



ANTONIO J. ALONSO UREBA
*Consejero, Secretario General
y del Consejo de Administración*
TELEFÓNICA, S.A.

Telefónica, S.A. de conformidad con lo establecido en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, procede por medio del presente escrito a realizar la siguiente

COMUNICACION

De acuerdo con lo establecido en la normativa de mercado de valores estadounidense, y al encontrarse los valores de Telefónica, S.A. (“Telefónica”) y Terra Networks, S.A., (“Terra”) admitidos a cotización en dicho mercado, el día 7 de marzo de 2005, Telefónica, en su condición de sociedad absorbente, presentó ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC), organismo regulador del mercado de valores de los Estados Unidos, un formulario de registro F-4 en relación con la anunciada operación de Fusión por absorción de Terra Networks, S.A. Conforme a lo recogido en dicha normativa, en estos momentos, este documento está sujeto a revisión por parte de la SEC hasta que sea declarado efectivo por este organismo. Durante este plazo, Telefónica podrá completar y actualizar la información que consta en este documento e igualmente podrán introducirse modificaciones a su contenido.

El formulario F-4 presentado, de acuerdo con los requisitos establecidos por la normativa de mercado de valores de los Estados Unidos, tiene establecido el siguiente índice de apartados:

- “Preguntas y Respuestas en relación con la fusión”.
- Factores de riesgo específicos relativos a la fusión.
- Descripción de la fusión: introducción; descripción de las negociaciones; razones de la fusión; tratamiento contable de la operación; tratamiento fiscal de la operación en España y en los Estados Unidos; descripción de las relaciones entre Telefónica y Terra; comparativa de precios de las acciones y ADS; opinión del experto independiente nombrado de acuerdo con la legislación española (que será incluida en el momento de su emisión); participación de los Directivos y Consejeros de ambas compañías en el capital social de éstas e información sobre planes de opciones; resumen de la opinión emitida por Morgan Stanley & Co. Limited para Telefónica; resumen de la opinión emitida por Lehman Brothers Europe Limited para Terra; resumen de la opinión emitida por Citigroup Global Markets Limited para Terra; el plan de fusión; y descripción de los gastos que conlleva la fusión.

- Información sobre las Juntas Generales de Accionistas de ambas Sociedades y el derecho de voto: información general; votos necesarios para aprobar las propuestas de acuerdos; e información que debe facilitarse a los accionistas de ambas Sociedades y normas relativas al ejercicio del derecho de voto.
- Información de carácter legal: comparativa de los derechos de los accionistas; resumen de las diferencias materiales entre los derechos actuales de los accionistas y los titulares de ADS de Terra y los derechos que esos accionistas y titulares de ADS tendrán como accionistas y titulares de ADS de Telefónica después de la fusión; información sobre la cotización de las acciones de Telefónica; e información sobre la cotización y la exclusión de la negociación de las acciones de Terra y de sus ADSs.
- Información de carácter financiero sobre Telefónica: información financiera histórica consolidada.
- Información de carácter financiero sobre Terra: información financiera histórica consolidada.
- Información adicional para los accionistas.

Se incluye como Anexo a este documento una traducción¹ resumida de la información contenida en el formulario F-4 presentado por Telefónica el pasado 7 de marzo, con relación a las opiniones facilitadas por Morgan Stanley & Co. Limited, al Consejo de Administración de Telefónica, y por Lehman Brothers Europe Limited y Citigroup Global Markets Limited al Consejo de Administración de Terra. Asimismo, se adjunta el formulario de registro F-4 original presentado en la SEC con fecha 7 de marzo de 2005.

Madrid, a 11 de marzo de 2005

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES - MADRID -

¹ Telefónica desea advertir expresamente que el idioma original en el que ha sido redactado el F-4 es el inglés, y que la traducción ha sido realizada exclusivamente a efectos informativos. En caso de discrepancia entre ambas versiones, deberá prevalecer la versión original de este documento redactada en [inglés](#).

RESUMEN DE LA OPINIÓN DE MORGAN STANLEY & CO. LIMITED

Telefónica contrató a Morgan Stanley & Co Limited para prestar servicios de asesoramiento financiero y su opinión financiera en relación con la posible fusión con Terra. Telefónica seleccionó a Morgan Stanley & Co Limited para actuar como su asesor financiero basándose en sus cualificaciones profesionales, experiencia y reputación. El 23 de Febrero de 2005, Morgan Stanley & Co Limited emitió su opinión escrita que, en dicha fecha, y basada en y sujeta a diversas consideraciones mencionadas en esta opinión, establecía que la ecuación de canje a ser pagada por Telefónica y el dividendo extraordinario a ser distribuido por Terra a sus accionistas, incluyendo a Telefónica, de acuerdo con el proyecto de fusión era justa, desde un punto de vista financiero, para Telefónica.

La opinión escrita de Morgan Stanley & Co Limited de fecha 23 de febrero menciona, entre otras cosas, las asunciones realizadas, los procedimientos seguidos, los asuntos o materias consideradas y las limitaciones en el ámbito de la revisión realizada por Morgan Stanley & Co Limited al emitir su opinión. La opinión de Morgan Stanley & Co Limited se dirige al Consejo de Administración de Telefónica y aborda solamente la razonabilidad, desde un punto de vista financiero, de la ecuación de canje de la fusión a ser pagada por Telefónica y del dividendo extraordinario a ser distribuido por Terra a sus accionistas, incluyendo a Telefónica, de acuerdo con el proyecto de fusión para Telefónica a la fecha de emisión de la opinión. Dicha opinión no aborda ningún otro aspecto de la fusión y no constituye una recomendación, a cualquier tenedor de acciones de Terra o de Telefónica, de cómo deben votar en sus Juntas Generales de Accionistas. Asimismo, dicha opinión no aborda la evolución del precio de cotización de las acciones de Telefónica una vez consumada la fusión. El resumen de la opinión de Morgan Stanley & Co Limited establecido en el Formulario de registro F-4 está condicionada en su integridad a la consideración del texto completo de la opinión.

Para la elaboración de su opinión, Morgan Stanley & Co Limited, entre otras cosas:

- (a) revisó determinada información financiera pública y disponible, y otra información financiera y de negocio relativa a Telefónica y a Terra, respectivamente;
- (b) revisó los precios oficiales de cotización y la actividad de negociación para las acciones de Telefónica y Terra respectivamente;

- (c) comparó la evolución financiera de Terra y de Telefónica y los precios y la negociación de las acciones tanto de Telefónica como de Terra, con la información de otras compañías comparables admitidas a negociación, y sus valores;
- (d) revisó los términos financieros, en la medida en la que éstos eran disponibles al público, de operaciones de fusión comparables;
- (e) revisó determinados informes de analistas (*equity research reports*) realizados por una serie de bancos de inversión en relación con Telefónica y Terra respectivamente;
- (f) revisó determinados informes de analistas (*equity research reports*) realizados por una serie de bancos de inversión en relación con compañías cotizadas comparables con Telefónica y Terra, respectivamente;
- (g) revisó determinada información financiera interna y otra información financiera y operativa relacionada con Telefónica y Terra respectivamente;
- (h) revisó el plan de negocio de Terra de fecha 14 de febrero de 2005;
- (i) comentó actividades pasadas, presentes y futuras de Terra con el equipo de gestión de Telefónica;
- (j) revisó el impacto pro forma de la fusión en los beneficios por acción de Telefónica;
- (k) revisó el proyecto de fusión y determinados documentos relacionados; y
- (l) consideró tantos otros factores, revisó tanta otra información, y realizó tantos otros análisis, como Morgan Stanley & Co Limited consideró apropiados.

Para emitir su opinión, Morgan Stanley & Co Limited asumió y se basó, sin realizar una verificación independiente, en la exactitud y exhaustividad de toda la información revisada por éste para los efectos de su opinión. Con respecto a la información financiera interna, las proyecciones financieras y otra información financiera, Morgan Stanley & Co Limited asumió que éstas habían sido preparadas de forma razonable sobre criterios que reflejaban las mejores estimaciones y juicios disponibles en ese momento en relación con la evolución financiera futura de Terra y Telefónica. Morgan Stanley & Co Limited comentó con el equipo de gestión de Telefónica la lógica estratégica de la fusión y los beneficios operativos, financieros y estratégicos percibidos de la fusión para Telefónica si la fusión se realizara. Morgan Stanley & Co Limited no realizó ninguna valoración independiente o análisis de los activos o de los pasivos de Telefónica o de Terra, ni le fueron entregados dichos análisis. Además, de

acuerdo con las instrucciones de Telefónica, Morgan Stanley & Co Limited solamente realizó una due diligence limitada a los efectos de su opinión y, en particular, a Morgan Stanley & Co Limited no le fue facilitado o tuvo acceso al equipo de gestión de Terra. En relación a asuntos de índole legal, fiscal y contable relacionadas con la fusión, Morgan Stanley & Co Limited se basó en la información que le fue proporcionada y en los juicios realizados por Telefónica y por sus asesores legales, fiscales y contables.

Para emitir esta opinión Morgan Stanley & Co Limited no fue autorizado para solicitar, y no ha solicitado, ninguna indicación de intereses de algún tercero en relación con la fusión.

La opinión de Morgan Stanley & Co Limited se basó necesariamente en las condiciones de mercado, financieras, económicas y de otra índole existentes a la fecha de la opinión, y en otra información que le fue facilitada en la fecha de la opinión. Los acontecimientos que ocurran con posterioridad a la fecha de su opinión podrían afectar a la opinión emitida por Morgan Stanley & Co Limited y a las asunciones utilizadas en su preparación, y Morgan Stanley & Co Limited no asumió ninguna obligación de actualizar, revisar o reafirmar su opinión. Asimismo, Morgan Stanley & Co Limited asumió que la fusión se realizará de acuerdo con los términos establecidos en el proyecto de fusión sin ninguna excepción, modificación o retraso de cualquiera de sus términos o condiciones.

A continuación se expone un resumen del análisis material realizado por Morgan Stanley & Co Limited en relación con la preparación de su opinión escrita de fecha 23 de febrero de 2005. Algunos de estos resúmenes de análisis financiero incluyen información presentada en formato tabular. De cara a una total comprensión del análisis financiero elaborado por Morgan Stanley & Co Limited, las tablas deben ser leídas conjuntamente con el texto de cada uno de los resúmenes. Estas tablas por sí solas no constituyen una descripción completa de los análisis financieros.

Los distintos análisis resumidos a continuación están basados en precios de cierre para las acciones de Telefónica y Terra a 21 de febrero de 2005, ajustados por los dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades:

- i) Precio de Telefónica: ajustado por un total de €0,80 por acción por los dividendos anunciados por Telefónica (no pagaderos a los accionistas de Terra en relación a las acciones de Telefónica que recibirían en la fusión, tal y como establece el acuerdo de fusión) que se distribuyen de la siguiente forma: (a) dividendo de €0,23 por acción a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005, a los accionistas actuales de Telefónica; y (b) la distribución entre los accionistas actuales de Telefónica, de acciones propias en la proporción de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, con cargo a la reserva por prima de emisión, que está previsto que se efectúe en los días sucesivos a la Junta



General de Accionistas que se celebrará el día 25 de mayo de 2005 (valor estimado de €0,57 por acción a precio de Telefónica de 21 de febrero de 2005).

- ii) Precio de Terra: ajustado por el dividendo extraordinario de €0,60 aprobado por el Consejo de Administración de Terra el 23 de febrero de 2005, a distribuir entre los accionistas actuales de Terra, antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil.

Rango de Cotización

Morgan Stanley ha revisado el rango de precios de cierre de las acciones de Telefónica y Terra para varios periodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha observado lo siguiente:

Periodo hasta el 21 de febrero de 2005	Telefónica	Terra
Últimos 90 Días	€12,18 - €13,76	€2,20 - €2,70
Últimos Seis Meses	€10,66 - €13,76	€2,17 - €2,70
Últimos Doce Meses	€10,40 - €13,76	€2,17 - €2,70

Morgan Stanley ha calculado que la ecuación de canje de 2 acciones de Telefónica por cada 9 acciones de Terra, tal y como recoge el proyecto de fusión, representa una prima del 15% sobre el precio no afectado de las acciones de Terra a fecha de 11 de febrero de 2005, y una prima del 14% sobre la media de los últimos 30 días de cotización de las acciones de Terra previos al día 21 de febrero de 2005.

Análisis de Compañías Comparables

Morgan Stanley ha comparado cierta información financiera de Telefónica y de Terra con proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros sobre ciertas compañías con modelos de negocio similares a los de Telefónica y Terra, respectivamente. Las compañías que han sido utilizadas para este análisis son las siguientes:

- i) En relación a Telefónica: Belgacom, British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom, KPN, Hellenic Telecommunications (OTE), Portugal Telecom, Swisscom, Tele Danmark (TDC), Telecom Italia, TeliaSonera, Telekom Austria y Telenor; y
- ii) En relación a Terra: utilizando como referencia el precio de cierre no afectado de T-Online a 8 de octubre de 2004 (previo al anuncio por parte de Deutsche Telekom de su oferta de adquisición de las participaciones minoritarias y de la fusión subsiguiente entre Deutsche Telecom y T-Online)

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados para 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Telefónica y los beneficios estimados para 2006 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para Terra. Morgan Stanley ha aplicado estos múltiplos a los beneficios antes de

intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Telefónica y de 2006 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros en el caso de Telefónica, y proyecciones financieras facilitadas por el equipo de gestión de Telefónica en el caso de Terra.

Teniendo en cuenta el número de acciones de Telefónica y Terra, Morgan Stanley ha estimado el valor implícito por acción de Telefónica y Terra, respectivamente, a 21 de febrero de 2005:

Dato Financiero	Cifra del Dato Financiero	Múltiplo Aplicado en Base al Análisis de Compañías Comparables	Valor Implícito por Acción
Valor de negocio de Telefónica dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	€14.301 MM	5,6x - 6,6x	€10,89 - €13,77
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2006	€60 MM	12,6x	€2,67

Ninguna de las compañías utilizadas en el análisis de compañías comparables es idéntica a Telefónica o a Terra. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Telefónica o de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Telefónica o de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Telefónica y Terra o la industria o los mercados financieros en general. El análisis matemático (como por ejemplo el cálculo de la media o la mediana) no es en sí mismo un método representativo a la hora de utilizar información de compañías comparables.

Método de descuento de flujos de caja

Morgan Stanley ha calculado un rango de valoración por acción tanto para Telefónica como para Terra basándose en el método de descuento de flujos de caja. En relación a Telefónica, Morgan Stanley se ha basado en proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros para los años 2005 a 2010 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2011 a 2014. Para determinar el rango de valoración por acción de Telefónica, Morgan Stanley ha calculado el valor terminal aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 1,0% y 1,5%. Los flujos de caja libre desapalancados de los años 2005 a 2014 y el valor terminal han sido descontados utilizando un rango de tasas de coste de capital medio ponderado de entre 8,0% y 9,0%. En relación a Terra, Morgan

Stanley se ha basado en las proyecciones financieras facilitadas por el equipo de gestión de Telefónica (que a su vez las recibió de Terra), para los años 2005 a 2008 y extrapolaciones de dichas proyecciones para los años 2009 a 2014. Respecto a dichas proyecciones financieras así como a otra información y datos sobre Terra, incluyendo información sobre la situación fiscal de Terra, Morgan Stanley ha sido comunicado por el equipo de gestión de Telefónica que dichas proyecciones financieras y otra información y datos sobre Terra, han sido preparados en base a las mejores estimaciones y juicio por parte del equipo de gestión de Telefónica acerca de la evolución financiera y de la situación fiscal de Terra. Para determinar el valor por acción de Terra, Morgan Stanley ha calculado el valor terminal aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 3,0% y 4,0%. Los flujos de caja libre desapalancados para los años 2005 a 2014 y el valor terminal han sido descontados utilizando un rango de tasas de coste de capital medio ponderado de entre 11,5% y 12,5%. Los flujos de caja libre desapalancados incluyen los beneficios para Telefónica resultantes del negocio o de la situación fiscal u otros ahorros de Terra, así como los pagos a recibir por Terra provenientes del acuerdo de alianza estratégica firmada con Telefónica.

La siguiente tabla resume los resultados del análisis realizado por Morgan Stanley:

Hipótesis Principales	Valor de Mercado Implícito (€MM)	Valor de Mercado Implícito por Acción
Telefónica: tasa de crecimiento a perpetuidad (1,0% - 1,5%); tasa de descuento (8,0% - 9,0%)	€69.928 - €88.215	€14,11 - €17,80
Terra: tasa de crecimiento a perpetuidad (3,0% - 4,0%); tasa de descuento (11,5% - 12,5%)	€1.448 - €1.522	€2,55 - €2,68

Precios Objetivo de Informes de Analistas Financieros

Morgan Stanley ha revisado y analizado los precios objetivo de cotización publicados por los analistas financieros para las acciones de Telefónica y Terra. Dichos precios objetivo reflejan las estimaciones de cotización futura de las acciones de Telefónica y Terra. El rango de precios objetivo para Telefónica y Terra se sitúa entre €13,70 y €15,70 y entre €2,30 y €2,65, respectivamente.

Los precios objetivo publicados por los analistas financieros no reflejan necesariamente los precios actuales de cotización de las acciones de Telefónica y Terra. Dichas estimaciones están sujetas a incertidumbres, incluyendo la evolución financiera de Telefónica y Terra así como a las condiciones de mercado futuras.

Análisis de Operaciones Anteriores

Morgan Stanley ha analizado la oferta pública de adquisición por parte de Deutsche Telekom sobre el 26% de T-Online que aún no poseía, y la subsiguiente fusión entre Deutsche Telekom y T-Online, anunciada el 9 de octubre de 2004.

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha utilizado el ratio de valor de negocio (definido como capitalización bursátil más deuda total menos tesorería y equivalentes más otros ajustes) dividido por los beneficios estimados de 2005 antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización y ha aplicado este múltiplo a los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización de 2005 para Terra, utilizando como fuente proyecciones financieras del equipo de gestión de Terra. Basado en el número de acciones, Morgan Stanley ha estimado que el valor implícito por acción de Terra a 21 de febrero de 2004 sería:

Dato Financiero	Cifra del Dato Financiero	Múltiplo Aplicado en Base al Análisis de Operaciones Precedentes	Valor Implícito por Acción
Valor de negocio de Terra dividido por los beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización para 2005	€52 MM	17,7x	€2,96

Ninguna de las compañías u operaciones utilizadas como parte del análisis de operaciones precedentes es idéntica a Terra o la fusión. A la hora de analizar las compañías comparables, Morgan Stanley ha realizado juicios y desarrollado hipótesis con respecto a la evolución de la industria y las condiciones de negocio, económicas, de mercado y financieras y otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de Terra, como por ejemplo el impacto de la competencia en los negocios de Terra y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios materiales en las condiciones financieras y proyecciones de Terra o la industria o los mercados financieros en general, que pudieran afectar a la cotización o valor del negocio de las operaciones con las que se está comparando la fusión en cuestión.

Análisis de la Ecuación de Canje

Morgan Stanley ha analizado el ratio de los precios de cierre de las acciones de Terra dividido por los correspondientes precios de cierre de las acciones de Telefónica en varios periodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha examinado las primas que derivan de la comparación de la ecuación de canje anunciada de 0,2222, tal y como se recoge en el acuerdo de fusión, sobre las referencias indicadas en la siguiente tabla, observando lo siguiente:

	Telefónica (€/acción)	Terra (€/acción)	Ecuación de Canje Implícita	Prima Implícita²
Media Últimos 90 Días	€12,18 - €13,76	€2,20 - €2,70	0,181 - 0,196	12% - 13%
Media Últimos Seis Meses	€10,66 - €13,76	€2,17 - €2,70	0,196 - 0,204	9% - 13%
Media Últimos Doce Meses	€10,40 - €13,76	€2,17 - €2,70	0,196 - 0,209	6% - 13%

RESUMEN DE LA OPINIÓN DE LEHMAN BROTHERS EUROPE LIMITED

El Consejo de Administración de Terra ha contratado a Lehman Brothers Europe Limited como su asesor financiero para que le preste servicios de asesoramiento financiero en la posible fusión con Telefónica. Como parte de este contrato, se ha solicitado a Lehman Brothers Europe Limited que emita, desde el punto de vista financiero, una opinión sobre la razonabilidad del tipo de canje ofrecido a los accionistas de la Sociedad (excepto a Telefónica) en la operación. El 23 de Febrero de 2005, Lehman Brothers Europe Limited presentó oralmente su opinión, confirmada posteriormente por escrito, al Consejo de Administración de Terra que sobre la base y con sujeción a todo lo expuesto a continuación, es su opinión que, a fecha de ese día, desde un punto de vista financiero, el tipo de canje de dos acciones de Telefónica por cada nueve acciones de Terra a ser ofrecido en la operación propuesta era razonable, para los accionistas de la Sociedad (excluyendo a Telefónica). En relación con la emisión de su opinión, Lehman Brothers Europe Limited ha asumido, entre otras cosas, el abono previo a la fusión por parte de la Sociedad a sus accionistas de un dividendo de €0,60 por acción.

La opinión de Lehman Brothers Europe Limited se emite para ser utilizada por, y en beneficio del, Consejo de Administración de la Sociedad, y se facilita a este último, en relación con su consideración de la contraprestación ofrecida en la operación propuesta. Esta opinión no es, ni pretende ser, una recomendación a los accionistas para que voten a favor de la operación propuesta en la próxima Junta General de Accionistas. No se ha solicitado de Lehman Brothers Europe Limited que opine sobre, y la opinión de Lehman Brothers Europe Limited no contempla o refleja, los méritos de la decisión subyacente de la Sociedad para actuar de acuerdo o realizar la operación propuesta.

Para la elaboración de la su opinión, y en relación con la Sociedad, Lehman Brothers Europe Limited ha revisado y analizado: (1) el proyecto de fusión y las condiciones específicas de la Operación Propuesta, (2) la información disponible al público relativa a la Sociedad que Lehman Brothers Europe Limited ha considerado relevante para su análisis, (3) la información financiera y operativa proporcionada por la propia Sociedad en relación con el negocio, operaciones y previsiones de la Sociedad, (4) la evolución histórica del volumen de negociación de las acciones de la Sociedad desde

² Prima implícita definida como ecuación de canje anunciada de 0,2222 dividida por la ecuación de canje resultante para cada media de cotización

su salida a Bolsa (IPO) hasta el día de hoy, así como la comparativa de dicha evolución histórica con la de otras sociedades que Lehman Brothers Europe Limited ha considerado relevantes, y (5) una comparación de los términos financieros de la operación propuesta con los términos financieros de otras operaciones recientes que Lehman Brothers Europe Limited ha considerado relevantes.

Además, Lehman Brothers Europe Limited ha mantenido conversaciones con el equipo directivo de la Sociedad sobre las actividades, operaciones, activos, situación financiera y previsiones de la Sociedad y ha realizado todos aquellos estudios, análisis e investigaciones que ha estimado convenientes.

Para emitir su opinión, y en relación con Telefónica, Lehman Brothers Europe Limited ha revisado y analizado la información de acceso público que ha considerado relevante y, en particular, los precios objetivos (consensus price targets) de las acciones de Telefónica recientemente publicados por analistas y un análisis del recorrido reciente de la cotización de las acciones de Telefónica. Lehman Brothers Europe Limited no ha tenido acceso a información reservada sobre Telefónica y tampoco se ha reunido con su equipo directivo para valorar sus previsiones de futuro.

En relación con esta opinión, Lehman Brothers Europe Limited ha confiado en la exactitud y exhaustividad de toda la información financiera y de cualquier otra índole que se ha facilitado a Lehman Brothers Europe Limited, y a los efectos de la emisión de esta opinión ha asumido, sin verificación independiente, dicha exactitud y exhaustividad. Asimismo, Lehman Brothers Europe Limited ha confiado en las manifestaciones y afirmaciones de los directivos de la Sociedad indicando que la información facilitada, no era imprecisa o engañosa. Según su solicitud, Lehman Brothers Europe Limited también ha solicitado asesoramiento independiente sobre ciertos asuntos relacionados con los créditos fiscales de la Sociedad y el efecto que la operación propuesta puede tener sobre dichos créditos fiscales, y Lehman Brothers Europe Limited ha basado su opinión sobre dicho asesoramiento. En relación con las previsiones financieras de la Sociedad, incluyendo la información sobre créditos fiscales de la Sociedad, Lehman Brothers Europe Limited ha asumido, siguiendo las indicaciones de la Sociedad, que las previsiones de la Sociedad han sido preparadas razonablemente con las mejores estimaciones y valoraciones disponibles del equipo directivo de la Sociedad en relación con los resultados financieros futuros y los créditos fiscales de la Sociedad. No obstante, al objeto del análisis Lehman Brothers Europe Limited también ha utilizado sus propias asunciones y estimaciones específicas para el sector y para la Sociedad que ha desembocado en ciertos ajustes a las proyecciones de la Sociedad. Lehman Brothers Europe Limited ha trasladado al equipo directivo de la Sociedad dichas proyecciones ajustadas, el cual ha mostrado su conformidad con que las mismas sean utilizadas para elaborar la opinión de Lehman Brothers Europe Limited.

Para preparar su opinión, Lehman Brothers Europe Limited (i) ha tenido en cuenta, entre otros factores, la propuesta de Telefónica del pago de un dividendo de €0,23 a sus accionistas con cargo 2004 y la distribución propuesta de una acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, en la que los accionistas de la Sociedad no participarán y (ii) no ha llevado a cabo ninguna revisión o inspección

física de las propiedades e instalaciones de la Sociedad y no ha realizado u obtenido una valoración o tasación de los activos y/o pasivos de la Sociedad. Asimismo, Lehman Brothers Europe Limited no ha sido requerida ni autorizada a solicitar, y no ha solicitado, ninguna indicación de intereses de alguna tercera parte en relación con la venta de todas o parte de las actividades de la Sociedad. En base a la información de acceso público, Lehman Brothers Europe Limited ha asumido, con objeto de su opinión, que la Sociedad tiene actualmente 561,2 millones de acciones emitidas, sin que esta cifra incluya la autocartera de la Sociedad y las opciones de compra de acciones cuyo valor de ejecución esté por encima del precio de mercado (options to acquire shares currently out-of-the-money). La opinión de Lehman Brothers Europe Limited se basa necesariamente en la información de la que ha dispuesto y en las condiciones de mercado, económicas y de otra índole tal y como existen, y por tanto que puedan ser evaluadas, a la fecha de su opinión.

En relación con la emisión de su opinión, Lehman Brothers Europe Limited ha realizado determinados análisis financieros, comparativos y de otro tipo según se describe a continuación. La preparación de un *fairness opinion* implica la asunción de determinadas metodologías como las más apropiadas y relevantes para las circunstancias particulares de cada transacción, por lo que esta opinión difícilmente puede ser descrita de forma resumida. En consecuencia, Lehman Brothers Europe Limited considera que el análisis se tiene que considerar como un todo unitario y que si se analiza cualquier parte del análisis de forma independiente, sin considerar el análisis y el total de factores en su conjunto, podría conducir a una conclusión errónea o incompleta del trabajo utilizado como soporte de la opinión. En sus análisis, Lehman Brothers Europe Limited ha realizado numerosas hipótesis en relación con la evolución de la industria, el negocio en general y las perspectivas económicas y otras materias, muchas de las cuales están fuera del alcance de Terra y Telefónica. Terra, Telefónica, Lehman Brothers Europe Limited o cualquier otra persona no asumen la responsabilidad si los resultados futuros son materialmente diferentes de aquellos que han sido discutidos y asumidos. Las estimaciones que se contienen en estos análisis no son necesariamente una indicación del valor actual o predicciones de valores o resultados futuros, que podrían ser significativamente más o menos favorables de los aquí expuestos. Adicionalmente, los análisis relacionados con el valor de los negocios no son reflejo de los precios a los que los negocios podrían ser de hecho vendidos.

A continuación se expone un resumen del análisis financiero utilizado por Lehman Brothers Europe Limited en relación con la emisión de su *fairness opinion* al Consejo de Administración de Terra. Determinadas conclusiones del análisis financiero se presenta en formato tabular. De cara a una total comprensión del análisis financiero elaborado por Lehman Brothers Europe Limited, las tablas necesitan ser leídas con el texto que acompaña en cada conclusión. Las tablas por sí solas no constituyen una descripción completa y exhaustiva de los análisis financieros. En consecuencia, Lehman Brothers Europe Limited considera que el análisis se tiene que considerar como un todo unitario y que si se analiza cualquier parte del análisis de forma independiente, sin considerar el análisis y el total de factores en su conjunto, podría conducir a una conclusión errónea o incompleta del trabajo utilizado como soporte de la opinión.

Valoración de Terra

Análisis por Suma-de-las-Partes

Lehman Brothers Europe Limited ha realizado la valoración individual de Terra siguiendo un método de suma-de-las-partes, y utilizando diferentes metodologías de valoración en función del tipo de activo. Para el cálculo de la posición de caja de Terra, Lehman Brothers Europe Limited ha utilizado el valor en libros a fecha de 31 de Diciembre, 2004. Para las inversiones financieras y demás participaciones en otras compañías, Lehman Brothers Europe Limited ha utilizado el valor de mercado, valor del ejercicio de la opción o el valor neto presente de los ingresos futuros provenientes de la oferta o del compromiso de compra por parte de un tercero. Para la valoración del contrato estratégico entre Terra y Telefónica, y los intereses en joint ventures de Terra, así como los activos operativos y el crédito fiscal, Lehman Brothers Europe Limited ha utilizado el método de descuento de flujos de caja, para lo cual ha proyectado los flujos de caja libres atribuibles a dichos activos y ha calculado el valor neto presente descontándolos por el coste de capital medio ponderado.

Adicionalmente al método de descuento de flujos de caja, como método suplementario, los activos operativos en España de Terra también han sido valorados utilizando la metodología de múltiplos de compañías comparables, para el cual se han utilizado múltiplos implícitos de Ingresos y EBITDA de compañías y transacciones de compañías comparables a los negocios de acceso y otras divisiones de Terra España. También se han utilizado múltiplos implícitos de coste de adquisición por suscriptor y de margen bruto de compañías en negocios comparables al negocio de acceso de Terra España.

El resultado de la valoración efectuada por Lehman Brothers Europe Limited siguiendo una metodología de suma-de-las-partes da un valor implícito por acción de Terra de €3,18.

Otras Fuentes de Valor

Asimismo, Lehman Brothers Europe Limited ha analizado otras fuentes de creación o destrucción de valor no incluidas en la valoración de sumas-de-las-partes tales como posibles sinergias operativas, la pérdida de los créditos fiscales históricos y la potencial capacidad para obtener valor de la realización del crédito fiscal en relación con la venta de Lycos Inc. por parte de Terra. En consecuencia, Lehman Brothers Europe Limited ha calculado un ajuste al valor por acción de Terra obtenido mediante suma-de-las-partes descrito con anterioridad para reflejar el impacto agregado de todas las posibles fuentes de creación o destrucción de valor, obteniendo un valor ajustado de fusión de €3,57 por acción.

Análisis de Compañías Comparables

Lehman Brothers Europe Limited ha comparado Terra en su conjunto contra las siguientes ocho compañías:

- easynet
- freenet.de
- Iliad
- TI Media
- T-Online
- Tiscali
- United Internet
- Web.de

Lehman Brothers Europe Limited ha utilizado el múltiplo medio implícito de las compañías comparables resultante de dividir el valor de la compañía entre el EBITDA estimado para el 2005 y el 2006, multiplicándolo por el EBITDA estimado por Terra para esos mismos años para calcular el valor de compañía implícito de Terra, realizando con posterioridad ajustes correspondientes a otros activos y pasivos. Como resultado de este análisis se ha obtenido una valoración implícita del equity de entre €3,05 y €3,18 por cada acción de Terra, basada en la estimación del EBITDA para Terra para el 2005 y el 2006 respectivamente.

Lehman Brothers Europe Limited ha señalado que, aunque el método de múltiplos de compañías comparables sirve para contrastar resultados, debido a los diferentes niveles de rentabilidad y perfil de riesgo de Terra, el análisis de compañías comparables no ha de considerarse un método de valoración relevante.

Valoración por parte de Analistas Financieros

Lehman Brothers Europe Limited también ha analizado los precios objetivos por acción para Terra en informes de analistas financieros publicados entre Abril 2004 y el 8 de Febrero 2005. Lehman Brothers Europe Limited ajustó dos de los precios objetivos publicados en Abril 2004 por el dividendo de €2,00 por acción pagado en Julio 2004. La media de los precios objetivos de estos informes fue de €3,00, y la mediana fue de €3,00.

Valoración de Telefónica

Como ya se ha comentado anteriormente, Lehman Brothers Europe Limited no ha tenido acceso a información reservada, incluyendo estimaciones, sobre Telefónica. En consecuencia, Lehman Brothers Europe Limited ha analizado la valoración de Telefónica utilizando una metodología basada en la cotización en el mercado.

Valoración por parte de Analistas Financieros

Lehman Brothers Europe Limited ha analizado los precios objetivos por acción para Telefónica en informes de analistas financieros publicados entre el 11 de Noviembre 2004 y el 21 de Febrero 2005. La media de los precios objetivos de estos informes fue de €14,92, y la mediana fue de €14,55.

Evolución Histórica del Precio de la Acción

Lehman Brothers Europe Limited ha analizado la evolución histórica de la cotización de la acción y el volumen negociado de las acciones de Telefónica entre el 25 de Mayo 2003, fecha del lanzamiento de la Oferta Pública de Adquisición por parte de Telefónica de las acciones de Terra, hasta el 14 de Febrero 2005, fecha del anuncio de propuesta de fusión con Terra realizado por Telefónica. Lehman Brothers Europe Limited también ha calculado el precio medio por acción de Telefónica para el último mes, seis meses y un año con anterioridad al 14 de Febrero 2005, y para el período entre el 25 de Mayo 2003 y el 14 de Febrero 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Periodo	Precio Medio (€)
1 mes	14,02
6 meses	13,05
1 año	12,67
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de Mayo, 2003	11,52

Valoración Relativa

Lehman Brothers Europe Limited ha realizado un análisis de valoración relativa comparando la evolución de la cotización del precio por acción de Telefónica con la evolución de la cotización del precio por acción de Terra (ajustado por el pago del dividendo extraordinario de €2,00 por acción realizado el 29 de Julio 2004) durante el período comprendido entre Mayo 2003 y el 1 de Febrero 2005. Lehman Brothers Europe Limited también ha calculado el ratio medio del precio de mercado por acción de Telefónica con el precio por acción ajustado de Terra para el mes de Enero 2005, los seis meses entre Agosto 2004 y Enero 2005, el período de un año entre Febrero 2004 y Febrero 2005 y el período entre el 25 de Mayo 2003 y el 4 de Enero 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Periodo	Ratio Medio
1 mes	4,49:1
6 meses	4,45:1
1 año	4,30:1
Desde el lanzamiento de la OPA el 28 de Mayo, 2003	4,02:1



Lehman Brothers Europe Limited señala que los ratios que se muestran no están ajustados para incluir el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción que deberá ser pagado a los accionistas de Terra Networks con antelación a la fusión.

Valoración Bursátil de la Consideración

Lehman Brothers Europe Limited ha analizado el precio implícito de la oferta de fusión basada en el ratio de 4,5 acciones de Terra Networks por 1 acción de Telefónica, atendiendo a los precios máximos y mínimos de la cotización por acción de Telefónica durante el mes previo al 22 de Febrero 2005, y el precio por acción en dicho día, e incorporando el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción de Terra Networks. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

	<u>Bajo</u>	<u>Alto</u>	<u>A 22 de Febrero, 2005</u>
Precio implícito por acción de la oferta por Terra Networks (€).....	3,59	3,84	3,69

Lehman Brothers Europe Limited ha señalado que el rango del precio implícito por acción expuesto en la tabla anterior es mayor en todo caso al valor de fusión ajustado de €3,57 por acción de Terra Networks según se recoge en el apartado “—Valoración de Terra Networks — Otras Fuentes de Valor”.

Miscellaneous

Lehman Brothers Europe Limited es una firma de banca de inversión internacionalmente reconocida y, como parte de su actividad de banca de inversión, está regularmente involucrada en la valoración de compañías y sus títulos en relación con operaciones de fusiones y adquisiciones, operaciones de aseguramiento, ofertas competitivas, distribuciones secundarias de acciones cotizadas y no cotizadas, colocaciones privadas y valoraciones por motivos de transacciones corporativas u otros. El consejo de administración de Terra Networks’ seleccionó a Lehman Brothers Europe Limited dada su experiencia, reputación y familiaridad con Terra Networks y su industria, así como por la experiencia de sus profesionales de banca de inversión tienen en transacciones similares.

Como compensación por los servicios prestados en relación con la fusión, Lehman Brothers Europe Limited percibió unos honorarios de un millón de Euros a la entrega de su opinión. Adicionalmente, Terra Networks ha acordado compensar a Lehman Brothers Europe Limited por los gastos razonables incurridos en relación con la fusión, así como indemnizar a Lehman Brothers Europe Limited por posibles contingencias que se puedan derivar del mandato concedido y de la opinión entregada.

Lehman Brothers Europe Limited y sus afiliados han proporcionado y proporcionan servicios a Terra Networks y Telefónica, incluidos servicios relacionados con operaciones de fusiones y adquisiciones distintas a la que aquí se plantean. Una sociedad afiliada a Lehman Brothers Europe Limited ha otorgado una línea de crédito por el plazo de dos años por importe de cien millones de Euros a Telefónica que, a la fecha de la entrega de la opinión de Lehman Brothers Europe Limited no estaba

utilizada. En el curso ordinario de su negocio, Lehman Brothers Europe Limited y sus afiliados pueden llevar a cabo operaciones de mercado sobre los títulos u acciones de Terra Networks y Telefónica y sus afiliados por su cuenta propia o por cuenta de sus clientes y, en consecuencia, pueden mantener posiciones, tanto largas como cortas, en dichos títulos y acciones.

RESUMEN DE LA OPINIÓN DE CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED

Terra contrató a Citigroup Global Markets Limited para actuar como su co-asesor financiero en relación con una posible operación de integración con Telefónica. En relación con dicha contratación, Terra solicitó a Citigroup Global Markets Limited que evaluara la equidad, desde un punto de vista financiero, de la ecuación de canje, para los titulares de acciones de Terra (distintos de Telefónica y sus filiales). En la reunión del Consejo de Administración de Terra de 23 de febrero de 2005, Citigroup Global Markets Limited emitió su opinión verbal al Consejo de Administración de Terra, confirmándola posteriormente por escrito, en el sentido de que, con base en y con sujeción a las condiciones e hipótesis establecidas, a dicha fecha, la ecuación de canje de 2 acciones de Telefónica por cada 9 acciones de Terra era equitativa, desde un punto de vista financiero, para los titulares de acciones o de Terra (distintos de Telefónica y sus filiales). En relación con la emisión de su opinión, Citigroup Global Markets Limited asumió, entre otros, el pago del dividendo propuesto de 0,60 euros por cada acción de Terra que se pagaría a todos los accionistas de Terra con anterioridad a la fusión.

La opinión de Citigroup Global Markets Limited se refiere exclusivamente a la equidad, desde un punto de vista financiero, de la ecuación de canje para los titulares de acciones de Terra (distintos de Telefónica y sus filiales) y no tiene intención de ser ni representa una recomendación a ningún accionista de Terra sobre el sentido de su voto en la Junta General de Accionistas de Terra. A excepción de lo expuesto más adelante, ni Terra ni Telefónica impusieron limitación alguna a Citigroup Global Markets Limited sobre las investigaciones o procedimientos a seguir para emitir su opinión. Aunque Citigroup Global Markets Limited evaluó los términos financieros de la fusión y participó en conversaciones relativas a la determinación de la ecuación de canje, a Citigroup Global Markets Limited no se le pidió recomendar y no recomendó esta ecuación de canje, que fue el resultado de las negociaciones entre Terra y Telefónica.

En relación con la emisión de su opinión, Citigroup Global Markets Limited, entre otros:

- revisó un borrador del proyecto de fusión, de fecha 23 de febrero de 2005;
- mantuvo conversaciones relativas al negocio, operaciones y perspectivas de Terra con algunos de sus altos directivos, consejeros y otros representantes y asesores;

- examinó determinada información pública de carácter financiero y relativa al negocio de Terra y de Telefónica, así como ciertas proyecciones financieras y otra información y datos relativos a Terra, incluyendo información sobre los principales aspectos fiscales de Terra, que la dirección de Terra proporcionó y comentó con Citigroup Global Markets Limited;
- revisó las condiciones financieras de la fusión en relación con, entre otros:
 - los precios de mercado, actuales e históricos, de las acciones de Terra y de Telefónica,
 - los beneficios y otros datos operativos, históricos y proyectados, de Terra y de Telefónica (sin embargo no se le facilitó a Citigroup Global Markets Limited ninguna información no pública de carácter financiero o relativa al negocio de Telefónica, incluyendo proyecciones financieras); y
 - la capitalización y condición financiera de Terra y de Telefónica;
- tomó en consideración, en la medida en que fueran públicos, las condiciones financieras de otras operaciones que Citigroup Global Markets Limited consideró relevantes para evaluar la fusión;
- analizó cierta información pública de carácter financiero, de mercado y otra, relativa al negocio de otras compañías cuyas operaciones Citigroup Global Markets Limited consideró relevantes para evaluar las de Terra y Telefónica:
- tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de 0,23 euros por acción de Telefónica con cargo al ejercicio 2004 y el reparto propuesto por Telefónica de 1 acción de Telefónica por cada 25 acciones de Telefónica, de la que los titulares de las acciones de Terra no se beneficiarían, y el dividendo propuesto de 0,60 euros por acción de Terra que Terra pagaría a todos los titulares de acciones de Terra; y
- llevó a cabo otros análisis y estudios y consideró otra información y criterios financieros, económicos y de mercado que Citigroup Global Markets Limited consideró apropiados.

Para emitir esta opinión Citigroup Global Markets Limited asumió y confió, sin asumir ninguna responsabilidad de verificación independiente, en la veracidad e integridad de toda la información financiera y de otro tipo y los datos de carácter público o que le fueron proporcionados o que revisó o fueron comentados con Citigroup Global Markets Limited y en las manifestaciones del equipo directivo de Terra de que no eran conscientes de la omisión o falta de comunicación a Citigroup Global Markets Limited de ninguna información relevante. En lo que respecta a las proyecciones financieras y otras informaciones y datos relativos a Terra, incluyendo la información sobre los principales aspectos fiscales de Terra, que le fueron proporcionadas o que revisó de algún otro modo o fueron comentadas con Citigroup Global Markets Limited, el equipo directivo de Terra indicó a Citigroup Global Markets Limited que dichas proyecciones y otra información y datos habían sido preparados razonablemente sobre bases que reflejan las mejores estimaciones y juicios del equipo directivo de Terra, disponibles

actualmente, sobre el futuro comportamiento financiero de Terra y sobre el aprovechamiento esperado por Terra de sus principales aspectos fiscales. A solicitud del Consejo de Administración de Terra, Citigroup Global Markets Limited también contrató un asesor legal independiente de reconocimiento internacional para asesorarlo sobre determinados temas relativos a los principales aspectos fiscales de Terra y al efecto de la fusión sobre dichos aspectos fiscales y Citigroup Global Markets Limited ha confiado en dicho asesoramiento.

La opinión de Citigroup Global Markets Limited hace referencia a valores relativos de Terra y Telefónica. Citigroup Global Markets Limited no expresó opinión alguna sobre el valor que tendrían realmente las acciones de Telefónica al emitirse con ocasión de la fusión o sobre el precio al que cotizarán las acciones de Telefónica en ningún momento. Citigroup Global Markets Limited no realizó, ni le fue proporcionada, una evaluación independiente o valoración de los activos o deudas (contingentes o de otro tipo) de Terra o de Telefónica (a excepción de los principales aspectos fiscales de Terra mencionadas anteriormente), ni Citigroup Global Markets Limited realizó ninguna inspección física de las propiedades o activos de Terra o de Telefónica. A Citigroup Global Markets Limited no se le pidió que solicitara, y no solicitó, indicaciones de terceros sobre su interés en una posible adquisición total o parcial de Terra. Citigroup Global Markets Limited no expresó su criterio sobre, ni su opinión se refiere a, las ventajas relativas de la fusión frente a cualquier otra estrategia de negocio alternativa que pudiera existir para Terra ni sobre el efecto de cualquier otra operación que Terra pudiera emprender. En particular, Citigroup Global Markets Limited tuvo en cuenta el hecho de que Telefónica actualmente controla Terra. La opinión de Citigroup Global Markets Limited se basó necesariamente en la información de que Citigroup Global Markets Limited disponía y en las circunstancias de carácter financiero, de mercado y de otro tipo, existentes a la fecha de su opinión.

La opinión y análisis financieros de Citigroup Global Markets Limited fueron sólo uno de los muchos factores considerados por el Consejo de Administración de Terra en su evaluación de la fusión y no debe considerarse como determinante de la actitud del Consejo de Administración de Terra con respecto a la fusión o a la ecuación de canje calculada para la operación.

Para preparar su opinión, Citigroup Global Markets Limited realizó diversos análisis financieros y comparativos. La preparación de una opinión financiera es un proceso analítico complejo, que implica varias determinaciones, como los métodos de análisis financiero más apropiados y relevantes y la aplicación de dichos métodos a las circunstancias particulares y, por tanto, una opinión financiera no es fácilmente susceptible de un resumen descriptivo. Por ello, Citigroup Global Markets Limited cree que su análisis debe considerarse globalmente y que seleccionar partes de su análisis y factores o concentrarse en la información presentada en tablas, sin considerar la totalidad del análisis o factores, podría crear una visión equívoca o incompleta del proceso sobre el que se basa su análisis y opinión.

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros realizados por Citigroup Global Markets Limited en relación con la preparación de su opinión y presentados al Consejo de Administración de Terra en su reunión de 23 de febrero de 2005.

Evolución Histórica del Precio de la Acción

Citigroup Global Markets Limited revisó la relación entre las variaciones en el precio de las acciones de Terra y el precio de oferta implícito en la fusión para el periodo comprendido entre el 25 de julio de 2003, fecha en la que Telefónica anunció oficialmente a la CNMV el número de acciones de Terra que adquirió en la OPA y el 11 de febrero de 2005, último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta de fusión a Terra. El precio de oferta implícito en la fusión se calculó multiplicando el precio por acción de Telefónica ajustado, por la ecuación de canje de 2/9 y añadiendo 0,60 euros por el efecto del dividendo anticipado de las acciones de Terra a pagar con anterioridad a la fusión. El precio por acción de Telefónica ajustado se calculó restando el dividendo en efectivo de 0,23 euros al precio por acción de Telefónica sin ajustar y, a continuación, ajustando el resultado por el dividendo anticipado en acciones de Telefónica de 1 acción por cada 25 acciones en circulación, dividendos en efectivo y en acciones de los que los accionistas de Terra no se beneficiarían. Citigroup Global Markets Limited también ajustó el precio por acción de Terra por el dividendo en efectivo de 2,00 euros por cada acción de Terra pagado en julio de 2004, en el periodo previo al pago de dicho dividendo.

Adicionalmente, Citigroup Global Markets Limited comparó el precio de oferta implícito con la cotización de una acción de Terra el 11 de febrero de 2005 (último día de negociación anterior al anuncio público de Telefónica de su intención de hacer una oferta) y con los precios medios de cotización del mes anterior, de los tres meses anteriores y de los seis meses anteriores, al 21 de febrero de 2005, en el caso de Telefónica y al 11 de febrero de 2005, en el caso de Terra. La siguiente tabla muestra los resultados de dicho análisis:

	Precio por Acción Ordinaria de Terra (€)	Precio de Oferta Implícito (€)	Prima
11 de febrero de 2005.....	3,19	3,58	12%
Cotización Media Último Mes	3,11	3,56	14%
Cotización Media Últimos 3 Meses.....	3,11	3,56	14%
Cotización Media Últimos 6 Meses.....	2,90	3,35	16%

Análisis de Operaciones Anteriores

Teniendo en cuenta que Telefónica controla actualmente Terra, Citigroup Global Markets Limited comparó la prima que representaba el precio de oferta implícito en la fusión sobre el precio del último día de cotización previo al anuncio y sobre el precio medio de cotización del último mes, de los últimos tres meses y de los últimos seis meses, con las primas pagadas en periodos de cotización similares representadas por:

- el precio en efectivo de cuatro OPAs de exclusión recientes de compañías españolas;
- el precio en tres fusiones recientes de compañías españolas en las que accionistas significativos (titulares de menos de la mitad de los fondos propios) adquirirían los fondos propios restantes de dichas compañías; y
- el precio en dos OPAs recientes lanzadas por accionistas de control (titulares de más de la mitad de los fondos propios) de proveedores de Internet europeos para adquirir los fondos propios restantes de dichas compañías.

Las operaciones anteriores que Citigroup Global Markets Limited tomó en consideración fueron las siguientes:

OPAs de Exclusión Españolas

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Compañía</u>
22 de abril de 2002	Hidroeléctrica del Cantábrico
9 de diciembre de 2003	Aceralia Corporación Siderurgica, S.A.
31 de mayo de 2004	Centros Comerciales Carrefour, S.A.
4 de junio de 2004	Cementos Molins, S.A.

Fusiones Españolas con Accionista Significativo

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Adquirente</u>	<u>Sociedad Objetivo</u>
16 de abril de 2002	FCC	Portland Valderrivas
1 de julio de 2003	ACS	Grupo Dragados
1 de agosto de 2003	Metrovacesa	Bami

Fusiones de Compañías de Internet Europeas con Accionista Mayoritario

<u>Fecha del Anuncio</u>	<u>Adquirente</u>	<u>Sociedad Objetivo</u>
23 de febrero de 2004	France Telecom	Wanadoo
9 de octubre de 2004	Deutsche Telekom	T-Online

Por lo que respecta a la información financiera de las operaciones anteriores y las compañías involucradas en ellas, Citigroup Global Markets Limited confió en la información contenida en documentos disponibles al público. La siguiente tabla resume la mediana de las primas (descuentos) ofrecidas en estas operaciones sobre el precio del último día de cotización previo al anuncio y sobre el precio de cotización del último mes, de los últimos tres meses y de los últimos seis meses previos, y en la columna de la derecha se señala, a efectos comparativos, la misma información para el precio de oferta implícito en la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica:

Periodo	Mediana de Primas (Descuentos) OPAs de Exclusión Españolas	Mediana de Primas (Descuentos) Fusiones Españolas con Accionista Significativo	Mediana de Primas (Descuentos) Fusiones de Compañías de Internet Europeas con Accionista Mayoritario	Prima Implícita en la Oferta de Fusión
1 día	(2,2)%	9,3%	8,6%	12%
3 meses	2,7%	2,4%	17,3%	18%
6 meses	7,0%	7,0%	19,0%	16%

Citigroup Global Markets Limited observó que ninguna de las operaciones anteriores era idéntica a la propuesta de fusión entre Terra y Telefónica.

Valoración de Terra

Análisis de Descuento de Flujos de Caja

El principal método para revisar el valor de Terra utilizado por Citigroup Global Markets Limited fue un análisis de "suma de partes" sobre la base de descuento de flujos de caja para cada uno de los activos operativos individualizados de Terra y para algunos activos no operativos. Citigroup Global Markets Limited aplicó tasas de descuento específicas para cada país con base en hipótesis de coste medio ponderado del capital para calcular el valor neto presente de los flujos de caja libres de los activos operativos de Terra proyectados por su equipo directivo, los beneficios de ahorros fiscales futuros relativos a pérdidas operativas netas y los pagos a percibir por Terra por su acuerdo de alianza estratégica con Telefónica. Sin embargo, Citigroup Global Markets Limited aplicó tasas de descuento más altas para calcular el valor neto presente del posible crédito fiscal adicional resultante de la venta de Lycos Inc. realizada por Terra el 2 de agosto de 2004, ya que la capacidad de Terra para realizar el valor de este activo contingente es especulativa y difícil de predecir. A continuación, Citigroup Global Markets Limited ajustó el valor de Terra para reflejar la caja neta de Terra (incluyendo las cantidades adeudadas por Telefónica en virtud de acuerdos de reparto de cargas fiscales) y otros activos no

operativos (incluyendo inversiones en sociedades participadas no consolidadas y en otras sociedades no enteramente participadas e ingresos anticipados por ventas). El resultado de este análisis de "suma de partes" sobre la base de descuento de flujos de caja fue un valor implícito para las acciones de Terra de entre 2,90 euros y 3,71 euros.

Análisis de Compañías Comparables

Usando información pública disponible, Citigroup Global Markets Limited revisó la evolución del precio relativo por acción de Terra desde julio de 2003 a febrero de 2005 y el de las siguientes cinco compañías cotizadas europeas proveedoras de servicios de Internet, así como el índice ponderado de mercado formado por dichas compañías:

- freenet.de
- Iliad
- Telecom Italia Media
- Tiscali
- United Internet

Citigroup Global Markets Limited también comparó los múltiplos de valor empresarial (igual a los fondos propios, más deuda (*straight debt*), más intereses minoritarios, más acciones preferentes (*straight preferred stock*), más convertibles (*all out-of-the-money convertibles*), menos inversiones en participadas no consolidadas, menos caja) frente a los ingresos, beneficio bruto y EBITDA proyectados para el periodo 2005-2007, de las compañías mencionadas, con dichos múltiplos de Terra. A continuación, Citigroup Global Markets Limited calculó un rango de valoraciones ilustrativas para los activos operativos de Terra aplicando desviaciones de más/menos 10% sobre la mediana de dichos múltiplos para las compañías comparables, a las proyecciones realizadas por el equipo directivo de Terra y añadiendo después la caja neta de Terra y otros activos no operativos valorados de forma coherente con el método empleado en el análisis anteriormente descrito bajo el epígrafe "*Análisis de Descuento de Flujos de Caja*". El resultado de este análisis de compañías comparables fue un valor implícito de la acción de Terra de entre 2,73 euros y 3,77 euros.

Citigroup Global Markets Limited observó que ninguna de las compañías seleccionadas era idéntica a Terra. En particular, Citigroup Global Markets Limited hizo notar que la rentabilidad esperada de Terra relativamente más baja para el periodo 2005-2007 sugeriría una valoración en el extremo inferior del rango.

Precios Objetivo de Analistas de Mercado

Citigroup Global Markets Limited revisó los precios objetivo para Terra publicados por analistas de mercado entre el 1 de julio de 2004 (después del ajuste por el dividendo en efectivo de 2,00 euros por

acción de Terra pagado en julio de 2004) y el 15 de febrero de 2005. El rango de estos precios objetivo (excluyendo los valores máximo y mínimo) se situó entre 2,80 euros y 3,17 euros.

Valoración de Telefónica

Como se ha indicado anteriormente, a Citigroup Global Markets Limited no se le ha proporcionado ninguna información de carácter financiero o del negocio de Telefónica, incluyendo proyecciones financieras, que no sea pública y Citigroup Global Markets Limited no ha tenido acceso al equipo directivo de Telefónica. Esto ha limitado los análisis de valoración con respecto a Telefónica que ha podido utilizar Citigroup Global Markets Limited.

Citigroup Global Markets Limited revisó el valor de Telefónica utilizando un análisis de "suma de partes" que utilizó varios métodos de valoración para los principales activos operativos de Telefónica, incluyendo valores comparables de cotización y de mercado y ajustado por costes generales, activos no operativos y pasivos e intereses minoritarios. Para los principales activos operativos de Telefónica - Telefónica Móviles, el negocio de línea fija en España y Telefónica Internacional- que conjuntamente representan la mayor parte del valor empresarial de Telefónica, el principal método de valoración empleado por Citigroup Global Markets Limited se basó en el análisis de compañías comparables. Citigroup Global Markets Limited comparó Telefónica Móviles con Telecom Italia Mobile y Vodafone y su valor de mercado, el negocio de línea fija en España con British Telecom, y Telefónica Internacional, con Telmex, Telesp, Brasil Telecom y Tele Norte Leste. El resultado de este análisis fue un valor implícito en el rango de entre 13,36 euros y 16,39 euros por acción de Telefónica, comparado con el precio de mercado de 14,19 euros por acción de Telefónica a 21 de febrero de 2005.

Citigroup Global Markets Limited también revisó los precios objetivo para las acciones de Telefónica publicados por analistas de mercado entre el 18 de junio de 2004 y el 11 de febrero de 2005. El rango de estos precios objetivo (excluyendo los tres valores máximos y los tres mínimos) se situó entre 13,50 euros y 16,50 euros.

Varios

De acuerdo con los términos de su contrato, Citigroup Global Markets Limited, recibió una remuneración de un millón de euros por sus servicios como asesor financiero de Terra, en el momento de emitir su opinión. Terra también ha acordado reembolsar a Citigroup Global Markets Limited los gastos razonables, de desplazamiento y otros (junto con el IVA correspondiente) en que Citigroup Global Markets Limited incurra en relación con la prestación de sus servicios, incluyendo los honorarios y gastos de sus asesores legales y fiscales, e indemnizar a Citigroup Global Markets Limited, y personas relacionadas, por cualquier responsabilidad, incluyendo responsabilidades derivadas de la legislación del mercado de valores aplicable, derivada de su contratación.

Citigroup Global Markets Limited y las sociedades de su grupo han prestado servicios en el pasado y actualmente prestan servicios a Terra y a Telefónica y a las sociedades de su grupo, incluyendo en relación con operaciones de derivados, colocación de bonos de alto rendimiento, fusiones y adquisiciones, financiaciones bancarias y colocaciones de acciones en bloque, servicios por cuya prestación Citigroup Global Markets Limited y las sociedades de su grupo han recibido y esperan recibir una remuneración. En el curso ordinario de su actividad, Citigroup Global Markets Limited y las sociedades de su grupo pueden negociar de forma activa y ser titulares de valores de Terra y Telefónica por cuenta propia o por cuenta de clientes y, consecuentemente, pueden mantener posiciones cortas o largas en dichos valores en cualquier momento. Asimismo, Citigroup Global Markets Limited y las sociedades de su grupo, incluyendo Citigroup Inc. y las sociedades de su grupo, pueden mantener relaciones con Terra y Telefónica y sociedades de sus respectivos grupos.

Los servicios de asesoramiento de Citigroup Global Markets Limited y su opinión, se prestaron únicamente para informar al Consejo de Administración de Terra en relación con su evaluación de la propuesta de fusión, y la opinión de Citigroup Global Markets Limited no tuvo la intención de ser ni constituye una recomendación al Consejo de Administración de Terra o a ningún accionista de Terra sobre el sentido del voto o la forma de actuar de dichos consejeros o accionistas en relación con la propuesta de fusión. Por ello, la opinión de Citigroup Global Markets Limited no podrá usarse como base de ni utilizarse para una finalidad distinta. La opinión de Citigroup Global Markets Limited no debería entenderse como sustitutiva de cualquier examen adicional o procedimiento que el Consejo de Administración de Terra debiera llevar a cabo en relación con su evaluación de la propuesta de fusión.

Terra seleccionó a Citigroup Global Markets Limited como su co-asesor financiero sobre la base de su reputación, experiencia y familiaridad con Terra y su negocio. Citigroup Global Markets Limited es un banco de inversión de reconocimiento internacional que regularmente lleva a cabo valoraciones de negocio y de valores en relación con fusiones y adquisiciones, aseguramientos (*negotiated underwritings*), ofertas competitivas, distribuciones secundarias de valores cotizados y no cotizados, colocaciones privadas y valoraciones para finalidades corporativas y otras.

* * * * *