001, de 27 de diciembre, por la que se regulan las medidas fiscales y administrativas del nuevo sistema de financiación de la Comunidades Autónomas de régimen común y ciudades con Estatuto de Autonomía.

II.15.2.2 Sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades

A efectos de su gravamen en el IS, habrán de tenerse en cuenta las rentas que obtengan los inversores personas jurídicas derivadas tanto de la distribución de dividendos como de la transmisión, en su caso, de las Acciones.

a) Dividendos

Los sujetos pasivos del IS o los que, siendo contribuyentes por el IRNR, actúen en España a estos efectos a través de establecimiento permanente, integrarán en su base imponible el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios, así como los gastos inherentes a la participación, en la forma prevista en el artículo 10 del Texto Refundido de la Ley del IS.

Siempre que no se dé alguno de los supuestos de exclusión previstos en el art. 30 del Texto Refundido de la Ley del IS, los sujetos pasivos de dicho impuesto tendrán derecho a una deducción del 50% de la cuota íntegra que corresponda a la base imponible derivada de los dividendos o participaciones en beneficios obtenidos, a cuyos efectos se considerará que la base imponible es el importe íntegro de los mismos.

La deducción anterior será del 100% cuando, cumplidos los restantes requisitos exigidos por la norma, los dividendos o participaciones en beneficios procedan de una participación, directa o indirecta, de al menos el 5% del capital, y siempre que ésta se hubiese poseído de manera ininterrumpida durante el año anterior al día en que sea exigible el beneficio que se distribuya, o en su defecto que se mantenga durante el tiempo necesario para completar un año.

Asimismo, los sujetos pasivos del IS soportarán una retención, a cuenta del referido impuesto, del 15% sobre el importe íntegro del beneficio distribuido, salvo que les resulte aplicable la deducción por doble imposición del 100% de los dividendos percibidos, en cuyo caso no se practicará retención alguna. Dicha retención será, caso de practicarse, deducible de la cuota del IS y, en caso de insuficiencia de ésta, dará lugar a las devoluciones previstas en el artículo 139 de su ley reguladora.

b) Rentas derivadas de la transmisión de las Acciones

El beneficio o la pérdida derivados de la transmisión onerosa o lucrativa de las Acciones o de cualquier otra alteración patrimonial relativa a las mismas se integrará en la base imponible de los sujetos pasivos del IS, o contribuyentes por el IRNR que actúen a través de establecimiento permanente en España, en la forma prevista en el artículo 10 y siguientes del Texto Refundido de la Ley del IS.

Asimismo, en los términos previstos en el artículo 30 del Texto Refundido de la Ley del IS, la transmisión de Acciones por sujetos pasivos de este impuesto puede otorgar al transmitente derecho a deducción por doble imposición. En su caso, el transmitente podrá disfrutar de la deducción por reinversión de acuerdo con lo establecido en el artículo 42 del citado Texto Refundido, por la parte correspondiente a la renta que no hubiera disfrutado de la deducción por doble imposición.

Finalmente, en caso de transmisión gratuita de las Acciones a favor de un sujeto pasivo del IS, la renta que se genere tributará igualmente de acuerdo con las normas de este impuesto, no siendo aplicable el ISD.

II.15.3 Inversores no residentes en territorio español

El presente apartado analiza el tratamiento fiscal aplicable a los inversores no residentes en territorio español, excluyendo a aquellos que actúen en territorio español mediante establecimiento permanente, cuyo régimen fiscal ha quedado descrito junto al de los inversores residentes.

Se considerarán inversores no residentes las personas físicas que no sean contribuyentes por el IRPF y las entidades no residentes en territorio español, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 5 y 7 del texto Refundido de la Ley del IRNR.

El régimen que se describe a continuación es de carácter general, por lo que se deberán tener en cuenta las particularidades de cada sujeto pasivo y las que puedan resultar de los convenios para evitar la doble imposición celebrados entre terceros países y España.

II.15.3.1 Impuesto sobre la Renta de No Residentes

La titularidad de las Acciones generará para los inversores no residentes en territorio español rendimientos del capital mobiliario y, en su caso, ganancias o pérdidas patrimoniales si se procede a su transmisión.

a) Rendimientos del capital mobiliario

Los dividendos y otros rendimientos derivados de la participación en los Fondos Propios de una entidad, obtenidos por personas o entidades no residentes en España, que actúen sin establecimiento permanente, estarán sometidos a tributación por el IRNR al tipo del 15% sobre el importe íntegro percibido, no resultando de aplicación el coeficiente multiplicador del 140% ni la deducción en cuota del 40%, mencionados anteriormente al tratar de los accionistas residentes. Cuando en virtud de la residencia del perceptor resulte aplicable un convenio para evitar la doble imposición suscrito por España, se aplicará, en su caso, el tipo de gravamen reducido previsto en el convenio para este tipo de rentas.

Con carácter general, Inmobiliaria del Sur, S.A. efectuará, en el momento del pago, una retención a cuenta del IRNR del 15% o del tipo reducido establecido en un convenio para evitar la doble imposición suscrito por España que resulte aplicable, siempre que, en este último caso, se dé cumplimiento a una serie de obligaciones formales.

En los supuestos en los que, habiéndose practicado sobre el dividendo una retención del 15%, el tipo impositivo aplicable fuera inferior o resultara de aplicación una exención, de acuerdo con lo previsto por la normativa del IRNR o por algún convenio internacional, el accionista podrá solicitar la regularización del tipo de retención, conforme a lo dispuesto en la Orden de 13 de abril de 2000, siempre que en el procedimiento de pago intervengan entidades financieras domiciliadas, residentes o representadas en España que sean depositarias o gestionen el cobro de la renta de las acciones. En caso de no aplicarse este procedimiento, podrá solicitar de la Hacienda Pública la devolución del importe retenido en exceso. En todo caso, practicada la retención, los accionistas no residentes no estarán obligados a presentar declaración en España por el IRNR.

b) Ganancias patrimoniales

De acuerdo con el Texto Refundido de la Ley del IRNR, las ganancias patrimoniales obtenidas por personas físicas o entidades no residentes por la transmisión de las Acciones, o cualquier otra ganancia de capital relacionada con las mismas, estarán sometidas a tributación por el IRNR. Las ganancias patrimoniales tributarán por el IRNR al tipo general del 35%, salvo que resulte aplicable un convenio para evitar la doble imposición suscrito por España, en cuyo caso se estará a lo dispuesto en dicho convenio. De la aplicación de los convenios resultará generalmente la exención de las ganancias patrimoniales obtenidas por la transmisión de las Acciones.

Adicionalmente, estarán exentas las ganancias patrimoniales siguientes:

- (i) Las derivadas de transmisiones de valores realizadas en mercados secundarios oficiales de valores españoles, obtenidas sin mediación de establecimiento permanente por personas o entidades residentes en un Estado que tenga suscrito con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información.
- (ii) Las derivadas de bienes muebles obtenidas sin mediación de establecimiento permanente por personas o entidades residentes a efectos fiscales en otros Estados miembros de la Unión Europea, siempre que no hayan sido obtenidas a través de países o territorios calificados reglamentariamente como paraísos fiscales. Como excepción, la exención no alcanza a los incrementos de patrimonio que se produzcan por transmisión de acciones o derechos de una entidad en los casos siguientes:
 - (i) cuando el activo de dicha entidad consista principalmente, de forma directa o indirecta, en bienes inmuebles situados en territorio español, o, **ii)** cuando, en algún momento, dentro de los doce meses precedentes a la transmisión, el sujeto pasivo o, en caso de persona física, su cónyuge o personas vinculadas con aquél por parentesco hasta el tercer grado inclusive, hayan participado, directa o indirectamente, en, al menos, el 25% del capital o patrimonio de la sociedad emisora.

La ganancia se calculará y someterá a tributación separadamente para cada transmisión, no siendo posible la compensación de ganancias y pérdidas en caso de varias transmisiones con resultados de distinto signo. Su cuantificación, por su parte, se efectuará aplicando las reglas del artículo 24 del Texto Refundido de la Ley del IRNR.

Cuando el inversor posea valores homogéneos, adquiridos en distintas fechas, se entenderán transmitidos los adquiridos en primer lugar. El importe obtenido por la venta de derechos de suscripción preferente minorará el coste de adquisición de las acciones de las que los mismos procedan, a efectos de futuras transmisiones, hasta que dicho coste quede reducido a cero. Las cantidades percibidas en exceso sobre el coste de adquisición se considerarán ganancia patrimonial.

Cuando las acciones que se transmitan hayan sido adquiridas por personas físicas sin establecimiento permanente con anterioridad al 31 de diciembre de 1994, deberá tenerse en cuenta el número de años que dichas acciones hayan permanecido en el patrimonio del accionista hasta el 31 de diciembre de 1996, con el fin de aplicar los coeficientes reductores establecidos en la Disposición Transitoria Octava de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto Sobre La Renta de la Personas Físicas, y a la que se remite la Disposición Transitoria Novena del Texto Refundido de la Ley del IRPF por remisión, igualmente, de la Disposición Transitoria Única del Texto Refundido de la Ley del IRNR.

La entrega de nuevas acciones, total o parcialmente liberadas a sus accionistas, no constituirá renta para éstos. En el supuesto de acciones totalmente liberadas, el valor de adquisición de las nuevas y de las antiguas de las que procedan

quedará fijado en el resultado de dividir el coste total de las antiguas entre el número de acciones, tanto antiguas como liberadas, que correspondan. Para las acciones parcialmente liberadas se estará al importe realmente satisfecho.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 14.3.a). del Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero, las ganancias patrimoniales obtenidas por no residentes sin mediación de establecimiento permanente no estarán sujetas a retención o ingreso a cuenta del IRNR.

El inversor no residente estará obligado a presentar declaración, determinando e ingresando, en su caso, la deuda tributaria correspondiente. Podrán también efectuar la declaración e ingreso su representante fiscal en España, el pagador de la renta o el depositario o gestor de las Acciones, con sujeción al procedimiento y modelo de declaración previstos en la Orden HAC/3626/2003, de 23 de diciembre.

II.15.3.2 Impuesto sobre el Patrimonio

Están sujetas al IP las personas físicas que, sin perjuicio de lo que resulte de los convenios de doble imposición suscritos por España, no tengan su residencia habitual en territorio español de conformidad con lo previsto en el artículo 9 del Texto Refundido de la Ley del IRPF y que sean titulares de bienes situados o de derechos que pudieran ejercitarse en el mismo. Estos bienes o derechos serán los únicos gravados, aplicándoseles la escala de gravamen general del impuesto, cuyos tipos marginales oscilan entre el 0,2% y el 2,5%.

Caso de que proceda su gravamen por el IP, las acciones propiedad de personas físicas no residentes y que estén admitidas a negociación en mercado secundario oficial de valores español se computarán por la cotización media del cuarto trimestre de cada año. El Ministerio de Economía y Hacienda publicará anualmente la mencionada cotización media a efectos de este impuesto.

La tributación se realizará mediante autoliquidación que deberá ser presentada por el Sujeto pasivo, su representante fiscal en España o el depositario o gestor de sus acciones en España.

II.15.3.3 Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones

Las adquisiciones a título lucrativo por personas físicas no residentes en España, y cualquiera que sea la residencia del transmitente, estarán sujetas al ISD cuando la adquisición lo sea de bienes situados en territorio español o de derechos que puedan ejercitarse en ese territorio. Las sociedades no son sujetos pasivos de este impuesto y las rentas que obtengan de esta fuente deberán tributar de acuerdo con las normas del IS.

II.16 FINALIDAD DE LA OPERACIÓN

La finalidad de la operación es dar cumplimiento a la política establecida por Inmobiliaria del Sur, S.A., desde hace años, de adecuar el capital social al creciente tamaño de la Sociedad, así como permitir que los accionistas participen de forma tangible de las reservas generadas sin que la Sociedad vea mermada su tesorería ni sus recursos propios.

II.17 DATOS RELATIVOS A LA NEGOCIACIÓN DE LAS ACCIONES DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. PREVIAMENTE ADMITIDAS A COTIZACIÓN EN BOLSA.

II.17.1 Número de acciones admitidas a negociación

Todas las acciones que componen el capital social actual, 2.208.000 de 10 euros de valor nominal cada una, son de la misma clase y están admitidas a negociación en la Bolsa de Valores de Madrid.

II.17.2 Evolución de la negociación

2001	Número de valores negociados	Número de días cotizados	Valores negociados por día (Máximo)	Valores negociados por día (Mínimo)	Cotizaciones en euros (Máximo)	Cotizaciones en euros (Mínimo)
Enero	2,082	3	1,302	330	55.00	54.00
Febrero	542	3	282	80	52.00	52.00
Marzo	1,250	6	438	77	52.00	51.50
Abril	200	3	100	25	52.00	51.50
Mayo	2,050	2	1,500	550	52.00	52.00
Junio	638	4	398	40	60.00	56.00
Julio	1,847	10	492	50	62.00	60.25
Agosto	1,441	4	500	263	60.15	60.15
Septiembre	1,197	5	372	150	60.25	57.00
Octubre	1,137	5	469	108	49.00	43.00
Noviembre	810	3	400	200	49.00	46.50
Diciembre	2,210	4	1,270	120	49.00	48.40
Total	15,404	52	1,500	25	62.00	43.00

Fuente: Bolsa de Valores de Madrid

2002	Número de valores negociados	Número de días cotizados	Valores negociados por día (Máximo)	Valores negociados por día (Mínimo)	Cotizaciones en euros (Máximo)	Cotizaciones en euros (Mínimo)
Enero	1.956	6	710	100	49	48
Febrero	2.952	4	1.726	53	51	50
Marzo	345	1	345	345	52	52
Abril	3.971	3	3.197	300	56	55
Mayo	4.639	6	1.600	135	56	56
Junio	2.558	4	1.166	406	62	58
Julio	1.433	5	655	161	66	63
Agosto	610	4	340	56	69	66
Septiembre	3.387	7	1.729	100	72	69
Octubre	1.486	6	779	63	75	60
Noviembre	1.393	3	1.122	103	78	75
Diciembre	2.413	5	1.567	131	80	75
Total	27.143	54	3.197	53	80,00	48,40

Fuente: Bolsa de Valores de Madrid

2003	Número de valores negociados	Número de días cotizados	Valores negociados por día (Máximo)	Valores negociados por día (Mínimo)	Cotizaciones en euros (Máximo)	Cotizaciones en euros (Mínimo)
Enero	1.003	4	453	100	95,00	85,00
Febrero	740	4	450	79	102,00	95,00
Marzo	2.400	3	1.570	330	105,00	102,00
Abril	1.821	4	895	93	105,00	104,00
Mayo	2.204	4	1.567	137	108,00	105,00
Junio	1.000	5	300	120	112,00	106,00
Julio	635	4	300	53	116,00	111,00
Agosto	368	4	149	50	125,00	119,00
Septiembre	406	3	156	100	125,00	125,00
Octubre	350	1	350	350	110,00	110,00
Noviembre	2.741	4	2.112	171	140,00	126,00
Diciembre	13.690	4	13.530	8	154,00	138,00
Total	27.358	44	13.530	8	154,00	85,00

Fuente: Bolsa de Valores de Madrid

2004	Número de valores negociados	Número de días cotizados	Valores negociados por día (Máximo)	Valores negociados por día (Mínimo)	Cotizaciones en euros (Máximo)	Cotizaciones en euros (Mínimo)
Enero	118	1	118	118	154,00	154,00
Febrero	2.248	5	856	242	135,00	125,00
Marzo	3.960	8	1.686	100	125,50	111,00
Abril	411	2	307	104	120,00	111,55
Mayo	2.164	6	1.600	1	123,50	121,00
Junio	3.187	4	2.684	48	135,96	123,50
Julio	890	2	860	30	135,96	135,96
Agosto	655	6	162	38	150,00	140,00
Total	13.633	34	2.684	1	154,00	111,00

Fuente: Bolsa de Valores de Madrid

II.17.3 Resultados y dividendos por acción

Euros	Ejercicio 2003	Ejercicio 2002	Ejercicio 2001
Beneficio ejercicio	12.666.933,78	9.612.951,81	7.092.077,84
Capital fin ejercicio	22.080.000	19.320.000	16.560.000
Nº Acciones fin ejercicio	2.208.000	1.932.000	1.656.000
Beneficio por acción	5,74	4,98	4,28
Capital ajustado	19.780.000	17.020.000	14.260.000
Nº Acciones ajustado	1.978.000	1.702.000	1.426.000
Beneficio por acción ajustado	6,40	5,65	4,97
Cotización al cierre del ejercicio	154,00	78,50	48,40
P.E.R.	24,05	13,90	9,73
Pay out (%)	44,12%	44,79%	44,24%
Dividendo medio por acción	2,83	2,53	2,20
Resultado atribuido a la sociedad dominante por acción	6,19	5,68	4,81

Notas:

P.E.R = Cotización al cierre del ejercicio / B⁰ por acción ajustado.

Pay out (%) = Dividendo total del ejercicio / Beneficio ejercicio.

Dividendo medio por acción = Dividendo total del ejercicio / nº acciones fin ejercicio.

Los datos del cuadro anterior se corresponden a los individuales de Inmobiliaria del Sur, S.A., por no suponer variaciones significativas respecto a los datos consolidados.

II.17.4 Ampliaciones de capital realizadas durante los tres últimos ejercicios

Durante los tres últimos ejercicios, Inmobiliaria del Sur, S.A. ha realizado tres ampliaciones de capital.

La primera, realizada en 2001, ascendió a 2.760.000 euros, y se materializó en la emisión de 276.000 nuevas acciones, de 10 euros de valor nominal cada una, completamente liberadas con cargo a la cuenta “Reserva de Revalorización Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio”. El capital social quedó fijado en 16.560.000 euros.

La segunda, realizada en 2002, ascendió a 2.760.000 euros, y se materializó en la emisión de 276.000 nuevas acciones, de 10 euros de valor nominal cada una, completamente liberadas con cargo a la cuenta “Reserva de Revalorización Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio”. El capital social quedó fijado en 19.320.000 euros.

La tercera, realizada en 2003, ascendió a 2.760.000 euros, y se materializó en la emisión de 276.000 nuevas acciones, de 10 euros de valor nominal cada una, completamente liberadas con cargo a la cuenta “Reserva de Revalorización Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio”. El capital social quedó fijado en 22.080.000 euros.

II.18 OTROS DATOS DE LA EMISIÓN

II.18.1 Personas que han participado en el diseño y/o asesoramiento de la emisión

El diseño de la emisión ha sido llevado a cabo por el Consejo de Administración de Inmobiliaria del Sur, S.A.

II.18.2 Vínculos o intereses económicos.

No existen.

Capítulo III

IDENTIFICACION DEL EMISOR Y OBJETO SOCIAL

III.1 IDENTIFICACIÓN Y OBJETO SOCIAL

III.1.1 Denominación social

INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., con NIF A41002205 y domicilio social en Sevilla, Avenida de la República Argentina, 19.

III.1.2 Objeto social

El objeto social de la compañía viene determinado por el artículo 2º de sus estatutos sociales, y es el siguiente:

- La compra, construcción, venta, arrendamiento y cualquier otra forma de explotación admitida en Derecho, de toda clase de bienes inmuebles, especialmente terrenos, viviendas, locales, oficinas, aparcamientos, naves industriales y complejos turísticos, hoteleros y deportivos.
- La redacción, tramitación y ejecución de proyectos y planes de ordenación urbana de terrenos susceptibles de ello, de conformidad con lo previsto en las disposiciones de la Ley del Suelo y sus Reglamentos de aplicación y demás disposiciones vigentes en la materia, ya sea para uso residencial, industrial o terciario.
- La constitución y promoción de comunidades para la adquisición de terrenos, construcción o terminación de edificios, ya sean viviendas, oficinas, locales o aparcamiento, así como naves industriales.
- La prestación a terceros de toda clase de servicios de asesoramientos, representación, administración, promoción, compra, venta y arrendamiento, referidos a negocios de carácter inmobiliario, incluidos los relativos a confección de proyectos de ordenación urbana, su ejecución y dirección.
- La fabricación industrial de materiales para la construcción, prefabricados, estructuras y demás con destino a obras propias o para su venta a terceros.
- La compra, venta y uso por cualquier título jurídico de toda clase de maquinaria y materiales relacionados con la construcción.

Las actividades antes indicadas pudieran ser desarrolladas total o parcialmente, de modo indirecto, mediante la participación en otras sociedades con objeto idéntico o análogo.

Los sectores de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas en los que se encuadra la actividad desarrollada por la sociedad son el 701 y el 702.

III.2 INFORMACIONES LEGALES

III.2.1 Constitución de la Sociedad

INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., fue constituida por tiempo indefinido en Sevilla, el 6 de septiembre de 1945, mediante escritura pública otorgada ante el Notario que fue del Ilustre Colegio de Sevilla, don José Balbuena Montero (nº 515 de su protocolo), y se halla inscrita en el Registro Mercantil de Sevilla, al tomo 598, libro 384 de la sección 3ª de Sociedades, folio 47, Hoja SE-813 (antes 3.917), inscripción 65ª.

Comenzó a desarrollar su actividad en esa misma fecha.

Los estatutos sociales pueden consultarse en el domicilio social de la Sociedad, así como en el Registro Mercantil de Sevilla y en la CNMV.

III.2.2 Forma jurídica

La forma jurídica es la de Sociedad Anónima. Se encuentra, por tanto, sometida a la normativa general vigente para este tipo de entidades, así como a la específica de las sociedades que cotizan en los mercados de valores.

III.3. INFORMACIONES SOBRE EL CAPITAL

III.3.1 Importe nominal del capital suscrito y desembolsado

El capital está totalmente suscrito y desembolsado y su importe es de 22.080.000 euros.

III.3.3 Clases y serie de acciones

El capital social está dividido en 2.208.000 acciones de diez euros de valor nominal cada una, pertenecientes a una sola clase y serie, representadas por medio de anotaciones en cuenta, siendo la entidad encargada de su registro contable la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A., con domicilio en Madrid, calle Orense, 34.

III.3.4 Evolución del capital social en los tres últimos años

Esta información ya ha sido incluida en el punto II.17.4.

III.3.5 Existencia de empréstitos de obligaciones convertibles, canjeables o con “warrants”

No existen empréstitos de obligaciones convertibles, canjeables o con “warrants”.

III.3.6 Existencia de privilegios

No existen títulos que representen ventajas atribuidas a fundadores o promotores, ni bonos de disfrute.

III.3.7 Autorizaciones de la Junta para aumentar el capital o emitir empréstitos

No existen, excepto la aprobación del aumento de capital con cargo a reservas de este folleto.

III.3.8 Condiciones a las que los Estatutos someten las modificaciones del capital social

Para que la Junta General Ordinaria o Extraordinaria pueda acordar válidamente el aumento o disminución del capital, habrán de concurrir a ella, en primera convocatoria, accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 75 por ciento del capital suscrito con derecho a voto. En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia del 50 por ciento de dicho capital, de acuerdo con lo previsto por el artículo 13º de los estatutos sociales.

III.4 ACCIONES PROPIAS

La sociedad no posee acciones propias en cartera.

No obstante, empresas participadas por Inmobiliaria del Sur, S.A. en más de un 50 por ciento poseen 63.748 acciones de la misma, que representan un 2,89 por ciento del capital social, de acuerdo con el siguiente detalle:

Parking Insur, S.A.	49.274	acciones.
Coopinsur, S.A.	5.284	acciones.
Cominsur, S.A.	9.190	acciones.
Total	63.748	acciones.

Los movimientos habidos durante el ejercicio 2003 y hasta la fecha de registro del folleto en el número de acciones propias son los siguientes:

Número de acciones a 31 de diciembre de 2002	55.781
Suscripción acciones en la ampliación de capital liberada de octubre de 2003	7.967
Acciones a la fecha de registro del folleto	63.748

Las únicas operaciones realizadas por estas empresas a lo largo de los tres últimos años fueron las siguientes (en euros):

Año	Sociedad	Acciones adquiridas	Importe de las adquisiciones	Precios medios	Acciones enajenadas	Importe de las enajenaciones	Precios medios	Beneficios obtenidos
sep-01	Parking Insur, S.A.	175	10.577,13	60,44				
oct-01	Parking Insur, S.A.	6.113		(*)				
oct-01	Parking Insur, S.A.	539	25.829,52	47,92				
abr-02	Parking Insur, S.A.				250	13.750,00	55,00	7.963,60
oct-02	Parking Insur, S.A.	6.159		(*)				
oct-03	Parking Insur, S.A.	6.159		(*)				

(*) Valor de suscripción 0 euros, al tratarse de ampliaciones de capital con cargo a reservas (Ver apartado II.17.4)

Nota: La Sociedad Parking Insur, S.A. adquirió en octubre de 2001 once derechos de suscripción para la ampliación de capital realizada en octubre de 2001, y vendió dos derechos de suscripción en las ampliaciones de capital realizadas en octubre de 2002 y 2003. La adquisición de 6.113 en octubre de 2001 y de 6.159 acciones en octubre de 2002 y 2003 sin coste se corresponde a las ampliaciones de capital liberadas de los ejercicios 2001, 2002 y 2003 respectivamente.

Ni Coopinsur, S.A. ni Cominsur, S.A. realizaron operación alguna en el último trienio, excepto la asignación de las acciones liberadas con cargo reservas de las últimas ampliaciones de capital efectuadas.

La Junta General de Accionistas celebrada el 19 de junio de 2004, acordó autorizar durante doce meses al Consejo de Administración de Inmobiliaria del Sur, S.A. y al Administrador Único de las sociedades filiales para la adquisición derivativa de acciones propias, con los siguientes límites:

Número máximo: 50.000 acciones
Precio mínimo: 10 euros
Precio máximo: 150 euros
Plazo de duración: 12 meses

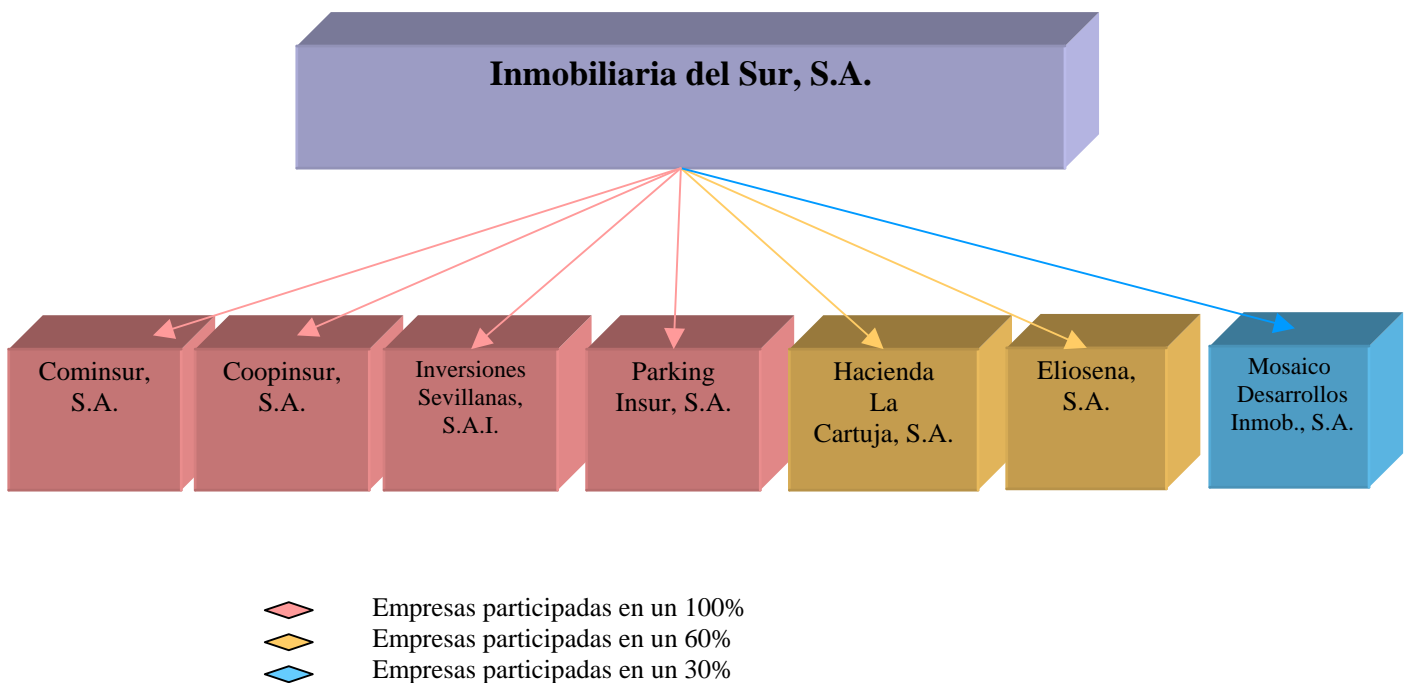
III.5 BENEFICIOS Y DIVIDENDOS POR ACCION

Se describen en el punto II.17.3 del presente folleto.

II I.6 GRUPO DE SOCIEDADES

INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. no es dependiente de ninguna otra sociedad.

En cambio, es la entidad dominante de un grupo de sociedades. Las relaciones de dominio existentes son las siguientes:



Los datos más relevantes al cierre del ejercicio 2003 de las todas las sociedades participadas por INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. en porcentajes significativos se detallan a continuación, en miles de euros:

Denominación	Parking Insur, S.A.	Inversiones Sevillanas, S.A.I.	Coopinsur, S.A.	Cominsur, S.A.	Hacienda La Cartuja, S.A.	Eliosena, S.A.	Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A.	Urbanismo Concertado, S.A.
Domicilio	Sevilla	Sevilla	Sevilla	Sevilla	Sevilla	Sevilla	Sevilla	Sevilla
Actividad	Explotación de parkings	Explotación de locales	Cooperativas de viviendas	Administración de fincas	Promoción inmobiliaria	Promoción inmobiliaria	Promoción Inmobiliaria	Promoción inmobiliaria
Participación	100%	100%	100%	100%	60%	60%	30%	9,09%
Capital social	62	240	62	62	2.103	600	16.800	6.600
Reservas	914	1	139	146	4.779	-	-	-
Resultados negativos ejer. anteriores	-	14	-	-	-	-39	-27	-464
Rtdos. 2003	17	-4	8	14	4	-7	-	818
Valor bruto en libros	62	240	62	62	11.136	360	5.040	600
Provisiones		18				28	8	
Valor neto en libros	62	222	62	62	11.136	332	5.032	600

Nota: Los datos están referidos al 31 de diciembre de 2003.

Los datos relativos a la situación patrimonial de estas sociedades se han obtenido de las cuentas anuales auditadas por la firma Deloitte & Touche España, S.L. de las sociedades Hacienda La Cartuja, S.A. y Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A. y las cuentas no auditadas del resto de las sociedades del grupo. La sociedad Urbanismo Concertado, S.A. ha sido auditada por la firma Deloitte & Touche España, S.L.

Todas las participaciones son directas.

Las sociedades Parking Insur, S.A., Inversiones Sevillanas, S.A.I., Cominsur, S.A., Coopinsur, S.A., Hacienda La Cartuja, S.A., Eliosena, S.A., y Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., forman parte del grupo consolidado contablemente de Inmobiliaria del Sur, S.A.. Estas sociedades dependientes han sido consolidadas por el método de integración global, excepto Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., que como asociada, ha sido consolidada por el método de puesta en equivalencia.

La sociedad Urbanismo Concertado, S.A. que se relaciona en el cuadro anterior, y participada por Inmobiliaria del Sur, S.A. en un 9,09%, no se encuentra, debido a su participación inferior al 20%, incluida dentro del grupo consolidado contablemente de Inmobiliaria del Sur, S.A..

El valor total en libros de las participaciones incluidas en el cuadro anterior, que asciende a 17.508 miles de euros, aparece recogido en el balance de situación de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. correspondiente al ejercicio 2003 de acuerdo con el siguiente detalle (La sociedad Urbanismo Concertado S.A. aparece registrado en el siguiente cuadro dentro del epígrafe “Cartera de valores a largo plazo”):

Epígrafe	Miles de euros
Participaciones en empresas del grupo y asociadas	16.962
Cartera de valores a largo plazo	600
Provisiones	-54
Total	17.508

Los Administradores de Inmobiliaria del Sur, S.A. consideran que en Hacienda La Cartuja, S.A. existen importantes plusvalías fruto de la valoración a precios de mercado de los terrenos propiedad de dicha sociedad, que se encuentran valorados en sus estados financieros a coste histórico, motivo por el que no se ha dotado provisión alguna por la diferencia existente entre el coste de participación y su valor teórico contable, dado que la citada diferencia no existe una vez consideradas las plusvalías existentes en el momento de la adquisición de esta participación, que se mantienen a la fecha actual.

Durante los tres últimos años no se han percibido dividendos de estas sociedades.

En 2001, Inmobiliaria del Sur, S.A. participó, como socio fundador, en la constitución de Eliosena, S.A., de la que ostenta un 60% del capital social. Esta sociedad, cuyo objeto social es la promoción inmobiliaria, ha adquirido suelo en la provincia de Córdoba con una edificabilidad residencial de 10.321,50 metros cuadrados. La previsión de ventas de la promoción de viviendas, locales comerciales y garajes que se va a acometer en el suelo indicado ascenderá a más de 16,6 millones de euros, cuyo registro se producirá en el ejercicio 2005. La Sociedad tiene un capital social de 600.000 euros y se encuentra domiciliada en Sevilla.

En 2002, Inmobiliaria del Sur, S.A. participó, como socio fundador, en la constitución de Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., de la que ostenta un 30% del capital social. Esta sociedad, cuyo objeto social es la promoción inmobiliaria, ha adquirido un solar en la ciudad de Málaga con un coste de 35.423 miles de euros y cuya promoción inmobiliaria se espera realizar en los próximos ejercicios. Posee un capital social de 16.800.000 euros y se encuentra domiciliada en Sevilla.

Desde el ejercicio 2002 hasta la fecha de registro del folleto no se han producido otras operaciones de inversión en empresas del grupo (ampliaciones de capital, compra de acciones, fundación de sociedades, etc...) excepto la indicada en el párrafo anterior, ni se han producido operaciones de desinversión. Así mismo no se han producido variaciones en el valor de las empresas del grupo entre el cierre del ejercicio 2003 y la fecha de registro del folleto.

Capítulo IV

ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

IV.1 ANTECEDENTES

Como ya se indicó en el punto III.2.1, Inmobiliaria del Sur, S.A. fue constituida en Sevilla, el 6 de septiembre de 1945, con un capital social de 10 millones de pesetas, siendo sus principales fundadores D. Prudencio Pumar, D. Luis Cobián y D. José Galnares.

Inició su actividad promotora y constructora en el barrio de Los Remedios, en Sevilla, provincia en la que la Sociedad ha desarrollado la mayor parte de su actividad.

En los años sesenta, tras la realización de diversas promociones de edificios para viviendas, se produce un importante giro en la política de la Sociedad, que comienza a adquirir locales y oficinas para alquiler. Este cambio de rumbo en la estrategia empresarial se vio culminado a finales de los años setenta con la construcción del Edificio Buenos Aires, en la Avenida de la República Argentina, en Sevilla . Este proyecto dotó a la Sociedad de 3.145m² de locales comerciales, 29.700 m² de oficinas, 4.186 m² de sótanos comerciales, 257 plazas de aparcamientos y 44 viviendas, y se convirtió en el motor de la actividad de alquiler de inmuebles.

En 1984, y contando ya con un capital social de 200 millones de pesetas, la Junta Sindical del Ilustre Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid acordó la admisión a cotización en la Bolsa de Madrid de las acciones de Inmobiliaria del Sur, S.A.

Desde esa fecha, la Sociedad ha venido experimentando un crecimiento sostenido y equilibrado en todas sus actividades que le ha llevado a alcanzar unos fondos propios superiores a los 54 millones de euros, una cifra de negocios, en el ejercicio 2003, de 59.241 miles de euros y un valor de capitalización en Bolsa, al 30 de junio de 2004, de 292,8 millones de euros. Por otra parte, mediante la realización de diversas inversiones financieras, Inmobiliaria del Sur, S.A. se ha convertido en la cabecera de un grupo de sociedades del sector inmobiliario, que complementan la actividad desarrollada por esta sociedad.

A fecha de registro del folleto, Inmobiliaria del Sur, S.A. cuenta con más de 45.000 m² de oficinas, más de 23.000 m² de locales comerciales y cerca de 1.000 plazas de aparcamientos en alquiler en las principales zonas comerciales de Sevilla y su actividad promotora se ha extendido a otras zonas de Andalucía, principalmente Marbella y Jerez.

Entre sus edificios más significativos destinados a arrendamientos se encuentran el Centro Comercial y de Ocio El Mirador de Santa Justa (Avenida de Kansas City), el Edificio Capitolio (Avenida de San Francisco Javier), el Edificio Nobel (Avenida de Ramón y Cajal), el Edificio Menara (Avenida de la Buhaira) y el ya mencionado Edificio Buenos Aires (Avenida de la República Argentina).

IV.2 ACTIVIDADES PRINCIPALES DEL EMISOR

Primeramente se presenta la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada del grupo Inmobiliaria del Sur de los tres últimos ejercicios cerrados para proceder a continuación a la descripción detallada de las principales actividades del grupo

Miles de euros	2.003	%	2.002	%	2.001	%
+ Importe neto de la cifra de negocios	57.025	100,00%	59.680	100,00%	50.352	100,00%
+ Otros ingresos	21.667	38,00%	943	1,58%	925	1,84%
- Aprovisionamientos y gastos externos	-50.209	-88,05%	-36.002	-60,33%	-31.940	-63,43%
- Gastos de personal	-2.674	-4,69%	-2.139	-3,58%	-2.028	-4,03%
- Amortizaciones y provisiones	-1.069	-1,87%	-758	-1,27%	-762	-1,51%
= Resultado de explotación	24.740	43,38%	21.724	36,40%	16.547	32,86%
+/- Resultados financieros	-4.539	-7,96%	-4.481	-7,51%	-4.129	-8,20%
= Resultado de las actividades ordinarias	20.201	35,42%	17.243	28,89%	12.418	24,66%
+/- Resultados extraordinarios	-1.402	-2,46%	-2.333	-3,91%	-61	-0,12%
= Resultado antes de impuestos	18.799	32,97%	14.910	24,98%	12.357	24,54%
- Impuesto sobre sociedades	-6.561	-11,51%	-5.212	-8,73%	-5.096	-10,12%
= Resultado consolidado del ejercicio	12.238	21,46%	9.698	16,25%	7.261	14,42%
+/- Resultado atribuido a socios externos	1	0,00%	-23	-0,04%	-397	-0,79%
= Resultado del ejercicio atribuido a la dominante	12.239	21,46%	9.675	16,21%	6.864	13,63%

Nota: La columna de “%” indica el porcentaje de cada cifra de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias sobre el Importe Neto de la Cifra de Negocios

Las principales magnitudes de la cuenta de Pérdidas y Ganancias consolidada y su incremento (decremento) sobre las cifras del ejercicio anterior son las siguientes

	2.003	Variac.	2.002	Variac.	2.001
Importe neto de la cifra de negocios	57.025	-4,45%	59.680	18,53%	50.352
EBITDA	25.624	14,42%	22.395	31,38%	17.046
EBITDA / Cifra de negocios	0,45	19,75%	0,38	10,85%	0,34
Beneficio de las actividades ordinarias	20.201	17,15%	17.243	38,85%	12.418
Beneficio del ejercicio	12.239	26,50%	9.675	40,95%	6.864
Cash flow	14.424	13,68%	12.688	62,54%	7.806

Estas magnitudes se corresponden prácticamente a las de la sociedad matriz del grupo, Inmobiliaria del Sur, S.A., dada la escasa aportación durante los ejercicios anteriores del resto de las sociedades del grupo.

La explicación de las principales variaciones en la cuenta de Pérdidas y Ganancias a 31 de diciembre de 2003 sobre las del ejercicio precedente se muestran en los apartados V.1.1.2 y V.2.1.2.

IV.2.1 Principales grupos de productos, servicios y líneas de actividad de Inmobiliaria del Sur y su Grupo

Las actividades principales del grupo Inmobiliaria del Sur son la promoción inmobiliaria de edificaciones y el alquiler de inmuebles. Esta dualidad tiene su fundamento tanto en la política expansiva del grupo como en el carácter patrimonialista del mismo, dirigido a mantener su posición en el sector de alquiler de oficinas y locales comerciales.

En los apartados siguientes se detallan las dos líneas de negocio, incluyéndose información de las actividades realizadas por cada una de las empresas del grupo

Promoción de inmuebles:

El grupo Inmobiliaria del Sur ha optado por promover edificaciones de calidad, dirigidas al sector del mercado medio-alto, y centrándose, fundamentalmente, en la ciudad de Sevilla y sus alrededores (Aljarafe), en Marbella (Málaga) y en Jerez de la Frontera (Cádiz). Con intención de extender su actividad en el ámbito regional, Inmobiliaria del Sur, S.A., directamente o a través de sus participadas, ha adquirido solares en localidades emblemáticas de la Comunidad Andaluza (Málaga capital, Córdoba capital, Lucena (Córdoba), Tarifa (Cádiz)).

Los ingresos generados por esta actividad en los tres últimos ejercicios han sido los siguientes (datos consolidados):

Miles de euros	2003	2002	2001
Ventas de edificaciones	48.098	51.355	42.146
Margen bruto estimado	22.754	19.335	13.940
Margen bruto / ventas	47,3%	37,6%	33,1%
Unidades vendidas	152	263	213

Nota: El margen bruto estimado se ha calculado detrayendo de las ventas la totalidad de los costes directos de la construcción, los costes directos de personal y los costes de venta (publicidad, comisiones de venta, etc). No se encuentran incluidos los gastos financieros.

A continuación se detallan las actividades que cada una de las sociedades del grupo están realizando en esta línea de negocio:

La principal sociedad del grupo en esta línea de actividad es la sociedad matriz Inmobiliaria del Sur, S.A. sobre cuya actividad en esta línea de negocio en los últimos tres ejercicios se detalla a continuación.

Durante el ejercicio 2003 se finalizaron las siguientes promociones (en miles de euros):

Promoción	Localidad	Número de viviendas	Coste contable	Precio de venta total
Jardines de Siurot Portales 3 y 4	Sevilla	23	8.838	14.780
Los Naranjos de Marbella 5ªF	Marbella	19	2.986	5.294
Los Naranjos de Marbella 6ªF Apart.	Marbella	96	9.168	23.690
Los Naranjos de Marbella 6ªF Chal.	Marbella.	14	2.004	4.597
Puerta Bahía 4ª Fase	Jerez de la Frontera	24	2.090	2.372
El Solís 4ª Fase	Castilleja de la Cuesta	17	1.871	2.818
Edificio C/ Real	Castilleja de la Cuesta	12	1.991	3.531
Totales		205	28.948	57.082

Nota. A fecha de registro del folleto están pendiente de venta un 8,5% del total de ingresos de las promociones del cuadro anterior.

Las promociones finalizadas durante el ejercicio 2002 alcanzaron un número 171 viviendas con un volumen de venta de 39.135 miles de euros. Estas mismas cifras para el ejercicio 2001 fueron de 206 y 31.460 miles de euros. A fecha de registro del folleto de la cifra de ventas del ejercicio 2002 están pendiente de venta un 1,1% del total, y de la cifra de 2001 un 0,7%.

En la actualidad, Inmobiliaria del Sur, S.A. está desarrollando las siguientes promociones :

Promociones en curso	Localidad	Unidades	Edificabilidad Residencial	Edificabilidad Terciario	Edificabilidad Total	Precio de venta estimado (Euros)
Los Naranjos de Marbella 5ª F (chalets)	Marbella	20	3.629,00		3.629,00	5.742.234,76
Los Naranjos de Marbella 6ª F (chalets)	Marbella	22	3.346,93		3.346,93	6.611.000,00
Los Naranjos de Marbella 7ª F (apart.)	Marbella	105	13.135,22		13.135,22	32.400.000,00
Edificio Multiusos	Marbella			2.729,00	2.729,00	8.824.000,00
Alminar de Marbella	Marbella	92	13.330,00		13.330,00	33.991.500,00
Jesús del Gran Poder	Castilleja de la Cuesta	19	2.892,80	268	3.160,80	4.148.962,00
Altos de Castilleja Fase I	Castilleja de la Cuesta	59	7.317,00		7.317,00	9.766.446,70
Altos de Castilleja Fase II	Castilleja de la Cuesta	64	8.670,00		8.670,00	11.430.000,00
Edificio Oficinas P-13	Castilleja de la Cuesta			503,12	503,12	669.000,00
Puerta Bahía 4ª Fase (adosadas)	Jerez	24	2.323,36		2.323,36	2.271.838,82
Puerta Bahía 5ª Fase (viv. Altura)	Jerez	69	6.856,98	834,07	7.691,05	5.634.086,45
Edificio Oficinas Pirotecnica	Sevilla			17.500,00	17.500,00	(*) 45.644.927,00
Edificio Tecnologías Avanzadas Suecia	Sevilla			3.061,34	3.061,34	(*) 6.290.955,45
Córdoba (M-3)	Córdoba	100	14.246,19		14.246,19	35.087.240,00
Totales		574	75.747,48	24.895,53	100.643,01	208.512.191,18

- La edificabilidad se indica en metros cuadrados.
- La “Edificabilidad Residencial” hace referencia a los metros cuadrados de viviendas.
- La “Edificabilidad Terciario” hace referencia a los metros cuadrados de oficinas y locales.
- Los ingresos de estas promociones se esperan que formen parte de la cifra de negocios en el trienio 2004-2006. Del total de estas promociones en curso, a la fecha de registro del folleto, se han formalizado operaciones de venta sobre el 28,5% de los ingresos estimados.

(*) Estas promociones se incorporarán a su finalización al inmovilizado para su arrendamiento.

Estas promociones tienen prevista su terminación y entrega a lo largo de los ejercicios 2004 y 2005.

El valor en balance de estas promociones en curso a 31 de diciembre de 2003 (que no se incluyen las que se han indicado que se destinarán a arrendamiento) asciende a 20.579 miles de euros.

Por otra parte, Inmobiliaria del Sur, S.A. cuenta con la siguiente cartera de suelo:

Localidad	Edificabilidad Residencial	Edificabilidad Terciario	Edificabilidad Total	Precio de venta estimado (Euros)
Los Naranjos de Marbella	18.914,00		18.914,00	37.683.000,00
Castilleja de la Cuesta	0,00	200,00	200,00	156.263,14
Castilleja de la Cuesta (Altos)	24.898,00	602,00	25.500,00	30.570.000,00
Castilleja de la Cuesta (P.Asturias)	2.525,48	0,00	2.525,48	3.030.576,00
Castilleja de la Cuesta (P.P. El Valle)	4.005,00	0,00	4.005,00	4.469.390,00
Edificio Trento, 98 viv. Sevilla	12.842,00	1.100,00	13.942	18.030.000,00
Edificio Toscana (35 apart.) Sevilla	3.038,00	400,00	3.438,00	5.213.000,00
Sevilla (C.Carmona 49)	6.710,00	1.700,00	8.410,00	15.681.458,00
Sevilla(T.A. 15.1)	0,00	7.243,53	7.243,53	(*)13.590.723,85
Sevilla (Consesa)	13.999,00	1.909,00	15.908,00	19.443.710,00
UA-1Tarifa (**)		37.238,00	37.238,00	55.800.000,00
Totales	86.931,48	50.392,53	137.324,01	203.668.120,99

(*) Esta promoción se incorporará a su finalización al inmovilizado para su arrendamiento.

(**) El uso de esta parcela urbana es Hotelero.

La incorporación a la cuenta de pérdidas y ganancias de los ingresos estimados de estas promociones se espera que se realice entre los ejercicios 2007 a 2009, en función de los condicionantes del mercado.

El valor en balance de la cartera de suelo de Inmobiliaria del Sur, S.A. a 31 de diciembre de 2003 asciende a 55.446 miles de euros.

Los movimientos en las cuentas de existencias de Inmobiliaria del Sur, S.A. a lo largo del ejercicio 2003 se muestra a continuación

	Saldo 31/12/2002	Adiciones / Compras	Retiros / Ventas	Trasposos entre existencias	Trasposos a inmovilizado	Saldo 31/12/2003
Edificios adquiridos	0	1.019	-1.019			0
Terrenos y solares	30.966	26.282		-1.802		55.446
Obras en curso de construcción de ciclo largo	22.112	12.565		-10.166	-21.468	3.043
Obras en curso de construcción de ciclo corto	16.424	15.383	-25.560	11.412	-123	17.536
Edificios construidos	445	0	-408	556	-11	582
Totales	69.947	55.249	-26.987	0	-21.602	76.607

Nota: La columna de trasposos al inmovilizado incluyen en su mayor parte los costes incurridos hasta el cierre del ejercicio 2003 en la construcción de los inmuebles para arrendamiento a los que se hace referencia en el apartado “arrendamiento de inmuebles” de este punto del folleto.

Respecto a las sociedades del grupo, a las que se hizo referencia en el punto III.6, presentan volúmenes de actividad poco representativos en el ejercicio 2003, aunque en los próximos ejercicios se espera que la contribución de las sociedades participadas Hacienda La Cartuja, S.A., Eliosena, S.A., Cominsur, S.A. y Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., sea significativa tanto a su aportación a la cifra de negocios consolidada como a su contribución en los resultados consolidados.

Las sociedades del grupo Coopinsur, S.A. e Inversiones Sevillanas, S.A. han permanecido, al igual que en ejercicios anteriores, inactivas.

Hacienda La Cartuja, S.A., es una sociedad constituida en el año 1976, de la que Inmobiliaria del Sur, S.A. adquirió el año 1.999 el 60% de su capital. La sociedad cuenta con suelo en los términos municipales de Tomares y San Juan de Aznalfarache, ambos en la provincia de Sevilla, y una edificabilidad aprobada superior a los 63.000 metros cuadrados. En la actualidad se están promoviendo 87 viviendas, y un edificio de oficinas, locales comerciales y garajes sobre una parcela de 10.914 metros cuadrados.

Las previsiones de Hacienda La Cartuja, S.A. sitúan el volumen de ventas a realizar antes de la finalización del ejercicio 2004 por encima de los 10 millones de euros.

Además de los resultados futuros que obtendrá vía dividendos por su participación en el capital de esta sociedad, Inmobiliaria del Sur, S.A. obtiene un porcentaje de las ventas totales como contraprestación por la gestión y comercialización de todas sus actividades, por lo que la contribución de Hacienda La Cartuja, S.A. a los resultados de Inmobiliaria del Sur, S.A. es significativa.

Las promociones que está desarrollando en la actualidad Hacienda La Cartuja, S.A. son las siguientes

Sociedad	Promoción	Localidad	Uds.	Edificabilidad Residencial	Edificabilidad Terciaria	Edificabilidad Total	Precio de venta estimado
Hacienda La Cartuja, S.A.	P-5,M-4 P.P. La Cartuja	Tomares			10.914,00	10.914,00	23.900.788,00
Hacienda La Cartuja, S.A	M-1 Sector A H.Cartuja	Tomares	29	5.945,00		5.945,00	10.100.226,00
Hacienda La Cartuja, S.A	M-5 Sector A H.Cartuja	Tomares	58	9.075,00		9.075,00	12.252.440,00
Hacienda La Cartuja, S.A	M-4 Sector A H.Cartuja	Tomares	48	7.920,00		7.920,00	11.764.450,00
Hacienda La Cartuja, S.A	M-4 Sector A H.Cartuja	Tomares	12	6.025,00		6.025,00	5.776.000,00
Totales			147	28.965,00	10.914,00	39.879,00	63.793.904,00

- La edificabilidad se indica en metros cuadrados.
- La “Edificabilidad Residencial” hace referencia a los metros cuadrados de viviendas.
- La “Edificabilidad Terciario” hace referencia a los metros cuadrados de oficinas y locales.

Del total de ingresos de venta estimados de las promociones en curso del cuadro anterior, a la fecha de registro del folleto, se han formalizado operaciones de venta por un 50,9% del total.

Del importe total de ventas estimado para las promociones en curso de Hacienda La Cartuja, S.A., incluidas en el cuadro anterior, 10,1 millones de euros se espera que formen parte de la cifra de negocios del ejercicio 2004, 36,1 millones de euros del ejercicio 2005 y 17,6 millones del ejercicio 2006.

La cartera de suelo de Hacienda La Cartuja, S.A. es la siguiente:

Empresa	Localidad	Edificabilidad Residencial	Edificabilidad Terciario	Edificabilidad Total	Precio de venta estimado
Hacienda La Cartuja, S.A.	Tomares	16.678,00	1.842,00	18.520,00	31.229.030,00

El valor de coste total de las existencias de Hacienda La Cartuja, S.A. (tanto solares como obra en curso) ascendía a 31 de diciembre de 2003 a 10.452 miles de euros. La valoración a coste de estas existencias en el balance consolidado del grupo Inmobiliaria del Sur era de 16.814 miles de euros.

Las principales magnitudes de la cuenta de Pérdidas y Ganancias de Hacienda La Cartuja, S.A. en los tres últimos ejercicios y su aportación tanto a la cifra de negocios como al resultado consolidado del grupo Inmobiliaria del Sur han sido los siguientes

	2003	2002	2001
Cifra de negocios	355	7.228	13.070
Beneficio actividades ordinarias	27	123	3.763
Beneficio del ejercicio	4	81	2.450
Contribución a la cifra de negocios del grupo	355	7.228	13.070
Contribución al resultado consolidado	2	81	1.009

Nota: La explicación de la escasa aportación tanto a la cifra de negocios como al resultado consolidado de la Sociedad en el ejercicio 2003 se debió a que, por motivos de planificación de las obras, las promociones de las manzanas 1 (29 viviendas) y 5 (58 viviendas) no habían alcanzado el 80% de su grado de ejecución, por lo que no pudieron ser registrados como ingresos las operaciones de venta formalizadas.

Así mismo, la explicación de la diferencia entre el beneficio individual de Hacienda La Cartuja, S.A. y su contribución al resultado consolidado se debe a la existencia de un fondo de comercio asignado al valor de las existencias que se generó en la adquisición por parte de Inmobiliaria del Sur, S.A. de la participación en Hacienda La Cartuja, S.A.

Los movimientos en las cuentas de existencias de Hacienda La Cartuja, S.A. a lo largo del ejercicio 2003 se muestran a continuación

	Saldo 31/12/2002	Adiciones / Compras	Retiros / Ventas	Trasposos entre existencias	Saldo 31/12/2003
Terrenos y solares	2.494	1.233	-8	-1.946	1.773
Obras en curso de construcción de ciclo largo	1.167	5.523		-2.377	4.313
Obras en curso de construcción de ciclo corto	136	2	-95	4.185	4.228
Edificios construidos	0			138	138
Totales	3.797	6.758	-103	0	10.452

En lo que respecta a Eliosena, S.A., sociedad constituida en el año 2001 y participada por Inmobiliaria del Sur, S.A. en un 60%, en el ejercicio 2002 adquirió suelo en la provincia de Córdoba con una edificabilidad residencial de 10.321,50 metros cuadrados. Durante el ejercicio 2003 se ha iniciado la construcción de la promoción inmobiliaria a desarrollar en el citado suelo. La previsión de ventas de la promoción de viviendas, locales comerciales y garajes que se va a acometer ascenderá a más de 16,6 millones de euros, cuyo registro se producirá en el ejercicio 2005. La inversión prevista en esta promoción incluido el coste del suelo asciende a 13,4 millones de euros. Con esta sociedad Inmobiliaria del Sur, S.A. obtiene, así mismo, un porcentaje de las ventas totales como contraprestación por la gestión y comercialización de todas sus actividades. A 31 de diciembre de 2003 el valor de las existencias de Eliosena, S.A. ascienden a 5.799 miles de euros. Del total de ingresos de venta estimados de las promociones en curso, a la fecha de registro del folleto, se han formalizado operaciones de venta por un 13% del total.

Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., participada por Inmobiliaria del Sur, S.A. en un 30%, se constituyó en 2002 para el desarrollo urbanístico de dos parcelas de uso residencial del Plan Especial RENFE de Málaga, con una edificabilidad de 64.800 metros. Las previsiones de ventas en las promociones que se van a acometer ascienden a más de 100 millones de euros, que se registraran entre los ejercicios 2006 en adelante.

Cominsur, S.A., es una sociedad constituida en el año 1.984 y que ha permanecido inactiva desde su constitución. En este ejercicio 2004, el Consejo de Administración de Inmobiliaria del Sur, S.A. ha decidido su reactivación para el desarrollo de la actividad de promoción inmobiliaria, y así en este primer semestre de 2004, la Sociedad ha adquirido 100.000 metros cuadrados de terrenos en el término municipal de Gines (Sevilla). Durante este ejercicio se prevé el inicio de su tramitación urbanística, siendo su uso esperado el residencial con tipología preferentemente unifamiliar. El volumen estimado de ventas a alcanzar se situará en torno a los 40 millones de euros.

Por último, Urbanismo Concertado, S.A., de la que Inmobiliaria del Sur, S.A. posee el 9,09% del capital, se constituyó en el año 1997. En ella participan,

además de Inmobiliaria del Sur, S.A., Caja de Ahorros Provincial San Fernando de Sevilla y Jerez, Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla, Industrial y Comercial Aspe, S.A., Azvi, S.A., Martín Casilla, S.L., Grupo Salvador Rus, S.A., Beca Inmobiliaria, S.A., Gabriel Rojas, S.A., Inmobiliaria Viapol, S.A., y Compañía Inmobiliaria del Atlántico, S.A.

Las perspectivas de negocio de esta sociedad son importantes, dada la capacidad financiera y la experiencia en el sector de todo su accionariado. Por el momento, su actividad se ha centrado en la prospección y adquisición de una amplia cartera de suelo, estando previsto que en un futuro próximo su volumen de actividad crezca de manera muy significativa.

Finalmente se muestran las cifras de existencias del Balance de situación consolidado de Inmobiliaria del Sur correspondiente al ejercicio 2003. así como los movimientos producidos en estas partidas del Balance durante el ejercicio 2003 se muestran en el siguiente cuadro (importes en miles de euros)

	Saldo 31/12/2002	Adiciones / Compras	Retiros / Ventas	Trasposos entre existencias	Trasposos a inmovilizado	Saldo 31/12/2003
Edificios adquiridos	0	1.019	-1.019			0
Terrenos y solares	44.304	27.515	-8	-8.076		63.735
Obras en curso de construcción de ciclo largo	23.278	19.404		-8.215	-21.468	12.999
Obras en curso de construcción de ciclo corto	16.560	15.385	-25.655	15.598	-123	21.765
Edificios construidos	445		-408	693	-11	719
Totales	84.587	63.323	-27.090	0	-21.602	99.218

Nota: La columna de trasposos al inmovilizado incluye en su mayor parte los costes incurridos hasta el cierre del ejercicio 2003 en la construcción de los inmuebles para arrendamiento a los que se hace referencia en apartado “arrendamiento de inmuebles” de este mismo punto del folleto.

Tras el fuerte período expansivo que ha experimentado el sector en los últimos años, la calidad de la cartera de suelo del Grupo Inmobiliaria del Sur y la sólida estructura financiera de la Sociedad, van a permitir, como ya se indicó anteriormente, consolidar el crecimiento experimentado en esta actividad.

Arrendamiento de inmuebles:

En lo que respecta a la actividad de alquiler de inmuebles, el Grupo Inmobiliaria del Sur ocupa una consolidada posición en el mercado sevillano. Los ingresos obtenidos por el grupo por este concepto en los tres últimos ejercicios cerrados fueron los siguientes:

Miles de euros	2003	2002	2001
Alquiler de inmuebles (*)	8.006	7.421	6.978
Margen bruto estimado	5.088	4.643	4.350
% margen bruto / Cifra de alquileres	63,6%	62,6%	62,3%

(*) Incluye ingresos por cesión.

Nota: El margen bruto se ha calculado detrayendo de los ingresos por arrendamientos la totalidad de los costes directos asociados a los mismos (amortizaciones, gastos de reparación y mantenimiento, impuestos, gastos de personal, publicidad, gastos de comunidad, etc)

La actividad de arrendamiento de inmuebles es realizada por la sociedad matriz Inmobiliaria del Sur, S.A. y por la sociedad participada Parking Insur, S.A., sociedad que explota varios aparcamientos propiedad de Inmobiliaria del Sur, S.A.

Parking Insur, S.A. alcanzó una cifra de negocios en el ejercicio 2003 de 0,5 millones de euros, manteniendo un nivel de actividad similar a los de ejercicios anteriores.

El detalle de la cifra de negocios del grupo del ejercicio 2003 por este concepto por inmuebles se muestran en el siguiente cuadro

Edificio	Importe en miles de €	m2	Nº de plazas / fincas
EDIFICIO BUENOS AIRES	3.728	33.368	
CENTRO COMERCIAL EL MIRADOR	623	5.665	
EDIFICIO CAPITOLIO	476	5.658	
EDIFICIO MENARA	413	2.449	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N.31	302	2.281	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N. 27	268	2.416	
EDIFICIO NOBEL	224	3.915	
EDIFICIO SALADO 7	172	2.310	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N.33-35	102	949	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N.37-39	90	814	
EDIFICIO LOS AZORES	81	1.037	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N.48	81	396	
LOS NARANJOS CLUB SOCIAL	70	731	
EDIFICIO AVD. REINA MERCEDES N. 23	66	544	
EDIFICIO REP. ARGENTINA N.35-37	55	350	
EDIFICIO ANIVERSARIO	49	469	
OTROS LOCALES Y OFICINAS	937	7.489	
APARCAMIENTOS	231	0	964
VIVIENDAS	38	0	20
TOTALES	8.006	70.841	

Nota: Ninguno de los inmuebles en arrendamiento se encuentra gravado por hipotecas en garantía de préstamos.

Inmobiliaria del Sur, S.A. sigue la política de incorporar a su inmovilizado para arrendamiento parte de los locales y oficinas de las edificaciones que promueve, con objeto de consolidar su posición en este sector. Así, debemos indicar que se encuentra en construcción un complejo terciario de oficinas, locales comerciales, y aparcamientos sobre la parcela T-2 del PERI Pirotecnia Cros (Sevilla), con una edificabilidad sobre rasante de 17.500 metros cuadrados, y otro edificio de tecnologías avanzadas en la parcela T.A. 9-3 del Parque Tecnológico Isla de la Cartuja (Sevilla) con una edificabilidad sobre rasante de 3.062 m². La finalidad de estos edificios es la incorporación al inmovilizado de la Sociedad para su arrendamiento. Se espera que estos dos edificios entre en funcionamiento a lo largo del ejercicio 2005. La contribución de los dos edificios a la cifra de negocios se estima, para el ejercicio en que se encuentren en pleno rendimiento, en 4.200 miles de euros.

Así mismo se espera comenzar la construcción en este ejercicio 2004 de otro edificio en la parcela T.A. 15-1 del Parque Tecnológico Isla de la Cartuja (Sevilla) con una edificabilidad sobre rasante de 7.243,53 m² y cuyo destino será también su explotación en arrendamiento. La contribución esperada a la cifra de negocios anual de este edificio una vez finalizado se estima en 1.400 miles de euros.

La situación de los inmuebles en arrendamiento al cierre del ejercicio 2003 era la siguiente:

Edificios no comerciales	Nº de fincas	Fincas alquiladas	Fincas libres
Viviendas	20	20	0
Plazas de garaje	615	615	0
Plazas de garaje en alquiler por horas	349		

Edificios comerciales	m² Totales	m² alquilados	M² Libres
Oficinas	46.038	44.843	1.195
Locales	28.803	22.429	2.374

Como puede observarse en el cuadro anterior la tasa de ocupación se situaba en torno al 95% al cierre del ejercicio 2003. No se han producido variaciones significativas respecto a los niveles de ocupación, ni en los precios de mercado de arrendamiento tanto de oficinas como de locales comerciales entre el cierre del ejercicio 2003 y la fecha de registro del folleto.

IV.2.2 Principales “inputs” que conforman los costes de los productos y servicios

En lo que respecta a la actividad de promoción inmobiliaria de edificaciones, los costes principales son el suelo y la construcción.

La compra de suelo se realiza de manera selectiva, preferentemente en fases iniciales de gestión urbanística y localizado en zonas de expansión, y en volumen suficiente para permitir desarrollar un papel de relevancia en la gestión urbanística.

En cuanto a la construcción, en la mayoría de los casos ésta es subcontratada mediante selectivos procesos de contratación, lo que permite el mantenimiento de una reducida estructura que sitúa el punto de equilibrio en un reducido volumen de actividad, con la consiguiente minoración del riesgo implícito en el negocio.

En el último trienio, estos conceptos alcanzaron los siguientes importes:

Miles de euros	2003	2002	2001
Compra de terrenos y solares	24.129	23.089	6.374
Compra de edificios construidos	1.019	0	0
Otras compras	0	1	24
Obras realizadas por terceros	36.461	29.112	23.325
Gastos financieros y gastos de personal	1.714	1.115	1.578
<i>Total costes incurridos en el ejercicio</i>	<i>63.323</i>	<i>53.317</i>	<i>31.301</i>
Ingresos por venta de promociones	48.098	51.355	42.146
Total costes incorporados / Venta promociones	131,65%	103,82%	74,27%

Nota: Datos consolidado del grupo Inmobiliaria del Sur

Por su parte, la actividad de alquiler de inmuebles, además de los costes de suelo y construcción, incorpora los gastos de mantenimiento y reparación de los edificios correspondientes. Estos servicios, en la medida en que no supongan obras de gran envergadura, vienen siendo prestados, principalmente, por personal de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., dado el carácter habitual de los mismos.

El total de los gastos incurridos en los tres últimos ejercicios en la actividad de alquiler de inmuebles se muestra en el siguiente cuadro

Miles de euros	2003	2002	2001
Gastos incurridos en el ejercicio	2.918	2.778	2.628

Nota: El importe de los gastos del cuadro anterior incluye los costes directos asociados a la actividad de arrendamiento (amortizaciones, gastos de reparación y mantenimiento, impuestos, gastos de personal, publicidad, gastos de comunidad, etc)

IV.2.3 Principales centros comerciales

La actividad comercial se realiza, fundamentalmente, desde las oficinas centrales de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., en Sevilla, Avenida de la República argentina, 19.

No obstante, existen puntos de información y venta en todas las promociones en curso.

IV.2.4 Mercado

Como ya se ha indicado, INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. lleva a cabo su actividad en Andalucía, centrándose, principalmente, en las provincias de Sevilla, Málaga y Cádiz. Como ya se ha indicado en el apartado IV.2.1 la Sociedad, bien directamente o a través de sus participadas, ha adquirido solares para desarrollar su actividad inmobiliaria en la provincia de Córdoba.

Sus promociones, en general, van dirigidas a clientes nacionales, de nivel adquisitivo medio-alto, con necesidades de primera vivienda situada en las zonas de mayor proyección de las ciudades y con niveles de terminación de semi-lujo o lujo.

Un caso particular son las promociones desarrolladas en Marbella (Málaga), destinadas básicamente a segunda vivienda, y en las que una parte muy importante de los compradores está compuesta por no residentes en territorio español.

Como también se indicó anteriormente, la evolución de este mercado en los últimos años ha sido muy positiva, con crecimientos muy altos, tanto en volumen como en precio, sin que la Dirección de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. espere cambios significativos a corto plazo.

En lo que respecta a la actividad de alquiler de inmuebles, ésta está centrada, por el momento, exclusivamente en la ciudad de Sevilla. La oferta de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A., compuesta casi exclusivamente por locales comerciales, oficinas y plazas de aparcamiento, va dirigida a empresas y profesionales que pretendan situarse en las zonas de mayor concentración comercial de la ciudad y en edificios específicamente destinados a esta actividad, con un elevado nivel de servicios disponibles.

La estratégica situación de estos edificios, augura una muy favorable evolución futura del mercado.

IV.3 CIRCUNSTANCIAS CONDICIONANTES

IV.3.1 Grado de estacionalidad del negocio

La actividad inmobiliaria se encuentra directamente ligada a la evolución del ciclo económico. No obstante, Inmobiliaria del Sur, S.A. utiliza diversos mecanismos para mitigar los efectos del ciclo: estrategia destinada a reducir el riesgo del negocio mediante la compra de terreno urbanizable en fases iniciales de gestión urbanística, activa política comercial, mantenimiento de una reducida estructura mediante la contratación externa de la mayor parte de la actividad constructora y una política de concentración en zonas con elevado volumen de demanda.

IV.3.2 Información sobre la eventual dependencia del emisor respecto de patentes y marcas

Las actividades de la Sociedad no están sujetas a la existencia de patentes, asistencia técnica, regulación de precios (en la actualidad no se promueve la construcción de viviendas de protección oficial), contratos de exclusiva o cualquier otro factor que tenga importancia significativa para la situación financiera o económica de la Sociedad.

No existen circunstancias condicionantes significativas de carácter legal que puedan alterar o modificar de forma sustancial la actividad social de la Entidad.

IV.3.3 Indicaciones relativas a la política de investigación y desarrollo de nuevos productos y procesos durante los tres últimos ejercicios

No son significativas.

IV.3.4 Litigios y arbitrajes con posible incidencia importante sobre la situación financiera del emisor

No existen.

IV.3.5 Interrupción de las actividades del emisor

No se han producido.

IV.4 INFORMACIONES LABORALES

IV.4.1 Número medio del personal empleado y evolución durante los últimos tres años

Categoría profesional	2003	2002	2001
Directores	4	4	4
Técnicos	7	6	5
Administrativos	12	12	10
Comerciales	11	10	10
Personal de obra	5	4	3
Operarios	4	10	18
Otros	10	4	4
Total	53	50	54

Nota: Datos consolidados

Los costes de personal de los tres últimos ejercicios y el ratio coste de personal / cifra de negocios y coste de personal / Beneficio consolidado del ejercicio son los siguientes:

	2003	2002	2001
Coste de personal	2.674	2.139	2.028
Cifra de negocios	57.025	59.680	50.352
Resultado consolidado del ejercicio	12.238	9.698	7.261
Coste de personal / Cifra de negocios	4,69%	3,58%	4,03%
Coste de personal / Resultado consolidado	21,85%	22,06%	27,93%

En el ejercicio 2004, hasta la fecha de registro del folleto, los datos son similares a los del ejercicio 2003.

IV.4.2 Negociación colectiva

Inmobiliaria del Sur, S.A. se rige por el Convenio de la Construcción de la provincia de Sevilla.

IV.4.3 Política de ventajas al personal

No existe una política general definida, ni tampoco en materia de pensiones.

IV.5 POLÍTICA DE INVERSIONES

IV.5.1 Descripción cuantitativa de las principales inversiones realizadas durante los tres últimos ejercicios y en el ejercicio en curso

Las inversiones financieras en la constitución de nuevas sociedades han sido las siguientes:

En el ejercicio 2001 la sociedad participó, como socio fundador, en la constitución de Eliosena, S.A. de la que ostenta el 60% de su capital social. La inversión realizada ascendió a 360 miles de euros.

En el ejercicio 2002 la sociedad participó, como socio fundador, en la constitución de Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A., de la que ostenta el 30% de su capital. La inversión realizada ha ascendido a 5.040 miles de euros.

Otras inversiones de cierta importancia fueron las destinadas a aumentar el volumen de inmuebles para arrendamiento:

Miles de euros	2003	2002	2001
Inversiones en inmuebles para arrendamiento	21.602	863	655

Además, en el ejercicio de su actividad promotora, Inmobiliaria del Sur, S.A. realizó las siguientes inversiones:

Miles de euros	2003	2002	2001
Compra de terrenos y solares	24.129	18.872	6.374
Compra de edificios construidos	1.019	0	0
Obras realizadas por terceros	<u>31.030</u>	<u>26.693</u>	<u>18.346</u>
<i>Total costes incurridos en el ejercicio</i>	<i>56.178</i>	<i>45.565</i>	<i>24.720</i>

Así mismo las inversiones del grupo a nivel consolidado en esta actividad fueron las siguientes

Miles de euros	2003	2002	2001
Compra de terrenos y solares	24.129	23.089	6.374
Compra de edificios construidos	1.019	0	0
Otras compras	0	1	24
Obras realizadas por terceros	36.461	29.112	23.325
Gastos financieros y gastos de personal	<u>1.714</u>	<u>1.115</u>	<u>1.578</u>
<i>Total costes incurridos en el ejercicio</i>	<i>63.323</i>	<i>53.317</i>	<i>31.301</i>

IV.5.2 Principales inversiones en curso de realización

Las principales inversiones en curso se corresponden a la actividad ordinaria de la Sociedad. Los costes incurridos, en el primer semestre de 2004, en esas inversiones se muestran en la cuenta de pérdidas y ganancias del capítulo VII.1.1.2 de este folleto para Inmobiliaria del Sur, S.A. y en capítulo VII.1.1.4 para el grupo consolidado.

Para la financiación de dichas operaciones se recurre a fuentes ajenas, bien mediante préstamos al promotor con garantía hipotecaria o bien mediante préstamos o pólizas de crédito con garantía personal. Al cierre del ejercicio 2003 el endeudamiento del grupo con entidades de crédito ascendía a aproximadamente 145 millones de euros, de los que el 76% se corresponden a préstamos o pólizas de crédito con garantía personal.

Del total del pasivo con entidades de crédito a 31 de diciembre de 2003 un 79,5% está compuesto por préstamos con vencimiento a largo plazo. Esta política de endeudamiento se ha visto reforzada en estos primeros meses de 2004 en la que la sociedad matriz del grupo, Inmobiliaria del Sur, S.A., ha formalizado diversos préstamos con vencimiento a largo plazo con garantía personal para la financiación del inmovilizado material.

No se esperan cambios significativos a corto plazo en la estructura de la deuda con entidades de crédito aunque es posible que el peso de los préstamos al promotor con garantía hipotecaria se incremente respecto al total de la deuda.

El coste total previsto para el ejercicio 2004, en la actividad de promoción inmobiliaria, en la construcción de edificaciones para la totalidad del grupo Inmobiliaria del Sur asciende a 39 millones de euros.

Desde el cierre del ejercicio 2003 y hasta la fecha de registro de este folleto el grupo ha realizado inversiones en compra de suelo por un importe aproximado de 9 millones de euros (inversión realizada por la sociedad Cominsur, S.A. como se indica en el capítulo VII.1.2 de este folleto). La inversión prevista en la adquisición de suelo en el trienio 2004 a 2006 supera 120 millones de euros, aunque la realización de parte de esta inversión a lo largo del segundo semestre de 2004 dependerá de las condiciones del mercado.

La inversión prevista en el ejercicio 2004 en la construcción de los edificios que se destinarán a arrendamiento a los que se ha hecho referencia en apartado IV.2.1. se sitúa en los 11 millones de euros.

IV.5.3 Principales inversiones futuras

No existen inversiones significativas que hayan sido objeto de compromisos en firme por parte de los órganos de dirección de la Sociedad, excepto las inversiones pendientes de acometer para la terminación de los edificios que se destinarán a arrendamiento a que se ha hecho referencia en el apartado IV.2.1. y a los costes a incurrir para el desarrollo de la actividad promotora tanto para la finalización de las promociones actualmente en curso como para el desarrollo de la cartera de suelo que se indica en el capítulo VII.

Capítulo V

EL PATRIMONIO, LA SITUACIÓN FINANCIERA Y LOS RESULTADOS DEL EMISOR

V.1 INFORMACIONES CONTABLES INDIVIDUALES

V.1.1 Balances de situación y cuentas de pérdidas y ganancias de Inmobiliaria del Sur, S.A. correspondientes a los ejercicios 2003, 2002 y 2001

V.1.1.0. Normas de valoración específicas utilizadas en la formulación del balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias

A Inmobiliaria del Sur, S.A. le es de aplicación las Normas de Adaptación del Plan General de Contabilidad a las Empresas Inmobiliarias aprobado mediante Orden de 28 de diciembre de 1994.

La norma de valoración específica del sector más significativa se refiere al reconocimiento de los ingresos de la promoción inmobiliaria, que de acuerdo al Plan General de Contabilidad adaptado a las Empresas Inmobiliarias, está constituido por el importe de los contratos, sea cualquiera la fecha de los mismos, que corresponden a inmuebles que se encuentran en condiciones de entrega material a los clientes a la fecha del cierre del ejercicio. Para el caso de inmuebles en construcción, se entiende que están en condiciones de entrega material a los clientes cuando se encuentran sustancialmente terminados, es decir, cuando los costes previstos de terminación de obra no son significativos en relación con el importe de la obra, al margen de los de garantía y conservación hasta la entrega. Se entiende que no son significativos los costes pendientes de terminación de obra cuando, al menos, se ha incorporado el 80 por 100 de los costes de construcción sin tener en cuenta el valor del terreno en que se construye la obra.

Así mismo el coste de las promociones en curso incorporan los gastos financieros devengados tanto por la financiación de carácter específico obtenida para financiar cada una de las promociones emprendidas, como por el resto de fondos ajenos no comerciales, de acuerdo con el procedimiento establecido por la norma de valoración 2ª, apartado 5) de las normas de adaptación del Plan General de Contabilidad a Empresas Inmobiliarias. Sin embargo, la citada capitalización de gastos financieros cesa en el momento en que como consecuencia de demoras o ineficacias se produce una paralización o alargamiento en el proceso de construcción inicialmente previsto.

V.1.1.1. Balances de situación

ACTIVO (Miles de euros)	2.003	%	2.002	%	2.001	%
Inmovilizado	75.068	34,30%	54.980	30,45%	53.568	37,88%
Inmovilizaciones inmateriales	1	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Inmovilizaciones materiales	55.374	25,30%	35.979	19,93%	39.900	28,22%
Inmovilizaciones financieras	18.220	8,33%	18.183	10,07%	13.026	9,21%
Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	1.473	0,67%	818	0,45%	642	0,45%
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	0,00%	0	0,00%	48	0,03%
Activo circulante	143.778	65,70%	125.580	69,55%	87.790	62,08%
Existencias	77.645	35,48%	69.992	38,76%	49.206	34,80%
Deudores	38.278	17,49%	38.306	21,22%	28.751	20,33%
Inversiones financieras temporales	4.070	1,86%	324	0,18%	344	0,24%
Tesorería	23.127	10,57%	16.362	9,06%	8.553	6,05%
Ajustes por periodificación	658	0,30%	596	0,33%	936	0,66%
Total activo	218.846	100,00%	180.560	100,00%	141.406	100,00%

PASIVO (Miles de euros)	2.003	%	2.002	%	2.001	%
Fondos propios	54.075	24,71%	46.149	25,56%	40.650	28,75%
Capital suscrito	22.080	10,09%	19.320	10,70%	16.560	11,71%
Reserva de revalorización	36	0,02%	2.796	1,55%	5.556	3,93%
Reservas	21.880	10,00%	16.573	9,18%	13.233	9,36%
Pérdidas y ganancias	12.667	5,79%	9.613	5,32%	7.092	5,02%
Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	-2.588	-1,18%	-2.153	-1,19%	-1.791	-1,27%
Provisiones para riesgos y gastos	2.345	1,07%	2.566	1,42%	1.587	1,12%
Acreeedores a largo plazo	105.151	48,05%	79.927	44,27%	58.501	41,37%
Deudas con entidades de crédito	102.872	47,01%	77.522	42,93%	56.022	39,62%
Otros acreedores	2.279	1,04%	2.270	1,26%	2.209	1,56%
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	0	0,00%	135	0,07%	270	0,19%
Acreeedores a corto plazo	57.275	26,17%	51.918	28,75%	40.668	28,76%
Deudas con entidades de crédito	29.737	13,59%	21.516	11,92%	13.182	9,32%
Deudas con empresas del grupo y asociadas	623	0,28%	527	0,29%	145	0,10%
Acreeedores comerciales	17.767	8,12%	20.248	11,21%	18.470	13,06%
Otras deudas no comerciales	8.627	3,94%	6.801	3,77%	7.039	4,98%
Provisiones para operaciones de tráfico	521	0,24%	2.826	1,57%	1.832	1,30%
Total pasivo	218.846	100,00%	180.560	100,00%	141.406	100,00%

Nota: La columna “%” muestra el porcentaje de cada partida del Balance sobre el total del activo.

Las principales magnitudes del balance y su incremento (decremento) sobre las cifras del ejercicio anterior son las siguientes

	2.003	Variac.	2.002	Variac.	2.001
Inmovilizado	75.068	36,54%	54.980	2,64%	53.568
Fondos propios	54.075	17,17%	46.149	13,53%	40.650
Endeudamiento financiero neto	105.412	28,00%	82.352	36,55%	60.307
Fondo de maniobra	86.503	17,43%	73.662	56,32%	47.122

Los principales comentarios a realizar sobre la evolución del balance de situación de Inmobiliaria del Sur, S.A. son los siguientes:

1) El activo total se ha incrementado en un 21,2% situándose en 218.846 miles de euros.

- El inmovilizado material creció un 53,9% sobre el ejercicio 2002 situándose al cierre del ejercicio 2003 en los 55.374 miles de euros. El crecimiento se ha debido a la fuerte inversión en nuevos activos destinados al arrendamiento, que actualmente se encuentran en curso de construcción, a los que se ha hecho referencia en el apartado IV.2.1.
- Las existencias han crecido un 10,93% situándose en los 77.645 miles de euros. El incremento se ha debido a la fuerte inversión en suelo realizada en el ejercicio por importe de 24.129 miles de euros que ha duplicado prácticamente el coste de los terrenos y solares en el balance respecto al cierre del ejercicio 2002.
- La tesorería creció un 41,34% situándose al cierre del ejercicio 2003 en 23.127 miles de euros.

2) El pasivo del balance se situaba al cierre del ejercicio 2003 en los 218.846 miles de euros, estando compuesto en un 24,7% por fondos propios, en un 60,6% por deuda financiera, y en un 14,7% de deuda con terceros y otros.

- Los fondos propios han crecido en un 17,2% respecto al ejercicio 2002 situándose en 54.075 miles de euros. Las adiciones en los fondos propios en el ejercicio se han debido a la incorporación de los resultados del ejercicio 2003 por importe de 12.667 miles de euros, y las minoraciones, al pago del dividendo complementario a cargo del beneficio del ejercicio 2002 por importe de 2.153 miles de euros, y al pago del dividendo a cuenta del ejercicio 2003 por importe de 2.588 miles de euros.

Durante el ejercicio 2003 se realizó una ampliación de capital con cargo a la cuenta de Reservas de Revalorización por importe de 2.760 miles de euros (ver apartado II.17.4)

- El endeudamiento financiero bruto de la sociedad creció un 33,9% respecto al cierre del ejercicio 2002 situándose en 132.609 miles de euros. El incremento del endeudamiento se ha debido a la

necesidad de financiación, tanto de las inversiones realizadas en nuevos inmuebles para arrendamiento, como del incremento de la cifra de existencias.

- El resto de partidas del pasivo del balance se han situado en cifras similares a las del cierre del ejercicio 2002.

Otras consideraciones sobre el Balance de Situación de Inmobiliaria del Sur, S.A. son los siguientes:

- Los balances de situación ponen de manifiesto el crecimiento experimentado por la estructura económico-financiera de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. en el último trienio, que se sitúa por encima del 54%, y de los fondos propios por encima del 33%. El incremento de ambas magnitudes respecto al ejercicio 2002 ha sido del 21,2% y el 17,2% respectivamente.
- En lo que respecta al endeudamiento con entidades de crédito, comentado en párrafos anteriores, éste se ha incrementado notablemente en términos absolutos, pero su relación con el pasivo total ha experimentado un crecimiento más reducido. Este incremento se debe básicamente a la inversión realizada hasta el cierre del ejercicio en nuevos inmuebles para arrendamiento (21,4 millones de euros, clasificados, en el activo del balance, como inmovilizaciones materiales en curso) y en menor medida al incremento de la cifra de existencias respecto al ejercicio anterior.

La evolución del endeudamiento financiero bruto y neto en los últimos tres ejercicios ha sido la siguiente

	2003	2002	2001
Endeudamiento financiero a largo plazo	102.872	77.522	56.022
Endeudamiento financiero a corto plazo	29.737	21.516	13.182
total endeudamiento financiero	132.609	99.038	69.204
- Disponible (*)	27.197	16.686	8.897
= Deuda financiera neta	105.412	82.352	60.307

(*) Incluye las inversiones financieras temporales

Nota: Los epígrafes del pasivo del balance “Otros acreedores” y “Otras deudas no comerciales” no incluyen deuda de carácter financiero.

Los ratios de endeudamiento financiero bruto sobre fondos propios y sobre pasivo total y la relación del endeudamiento financiero a corto plazo sobre el total endeudamiento financiero para los tres últimos ejercicios se muestra en el cuadro siguiente

	2003	2002	2001
Total endeudamiento fro. / Fondos Propios	2,45	2,15	1,70
Total endeudamiento fro. / Pasivo total	0,61	0,55	0,49
Endeudamiento fro. c/p / Total endeud. fro.	0,22	0,22	0,19

La Sociedad ha incrementado su apalancamiento financiero invirtiendo tanto en su actividad de patrimonio como en promoción con el fin de mantener el crecimiento de los últimos ejercicios. La sociedad ha aprovechado la bajada de tipos de interés para hacer uso en mayor medida de la deuda financiera.

La composición de la deuda financiera y los plazos de vencimiento se muestran en los cuadros siguientes

	en miles de €	
	Límite	Dispuesto
Pólizas de crédito	120.988	96.596
Pólizas de préstamo	14.587	13.921
Préstamos hipotecarios subrogables	29.978	21.705
Intereses devengados no vencidos		387
Total deuda financiera bruta	165.553	132.609

La totalidad de los préstamos están referenciados a tipos de interés variables, excepto una póliza de préstamo por importe de 5.000 miles de euros, con vencimiento a largo plazo, que se ha formalizado a un interés fijo del 4,76%.

El coste financiero medio de la deuda en el ejercicio 2003 se ha situado en aproximadamente el 3,5%.

Como puede observarse en la cuenta de pérdidas y ganancias (V.1.1.2) la relación gastos financieros / cifra de negocios se ha reducido en el ejercicio 2003 pasando del 7,02% en el ejercicio 2002 al 6,84% en el ejercicio 2003.

Los vencimientos de la deuda financiera en los próximos ejercicios se muestra en el cuadro siguiente

Años	Miles de €
2.004	29.737
2.005	48.215
2.006	25.723
2.007	2.229
2008 y siguientes	5.000
Total	110.904

Nota: el cuadro de vencimientos no incluye los préstamos hipotecarios al promotor subrogables.

Así mismo la Sociedad, en el desarrollo normal de su actividad tiene constituidos avales a favor, básicamente, de Entidades Locales por importe de 4.113 miles de euros en garantía de la ejecución de obras de construcción y promoción.

- Otras magnitudes de interés son las siguientes

Conceptos	2003	2002	2001
Cash-flow	14.843	12.646	7.950
Fondo de maniobra	86.503	73.662	47.122
Ratio de liquidez	2,51	2,42	2,16

- En lo que respecta a la gestión de la tesorería, INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. realiza los pagos a sus proveedores entre noventa y ciento veinte días. Los cobros a clientes de la actividad de alquiler de inmuebles se realizan mensualmente, por anticipado, y a los de la actividad de edificación, en general, por anticipado en un 20% y al contado, en el momento de la entrega, en un 80%.

V.1.1.2 Cuentas de pérdidas y ganancias

Miles de euros	2.003	%	2.002	%	2.001	%
+ Importe neto de la cifra de negocios	59.241	100,00%	54.613	100,00%	41.243	100,00%
+ Otros ingresos	21.704	36,64%	969	1,77%	936	2,27%
- Aprovisionamientos y gastos externos	-52.639	-88,86%	-31.988	-58,57%	-24.913	-60,41%
- Gastos de personal	-2.472	-4,17%	-1.955	-3,58%	-1.843	-4,47%
- Amortizaciones y provisiones	-1.052	-1,78%	-893	-1,64%	-740	-1,79%
= Resultado de explotación	24.782	41,83%	20.746	37,99%	14.683	35,60%
+/- Resultados financieros	-3.963	-6,69%	-3.830	-7,01%	-3.748	-9,09%
= Resultado de las actividades ordinarias	20.819	35,14%	16.916	30,97%	10.935	26,51%
+/- Resultados extraordinarios	-1.391	-2,35%	-2.381	-4,36%	-17	-0,04%
= Resultado antes de impuestos	19.428	32,79%	14.535	26,61%	10.918	26,47%
- Impuesto sobre sociedades	-6.761	-11,41%	-4.922	-9,01%	-3.826	-9,28%
= Resultado del ejercicio	12.667	21,38%	9.613	17,60%	7.092	17,20%

Nota: La columna “%” incluye el porcentaje de cada partida sobre el importe neto de la cifra de negocios.

En las cuentas de pérdidas y ganancias vuelve a ponerse de manifiesto el crecimiento experimentado por INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. en el último trienio, con un incremento del 43,6% en su cifra de negocios, del 78,6% en los resultados y del 86,7% en el cash-flow generado, evidenciando el estricto control de costes puesto en práctica por la Sociedad.

Los incrementos antes citados respecto al ejercicio 2002 han sido del 8,4% respecto la cifra de negocios, del 31,7% en los resultados, y del 17,4% en el cash-flow generado.

El crecimiento de la cifra de negocios ha sido armónica en las dos principales ramas de actividad de la Sociedad con un crecimiento del 8,2% en las ventas de promociones que alcanzaron los 47.742 miles de euros, y del 8% en los ingresos por arrendamientos que se situaron en los 7.807 miles de euros.

El importe en el ejercicio 2003 del epígrafe de “otros ingresos” incluye 21.602 miles de euros correspondientes a trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado (ver las inversiones para edificios en arrendamiento en IV.5.1).

Los costes de personal crecieron en un 26,4%, sin embargo su peso sobre la cifra de negocios sólo pasó del 3,58% en el ejercicio 2002 al 4,17% en el ejercicio 2003. En términos absolutos el incremento de los costes se ha debido al mayor número de personal empleado y a los incrementos de salario de la plantilla.

Los gastos financieros crecieron un 5,76% respecto a los alcanzados en el ejercicio 2002, como consecuencia del incremento de la deuda financiera bruta que pasó de 99.038 miles de euros al cierre del ejercicio 2002 a 132.609 miles de euros al cierre del ejercicio 2003. La explicación del incremento del endeudamiento se ha realizado en puntos anteriores.

El ratio gastos financieros / Cifra de negocios se situó en el ejercicio 2003 en el 6,84%, siendo el ratio del ejercicio 2002 del 7,02%

Los beneficios obtenidos por la enajenación de inmovilizado se han reducido en este ejercicio pasando de los 958 miles de euros obtenidos en el ejercicio 2002 a los 186 miles de euros del ejercicio 2003. La explicación del descenso se debe a la naturaleza de extraordinarios y no recurrentes, de estos ingresos.

Las provisiones dotadas en el ejercicio sobre el inmovilizado se redujeron en 903 miles de euros pasando de los 2.211 miles de euros del ejercicio 2002 a los 1.308 miles de euros en el ejercicio 2003.

El beneficio del ejercicio se ha incrementado muy por encima del incremento de la cifra de negocios debido a un incremento notable de los márgenes obtenidos en la venta de promociones respecto a los alcanzados en el ejercicio anterior.

Ello ha permitido que la rentabilidad del activo (beneficios antes de impuestos / activo total) se sitúe en torno al 8,88% en 2003, siendo los ratios obtenidos en 2001 y 2002 del 7,72% y del 8,05% respectivamente. La rentabilidad financiera (beneficios después de impuestos / fondos propios) se ha situado en el ejercicio 2003 en el 23,42%, siendo los ratios obtenidos en los ejercicios 2001 y 2002 del 17,45% y del 20,83% respectivamente.

V.1.2 Cuadros de financiación de Inmobiliaria del Sur, S.A. correspondientes a los ejercicios 2003, 2002 y 2001

APLICACIONES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Adquisiciones de inmovilizado	22.018	6.243	1.399
Créditos comerciales a largo plazo	655	818	642
Dividendos	4.741	4.005	3.458
Cancelación o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo		2.960	7.368
Aplicación de provisiones para riesgos y gastos	574	98	97
Participación del Consejo de Administración		109	96
Total aplicaciones	27.988	14.233	13.060
Exceso de orígenes sobre aplicaciones (Aumento del capital circulante)	12.841	26.540	32.398

ORÍGENES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Recursos procedentes de las operaciones	14.953	12.863	8.014
Deudas a largo plazo	25.224	24.386	36.815
Enajenación de inmovilizado	652	2.882	425
Cancelación anticipada o traspaso a corto plazo de créditos comerciales a largo plazo		642	204
Total orígenes	40.829	40.773	45.458
Exceso de aplicaciones sobre orígenes (Disminución del capital circulante)			

VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Existencias	7.653	20.786	4.761
Deudores	-28	9.555	6.270
Acreedores	-5.357	-11.250	16.608
Inversiones financieras temporales	3.746	-20	301
Tesorería	6.765	7.809	4.124
Ajustes por periodificación	62	-340	334
Variación del capital circulante	12.841	26.540	32.398

CONCILIACIÓN ENTRE EL RESULTADO CONTABLE Y LOS RECURSOS PROCEDENTES DE LAS OPERACIONES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Resultado contable	12.667	9.613	7.092
Dotaciones a la amortización del inmovilizado	868	822	826
Dotaciones a las provisiones de inmovilizado	1.300	2.253	45
Exceso provisión inmovilizado	-49		
Resultados obtenidos en la enajenación de inmovilizado	-186	-950	-165
Dotaciones a las provisiones para riesgos y gastos	406	1.090	265
Excesos de provisiones para riesgos y gastos	-53	-13	-197
Gastos derivados de intereses diferidos		48	148
Recursos procedentes de las operaciones	14.953	12.863	8.014

V.2 INFORMACIONES CONTABLES CONSOLIDADAS

V.2.1 Balances de situación consolidados y cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas de Inmobiliaria del Sur, S.A. y sociedades dependientes correspondientes a los ejercicios 2003, 2002 y 2001

V.2.1.1 Balances de situación consolidados

ACTIVO (Miles de euros)	2.003	%	2.002	%	2.001	%
Inmovilizado	64.494	26,81%	44.471	22,51%	43.021	27,71%
Gastos de establecimiento	3	0,00%	4	0,00%	2	0,00%
Inmovilizaciones inmateriales	1	0,00%	0	0,00%	2	0,00%
Inmovilizaciones materiales	55.443	23,05%	36.066	18,26%	39.967	25,74%
Inmovilizaciones financieras	6.349	2,64%	6.304	3,19%	1.287	0,83%
Acciones de la sociedad dominante	1.225	0,51%	1.225	0,62%	1.121	0,72%
Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	1.473	0,61%	872	0,44%	642	0,41%
Gastos a distribuir en varios ejercicios	0	0,00%	0	0,00%	48	0,03%
Activo circulante	176.060	73,19%	153.062	77,49%	112.193	72,26%
Existencias	100.255	41,68%	84.632	42,84%	62.015	39,94%
Deudores	42.121	17,51%	44.839	22,70%	38.453	24,77%
Inversiones financieras temporales	4.071	1,69%	325	0,16%	345	0,22%
Tesorería	28.836	11,99%	22.649	11,47%	10.290	6,63%
Ajustes por periodificación	777	0,32%	617	0,31%	1.090	0,70%
Total activo	240.554	100,00%	197.533	100,00%	155.262	100,00%

PASIVO (Miles de euros)	2.003	%	2.002	%	2.001	%
Fondos propios	54.605	22,70%	46.728	23,66%	41.507	26,73%
Capital suscrito	22.080	9,18%	19.320	9,78%	16.560	10,67%
Reserva de revalorización	36	0,01%	2.796	1,42%	5.556	3,58%
Otras reservas de la sociedad dominante	21.691	9,02%	15.717	7,96%	13.385	8,62%
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	1.147	0,48%	1.373	0,70%	933	0,60%
Pérdidas y ganancias atribuibles a la sociedad dominante	12.239	5,09%	9.675	4,90%	6.864	4,42%
Dividendo a cuenta entregado en el ejercicio	-2.588	-1,08%	-2.153	-1,09%	-1.791	-1,15%
Socios externos	2.975	1,24%	2.976	1,51%	2.381	1,53%
Provisiones para riesgos y gastos	2.345	0,97%	2.566	1,30%	1.587	1,02%
Acreeedores a largo plazo	117.605	48,89%	92.584	46,87%	64.657	41,64%
Deudas con entidades de crédito	115.326	47,94%	90.125	45,63%	62.178	40,05%
Otros acreedores	2.279	0,95%	2.324	1,18%	2.209	1,42%
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	0	0,00%	135	0,07%	270	0,17%
Acreeedores a corto plazo	63.024	26,20%	52.679	26,67%	45.130	29,07%
Deudas con entidades de crédito	29.772	12,38%	21.537	10,90%	13.189	8,49%
Acreeedores comerciales	24.022	9,99%	21.028	10,65%	21.187	13,65%
Otras deudas no comerciales	8.685	3,61%	7.214	3,65%	8.470	5,46%
Provisiones para operaciones de tráfico	537	0,22%	2.900	1,47%	2.284	1,47%
Ajustes por periodificación	8	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Total pasivo	240.554	100,00%	197.533	100,00%	155.262	100,00%

Nota: La columna “%” muestra el porcentaje de cada partida del Balance sobre el total del activo.

Las principales magnitudes del balance y su incremento (decremento) sobre las cifras del ejercicio anterior son las siguientes

	2.003	Variac.	2.002	Variac.	2.001
Inmovilizado	64.494	45,02%	44.471	3,37%	43.021
Fondos propios	54.605	16,86%	46.728	12,58%	41.507
Endeudamiento financiero neto	112.191	26,50%	88.688	37,01%	64.732
Fondo de maniobra	113.036	12,60%	100.383	49,68%	67.063

Dada la escasa incidencia de los estados financieros de las sociedades dependientes sobre los estados financieros consolidados, los comentarios contenidos en el apartado V.1.1.1 resultan aplicables en éste.

No obstante se incluyen los cuadros referentes a la deuda financiera tanto bruta como neta, a la composición de esta deuda y a los plazos de amortización de la misma

	2003	2002	2001
Endeudamiento financiero a largo plazo	115.326	90.125	62.178
Endeudamiento financiero a corto plazo	29.772	21.537	13.189
total endeudamiento financiero	145.098	111.662	75.367
- Disponible (*)	32.907	22.974	10.635
= Deuda financiera neta	112.191	88.688	64.732

(*) Incluye las inversiones financieras temporales

Nota: Los epígrafes del pasivo del balance “Otros acreedores” y “Otras deudas no comerciales” no incluyen deuda de carácter financiero.

	en miles de €	
	Límite	Dispuesto
Pólizas de crédito	125.488	96.596
Pólizas de préstamo	14.587	13.921
Préstamos hipotecarios subrogables	74.505	34.184
Intereses devengados no vencidos		397
Total deuda financiera bruta	214.580	145.098

Años	Miles de €
2.004	29.772
2.005	48.215
2.006	25.723
2.007	2.229
2008 y siguientes	5.000
Total	110.939

Nota: El cuadro anterior no incluye los vencimientos a largo plazo de los préstamos hipotecarios subrogables.

V.2.1.2 Cuentas de pérdidas y ganancias consolidadas

Miles de euros	2.003	%	2.002	%	2.001	%
+ Importe neto de la cifra de negocios	57.025	100,00%	59.680	100,00%	50.352	100,00%
+ Otros ingresos	21.667	38,00%	943	1,58%	925	1,84%
- Aprovisionamientos y gastos externos	-50.209	-88,05%	-36.002	-60,33%	-31.940	-63,43%
- Gastos de personal	-2.674	-4,69%	-2.139	-3,58%	-2.028	-4,03%
- Amortizaciones y provisiones	-1.069	-1,87%	-758	-1,27%	-762	-1,51%
= Resultado de explotación	24.740	43,38%	21.724	36,40%	16.547	32,86%
+/- Resultados financieros	-4.539	-7,96%	-4.481	-7,51%	-4.129	-8,20%
= Resultado de las actividades ordinarias	20.201	35,42%	17.243	28,89%	12.418	24,66%
+/- Resultados extraordinarios	-1.402	-2,46%	-2.333	-3,91%	-61	-0,12%
= Resultado antes de impuestos	18.799	32,97%	14.910	24,98%	12.357	24,54%
- Impuesto sobre sociedades	-6.561	-11,51%	-5.212	-8,73%	-5.096	-10,12%
= Resultado consolidado del ejercicio	12.238	21,46%	9.698	16,25%	7.261	14,42%
+/- Resultado atribuido a socios externos	1	0,00%	-23	-0,04%	-397	-0,79%
= Resultado del ejercicio atribuido a la dominante	12.239	21,46%	9.675	16,21%	6.864	13,63%

Nota: La columna “%” incluye el porcentaje de cada partida sobre el importe neto de la cifra de negocios.

Dada la escasa incidencia de los estados financieros de las sociedades dependientes sobre los estados financieros consolidados, los comentarios contenidos en el apartado V.1.1.2 resultan aplicables en éste. La única variación significativa sobre los comentarios sobre la cuenta de pérdidas y ganancias individual es la reducción en el importe de la cifra de negocios que ha pasado de los 59.680 miles de euros en el ejercicio 2002 a los 57.025 miles de euros del ejercicio 2003. El descenso se ha debido a la escasa aportación en este ejercicio de la Sociedad Hacienda La Cartuja, S.A. a la cifra de negocios que pasó de 7.227 miles de euros en el ejercicio 2002 a 355 miles de euros en el ejercicio 2003. El descenso en la cifra de negocios de esta sociedad se ha debido a que por motivos de planificación de las promociones en curso, estas no habían alcanzado al cierre del ejercicio 2003 el 80% de su grado de ejecución, por lo que no se pudieron registrar como ingresos las operaciones de venta formalizadas. La cifra de negocios estimada para esta sociedad para el ejercicio 2004 es de 10 millones de euros.

V.2.2 Cuadros de financiación consolidados de Inmobiliaria del Sur, S.A. y sociedades dependientes correspondientes a los ejercicios 2003, 2002 y 2001

APLICACIONES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Adquisiciones de inmovilizado	416	5.654	443
Créditos comerciales a largo plazo	601	230	36
Trasposos de existencias a inmovilizado	21.602	446	655
Dividendos	4.741	3.899	3.370
Cancelación o traspaso a corto plazo de deuda a largo plazo		135	3.028
Aplicación de provisiones para riesgos y gastos	574	98	97
Participación del Consejo de Administración		109	95
Total aplicaciones	27.934	10.571	7.724
Exceso de orígenes sobre aplicaciones (Aumento del capital circulante)	12.653	33.321	38.617

ORÍGENES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Recursos procedentes de las operaciones	14.533	12.917	8.252
Aportación socios externos			240
Deudas a largo plazo	25.021	28.085	37.424
Enajenación de inmovilizado	652	2.890	425
Otros	381		
Total orígenes	40.587	43.892	46.341
Exceso de aplicaciones sobre orígenes (Disminución del capital circulante)			

VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Existencias	15.623	22.617	4.179
Deudores	-2.718	6.386	14.111
Acreedores	-10.345	-7.548	15.470
Inversiones financieras temporales	3.746	-20	301
Tesorería	6.184	12.359	4.230
Ajustes por periodificación	163	-473	326
Variación del capital circulante	12.653	33.321	38.617

CONCILIACIÓN ENTRE EL RESULTADO CONTABLE Y LOS RECURSOS PROCEDENTES DE LAS OPERACIONES (Miles de euros)	2.003	2.002	2.001
Resultado contable	12.239	9.675	6.864
Resultado atribuible a socios externos	-1	23	397
Dotaciones a la amortización del inmovilizado	885	839	850
Dotaciones a las provisiones de inmovilizado	1.300	2.213	92
Resultados obtenidos en la enajenación de inmovilizado	-186	-958	-165
Exceso de provisiones del inmovilizado	-57		
Dotaciones a las provisiones para riesgos y gastos	406	1.090	265
Excesos de provisiones para riesgos y gastos	-53	-13	-197
Gastos derivados de intereses diferidos		48	148
Imputación a resultados de ingresos a distribuir			-2
Recursos procedentes de las operaciones	14.533	12.917	8.252

Capítulo VI

LA ADMINISTRACIÓN, LA DIRECCIÓN Y EL CONTROL DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.

VI.1 IDENTIFICACIÓN Y FUNCIÓN EN LA SOCIEDAD DE LOS ADMINISTRADORES Y ALTOS DIRECTIVOS.

VI.1.1. Miembros del órgano de administración.

Según el art. 9º de los Estatutos Sociales, la Sociedad está regida y administrada por la Junta General y el Consejo de Administración.

- La Junta General.-

La regulación de la Junta General (clase de Juntas, convocatorias, quórum de constitución, derechos de asistencia y normas de desarrollo o celebración, actas, etc), figuran en los arts. 10 al 16 de los Estatutos Sociales, que han sido desarrollados en el Reglamento de la Junta General aprobado en la Junta General Ordinaria de la Sociedad celebrada el día 19 de junio de 2004.

La Junta General de Accionistas se reúne una vez al año con el carácter de ordinaria en el mes de junio para aprobar las cuentas anuales, el informe de gestión y la aplicación de resultados, así como el nombramiento o reelección de consejeros y otros asuntos de su competencia. Excepcionalmente, se reúne de forma extraordinaria para resolver sobre asuntos que no pueden esperar a tratarse en la Junta General Ordinaria.

El expresado Reglamento regula con todo detalle el concepto, funciones, clases de Juntas, competencias, convocatorias, anuncios, información del accionista, celebración, derecho de asistencia y voto, votaciones y documentación de los acuerdos.

- El Consejo de Administración.-

La composición, facultades y normas de funcionamiento y retribución del Consejo de Administración están regulados por los arts. 18º al 28º de los Estatutos Sociales, que han sido desarrollados en el Reglamento del Consejo de Administración aprobado en la reunión del mismo de fecha 13 de mayo de 2004.

De conformidad con lo dispuesto en el art. 18º de los Estatutos Sociales, el Consejo de Administración se compondrá de cinco miembros como mínimo y dieciocho como máximo, que han de ser accionistas de la Sociedad, elegidos por la Junta General, siendo requisito imprescindible ser titular, con una antelación

superior a dos años, de un número de acciones que representen, al menos, un valor nominal de 1.000 Euros.

Actualmente el Consejo de Administración está formado por 18 miembros.

Los Consejeros son elegidos por un plazo de cinco años, pudiendo ser reelegidos, una o más veces, por períodos de igual duración.

No existe límite de edad para los consejeros.

El Consejo se reúne cuando lo acuerda el Presidente o lo solicitan dos de los Consejeros. No obstante, es preceptiva, por lo menos, una reunión mensual.

El número de reuniones celebradas a lo largo del año 2003 ascendió a 11, y ha celebrado, hasta la fecha, 8 reuniones en 2004.

Corresponde al Consejo de Administración la gestión, administración y dirección de todos los asuntos sociales, ostentando todas aquellas atribuciones que la Ley no reserve expresamente a la Junta General de Accionistas.

El Consejo de Administración tiene la facultad de regular su funcionamiento, aceptar la dimisión de sus miembros y designar en su seno una Comisión Ejecutiva o uno o más Consejeros Delegados, sin perjuicio de los apoderamientos que pueda conferir a cualquier persona. En la actualidad, no existe Comisión Ejecutiva ni Consejero Delegado alguno.

Solamente se ha efectuado una delegación parcial de facultades, vía de apoderamiento, a favor de Don José Manuel Pumar Mariño, Presidente del Consejo de Administración, para llevar a cabo determinadas actuaciones sin necesidad de acuerdo previo del Consejo, con vigencia durante el tiempo en que ostente dicho cargo. Ninguna de esas facultades se refiere a las funciones esenciales de control y vigilancia que constituyen el núcleo de las que el informe Olivencia considera como indelegables.

El Consejo de Administración para el mejor desempeño de sus funciones, podrá crear las Comisiones de carácter consultivo o informativo que considere necesarias para que le asistan sobre aquellas cuestiones que correspondan a las materias propias de su competencia.

El art. 23º de los Estatutos Sociales define de forma genérica cuales son las funciones del Consejo de Administración y detalla, de forma enumerativa, no exhaustiva, sus facultades, de las que se exceptúan la prestación de avales o fianzas a terceros, que se reserva la Junta de Accionistas.

El Consejo de Administración asume de hecho y derecho la función de supervisión y control de la gestión de la Sociedad que llevan a cabo los ejecutivos.

Los miembros del Consejo de Administración son los siguientes:

<u>CARGO</u>	<u>NOMBRE</u>	<u>FECHA INCORPORACIÓN</u>	<u>TIPO</u>
<u>AL CONSEJO</u>			
PRESIDENTE:	D.JOSÉ MANUEL PUMAR MARIÑO	26/06/69	E
VICEPRESIDENTE:	D. VICTOR M. BEJARANO DELGADO	26/03/69	O
SECRETARIO:	D. LIBERATO MARIÑO DOMÍNGUEZ	17/03/83	I
VOCALES:	D. ALFONSO GALNARES YSERN	19/06/78	O
	D. ANTONIO ROMÁN GARVEY	17/03/75	D
	INCRECISA, S.A. REPRESENTADA POR		
	Dª FERNANDA OSBORNE MEDINA	25/01/02	D
	D. JUAN FERNÁNDEZ CARBONELL	17/03/83	D
	D. AUGUSTO SEQUEIROS PUMAR	27/03/02	D
	D. ESTEBAN JIMÉNEZ PLANAS	27/06/92	D
	D. CAYETANO BENAVENT BLANQUET	17/03/83	O
	D. JOSÉ FERNÁNDEZ ZAMORANO	17/03/83	I
	D. JOSÉ LUIS COBIÁN OTERO	17/03/56	O
	INVERSIONES AGRÍCOLAS INDUSTRIALES Y		
	COMERCIALES, S.L. REPRESENTADA POR		
	D. RICARDO PUMAR LÓPEZ	26/10/01	D
	D. PRUDENCIO HOYOS-LIMÓN PUMAR	25/06/88	D
	D. JOSÉ MARÍA GRANELL BALÉN	30/07/99	D
	D. JOSÉ MANUEL PUMAR LÓPEZ	31/03/00	D
	D. ANDRÉS C. FERNÁNDEZ ROMERO	19/06/04	D
	D. GREGORIO ARRANZ PUMAR	29/07/04	D

Tipos: E= Ejecutivo D = Dominical I = Independiente O = Otros Externos

En esta clasificación de consejeros se han seguido los criterios del informe Olivencia, y de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

La calificación del Presidente del Consejo de Administración como Consejero Ejecutivo se debe a que tiene delegadas parcialmente y con carácter permanente facultades del Consejo de Administración.

Se han calificado como dominicales a los consejeros que han sido propuestos por accionistas significativos, entendiendo por tales los que poseen acciones que representen un porcentaje igual o superior al 3% del capital social. (Este porcentaje es el considerado por el Consejo de Administración como mínimo para ejercer una influencia notable en la sociedad, conforme a la definición que sobre participación significativa se incluye en el apartado Primero.1.a) de la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades)

Se han calificado como independientes a aquellos consejeros que, aún teniendo una participación pequeña en el capital social, no tienen ni han tenido vinculación directa ni indirecta con accionistas que poseen una participación significativa, ni con la Sociedad, y han sido elegidos por su formación y experiencia profesional.

No obstante, el Secretario del Consejo y Letrado Asesor del mismo, tiene la consideración de independiente, ya que ha sido nombrado en razón exclusiva a su formación jurídica y trayectoria profesional, y no tiene vinculación alguna con grupos significativos de accionistas. La prestación de servicios que realiza como asesor jurídico externo de la sociedad no afecta a su independencia en su cargo de consejero.

Se han calificado como Otros Consejeros externos, conforme a las instrucciones de la citada Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a aquellos consejeros que no pueden incluirse dentro de las clasificaciones anteriores.

- Comisiones informativas o consultivas.-

El Consejo de Administración, siguiendo las recomendaciones del informe Aldama, ha creado dos Comisiones especializadas, a fin de que los acuerdos que haya de adoptar el mismo en materias relevantes, hayan pasado primero por un órgano especializado que pueda filtrar e informar sus acciones, a fin de reforzar los garantías de objetividad y reflexión de sus acuerdos.

Dichas Comisiones son:

- La Comisión de Nombramientos y Retribuciones, que tiene la función de informar al Consejo de Administración sobre nombramientos, retribuciones, ceses y retribución del Consejo y de sus cargos, así como la política general de retribuciones e incentivos para los mismos y para la alta dirección.

El Consejo de Administración ha designado para formar parte de esta Comisión a los siguientes consejeros:

Presidente:	D. José Manuel Pumar Mariño.	E
Secretario:	D. Liberato Mariño Domínguez.	I
Vocales:	D. Victor Manuel Bejarano Delgado.	O
	D. Augusto Sequeiros Pumar.	D
	D. Alfonso Galnares Ysern.	O

Nota: E= Ejecutivo D = Dominical I = Independiente O = Otros Externos

El número de reuniones celebradas a lo largo del año 2003 ascendió a 1, y no ha celebrado, hasta la fecha de registro del folleto, ninguna reunión en 2004.

- La Comisión de Estrategia e Inversiones, la cual tiene funciones de propuesta o informe al Consejo sobre todas aquellas decisiones estratégicas, inversiones y desinversiones, que sean de relevancia para la Sociedad, valorando su adecuación al presupuesto y planes estratégicos, sobre los cuales conocerá e informará al Consejo de Administración antes de su aprobación por este último.

El Consejo de Administración ha designado para que formen parte de esta Comisión a los siguientes consejeros:

Presidente:	D. José Manuel Pumar Mariño.	E
Secretario:	D. Liberato Mariño Domínguez.	I
Vocales:	D. Victor Bejarano Delgado.	O
	D. Ricardo Pumar López	D
	D. Cayetano Benavent Blanquet	O
	D. José María Granell Balén	D
	D. Esteban Jiménez Planas	D
	D. José Fernández Zamorano	I
	D ^a . Fernanda Osborne Medina	D
	D. Prudencio Hoyos-Limón Pumar	D

Nota: E= Ejecutivo D = Dominical I = Independiente O = Otros Externos

El número de reuniones celebradas a lo largo del año 2003 ascendió a 4, y ha celebrado, hasta la fecha de registro del folleto, 1 reunión en 2004.

A las reuniones de estas Comisiones asiste el Director General para informar a sus miembros sobre aquellos asuntos de la gestión ordinaria de la Sociedad que puedan facilitar la tarea de las mismas.

- Comité de Auditoría.-

Con independencia de estas Comisiones, cumpliendo con lo establecido en el art. 47 de la Ley 44/2002, de 22 de Noviembre, de Reforma del Sistema Financiero, la Junta General Ordinaria de Accionistas de la Sociedad celebrada el día 14 de junio de 2003, acordó modificar el art. 24 de los Estatutos Sociales, con la finalidad de incorporar al mismo las disposiciones introducidas por el citado art. 47 de la Ley 44/2002, creando un Comité de Auditoría formado por un mínimo de cuatro consejeros, con las competencias que le atribuye dicha Ley, y regulando su funcionamiento.

El Consejo ha designado para constituir dicho Comité a los siguientes consejeros:

Presidente:	D. Víctor M. Bejarano Delgado	O
Secretario:	D. Liberato Mariño Domínguez	I
Vocales :	D. José Manuel Pumar Mariño	E
	D. Cayetano Benavent Blanquet	O
	D. José Manuel Pumar López	D
	D. Esteban Jiménez Planas	D
	D. José Luis Cobián Otero	O

Nota: E= Ejecutivo D = Dominical I = Independiente O = Otros Externos

Todos los miembros de este Comité tiene preparación y experiencia suficientes para desempeñar las funciones que la Ley asigna a dicho Comité.

El Consejo de Administración, dada la importancia de las funciones que ha de desempeñar este Comité de Auditoría, aprobó en su reunión de fecha 27 de febrero de 2004 el Reglamento de funcionamiento del mismo.

El número de reuniones celebradas a lo largo del año 2003 ascendió a 4, y ha celebrado, hasta la fecha de registro del folleto, 4 reuniones en 2004.

- Reglamento Interno de Conducta.-

Por otra parte el Consejo de Administración, en su reunión celebrada el día 27 de junio de 2003, aprobó un Reglamento Interno de Conducta para todo el personal de la empresa, adaptado a las disposiciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 44/2002, de 22 de Noviembre, de Reforma del Sistema Financiero, y demás disposiciones reglamentarias, que fija las Normas de Conducta en relación con los valores emitidos por la Sociedad y cualquiera de sus Sociedades Filiales y Controladas, operaciones de auto cartera y conflictos de interés. En dicho Reglamento, asimismo, se regulan y detallan todos los aspectos que afectan a los deberes de lealtad y diligencia que son aplicables a los miembros del Consejo de Administración y demás personas a las que resulte aplicable el Reglamento.

Como puede apreciarse de lo expuesto en este Capítulo VI.1, la Sociedad está asumiendo de forma progresiva las recomendaciones de los informes Olivencia y Aldama, este último en cuanto desarrolla, precisa y complementa las del primero, acomodándolas a nuestras circunstancias específicas, pudiendo afirmar en este momento que INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. ha sumido más de las dos terceras partes de aquellas Recomendaciones.

VI.1.2 Altos directivos

Las funciones ejecutivas de la Sociedad están asumidas por las siguientes personas:

Director General:	Don Joaquín González Pérez
Director Administrativo:	Don Antonio Trujillo Conde
Director Técnico:	Don Narciso Rodríguez Chaves
Director de Expansión y Desarrollo:	Don Francisco Pumar López

VI.1.3 Adaptación de Inmobiliaria del Sur, S.A. a las modificaciones normativas con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas

Durante el año 2003 han continuado las modificaciones normativas que afectan a las sociedades cotizadas que comenzaron en el año 2002 con la Ley 44/2002 de Reforma del Sistema Financiero.

Con motivo de la citada Ley 44/2002 se constituyó durante el ejercicio 2003, en el seno del Consejo de Administración, el Comité de Auditoría. Así mismo en cumplimiento de la citada Ley el Consejo de Administración aprobó durante el año 2003 un Reglamento Interno de Conducta en materias relativas a los Mercados de Valores. Además siguiendo las recomendaciones de la Comisión

Aldama se han constituido otras dos comisiones dentro del Consejo de Administración: La Comisión e Estrategia e Inversiones, y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

En el año 2003 entró en vigor la Ley 26/2003, de 17 de julio, que ha modificado determinados artículos de la Ley del Mercado de Valores y del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas.

Esta Ley ha exigido entre otros aspectos los siguientes:

La aprobación por la Junta General de Accionistas del Reglamento de la Junta General (Reglamento aprobado por la Junta General de Accionistas de Inmobiliaria del Sur, S.A. de fecha 19 de junio de 2004. El Reglamento, que se ha presentado para su inscripción en el Registro Mercantil, se encuentra en la página web de la C.N.M.V. y en la página web de Inmobiliaria del Sur www.inmosur.com).

La aprobación del Reglamento del Consejo de Administración (aprobado por el Consejo de Administración de Inmobiliaria del Sur, S.,A, de fechas 13 y 14 de mayo de 2004, e inscrito en el Registro Mercantil con fecha 23 de julio de 2004. El Reglamento se encuentra en la página web de la C.N.M.V. y en la página web de Inmobiliaria del Sur www.inmosur.com).

La elaboración de un informe anual de gobierno corporativo (el informe correspondiente al ejercicio 2003 se encuentra en la página web de la C.N.M.V. y en la página web de Inmobiliaria del Sur www.inmosur.com) con el contenido exigido por la Ley 23/2003, por la Orden ECO/3722/2003. de 26 de diciembre, y por la Circular 1/2004. de 17 de marzo, de la CNMV.

La inclusión en la página web de la sociedad www.inmosur.com de la información para accionistas e inversores exigida por la citada Ley 26/2003, por la Orden ECO/3722/2003. de 26 de diciembre, y por la Circular 1/2004. de 17 de marzo, de la CNMV.

VI.2 CONJUNTO DE INTERESES EN LA SOCIEDAD DE LAS PERSONAS CITADAS EN EL PUNTO VI.1

VI.2.1 Acciones con derecho a voto de las que dichas personas son titulares o representantes, directa o indirectamente

	Titularidad directa	%	Titularidad indirecta	%	Total	%
Don José Manuel Pumar Mariño	1.593	0,072%	431.482	19,542%	433.075	19,614%
Don Víctor Manuel Bejarano Delgado	9.238	0,418%	2.656	0,120%	11.894	0,539%
Don Liberato Mariño Domínguez	5.898	0,267%		0,000%	5.898	0,267%
Don José Luis Cobián Otero	14.520	0,658%		0,000%	14.520	0,658%
Don Antonio Román Garvey	36.806	1,667%		0,000%	36.806	1,667%
Don Alfonso Galnares Ysern	24.700	1,119%		0,000%	24.700	1,119%
Don José Fernández Zamorano	160	0,007%	4.433	0,201%	4.593	0,208%
Don Juan Fernández Carbonell	54.951	2,489%		0,000%	54.951	2,489%
Don Cayetano Benavent Blanquet	19.014	0,861%	336	0,015%	19.350	0,876%
Inversiones Agríc.Indust.y Comerciales, S.L. (*)	207.656	9,405%		0,000%	207.656	9,405%
Don Prudencio Hoyos-Limón Pumar	1.760	0,080%	683	0,031%	2.443	0,111%
Don Esteban Jiménez Planas	20.805	0,942%	93.773	4,247%	114.578	5,189%
Increcisa, S.A. (**)	172.160	7,797%		0,000%	172.160	7,797%
Don Augusto Sequeiros Pumar	100	0,005%	364	0,016%	464	0,021%
Don José María Granell Balén	15.487	0,701%		0,000%	15.487	0,701%
Don José Manuel Pumar López	6.087	0,276%		0,000%	6.087	0,276%
Don Andrés Claudio Fernández Romero	1.200	0,054%		0,000%	1.200	0,054%
Don Gregorio Arranz Pumar	2.128	0,096%		0,000%	2.128	0,096%
Totales	594.263	26,914%	533.727	24,172%	920.334	41,682%

Nota: En las acciones de titularidad indirecta de D. José Manuel Pumar Mariño se encuentran las de la Sociedad Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L., sociedad que es asimismo miembro del Consejo de Administración. No obstante en el sumatorio de la columna "total" del cuadro anterior estas acciones sólo se han considerado una vez. Así mismo el Consejo de Administración representó, por delegación de voto en la Junta General de Accionistas de fecha 19 de junio de 2004, otras 657.828 acciones que representan un 29,79% del capital social.

Las acciones de titularidad directa e indirecta son las que poseen los consejeros a la fecha de registro del folleto, que coinciden con las que poseían en la Junta General de accionistas de fecha 19 de junio 2004.

(*) Representada por D. Ricardo Pumar López.

(**) Representada por Dña. Fernanda Osborne Medina.

Altos Directivos (Número de acciones)	Titularidad directa	%	Titularidad indirecta	%	Total	%
Don Joaquín González Pérez	3.504	0,159%	0	0,000%	3.504	0,159%
Don Antonio Trujillo Conde	22	0,001%	0	0,000%	22	0,001%
Don Narciso Rodríguez Chaves	220	0,010%	0	0,000%	220	0,010%
Don Francisco Pumar López	7.820	0,354%	0	0,000%	7.820	0,354%
Totales	11.566	0,524%	0	0,000%	11.566	0,524%

Nota: Datos a fecha de registro del folleto.

Las titularidades indirectas son las siguientes:

Representante	Titular	Nº de acciones	Porcentaje de capital
Don José Manuel Pumar Mariño	Explotaciones El Cerro, S.A.	198.357	8,984%
Don José Manuel Pumar Mariño	Inversiones Agric.Ind.y Com., S.L.	207.656	9,405%
Don José Manuel Pumar Mariño	Muebles e Inmuebles Andaluces, S.A.	25.469	1,153%
	Subtotal	431.482	19,542%
Don Esteban Jiménez Planas	Esmago, S.L.	641	0,029%
Don Esteban Jiménez Planas	Dña. Eloisa Jiménez Planas	16.271	0,737%
Don Esteban Jiménez Planas	D. Pedro Jiménez Planas	17.339	0,785%
Don Esteban Jiménez Planas	Dña. Reyes Jiménez Planas	2.323	0,105%
Don Esteban Jiménez Planas	D. José Ignacio Jiménez Planas	19.076	0,864%
Don Esteban Jiménez Planas	Dña. Mª Amparo Jiménez Planas	19.062	0,863%
Don Esteban Jiménez Planas	Dña. Rocio Jiménez Planas	19.061	0,863%
	Subtotal	93.773	4,247%
Don Cayetano Benavent Blanquet	D. Cayetano Benavent Viñueles	56	0,003%
Don Cayetano Benavent Blanquet	D. Pablo Benavent Viñueles	56	0,003%
Don Cayetano Benavent Blanquet	Dña. Marta Benavent Viñueles	56	0,003%
Don Cayetano Benavent Blanquet	Dña. Ana Benavent Viñueles	56	0,003%
Don Cayetano Benavent Blanquet	D. Fernando Benavent Viñueles	56	0,003%
Don Cayetano Benavent Blanquet	D. Pedro Benavent Viñueles	56	0,003%
	Subtotal	336	0,015%
Don Victor Manuel Bejarano Delgado	Majoleta, S.A.	2.656	0,120%
Don José Fernández Zamorano	Grupo Inversor Andaluz, S.A.	4.433	0,201%
Don Prudencio Hoyos-Limón Pumar	Guadalquivir de Servicios Integrales, S.L.	683	0,031%
Don Augusto Sequeiros Pumar	Garum Gestión, S.L.	364	0,016%
	Total	533.727	24,172%

En las participaciones indirectas de D. Esteban Jiménez Planas se encuentran las acciones que representa de sus hermanos, con los cuales existe un acuerdo verbal para que la totalidad de las acciones mantengan un ejercicio concertado de los derechos de voto.

VI.2.2 Participación de administradores, altos directivos y personas representadas por los mismos en transacciones inusuales y relevantes de la sociedad en el transcurso del último ejercicio y en el corriente

Las transacciones, prestaciones de servicios, entre los administradores de Inmobiliaria del Sur, S.A. y la Sociedad en el ejercicio 2003 y en el corriente, todas ellas realizadas a precios de mercado, han sido las siguientes:

D. José Manuel Pumar Mariño realiza funciones de representación y apoderamiento, con independencia de las que la Ley y los Estatutos Sociales atribuyen al cargo de Presidente del Consejo de Administración, en virtud del apoderamiento general otorgado por el Consejo. Este apoderamiento está limitado en cuanto a los asuntos que puede resolver, ninguno de los cuales forma parte del núcleo de las facultades indelegables del Consejo. Su condición de consejero ejecutivo es consecuencia de este apoderamiento, no existiendo entre la sociedad y el mismo ninguna relación de carácter laboral.

D. Juan Fernández Carbonell presta servicios, en calidad de arquitecto, en la redacción de Proyectos de Edificación y dirección de obras que se le encargan.

D. Liberato Mariño Domínguez presta servicios jurídicos a la Sociedad como Letrado Asesor del Consejo y Asesor Jurídico de la misma.

La sociedad Guadalquivir de Servicios Integrales, S.L., participada por el consejero D. Prudencio Hoyos-Limón Pumar, presta servicios de vigilancia en determinados obras y edificios en arrendamiento.

VI.2.3 Importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengadas por los administradores en los ejercicios 2002, 2003 y 2004

Las retribuciones de los administradores se encuentran reguladas por el artículo 28º de los Estatutos Sociales, y consistían hasta el cierre del ejercicio 2001 en un diez por ciento del beneficio antes de impuestos. La Junta General Ordinaria de Accionistas de fecha 15 de junio de 2002 modificó el artículo 28º de los Estatutos Sociales, rebajando la retribución de los administradores al ocho por ciento de los resultados antes de impuestos. Asimismo La Junta General de Accionistas de fecha 14 de junio de 2003 modificó nuevamente el artículo 28º de los Estatutos Sociales, rebajando la retribución de los administradores al seis y medio por ciento de los resultados antes de impuestos. Así mismo, el citado artículo 28º de los Estatutos Sociales fija la cuantía de las dietas a percibir por los Consejeros por asistencia a cada reunión que sean convocados.

A lo largo del ejercicio 2002, las mismas ascendieron a los siguientes importes:

Sueldos:	0 miles de euros.
Dietas estatutarias:	122 miles de euros.
Remuneraciones estatutarias:	1.163 miles de euros
Prestaciones de servicios:	287 miles de euros.
Total	1.572 miles de euros.

A lo largo del ejercicio 2003, las mismas ascendieron a los siguientes importes:

Sueldos:	0 miles de euros.
Dietas estatutarias	153 miles de euros.
Remuneraciones estatutarias:	1.263 miles de euros
Prestaciones de servicios:	362 miles de euros.
Total	1.778 miles de euros.

Del 1 de enero al 30 de junio de 2004, estas retribuciones fueron las siguientes:

Sueldos:	0 miles de euros.
Dietas estatutarias:	71 miles de euros.
Remuneraciones estatutarias:	0 miles de euros.
Prestaciones de servicios:	304 miles de euros.
Total	375 miles de euros.

Las retribuciones por prestación de servicios incluidas en los cuadros anteriores se refieren a los Consejeros y los servicios que se detallan en el punto VI.2.2.

Las retribuciones a administradores de Inmobiliaria del Sur, S.A. en otras sociedades del grupo ascendieron a 8 miles de euros en el ejercicio 2003, y a 4 miles de euros entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2004. De las retribuciones recibidas en 2003 1 miles de euros fueron en concepto de dietas y 7 miles de euros en concepto de asesoría jurídica. Las retribuciones entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2004 fueron en concepto de asesoría jurídica.

En lo que respecta a los altos directivos, el volumen de sus retribuciones en el ejercicio 2003 ascendió a 552 miles de euros, y en el ejercicio 2004, hasta el 30 de junio, las mismas ascienden a 210 miles de euros. La totalidad de estas retribuciones han sido en concepto de sueldos y salarios.

VI.2.4 Importe de las obligaciones contraídas en materia de pensiones y de seguros de vida respecto de los fundadores, miembros antiguos y actuales del órgano de administración y directivos actuales y sus antecesores.

No existen.

VI.2.5 Importe global de todos los anticipos, créditos concedidos y garantías constituidas por el emisor a favor de las mencionadas personas, y todavía en vigor.

No existen.

VI.2.6 Principales actividades que las personas citadas ejercen fuera de la sociedad, cuando estas actividades sean significativas en relación a la misma.

No son significativas.

VI.3 PERSONAS QUE EJERCEN O PUEDEN EJERCER UN CONTROL SOBRE EL EMISOR

Ver cuadro del apartado VI.2.1.

VI.4 RESTRICCIONES O LIMITACIONES ESTATUTARIAS A LA ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS POR PARTE DE TERCEROS AJENOS A LA SOCIEDAD

No existen.

VI.5 PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS

Las participaciones superiores al 5% del capital social son las siguientes:

Titular	Titularidad directa	Titularidad indirecta	Total	Porcentaje de capital
Inversiones Agric. Indust. y Com., S.L.	207.656		207.656	9,40%
Explotaciones El Cerro, S.A.	198.357		198.357	8,98%
Increcisa, S.A.	172.160		172.160	7,80%
Don José Manuel Pumar Mariño	1.593	431.482	433.075	19,61%
Don Esteban Jiménez Planas	20.805	93.773	114.578	5,19%

Nota: Datos a fecha de registro del folleto

Las acciones de titularidad indirecta de D. José Manuel Pumar Mariño se refieren a las acciones propiedad de las sociedades Inversiones Agrícolas Industriales y Comerciales, S.L. (207.656 acciones), Muebles e Inmuebles Andaluces, S.A. (25.469 acciones) y Explotaciones el Cerro, S.A. (198.357 acciones).

VI.6 NÚMERO DE ACCIONISTAS

Según la información recabada por la Sociedad con motivo de la celebración de la última Junta General de Accionistas, el número aproximado de accionistas de Inmobiliaria del Sur, S.A., todos con derecho a voto, es de 600.

El capital flotante de Inmobiliaria del Sur, S.A. se sitúa en el 55,4% del total.

VI.7 PRESTAMISTAS DE LA SOCIEDAD CON PARTICIPACIÓN EN LAS DEUDAS A LARGO PLAZO DE LA MISMA SUPERIOR AL 20 POR CIENTO

No existen.

VI.8 CLIENTES Y SUMINISTRADORES SIGNIFICATIVOS

No existen clientes ni suministradores con los que se realicen operaciones que supongan el 25 por ciento de las ventas ni de las compras.

VI.9 ESQUEMAS DE PARTICIPACIÓN DEL PERSONAL EN EL CAPITAL

No existen.

VI.10 RELACIÓN DE LA SOCIEDAD EMISORA CON SUS AUDITORES

La firma Deloitte & Touche España, S.L. ha prestado en el ejercicio 2004 servicios a INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. por importe de 30 miles de euros distintos de los de auditoría de cuentas anuales. Los servicios prestados han sido en concepto de asesoramiento en la elaboración de los Reglamentos del Comité de Auditoría, del Reglamento del Consejo de Administración, y del Reglamento de la Junta General de Accionistas. Las retribuciones durante el ejercicio 2003 por servicios diferentes a los de auditoría de las cuentas anuales ascendió a 15 miles de euros. Las retribuciones por los servicios de auditoría de Cuentas Anuales, y Cuentas Anuales consolidadas de Inmobiliaria del Sur, S.A. correspondiente al ejercicio 2003 ascendieron a 29 miles de euros. En el ejercicio 2004, hasta la fecha de registro de este folleto, no se han devengado retribuciones respecto a las auditorías de cuentas anuales correspondientes al ejercicio en curso. Asimismo esta sociedad realizó la auditoría de Cuentas Anuales de la sociedad Hacienda La Cartuja, S.A., participada por Inmobiliaria del Sur, S.A. en un 60%, correspondiente al ejercicio 2003, recibiendo una retribución de 7 miles de euros, y la auditoría de Cuentas Anuales de la Sociedad Mosaico Desarrollos Inmobiliarios, S.A. correspondiente al ejercicio 2003, participada por Inmobiliaria del Sur, S.A. en un 30%, recibiendo una retribución de 2,3 miles de euros.

Capítulo VII

EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.

VII.1 EVOLUCIÓN DE LOS NEGOCIOS EN EL EJERCICIO 2004

VII.1.1 La cifra de negocios

VII.1.1.1 Balance de situación de Inmobiliaria del Sur, S.A. al 30 de junio de 2004

ACTIVO (Miles de euros)	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
Inmovilizado	88.206	36,56%	54.558	27,21%	58.104	36,61%
Inmovilizaciones inmateriales	13	0,01%	0	0,00%	0	0,00%
Inmovilizaciones materiales	58.329	24,18%	35.650	17,78%	39.683	25,01%
Inmovilizaciones financieras	28.648	11,87%	18.147	9,05%	18.239	11,49%
Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	1.216	0,50%	761	0,38%	182	0,11%
Activo circulante	153.065	63,44%	145.929	72,79%	100.590	63,39%
Existencias	84.292	34,94%	85.743	42,77%	70.542	44,45%
Deudores	39.199	16,25%	44.896	22,39%	21.691	13,67%
Inversiones financieras temporales	18.826	7,80%	2.113	1,05%	342	0,22%
Tesorería	10.098	4,19%	11.683	5,83%	6.672	4,20%
Ajustes por periodificación	650	0,27%	1.494	0,75%	1.343	0,85%
Total activo	241.271	100,00%	200.487	100,00%	158.694	100,00%

PASIVO (Miles de euros)	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
Fondos propios	55.243	22,90%	47.676	23,78%	39.901	25,14%
Capital suscrito	22.080	9,15%	19.320	9,64%	16.560	10,44%
Reserva de revalorización	36	0,01%	2.796	1,39%	5.556	3,50%
Reservas	28.959	12,00%	21.881	10,91%	16.573	10,44%
Pérdidas y ganancias	4.168	1,73%	3.679	1,84%	1.212	0,76%
Provisiones para riesgos y gastos	1.868	0,77%	2.044	1,02%	1.577	0,99%
Acreeedores a largo plazo	119.276	49,44%	87.314	43,55%	78.051	49,18%
Deudas con entidades de crédito	117.000	48,49%	85.074	42,43%	75.547	47,61%
Otros acreedores	2.276	0,94%	2.240	1,12%	2.234	1,41%
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	0	0,00%	0	0,00%	270	0,17%
Acreeedores a corto plazo	64.884	26,89%	63.453	31,65%	39.165	24,68%
Deudas con entidades de crédito	32.283	13,38%	31.521	15,72%	12.500	7,88%
Deudas con empresas del grupo y asociadas	822	0,34%	299	0,15%	347	0,22%
Acreeedores comerciales	19.864	8,23%	22.175	11,06%	21.120	13,31%
Otras deudas no comerciales	10.906	4,52%	8.371	4,18%	4.509	2,84%
Provisiones para operaciones de tráfico	1.009	0,42%	1.087	0,54%	689	0,43%
Total pasivo	241.271	100,00%	200.487	100,00%	158.694	100,00%

Nota: La columna “%” muestra el porcentaje de cada partida del Balance sobre el total del activo.

Los principales comentarios a realizar sobre la evolución del balance de situación de Inmobiliaria del Sur, S.A. son los siguientes:

El activo total se ha incrementado en un 20,34% respecto al 30 de junio de 2003 situándose en 241.271 miles de euros.

- El inmovilizado material creció un 63,6% situándose a 30 de junio de 2004 en los 58.329 miles de euros. La explicación del crecimiento es la misma dada en el apartado V.1.1.1
- Las inmovilizaciones financieras se han incrementado en aproximadamente 10,5 millones de euros como consecuencia del préstamo realizado a la sociedad del grupo Cominsur, S.A. para la financiación de la compra de suelo a la que se ha hecho referencia en el apartado IV.2.1
- Las inversiones financieras temporales se han incrementado en aproximadamente 16,5 millones de euros respecto a la cifra a junio de 2003 debido a la inversiones a corto plazo realizadas para la colocación de excedentes de tesorería.

El pasivo del balance se situaba a 30 de junio de 2004 en los 241.271 miles de euros, estando compuesto en un 22,9% por Fondos Propios, en un 61,9% por deuda financiera, y en un 15,2% de deuda con terceros y otros.

- Los fondos propios han crecido en un 15,87% respecto mismo periodo del ejercicio 2003 situándose en 55.243 miles de euros. Las adiciones en los fondos propios respecto a la cifra a 30 de junio de 2003 se han debido a los resultados del segundo semestre de ejercicio 2003 por importe de 8.988 miles de euros, y a los resultados del primer semestre de 2004 por importe de 4.168 miles de euros. Las minoraciones en la cifra de fondos propios se han debido a los dividendos correspondiente a la distribución del resultado del ejercicio 2003 por importe de 5.589 miles de euros.

Durante el segundo semestre de 2003 se realizó una ampliación de capital con cargo a la cuenta de Reservas de Revalorización por importe de 2.760 miles de euros (ver apartado II.17.4)

- El endeudamiento financiero bruto de la sociedad creció un 28,03% respecto al mismo periodo del ejercicio 2003 situándose en 149.283 miles de euros. El incremento del endeudamiento se ha debido a las inversiones realizadas en nuevos inmuebles para arrendamiento. En términos porcentuales el endeudamiento bruto sobre el total del pasivo pasó del 58,2% a 30 de junio de 2003 (60,6% al 31 de diciembre de 2003) al 61,9% al 30 de junio de

2004. La relación endeudamiento financiero a corto plazo total endeudamiento, no ha variado significativamente en el periodo antes indicado.

- El resto de partidas del pasivo del balance se han situado en cifras similares a las del mismo periodo del ejercicio 2003.

VII.1.1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias de Inmobiliaria del Sur, S.A. al 30 de junio de 2004

Miles de euros	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
+ Importe neto de la cifra de negocios	20.303	100,00%	18.661	100,00%	10.160	100,00%
+ Otros ingresos	3.403	16,76%	162	0,87%	260	2,56%
- Aprovisionamientos y gastos externos	-14.596	-71,89%	-9.642	-51,67%	-5.515	-54,28%
- Gastos de personal	-1.114	-5,49%	-1.106	-5,93%	-991	-9,75%
- Amortizaciones y provisiones	-411	-2,02%	-430	-2,30%	-431	-4,24%
= Resultado de explotación	7.585	37,36%	7.645	40,97%	3.483	34,28%
+/- Resultados financieros	-1.993	-9,82%	-1.916	-10,27%	-1.598	-15,73%
= Resultado de las actividades ordinarias	5.592	27,54%	5.729	30,70%	1.885	18,55%
+/- Resultados extraordinarios	820	4,04%	-69	-0,37%	-20	-0,20%
= Resultado antes de impuestos	6.412	31,58%	5.660	30,33%	1.865	18,36%
- Impuesto sobre sociedades	-2.244	-11,05%	-1.981	-10,62%	-653	-6,43%
= Resultado del ejercicio	4.168	20,53%	3.679	19,71%	1.212	11,93%

Nota: La columna “%” incluye el porcentaje de cada partida sobre el importe neto de la cifra de negocios.

Tanto la cifra de negocios como los resultados de las actividades ordinarias se han situado en niveles similares a los del primer semestre del ejercicio 2003. No obstante el beneficio del periodo se ha incrementado respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, debido al beneficio obtenido en este primer semestre por la venta de un inmueble del inmovilizado material y por la aplicación de parte de las provisiones para impuestos dotadas en ejercicios anteriores.

No obstante, a pesar de la buena evolución de la cifra de negocios en este primer semestre de 2004, se ha observado, en este periodo, una pequeña ralentización de la demanda en la promoción inmobiliaria. Esta ralentización, respecto al mercado de segunda vivienda en costa no tiene un motivo claro, y respecto a las promociones de primera vivienda, entendemos que la demanda se ha visto afectada por la incertidumbre que ha generado en el mercado las políticas, que en el ámbito de la vivienda, ha anunciado el nuevo gobierno surgido tras las elecciones del pasado mes de marzo.

VII.1.1.3 Balance de situación de Inmobiliaria del Sur, S.A. y sociedades dependientes al 30 de junio de 2004

ACTIVO (Miles de euros)	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
Inmovilizado	67.798	25,17%	44.119	20,23%	47.505	26,92%
Gastos de establecimiento	2	0,00%	4	0,00%	1	0,00%
Inmovilizaciones inmateriales	13	0,00%	0	0,00%	1	0,00%
Inmovilizaciones materiales	58.406	21,68%	35.735	16,39%	39.759	22,53%
Inmovilizaciones financieras	6.406	2,38%	6.256	2,87%	6.337	3,59%
Acciones de la sociedad dominante	1.225	0,45%	1.225	0,56%	1.225	0,69%
Deudores por operaciones de tráfico a largo plazo	1.746	0,65%	899	0,41%	182	0,10%
Activo circulante	201.548	74,83%	173.947	79,77%	128.981	73,08%
Existencias	123.642	45,90%	102.889	47,18%	80.511	45,62%
Deudores	41.985	15,59%	47.001	21,55%	36.490	20,68%
Inversiones financieras temporales	18.827	6,99%	2.114	0,97%	343	0,19%
Tesorería	15.854	5,89%	20.368	9,34%	10.284	5,83%
Ajustes por periodificación	1.240	0,46%	1.575	0,72%	1.353	0,77%
Total activo	269.346	100,00%	218.066	100,00%	176.486	100,00%

PASIVO (Miles de euros)	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
Fondos propios	55.280	20,52%	48.506	22,24%	40.703	23,06%
Capital suscrito	22.080	8,20%	19.320	8,86%	16.560	9,38%
Reserva de revalorización	36	0,01%	2.796	1,28%	5.556	3,15%
Otras reservas de la sociedad dominante	28.491	10,58%	21.682	9,94%	15.930	9,03%
Reservas en sociedades consolidadas por integración global	1.114	0,41%	1.087	0,50%	1.440	0,82%
Pérdidas y ganancias atribuibles a la sociedad dominante	3.559	1,32%	3.621	1,66%	1.217	0,69%
Socios externos	2.965	1,10%	2.895	1,33%	3.074	1,74%
Provisiones para riesgos y gastos	1.868	0,69%	2.044	0,94%	1.577	0,89%
Acreeedores a largo plazo	135.468	50,30%	98.212	45,04%	89.283	50,59%
Deudas con entidades de crédito	133.191	49,45%	95.972	44,01%	86.779	49,17%
Otros acreedores	2.277	0,85%	2.240	1,03%	2.234	1,27%
Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos	0	0,00%	0	0,00%	270	0,15%
Acreeedores a corto plazo	73.765	27,39%	66.409	30,45%	41.849	23,71%
Deudas con entidades de crédito	32.283	11,99%	31.521	14,45%	12.500	7,08%
Acreeedores comerciales	29.520	10,96%	25.311	11,61%	22.059	12,50%
Otras deudas no comerciales	10.918	4,05%	8.441	3,87%	6.094	3,45%
Provisiones para operaciones de tráfico	1.044	0,39%	1.136	0,52%	1.185	0,67%
Ajustes por periodificación	0	0,00%	0	0,00%	11	0,01%
Total pasivo	269.346	100,00%	218.066	100,00%	176.486	100,00%

Nota: La columna “%” muestra el porcentaje de cada partida del Balance sobre el total del activo.

Dada la escasa incidencia de los estados financieros de las sociedades dependientes sobre los estados financieros consolidados, los comentarios contenidos en el apartado VII.1.1.1 resultan aplicables en éste.

VII.1.1.4 Cuenta de pérdidas y ganancias de Inmobiliaria del Sur, S.A. y sociedades dependientes al 30 de junio de 2004

Miles de euros	jun-04	%	jun-03	%	jun-02	%
+ Importe neto de la cifra de negocios	15.813	100,00%	17.895	100,00%	15.524	100,00%
+ Otros ingresos	3.385	21,41%	150	0,84%	271	1,75%
- Aprovisionamientos y gastos externos	-10.311	-65,21%	-8.741	-48,85%	-9.919	-63,89%
- Gastos de personal	-1.209	-7,65%	-1.203	-6,72%	-1.076	-6,93%
- Amortizaciones y provisiones	-413	-2,61%	-432	-2,41%	-479	-3,09%
= Resultado de explotación	7.265	45,94%	7.669	42,86%	4.321	27,83%
+/- Resultados financieros	-2.611	-16,51%	-2.165	-12,10%	-1.940	-12,50%
= Resultado de las actividades ordinarias	4.654	29,43%	5.504	30,76%	2.381	15,34%
+/- Resultados extraordinarios	801	5,07%	-69	-0,39%	-8	-0,05%
= Resultado antes de impuestos	5.455	34,50%	5.435	30,37%	2.373	15,29%
- Impuesto sobre sociedades	-1.907	-12,06%	-1.897	-10,60%	-1.040	-6,70%
= Resultado consolidado del ejercicio	3.548	22,44%	3.538	19,77%	1.333	8,59%
+/- Resultado atribuido a socios externos	11	0,07%	83	0,46%	-116	-0,75%
= Resultado del ejercicio atribuido a la dominante	3.559	22,51%	3.621	20,23%	1.217	7,84%

Nota: La columna “%” incluye el porcentaje de cada partida sobre el importe neto de la cifra de negocios.

Se ha producido una disminución tanto en la cifra de negocios como en los resultados de las actividades ordinarias respecto al mismo periodo del ejercicio 2003, disminución que se ha visto compensada en el beneficio después de impuestos por los resultados extraordinarios comentados en el apartado VII.1.1.2.

La cifra de negocios del grupo Inmobiliaria del Sur asciende a 15.813 miles de euros. No obstante, los estados financieros intermedios cerrados el 30 de junio de 2004 no incluyen el importe de las edificaciones vendidas que se encontraban pendientes de entrega a esa fecha, y que, previsiblemente, serán entregadas antes del cierre del ejercicio en curso. El importe de estas ventas asciende a 42.576 miles de euros. La simple consideración de estas ventas, junto la cifra de negocios de arrendamientos prevista del segundo semestre implicaría que la cifra de negocios del grupo alcanzará un total de 62 millones de euros. En esta cifra de negocios no se encuentran registradas otras posibles ventas pendientes de realización.

En lo que respecta a la estructura financiera del grupo, se aprecia un incremento de las deudas con entidades de crédito respecto del ejercicio 2003. Dicho incremento es consecuencia, básicamente, de las necesidades de financiación de las inversiones que se están acometiendo para la construcción de los inmuebles en arrendamiento a los que se ha hecho referencia en el punto IV.2.1. de este documento. La estructura financiera en lo que respecta al tipo de deuda con entidades de crédito se ha modificado respecto al cierre del ejercicio 2003. Así en estos primeros meses de 2004 se han formalizado varias pólizas de préstamo,

con garantía personal, con vencimientos a largo plazo, por un importe global de 42.000 miles de euros lo que ha permitido no solo que el incremento de los pasivos con las entidades financieras se haya materializado en deudas con vencimiento a largo plazo (como se refleja en el pasivo del balance), sino que los plazos de amortización de los mismos se hayan incrementado de manera notable. Del total de las deudas con entidades financieras al 30 de junio de 2004, aproximadamente el 79,4% de la deuda se corresponde a préstamos y pólizas de crédito con garantía personal, estando compuesto el resto por préstamos hipotecarios al promotor subrogables. Del total de estos pasivos, aproximadamente el 80,5% tienen vencimiento a largo plazo. Los nuevos préstamos suscritos en este primer semestre de 2004 no han supuesto una disminución significativa del ratio endeudamiento financiero a corto plazo sobre el total de endeudamiento, pero sin embargo ha supuesto una reestructuración de la deuda financiera a largo plazo, incrementándose de manera notable los plazos de amortización de la deuda. Como consecuencia de esta reestructuración de la deuda, el plazo medio de vencimiento de la deuda a largo plazo ha pasado de 2,2 años a 31 de diciembre de 2003 a 3,8 años a 30 de junio de 2004.

El endeudamiento financiero bruto y neto, el detalle por tipo de deuda, y los plazos de vencimiento de la misma se muestran en los cuadros siguientes (los datos incluidos se refieren a los del grupo Inmobiliaria del Sur)

	jun-04	dic-03
Endeudamiento financiero a largo plazo	133.191	115.326
Endeudamiento financiero a corto plazo	32.283	29.772
total endeudamiento financiero	165.474	145.098
- Disponible (*)	34.681	32.907
= Deuda financiera neta	130.793	112.191

(*) Incluye las inversiones financieras temporales

Nota: Los epígrafes del pasivo del balance “Otros acreedores” y “Otras deudas no comerciales” no incluyen deuda de carácter financiero.

	Miles de €	
	jun-04	dic-03
Pólizas de crédito	76.672	96.596
Pólizas de préstamo	54.711	13.921
Préstamos hipotecarios subrogables	33.312	34.184
Intereses devengados no vencidos	779	397
Total deuda financiera bruta	165.474	145.098

Así mismo y siguiendo la política de evitar incertidumbres respecto a los tipos de interés, el Grupo, para los nuevos préstamos obtenidos en el primer semestre de 2004, ha realizado parte de estas operaciones con cobertura de este tipo de riesgos. En el cuadro siguiente se muestran del total de las pólizas de préstamo aquellas con cobertura de tipo de interés fijo, aquellas con tipos de interés variable y las concertadas con coberturas de tipos (Collars entre el 3-7%) (Tanto la totalidad de las pólizas de crédito como los préstamos hipotecarios al promotor subrogables están contratados a tipos de interés variables).

	Miles de €
Importes con cobertura a tipo fijo (4,76%)	5.000
Importes con cobertura (collars 3-7%)	32.000
Importes a tipos variables	17.711

VII.1.2 Tendencias más recientes y significativas en relación con la demanda, producción, precios de venta y costes y evolución física de existencias, ventas y compras

Inmobiliaria del Sur, S.A. ha conseguido aprovechar el proceso de expansión experimentado por el sector inmobiliario y de la construcción en los últimos años. Este sector se ha convertido en el más dinámico de la economía española, creciendo desde 1998 a tasas superiores a las de otros sectores.

Este crecimiento ha conllevado un notable encarecimiento del suelo y de los costes de construcción, circunstancias que la sociedad ha sabido afrontar sin resentirse.

La evolución de los precios de ventas y costes en el primer semestre de 2004, no han sufrido variaciones significativas respecto al ejercicio anterior. En el caso concreto de Inmobiliaria del Sur, S.A., como puede observarse en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de este primer semestre de 2004 (apartado VII.1.1.2) la evolución de las ventas respecto al mismo periodo del ejercicio anterior ha sido muy positiva con un incremento del 8,8%. Los costes asociados a esas ventas se han incrementado respecto a los del primer semestre del ejercicio 2003. Así la relación Beneficios de explotación / Importe neto de la cifra de negocios de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del apartado VII.1.1.2. ha pasado del 40,97% en el primer semestre de 2003 al 37,36% en el primer semestre de 2004. El motivo de este descenso se debe al incremento sensible de este semestre de las comisiones de ventas de inmuebles.

Respecto a la evolución de la demanda en este primer semestre de 2004 ver los comentarios incluidos en el apartado VII.1.1.2.

En el caso de Inmobiliaria del Sur, S.A., se espera un crecimiento armónico. Esta circunstancia es, en gran medida, debida a la selección que se viene realizando de la materia prima de la Sociedad, que se concreta en suelo ubicado en zonas de alto volumen de demanda, y a la alta calidad del producto final, que permite su colocación en el mercado con relativa facilidad.

Así, desde el cierre del ejercicio 2003 y hasta la fecha de registro de este folleto el grupo ha adquirido a través de la sociedad Cominsur, S.A. 100.000 metros cuadrados de terrenos en el término municipal de Gines (Sevilla). El importe global de la inversión ha ascendido a aproximadamente 9 millones de euros. Durante este ejercicio se prevé el inicio de su tramitación urbanística, siendo su uso esperado el residencial con tipología preferentemente unifamiliar. El volumen estimado de ventas a alcanzar se situará en torno a los 40 millones de euros.

VII.2 PERSPECTIVAS DE INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.

El contenido de este apartado se refiere a estimaciones e intenciones susceptibles de ser realizadas o no, obtenidas de los estudios y análisis llevados a cabo por los diferentes Departamentos de la Sociedad.

VII.2.1 Perspectivas comerciales, industriales y financieras

Como ya se ha indicado en diversos puntos anteriores, las perspectivas comerciales y financieras de Inmobiliaria del Sur, S.A., tanto a nivel individual como de grupo, son satisfactorias.

En lo que respecta a las líneas de actividad, no están previstos cambios en las mismas.

La cifra de negocios prevista para el ejercicio en curso superará la alcanzada en ejercicios anteriores y ello como consecuencia de lo comentado en el apartado IV.2.4, en relación con las perspectivas comerciales existentes.

Respecto a la evolución en ese mismo trienio de la cifra de negocios en concepto de alquiler de inmuebles, se espera un incremento sustancial como

consecuencia de la puesta en explotación de los edificios a los que se hace referencia en el apartado IV.2 1., y que hará que los ingresos por este concepto en el trienio se aproximen a los 30 millones de euros.

VII.2.2 Política de distribución de resultados, de inversión, de dotación a las cuentas de amortización, de ampliaciones de capital, de emisión de obligaciones y de endeudamiento general a medio y largo plazo

La inversión prevista por el grupo INMOBILIARIA DEL SUR en la actividad promotora, a lo largo del trienio 2004-2006 se situará en aproximadamente 148 millones de euros.

Miles de euros	2004	2005	2006
Edificaciones previstas	39.000	53.000	56.000

En lo que se refiere a la cartera de suelo, con vistas a proyectos a largo plazo, la política a seguir dependerá de la evolución del mercado en un futuro próximo, dado el margen de maniobra que ofrece el hecho de que estos proyectos no vayan a iniciarse, en principio, antes del ejercicio 2007. No obstante, INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. tiene intención, como ya se ha comentado, de crecer en todas sus líneas de actividad, por lo que es de esperar que las inversiones del grupo por este concepto en los tres próximos años sean significativas, y superen, globalmente, los 120 millones de euros.

Respecto a las inversiones previstas en la actividad de arrendamiento de inmuebles, en el trienio 2004 a 2006 se espera invertir un total de 23 millones de euros en la finalización de las obras de los edificios que se destinarán a arrendamiento a los que se ha hecho referencia en el apartado IV.2.1.

No se prevén cambios en la política de reparto de dividendos. Actualmente la política seguida por el Consejo de Administración es la de destinar a dividendos aproximadamente un treinta por ciento de los beneficios antes de impuestos de Inmobiliaria del Sur, S.A.

En cuanto a las dotaciones a las cuentas de amortización, no están previstos cambios en la política seguida hasta la fecha, consistente en la dotación anual de los máximos permitidos por la legislación fiscal vigente. Los plazos de amortización que se aplican son los siguientes:

Inmuebles para arrendamiento.....	50 años
Inmuebles para uso propio.....	50 años
Maquinaria.....	10 años
Instalaciones.....	10-12 años
Mobiliario.....	10 años
Equipos para proceso de información..	4 años

No se han previsto emisiones de obligaciones, ni de ningún otro tipo de valor.

En lo que respecta a ampliaciones de capital, la única prevista es la que motiva el registro de este folleto. No obstante, es intención de INMOBILIARIA DEL SUR, S.A. continuar su política de ampliaciones periódicas de capital para adecuarlo al creciente tamaño de la Sociedad y permitir que los accionistas participen de forma tangible en las reservas generadas sin que la Sociedad vea mermada su tesorería ni sus recursos propios.

En cuanto a la política de endeudamiento general a medio y largo plazo, la Dirección de Inmobiliaria del Sur, S.A. tiene intención de mantener el nivel de endeudamiento a largo plazo en los niveles necesarios para que, junto a los fondos propios, permita, al menos, la cobertura del activo inmovilizado. Ello implicará, dado el progresivo crecimiento proyectado, que el nivel de endeudamiento externo aumentará en términos absolutos, aproximadamente en proporción a las inversiones previstas en suelo, indicadas en este mismo apartado, pero que se verá adecuadamente compensado para que se mantenga en términos relativos.

VII.3 Adaptación de Inmobiliaria del Sur a las Normas Internacionales de Información Financiera.

La necesidad de alcanzar mayores niveles de comparabilidad de la información financiera de las empresas con valores admitidos a cotización en mercados regulados europeos, cuya información financiera se dirige a usuarios (inversores, analistas, ...) que exceden del ámbito nacional, ha llevado a la Comunidad Europea a exigir que las cuentas anuales de los grupos cotizados se formulen bajo las mismas normas contables.

En este sentido, la Unión Europea ha decidido adoptar como normas contables las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), elaboradas por el International Accounting Standards Board (IASB), organismo emisor internacional de normas de contabilidad. La aplicación de estas normas será de obligado cumplimiento en la formulación de las cuentas anuales consolidadas de los grupos de sociedades que coticen en cualquier mercado de valores de la

Unión Europea, a partir del ejercicio 2005, sin que los gobiernos nacionales puedan establecer ningún tipo de excepción.

Respecto a la incidencia de la aplicación de estas normas para el grupo Inmobiliaria del Sur, su mayor impacto para el grupo a criterio del Consejo de Administración se refiere al criterio a seguir respecto al reconocimiento de los ingresos por las ventas de inmuebles (NIC nº 18) que difiere del aceptado por el Plan General de Contabilidad. La diferencia se debe a que la normativa actual permite el reconocimiento de estos ingresos cuando estando formalizada la venta el inmueble, este se encuentre en condiciones de entrega material al cliente a la fecha del cierre del ejercicio. Para el caso de inmuebles en construcción, se entiende que están en condiciones de entrega material al cliente cuando se encuentra sustancialmente terminado, es decir, cuando los costes previstos de terminación de obra no son significativos en relación con el importe de la obra, al margen de los de garantía y conservación hasta la entrega. Se entiende que no son significativos los costes pendientes de terminación de obra cuando, al menos, se ha incorporado el 80 por 100 de los costes de construcción sin tener en cuenta el valor del terreno en que se construye la obra. Este criterio no es aceptado por las NIIF que exigen para el registro contable de la venta que se haya traspasado al cliente los riesgos y ventajas significativos de la propiedad, traspaso que se produce con la entrega material del inmueble en la escritura pública de compraventa.

Otra incidencia importante se refiere a los criterios de valoración de los inmuebles en arrendamiento (NIC nº 40), que las NIIF permiten registrar bien a su coste, bien a su valor razonable (se asemeja al valor de mercado), siendo esta segunda alternativa contraria al Plan General de Contabilidad Español.

La aplicación de las NIIF, excepto por los efectos de la aplicación de las normas de valoración indicadas en los párrafos anteriores, entendemos que no tendrán otros efectos significativos sobre la elaboración de los estados financieros consolidados del grupo Inmobiliaria del Sur (Así por ejemplo, la aplicación de las NIIF no afectarán al perímetro de consolidación, a la valoración de las empresas participadas, ni al tratamiento del fondo de comercio, asignado como mayor valor existencias de terrenos y solares, surgido tras la adquisición de la participación en Hacienda La Cartuja, S.A.).

Inmobiliaria del Sur ha tomado las medidas pertinentes a fin de poder formular las Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio 2005 bajo las Normas Internacionales de Información Financiera.