

**INFORME DE LOS ADMINISTRADORES DE
TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. SOBRE EL
PROYECTO DE FUSION POR ABSORCION DE
TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. POR TELEFÓNICA,
S.A.**

Madrid, 12 de mayo de 2006

ÍNDICE

1.	ASPECTOS JURIDICOS DE LA FUSIÓN	1
1.1	Características generales	1
1.2	Normativa aplicable	2
1.3	Elección de TELEFÓNICA como sociedad absorbente	2
1.4	Procedimiento legal de fusión	2
	<i>1.4.1 Proyecto de fusión y ecuación de canje</i>	2
	<i>1.4.2 Depósito del Proyecto de fusión</i>	3
	<i>1.4.3 Informe de experto independiente</i>	3
	<i>1.4.4 Informe de los administradores</i>	4
	<i>1.4.5 Convocatoria de las Juntas generales de accionistas que deliberen y, en su caso, aprueben la fusión</i>	4
	<i>1.4.6 Publicación de los acuerdos de fusión y plazo de oposición de acreedores</i>	5
	<i>1.4.7 Escritura de fusión</i>	5
	<i>1.4.8 Realización del canje</i>	6
1.5	Procedimiento de canje de las acciones	6
1.6	Plan de opciones sobre acciones de TELEFÓNICA MÓVILES	10
1.7	Modificaciones estatutarias en la Sociedad absorbente	10
1.8	Aspectos administrativos	11
1.9	Régimen fiscal aplicable	11
2.	ASPECTOS ECONÓMICOS	11
2.1	Justificación estratégica de la operación de fusión	11
2.2	Balance de fusión	13
2.3	Tipo de canje	14
2.4	Valoración de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA	15
	<i>2.4.1 Valoración de TELEFÓNICA MÓVILES</i>	15
	<i>2.4.2 Valoración de TELEFÓNICA</i>	16
2.5	Criterios de valoración	16
	<i>2.5.1 Morgan Stanley</i>	17

2.5.2	<i>Lehman Brothers</i>	23
2.6	Comparación con los criterios previstos para ofertas de exclusión de cotización	28
2.6.1	<i>Morgan Stanley</i>	29
2.6.2	<i>Lehman Brothers</i>	30
2.7	Conclusiones	31

El presente Informe ha sido elaborado por los Administradores de TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 237 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (en adelante, la **“Ley de Sociedades Anónimas”**), al objeto de explicar y justificar de forma detallada, a los efectos requeridos por la legislación vigente, el Proyecto de fusión (en adelante, el **“Proyecto”** o el **“Proyecto de fusión”**) de las sociedades TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. (sociedad absorbida, en adelante, **“TELEFÓNICA MÓVILES”**) y TELEFÓNICA, S.A. (sociedad absorbente, en adelante, **“TELEFÓNICA”**), que ha quedado depositado en el Registro Mercantil de Madrid con fecha 3 de abril de 2006.

Se hace constar que todos los Consejeros dominicales de TELEFÓNICA MÓVILES designados a instancias de TELEFÓNICA, esto es, los Sres. Corominas Vila, Lada Díaz, Álvarez-Pallete López, Carpio García, Goyenechea Fuentes, Massanell Lavilla, Burillo Azcárraga y Almansa Moreno-Barreda se han abstenido de participar en las deliberaciones relativas a la aprobación del presente Informe y, por tanto, se han abstenido de suscribirlo, por entender que están afectados por un conflicto de interés.

1. ASPECTOS JURIDICOS DE LA FUSIÓN

1.1 Características generales

De conformidad con lo establecido en el Proyecto de fusión, cuyos términos se dan aquí por reproducidos en todo lo necesario, la fusión proyectada consistirá en la absorción de TELEFÓNICA MÓVILES por parte de TELEFÓNICA con extinción, mediante su disolución sin liquidación, de TELEFÓNICA MÓVILES y transmisión en bloque de todo su patrimonio a TELEFÓNICA, que adquirirá, por sucesión universal, los derechos y obligaciones de la sociedad absorbida.

Dicha transmisión universal implica la adquisición en un solo acto del total de los elementos del activo y del pasivo integrantes del patrimonio de TELEFÓNICA MÓVILES: se transmiten por tanto todos los bienes, derechos y obligaciones y, en general, todas las relaciones jurídicas de la sociedad absorbida que se mantienen vigentes aunque cambia su titular, salvo para aquellos supuestos en los que por voluntad de las partes o por disposición legal, el cambio de titular de la relación jurídica concreta lleve aparejada la resolución de esta última.

Simultáneamente, la fusión implica que los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES se incorporan al accionariado de TELEFÓNICA, mediante la atribución a los mismos de las acciones representativas de parte del capital de esta última, en proporción a su respectiva participación en el capital de TELEFÓNICA MÓVILES, en los términos establecidos en el Proyecto.

1.2 Normativa aplicable

La regulación mercantil básica de las operaciones de fusión se contiene en los artículos 233 a 251 de la Ley de Sociedades Anónimas y en los artículos 226 a 234 del Reglamento del Registro Mercantil.

1.3 Elección de TELEFÓNICA como sociedad absorbente

La elección de TELEFÓNICA como sociedad absorbente responde al hecho de que TELEFÓNICA mantiene en TELEFÓNICA MÓVILES una participación accionarial del 92,50% de su capital social.

A la fecha del Proyecto de fusión, TELEFÓNICA era titular, directa e indirectamente, de 4.003.900.749 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 92,457% de su capital social. Tras la suscripción del Proyecto, TELEFÓNICA ha adquirido 2.000.000 de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES y, conforme a lo previsto en el apartado 1.2 del Proyecto de fusión, ha adquirido igualmente el paquete de 927.917.620 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 21,427% de su capital social, titularidad hasta ese momento de TELEFÓNICA INTERNACIONAL, S.A.U., sociedad a su vez íntegramente participada por TELEFÓNICA, permitiendo que la participación de TELEFÓNICA en TELEFÓNICA MÓVILES sea directa en su totalidad, evitándose con ello la generación de autocartera indirecta como consecuencia de la realización de la fusión. La operación de adquisición de las referidas 927.917.620 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES se ha realizado al precio medio de cotización de la acción de TELEFÓNICA MÓVILES desde su salida a Bolsa hasta la fecha de suscripción del Proyecto de fusión (calculado como la media ponderada por volumen de los precios de cierre de cada día desde la salida a Bolsa y hasta el 28 de marzo de 2006), que asciende a la cantidad de 8,653 euros por acción. Como consecuencia de tales operaciones, TELEFÓNICA es ahora titular, de forma directa, de 4.005.900.749 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 92,50% de su capital social.

1.4 Procedimiento legal de fusión

1.4.1 Proyecto de fusión y ecuación de canje

Para la realización de la fusión, la Ley de Sociedades Anónimas exige a los administradores de las sociedades participantes en la operación, la elaboración de un proyecto de fusión.

A estos efectos, con fecha 29 de marzo de 2006, todos los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA (con las

salvedades que se hace constar en el propio documento) aprobaron y suscribieron el Proyecto de fusión.

El Proyecto de fusión prevé una ecuación de canje, sin compensación complementaria en dinero alguna, de cuatro (4) acciones de TELEFÓNICA, de un euro (€1) de valor nominal cada una, por cada cinco (5) acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, de cincuenta céntimos de euro (€0,5) de valor nominal cada una.

1.4.2 Depósito del Proyecto de fusión

Conforme a lo previsto en el artículo 226 del Reglamento del Registro Mercantil, un ejemplar de dicho Proyecto ha quedado depositado en el Registro Mercantil de Madrid con fecha 3 de abril de 2006.

El hecho del depósito del Proyecto de fusión en el Registro Mercantil de Madrid ha sido publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil de fecha 17 de abril de 2006.

1.4.3 Informe de experto independiente

Asimismo, por aplicación de lo dispuesto en el artículo 236 de la Ley de Sociedades Anónimas, los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA solicitaron, con fecha 30 de marzo de 2006, al Registrador Mercantil de Madrid, como Registrador correspondiente al domicilio de la sociedad absorbente, la designación de un único y común experto independiente que informase sobre el Proyecto de fusión.

Con fecha 4 de abril de 2006, el Registrador Mercantil de Madrid designó a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente para la emisión de un único informe sobre el Proyecto de fusión y el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue.

Dentro del plazo legalmente establecido, tras haber solicitado y obtenido una prórroga del mismo, el mencionado experto independiente ha emitido su informe, con la siguiente conclusión:

“a) Las metodologías de valoración utilizadas en la determinación del valor real de las Sociedades son adecuadas en el contexto y las circunstancias de la operación planteada, estando justificado el tipo de canje previsto en el Proyecto de Fusión.

b) El patrimonio aportado por la sociedad absorbida es igual, por lo menos, al importe máximo del aumento de capital de la sociedad absorbente previsto en el Proyecto de Fusión.”

1.4.4 Informe de los administradores

Por otra parte, los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES, con las excepciones que se hace constar al final del documento, han aprobado y suscrito con fecha de hoy el presente Informe explicando y justificando detalladamente el Proyecto de fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje, todo ello en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 237 de la Ley de Sociedades Anónimas

1.4.5 Convocatoria de las Juntas generales de accionistas que deliberen y, en su caso, aprueben la fusión

Una vez cumplidos los anteriores requisitos, los Consejos de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA acordarán la convocatoria de sus respectivas Juntas generales de accionistas a efectos de deliberar y, en su caso, aprobar la fusión proyectada. Se prevé que la Junta general de TELEFÓNICA MÓVILES se convoque para su celebración el día 20 de junio de 2006, en primera convocatoria, y el 21 de junio de 2006, en segunda convocatoria; y que la Junta general de TELEFÓNICA se convoque para su celebración el día 20 de junio de 2006, en primera convocatoria, y el 21 de junio de 2006, en segunda convocatoria.

Conforme a lo dispuesto en el artículo 238 de la Ley de Sociedades Anónimas, al publicar la convocatoria de la Junta se pondrá a disposición de los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones, así como de los representantes de los trabajadores, para su examen en el domicilio social, los siguientes documentos:

- (a) Proyecto de fusión.
- (b) Informe del experto independiente sobre el Proyecto de fusión.
- (c) Informe de los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA sobre el Proyecto de fusión.
- (d) Cuentas anuales e informe de gestión de los tres últimos ejercicios de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.
- (e) El Balance de fusión de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA, que corresponde con el último balance anual de cada sociedad, con el correspondiente informe de los auditores de cuentas.

- (f) Estatutos vigentes de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA.
- (g) Relación de nombres, apellidos y edad, si fueran personas físicas, o denominación o razón social, si fueran personas jurídicas, y, en ambos casos, la nacionalidad y domicilio de los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA, así como la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes van a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

Asimismo, conforme a lo previsto en el artículo 240.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, los accionistas, obligacionistas y titulares de derechos especiales distintos de las acciones podrán solicitar, desde la fecha de publicación de la convocatoria de las respectivas Juntas Generales, la entrega o el envío gratuito de los documentos arriba relacionados.

Todos los documentos citados anteriormente serán accesibles, a partir de la fecha de la convocatoria, por vía telemática, en la página “web” de TELEFÓNICA MÓVILES (www.telefonicomoviles.com).

1.4.6 Publicación de los acuerdos de fusión y plazo de oposición de acreedores

Conforme a lo previsto en el artículo 242 de la Ley de Sociedades Anónimas, el acuerdo de fusión será publicado, como mínimo, por tres veces en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y una vez en dos periódicos de gran circulación en Madrid.

Una vez publicados estos anuncios, en los que se hará constar el derecho de los accionistas y acreedores de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA a obtener el texto íntegro de los acuerdos de fusión y de los balances de fusión, se abrirá el plazo de un mes para que los acreedores de las sociedades que se fusionan puedan oponerse a la fusión hasta que se les garanticen los créditos no vencidos en el momento de la publicación, conforme al artículo 243 de la Ley de Sociedades Anónimas.

1.4.7 Escritura de fusión

Una vez adoptados los correspondientes acuerdos de fusión, publicados los anuncios y transcurrido el plazo legal sin que ningún acreedor hubiera ejercitado su derecho de oposición o, en su caso, habiéndose satisfecho o

garantizado debidamente los créditos de aquéllos que sí lo hubiesen ejercitado, se procederá a otorgar la correspondiente escritura de fusión.

Dicha escritura será presentada para su inscripción en el Registro Mercantil de Madrid, solicitándose del Registrador Mercantil la cancelación de los asientos registrales de TELEFÓNICA MÓVILES.

1.4.8 Realización del canje

Una vez se haya presentado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la documentación equivalente a que se refieren los artículos 26.1.d), 41.1.c) y concordantes del Real Decreto 1.310/2005, de 4 de noviembre, en caso de ser necesario, y haya quedado inscrita la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, se procederá al canje de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES por acciones de TELEFÓNICA en los términos establecidos en el Proyecto de fusión, que se describen en el apartado siguiente.

1.5 Procedimiento de canje de las acciones

El procedimiento de canje de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES por acciones de TELEFÓNICA se describe en el apartado 5 del Proyecto de fusión.

A estos efectos, se hace constar que TELEFÓNICA, a la fecha del Proyecto de fusión, era titular, directa e indirectamente, de 4.003.900.749 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 92,457% de su capital social. Tal y como se describe en el apartado 1.3 anterior, tras la suscripción del Proyecto, TELEFÓNICA ha adquirido 2.000.000 de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES y, conforme a lo previsto en el apartado 1.2 del Proyecto de fusión, ha adquirido igualmente el paquete de 927.917.620 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 21,427% de su capital social, titularidad hasta ese momento de TELEFÓNICA INTERNACIONAL, S.A.U. Como consecuencia de tales operaciones, TELEFÓNICA es ahora titular, de forma directa, de 4.005.900.749 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, representativas del 92,50% de su capital social.

Por imperativo de lo previsto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y en la normativa sobre acciones propias, las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES en poder de TELEFÓNICA no serán canjeadas por acciones de TELEFÓNICA.

Asimismo, se hace constar que, a la fecha del Proyecto de fusión, TELEFÓNICA MÓVILES era titular de 1.599 acciones propias en autocartera y tenía una opción de compra sobre 20.957.784 acciones propias afectas a la cobertura del plan de opciones sobre acciones de TELEFÓNICA MÓVILES (el Plan MOS), propiedad

de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona y del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., que fueron suscritas por dichas entidades en los términos del folleto informativo reducido verificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con fecha 28 de septiembre de 2001. TELEFÓNICA MÓVILES adquirirá las referidas 20.957.784 acciones propias y utilizará la parte que corresponda para la liquidación del Plan MOS.

Las acciones que finalmente TELEFÓNICA MÓVILES mantenga en autocartera como consecuencia de lo previsto en el párrafo anterior (como máximo, 20.959.383 acciones propias), tampoco acudirán al canje, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y disposiciones concordantes.

Adicionalmente, TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES adquirirán o venderán en el mercado, antes de la ejecución de la fusión, el pico de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES necesario para que el número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que hayan de acudir al canje resulte múltiplo exacto de la ecuación de canje.

Considerando lo anterior, si se asume que (i) TELEFÓNICA no modifica su actual participación en TELEFÓNICA MÓVILES (4.005.900.749 acciones representativas del 92,50% de su capital social); y (ii) en la fecha de realización del canje TELEFÓNICA MÓVILES no contará con más autocartera que las 1.599 acciones propias mencionadas en el apartado 5 del Proyecto de fusión, el número máximo de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que acudirían al canje sería de 324.648.548 acciones. En el supuesto de que la totalidad de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES afectas a la cobertura del Plan MOS fuesen adquiridas y mantenidas en autocartera por TELEFÓNICA MÓVILES, el número de acciones de esta última que acudirían al canje sería de 303.690.764 acciones. En consecuencia, el número de acciones de TELEFÓNICA que deberán ser entregadas para atender el canje de fusión oscilará entre 242.959.611 y 259.718.838 acciones, es decir, entre un 4,94% y un 5,28% del capital social de TELEFÓNICA.

Sin embargo, considerando los términos y condiciones del Plan MOS y las operaciones de liquidación efectuadas hasta la fecha, TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES han concluido que el número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que quedarán en autocartera en el momento de la inscripción registral de la fusión será, como mínimo, de 19.009.513 y, por consiguiente, que el número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que acudirán al canje no superará las 305.640.634. En consecuencia, el número de acciones de TELEFÓNICA necesarias para atender el canje será, como máximo, de 244.512.507.

A la vista de dicho cálculo y teniendo en cuenta que TELEFÓNICA es titular actualmente de un total de 244.527.541 acciones propias en autocartera, está

previsto que para atender al canje derivado de la fusión, TELEFÓNICA utilice únicamente dichas acciones propias en autocartera, por lo que no será necesario que TELEFÓNICA emita acciones nuevas para ese fin. Para ello y a partir de la fecha del acuerdo de fusión, TELEFÓNICA inmovilizará 244.512.507 acciones propias, sin perjuicio de que, una vez determinado, dentro del indicado máximo, el definitivo número de acciones de TELEFÓNICA necesario para atender el canje, la referida inmovilización se limite a dicho último importe.

El canje tendrá lugar, como se ha referido, una vez se haya presentado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la documentación equivalente a que se refieren los artículos 26.1.d), 41.1.c) y concordantes del Real Decreto 1.310/2005, de 4 de noviembre, en caso de ser necesario, y se haya inscrito la escritura de fusión en el Registro Mercantil de Madrid, y se realizará, con la colaboración de la entidad financiera, a partir de la fecha que se indique en los anuncios a publicar en uno de los diarios de mayor circulación en Madrid y en los Boletines Oficiales de las Bolsas españolas y, en su caso, en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.

El canje de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES por las acciones de TELEFÓNICA se efectuará a través de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR) que sean depositarias de las mismas, con arreglo a los procedimientos establecidos para el régimen de las anotaciones en cuenta, de conformidad con lo establecido en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, y con aplicación de lo previsto en el artículo 59 de la Ley de Sociedades Anónimas, en lo que proceda.

De acuerdo con lo dispuesto en el párrafo (d) del apartado 5 del Proyecto de fusión, los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES que sean poseedores de acciones que representen una fracción del número de acciones de TELEFÓNICA fijado como tipo de canje podrán adquirir o transmitir acciones para proceder a canjearlas según dicho tipo de canje. Las decisiones oportunas a estos efectos, bien de compra o bien de venta en el mercado de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, al objeto de alcanzar un número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que sea múltiplo de cinco deberán ser tomadas por cada accionista individualmente.

Sin perjuicio de lo anterior y al amparo de lo previsto en el citado apartado 5 del Proyecto, los Consejos de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA, después de las oportunas conversaciones, han considerado conveniente someter a sus respectivas Juntas generales de accionistas la aprobación de un mecanismo orientado a facilitar la realización del canje a aquellos accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES que sean titulares de un número de acciones que no sea múltiplo de cinco (5). Los términos y condiciones fundamentales de ese mecanismo son los siguientes:

- (i) Habida cuenta de que la relación de canje de la fusión equivale, en términos unitarios, a la entrega de una acción de TELEFÓNICA por cada 1,25 acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, al término de la última sesión bursátil de TELEFÓNICA MÓVILES en las Bolsas españolas, cada accionista de TELEFÓNICA MÓVILES que, por aplicación de la mencionada relación unitaria de canje tenga derecho a percibir un número entero de acciones de TELEFÓNICA y le sobren fracciones o picos de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES inferiores a 1,25, podrá transmitir dichas fracciones o picos al adquirente de picos que a tal efecto designen TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA (en adelante, el “**Agente de Picos**”), todo ello en el bien entendido de que para el cálculo del pico correspondiente a cada posición de accionista se computarán la totalidad de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES que formen esa posición.

Igualmente, el accionista de TELEFÓNICA MÓVILES que sea titular de un número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES inferior a 1,25 podrá transmitir dichas acciones al Agente de Picos.

Se entenderá que cada accionista de TELEFÓNICA MÓVILES se acoge al sistema de adquisición de picos aquí previsto, sin que sea necesario que remita instrucciones a la entidad participante en IBERCLEAR correspondiente, la cual le informará del resultado de la operación una vez concluida ésta.

- (ii) Atendiendo a la ecuación de canje acordada, se deja constancia de que, con independencia del número de acciones que conforme cada posición de accionista, los únicos supuestos de adquisición de picos que pueden producirse son los siguientes:

Número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES	Acciones de TELEFÓNICA que corresponden en virtud del canje	Pico de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES sujeto al régimen de adquisición de picos
1	0	1
2	1	0,75
3	2	0,5
4	3	0,25
5	4	0

Por consiguiente, en toda posición de accionista, en caso de que exista pico, éste oscilará entre un mínimo de 0,25 y un máximo de 1 acción de TELEFÓNICA MÓVILES.

- (iii) El precio de adquisición de los picos se determinará en función de la media aritmética de los cambios medios ponderados de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES en el Sistema de Interconexión Bursátil

(Mercado Continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de TELEFÓNICA MÓVILES en las Bolsas españolas.

Si el pico en cuestión consiste en una acción de TELEFÓNICA MÓVILES, su precio de compra será la media aritmética de los cambios medios ponderados de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES en el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo) durante las tres últimas sesiones bursátiles de TELEFÓNICA MÓVILES; análogamente, si el pico en cuestión es distinto de una acción, su precio de adquisición se calculará sobre la base del mismo criterio aquí acordado pero en la proporción correspondiente al concreto importe del pico.

- (iv) La entidad que resulte designada como Agente de Picos, actuando en nombre y por cuenta propia, adquirirá los picos o fracciones de acción que sobren en las posiciones que existan al término de la última sesión bursátil de TELEFÓNICA MÓVILES en las Bolsas españolas. Las acciones o cuotas de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES adquiridas por el Agente de Picos serán canjeadas por las acciones de TELEFÓNICA que corresponda según el tipo de canje propuesto.

1.6 Plan de opciones sobre acciones de TELEFÓNICA MÓVILES

Conforme a lo previsto en el Proyecto de fusión, el plan de opciones sobre acciones de TELEFÓNICA MÓVILES (el Plan MOS) terminó con fecha 3 de enero de 2006 y se encuentra actualmente en fase de liquidación

A este respecto, TELEFÓNICA MÓVILES era titular de una opción de compra sobre 20.957.784 acciones propias afectas a la cobertura del Plan MOS, estando previsto que la liquidación del mismo esté concluida con anterioridad a la ejecución de la fusión proyectada, sin perjuicio de lo cual TELEFÓNICA sucederá a TELEFÓNICA MÓVILES como entidad obligada en relación con cualquier obligación pendiente derivada de la referida liquidación.

TELEFÓNICA MÓVILES adquirirá las referidas 20.957.784 acciones propias en ejercicio de su opción de compra y utilizará la parte que corresponda para la liquidación del Plan MOS.

1.7 Modificaciones estatutarias en la Sociedad absorbente

En TELEFÓNICA no se realizarán modificaciones estatutarias como consecuencia de la fusión.

1.8 Aspectos administrativos

Finalmente, el apartado 15 del Proyecto de fusión señala que la efectividad de la fusión proyectada queda sujeta a la realización de las notificaciones y a la obtención de las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas compañías.

No se prevé la necesidad de realizar u obtener autorizaciones o registros en España o en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas sociedades para la efectividad de la fusión. No obstante lo anterior, es posible que, una vez completada la fusión, se requiera la obtención de determinadas autorizaciones administrativas en Ecuador y Panamá para implementar la operación en estos países. Asimismo, una vez completada la fusión, será preciso informar a las autoridades correspondientes sobre el cambio de titularidad de ciertas filiales de TELEFÓNICA MÓVILES.

Finalmente y conforme a lo previsto en el Proyecto de fusión, antes de la inscripción registral de la fusión se presentará ante la CNMV, en caso de ser necesario, la documentación equivalente a que se refieren los artículos 26.1d), 41.1.c) y concordantes del Real Decreto 1.310/2005, de 4 de noviembre.

1.9 Régimen fiscal aplicable

Concurren en este supuesto los condicionantes exigidos en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, para que la fusión proyectada pueda acogerse al régimen fiscal especial establecido en el capítulo VIII del Título VII y disposición adicional segunda del mencionado Texto Refundido.

En este sentido, conforme a lo previsto en el Proyecto de fusión, se propondrá a las Juntas generales de accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA la adopción del acuerdo de someter la fusión al régimen fiscal especial señalado.

2. ASPECTOS ECONÓMICOS

2.1 Justificación estratégica de la operación de fusión

Como se detalla en el Proyecto de fusión, la situación en los mercados de telecomunicaciones en general y de las telecomunicaciones móviles, en particular, ha variado significativamente en los últimos años. Esta modificación del entorno competitivo, tecnológico y de las necesidades de los clientes aconseja un cambio del modelo estratégico sobre el que se debe basar el crecimiento de las actividades

hasta la fecha desarrolladas por TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES de forma independiente.

Sintéticamente, este cambio se refleja en los siguientes elementos:

- (a) Se han producido **cambios decisivos en el mercado y en la competencia**, orientados a permitir la comercialización de ofertas combinadas de telefonía fija y móvil, banda ancha y servicios audiovisuales y que incluyen (i) la aparición de grandes operadores móviles que disfrutaban de los beneficios de notables economías de escala y alcance, (ii) la competencia de operadores que combinan beneficios de escala con una oferta integrada de servicios fijos y móviles, (iii) la aparición de prestadores de servicios variados sin distinguir la red o el dispositivo por el que se conectan, o (iv) cambios regulatorios, que tienden a facilitar la entrada de nuevos competidores de índole específicamente comercial fomentando la creación de operadores móviles virtuales o la oferta de banda ancha a través de la obligatoriedad de apertura del uso del bucle de acceso al cliente.
- (b) **Cambios tecnológicos** muy relevantes que pueden resumirse en: (i) la tendencia al desarrollo de redes de telecomunicaciones - fijas y móviles - basadas en el denominado “Protocolo IP”, de forma que tanto la construcción de redes de comunicaciones como el desarrollo de los servicios asociados se desarrollarán en este entorno IP, eliminando gran parte de las fronteras entre los servicios móviles y los servicios de redes fijas, posibilitando grandes economías de escala en la inversión futura de estas redes, con los correspondientes ahorros en redes y plataformas; (ii) el desarrollo de nuevos terminales híbridos, capaces de conectarse indistintamente a redes fijas y móviles, y de acceder a todo tipo de contenidos multimedia; y (iii) el desarrollo de redes móviles de tercera generación que soportan voz, datos, internet y contenidos multimedia.
- (c) Finalmente, desde la perspectiva de la **demand**a, el cliente empieza a considerar el móvil como un elemento indispensable en sus comunicaciones de voz y ya no sólo para aquellas situaciones vinculadas a la movilidad. Asimismo, la rápida penetración del uso de Internet está produciendo un notable crecimiento de la banda ancha y una creciente demanda para que estos accesos sean posibles desde terminales fijas o móviles de manera indistinta. En definitiva, cada vez más clientes demandan servicios y soluciones de comunicaciones, información y entretenimiento en su acceso en banda ancha fija y a su vez son demandantes de servicios y soluciones equivalentes a través de las telecomunicaciones móviles.

Los anteriores cambios han tenido un impacto fundamental en los operadores fijos y móviles en los últimos años, obligando a evolucionar sus modelos de negocio y sus estrategias con el fin de dotarse de una mayor flexibilidad que permita una

más rápida adaptación al mercado y, con ello, una mayor competitividad y crecimiento futuro.

En este contexto, el Consejo de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES considera que el foco en una estrategia de mayor orientación a las necesidades de servicios de comunicación, ocio e información del cliente en su conjunto y, de forma específica, para cada segmento determinado de clientes, combinando de forma óptima las plataformas de comunicaciones de que se disponga en cada mercado, producirá un efecto muy positivo, asegurando el crecimiento de la penetración de los servicios móviles y de banda ancha fija, y una mayor fidelización de los clientes mediante el desarrollo de una más amplia oferta de nuevos servicios y soluciones, reforzando la posición competitiva y permitiendo una mayor aceleración del ritmo de crecimiento, fundamental en especial en los mercados de más elevada penetración. Asimismo, posibilitará el aumento de la eficiencia en el uso de las infraestructuras, especialmente en el desarrollo de las redes de banda ancha fija y móvil, generando así una mayor utilidad a nuestros clientes y, por tanto, mayor valor a los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA y facilitando la consecución de crecimientos rentables y sostenibles.

La propuesta de fusión de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES obedece a estas necesidades de adaptar su estrategia de negocio al nuevo entorno competitivo descrito. El Consejo de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES considera que la fusión propuesta es el mecanismo más eficaz para afrontar las nuevas demandas de los clientes, el cambio tecnológico y el nuevo entorno de competencia en el mercado, permitiendo una mayor creación de valor para los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA y facilitando que los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES pasen a serlo de TELEFÓNICA, seguramente una de las compañías más líquidas del mercado español, consolidándose así las bases accionariales de ambas compañías.

2.2 Balance de fusión

Con arreglo a lo establecido en el apartado 1 del artículo 239 de la Ley de Sociedades Anónimas, serán considerados como balances de fusión los balances anuales de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA cerrados a 31 de diciembre de 2005. Dichos balances han sido objeto de verificación por parte de los auditores de cuentas de las sociedades participantes en la fusión.

Se hace constar que entre la fecha del Proyecto de fusión y la fecha de este Informe no se han producido modificaciones importantes en el patrimonio de TELEFÓNICA MÓVILES ni en el de TELEFÓNICA.

2.3 Tipo de canje

El tipo de canje propuesto en el Proyecto de fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA, es, sin compensación complementaria en dinero alguna, de cuatro (4) acciones de TELEFÓNICA, de un euro (€1) de valor nominal cada una, por cada cinco (5) acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, de cincuenta céntimos de euro (€0,5) de valor nominal cada una.

En la determinación del tipo de canje señalado se han tenido en cuenta los siguientes dividendos que tienen previsto distribuir TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA, según lo descrito en el apartado 8 del Proyecto de fusión:

- (i) Por parte de TELEFÓNICA MÓVILES:
 - (a) Dividendo previamente comunicado: Pago de un dividendo de 0,205 euros brutos por acción de TELEFÓNICA MÓVILES con cargo al beneficio distribible del ejercicio 2005 y a reservas de libre disposición. La propuesta de dicha distribución fue aprobada por el Consejo de Administración en su sesión de 27 de febrero de 2006 y comunicada al mercado al día siguiente y su efectividad está sujeta a su aprobación por la Junta general ordinaria de TELEFÓNICA MÓVILES. Está previsto que el pago de este dividendo se efectúe el día 21 de julio de 2006, antes de la inscripción de la fusión, por lo que sólo se beneficiarán los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y, consiguientemente, se ha tenido en cuenta para el cálculo de la relación de canje.
 - (b) Dividendos propuestos por el Consejo de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES para su aprobación por la Junta general de accionistas, en el marco de la negociación entre TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES y cuya efectividad está sujeta a la aprobación de la fusión proyectada por las Juntas generales de ambas sociedades:
 - El pago de un dividendo de 0,085 euros brutos por acción de TELEFÓNICA MÓVILES con cargo a la reserva por prima de emisión y otras reservas de libre disposición.
 - El pago de un dividendo a cuenta de 0,35 euros brutos por acción de TELEFÓNICA MÓVILES con cargo a los resultados obtenidos desde el 1 de enero al 28 de marzo de 2006.

Las dos propuestas referidas están asimismo condicionadas a que la fusión proyectada resulte aprobada por las Juntas Generales de ambas sociedades.

De resultar aprobadas estas dos propuestas por la Junta general ordinaria de TELEFÓNICA MÓVILES y de cumplirse la condición antes indicada, el pago de los dividendos a que aquéllas se refieren (por un importe conjunto de 0,435 euros brutos por acción de TELEFÓNICA MÓVILES) se efectuará en el día 21 de julio de 2006. En consecuencia, de esta distribución se beneficiarán únicamente los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y, consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

(ii) Por parte de TELEFÓNICA:

- (a) El pago de un dividendo de 0,25 euros brutos por acción, a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2005, abonado el día 12 de mayo de 2006. Este dividendo fue acordado por el Consejo de Administración en su sesión de 28 de febrero de 2006 y comunicado al mercado ese mismo día. De dicho dividendo no se benefician los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES que pasen a serlo de TELEFÓNICA como consecuencia de la fusión. Consecuentemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.
- (b) Conforme fue comunicado al mercado el 28 de febrero de 2006, el Consejo de Administración de TELEFÓNICA tiene la intención de repartir durante el ejercicio 2006 un dividendo adicional de 0,25 euros brutos por acción. Este dividendo será en cualquier caso abonado con posterioridad a la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil de Madrid. A diferencia de lo previsto para el dividendo anteriormente mencionado en el apartado (i), de este dividendo se beneficiarán tanto los accionistas de TELEFÓNICA como los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES que pasen a serlo de TELEFÓNICA como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, no se ha tenido en cuenta para el cálculo de la relación de canje.

2.4 Valoración de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA

2.4.1 Valoración de TELEFÓNICA MÓVILES

De acuerdo con el asesoramiento financiero recibido, el valor real del patrimonio social de TELEFÓNICA MÓVILES utilizado para determinar la ecuación de canje fue de €44.172 millones. Este valor representa un valor por acción de €10,20 e incluye los ajustes por (a) el dividendo declarado por TELEFÓNICA MÓVILES de €0,205 por acción a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2005, que será abonado el día 21 de julio de 2006 a los accionistas actuales de TELEFÓNICA MÓVILES; y (b) el dividendo extraordinario de €0,435 por acción aprobado por el Consejo de Administración de

TELEFÓNICA MÓVILES el 29 de marzo de 2006. El valor real del patrimonio de TELEFÓNICA MÓVILES resulta de multiplicar el valor por acción de €10,20 por el número total de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES de 4.330,55 millones.

La ecuación de canje resultante de este valor y del valor de las acciones de TELEFÓNICA mencionado a continuación se encuentra dentro de los rangos que se derivan de la aplicación de diferentes metodologías de valoración que se describen en los informes emitidos por Morgan Stanley & Co. Limited y Lehman Brothers Europe Limited.

2.4.2 Valoración de TELEFÓNICA

De acuerdo con el asesoramiento financiero recibido, el valor real del patrimonio social de TELEFÓNICA utilizado para determinar la ecuación de canje fue de €60.297 millones. Este importe fue calculado a partir del precio de cierre de TELEFÓNICA a 28 de marzo de 2006 (€13,00 por acción) ajustado por un total de €0,25 por acción en relación al dividendo declarado por TELEFÓNICA (no pagadero a los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES en relación a las acciones de TELEFÓNICA que recibirían según el acuerdo de fusión) que se distribuye a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2005, y que será abonado el día 12 de mayo de 2006 a los accionistas actuales de TELEFÓNICA. El valor real del patrimonio de TELEFÓNICA resulta de multiplicar dicho precio de cierre ajustado de €12,75 por acción, por un total de acciones de TELEFÓNICA de 4.729,21 millones, excluyendo las acciones en autocartera.

2.5 Criterios de valoración

TELEFÓNICA MÓVILES contrató los servicios de Morgan Stanley & Co. Limited (“**Morgan Stanley**”) como asesor financiero en relación con la fusión y para asesorar a TELEFÓNICA MÓVILES en el proceso de valoración de TELEFÓNICA MÓVILES y TELEFÓNICA (conjuntamente, las “**Compañías**”) y en la determinación y justificación por TELEFÓNICA MÓVILES de la relación de canje propuesta para la fusión, así como para la emisión de una opinión (*fairness opinion*) sobre la operación proyectada.

Asimismo, TELEFÓNICA MÓVILES contrató los servicios de Lehman Brothers Europe Limited (“**Lehman Brothers**”) como valorador para esta operación y para la emisión de otra opinión (*fairness opinion*) sobre la operación proyectada.

Ambas entidades emitieron con fecha 29 de marzo de 2006 sendas opiniones (*fairness opinion*) en relación con la operación de fusión dirigidas al Consejo de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES, en las que se concluía que, sobre

la base y sujeto a lo previsto en los indicados documentos, la relación de canje de la fusión, tomando en consideración los dividendos a distribuir previos a la ejecución de la operación, es equitativa (“*fair*”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES distintos de TELEFÓNICA.

Asimismo, se hace constar que Credit Suisse Securities (Europe) Limited, como asesor financiero de TELEFÓNICA para esta operación, ha expresado al Consejo de Administración de dicha sociedad su opinión (*fairness opinion*) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de TELEFÓNICA.

Con el asesoramiento de ambas entidades, TELEFÓNICA MÓVILES realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las Compañías y sobre la base de los mismos y previa negociación con TELEFÓNICA bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la fusión que se reflejan en el Proyecto de fusión. A este respecto, se hace constar que los dividendos extraordinarios por importe total de 0,435 euros brutos por acción que está previsto que TELEFÓNICA MÓVILES reparta a sus accionistas con carácter previo a la fusión no estaba inicialmente contemplado en la propuesta de fusión de TELEFÓNICA y es el resultado de dicha negociación.

Morgan Stanley y Lehman Brothers llevaron a cabo diversos análisis de valoración de las Compañías en relación con la preparación de sus respectivas *fairness opinion*. A continuación se resumen en los apartados 2.5.1 y 2.5.2 siguientes, de forma separada, cada uno de los análisis relevantes realizados por cada una de las entidades señaladas.

2.5.1 Morgan Stanley

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros de valoración realizados por Morgan Stanley en relación con la preparación de su *fairness opinion*.

Análisis del rango de cotización

Morgan Stanley ha revisado el rango de cotizaciones al cierre de las acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES durante distintos períodos que terminan el 28 de marzo de 2006. Morgan Stanley ha observado los siguientes rangos de cotizaciones:

Período que termina el 28 de marzo de 2006	TELEFÓNICA	TELEFÓNICA MÓVILES
Actual	€ 13,00	€ 10,74
Últimos siete días	€ 13,00 - € 13,27	€ 10,74 - € 10,95
Últimos treinta días	€ 13,00 - € 13,47	€ 9,75 - € 10,95

Últimos tres meses	€ 12,22 - € 13,47	€ 8,80 - € 10,95
Últimos seis meses	€ 12,22 - € 14,11	€ 8,53 - € 10,95
Últimos doce meses	€ 12,22 - € 14,11	€ 8,35 - € 10,95
Desde la OPS de TELEFÓNICA MÓVILES (22 de noviembre de 2000)	€ 6,79 - € 18,11	€ 4,90 - € 11,09

Análisis de Sociedades Comparables Según Valoración por Suma de las Partes

Morgan Stanley ha comparado determinada información financiera de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES con estimaciones financieras de carácter público en torno a las que existe consenso de otras sociedades que comparten características de negocio similares con TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES, respectivamente.

Morgan Stanley ha utilizado una valoración comparable de la suma de las partes de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES, valorando los principales activos de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES. Morgan Stanley ha estimado el valor de TELEFÓNICA MÓVILES como la suma de los valores de sus negocios españoles y latinoamericanos. Para estimar el valor de TELEFÓNICA se ha considerado la suma de los valores de TELEFÓNICA MÓVILES y de los negocios de línea fija españoles y latinoamericanos de TELEFÓNICA, más el valor de sus demás participaciones minoritarias.

Entre las empresas utilizadas en esta comparación se incluyen las siguientes:

- i) Con respecto a TELEFÓNICA MÓVILES España: Cosmote.
- ii) Con respecto a TELEFÓNICA MÓVILES Latinoamérica: America Movil, Millicom.
- iii) Con respecto a TELEFÓNICA: Deutsche Telekom, France Telecom, Telecom Italia.

A los efectos de este análisis, Morgan Stanley ha analizado el ratio entre valor total (definido como capitalización bursátil más deuda total menos efectivo y otros activos líquidos equivalentes, más otros ajustes) y el EBITDA estimado para año natural 2006 de las distintas sociedades de los grupos TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES. Morgan Stanley ha aplicado este múltiplo al EBITDA previsto para 2006 de las empresas del grupo TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES, utilizando como fuentes de información para TELEFÓNICA, previsiones financieras de carácter público en torno a las que existe consenso, y para

TELEFÓNICA MÓVILES, previsiones financieras preparadas por la Dirección de la misma.

Basándose en las opciones y acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES actualmente en circulación, Morgan Stanley ha estimado el valor implícito de las respectivas acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES al 28 de marzo de 2006, a saber:

Datos Financieros del año natural	Rango de Valor Total (miles de millones de euros)	Valor Total/EBITDA Estimado para 2006 Implícito (x)	Rango de Cotización Implícito (€)
Ratio valor total - EBITDA estimado de 2006 del grupo TELEFÓNICA MÓVILES	50,2 – 58,7	7,7 – 9,1	10,19 – 12,16
Ratio valor total - EBITDA estimado de 2006 del grupo TELEFÓNICA	121,4 – 134,3	6,1 – 6,8	14,34 – 17,07

Ninguna de las sociedades utilizadas en los análisis de sociedades comparables es idéntica a TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES. Al evaluar sociedades comparables, Morgan Stanley efectúa valoraciones e hipótesis con respecto a los resultados de la industria, las condiciones financieras, del mercado, económicas y del negocio en general, así como de otras cuestiones, muchas de las cuales están fuera del control de TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES, como, por ejemplo, el impacto de la competencia sobre los negocios de TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES y la industria en general, el crecimiento de la industria y la ausencia de cambios adversos significativos en las perspectivas y la situación financiera de TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES o la industria o los mercados financieros en general. El análisis matemático (como, por ejemplo, la determinación de la media o mediana) no es en sí mismo un método significativo de utilización de datos de sociedades comparables.

Análisis de Flujos de Caja Descontados

Morgan Stanley ha calculado el rango de valores patrimoniales por acción de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES basado en un análisis de flujo de caja descontado por valoración de suma de las partes.

Con respecto a TELEFÓNICA MÓVILES, Morgan Stanley ha confiado en las proyecciones financieras de TELEFÓNICA MÓVILES facilitadas por la dirección de la misma correspondientes al período comprendido entre los años naturales 2006 y 2009. Morgan Stanley ha asumido asimismo que la relación existente entre TELEFÓNICA y

TELEFÓNICA MÓVILES ya ha captado sinergias identificadas por TELEFÓNICA MÓVILES y que una fusión no mejoraría la capacidad de captar sinergias significativas. Para obtener un rango de valores patrimoniales por acción de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES, Morgan Stanley ha calculado los valores individuales de los activos de TELEFÓNICA MÓVILES en cada país (España, Chile, Colombia, Ecuador, Marruecos, México, Nicaragua, Panamá, Perú, Guatemala, El Salvador, Argentina, Uruguay, Venezuela y Brasil). Los valores finales país por país se han calculado mediante la aplicación de un rango de tasas de crecimiento perpetuas, incluido una tasa intermedia del 2,0% para España y una tasa media intermedia del 4,0% para los distintos países latinoamericanos. Los flujos de caja de explotación o *unlevered free cash flows* (EBITDA, incrementado por inversiones en capital circulante neto y minorado por gastos de impuestos y capital) desde el año natural 2006 hasta 2009 y el valor final fueron descontados a continuación a los valores actuales mediante tipos de descuento distintos para cada país, incluido un tipo intermedio del 8,4% para España y un tipo medio intermedio del 13,9% para los diferentes países latinoamericanos.

Por lo que respecta a TELEFÓNICA, Morgan Stanley ha confiado en previsiones financieras de carácter público en torno a las que existe consenso para el período comprendido entre los años naturales 2006 a 2010 extraídas de informes de analistas disponibles al público para la valoración del negocio de línea fija de TELEFÓNICA que se añadió a continuación al valor de TELEFÓNICA MÓVILES y al valor de otras participaciones minoritarias de TELEFÓNICA para obtener el valor total del grupo TELEFÓNICA. Para obtener un rango de valores patrimoniales por acción de las acciones de TELEFÓNICA, Morgan Stanley ha calculado el valor final mediante la aplicación de una tasa intermedia de crecimiento perpetuo de signo negativo (1,5%) para el negocio de línea fija nacional y del 1,0% para el negocio de línea fija latinoamericano. Los flujos de caja de explotación correspondientes al período comprendido entre los años naturales 2006 y 2010 y el valor final a continuación se descontaron a los valores actuales utilizando tipos de descuento intermedios del 8,5% para el negocio de línea fija nacional y del 13,0% para el negocio de línea fija latinoamericano.

En la siguiente tabla se resumen los resultados del análisis de Morgan Stanley:

Principales hipótesis	Valor Total Implícito (miles de millones de euros)	Valor Patrimonial Implícito (miles de millones de euros)	Cotización Implícita
<u>TELEFÓNICA MÓVILES</u> : tasas intermedias de crecimiento perpetuo de 2,0% para España y de una media del 4,0% para Latinoamérica y tipos de descuento intermedios del 8,4% para España y de una media del 13,9% para Latinoamérica	64,6 – 70,1	58,5 – 64,0	13,51 – 14,79
<u>TELEFÓNICA</u> : tasas de crecimiento perpetuo intermedias de -1.5% para el negocio de línea fija español y de una media del 1,0% para el negocio de línea fija latinoamericano y tipos de descuento intermedios del 8,5% para la línea fija española y de una media del 13,0% para la línea fija latinoamericana	130,1 – 139,2	76,5 – 85,6	16,16 – 18,11

Precios objetivo de los analistas

Morgan Stanley ha revisado y analizado los precios objetivo de negociación del mercado público futuros de las acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES preparados y publicados por analistas de investigación de valores. Estos objetivos reflejan la estimación de cada analista del precio de negociación del mercado público futuro de las acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES. El rango de precios objetivo de los analistas de valores revisado para TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES ha oscilado entre 12,70 euros - 15,20 euros y 9,30 – 10,82 euros, respectivamente.

Los precios objetivo de negociación del mercado público publicados por analistas de investigación de valores no reflejan necesariamente los precios de negociación del mercado actual de las acciones de TELEFÓNICA o TELEFÓNICA MÓVILES y dichas estimaciones están sujetas a incertidumbres, incluidos los resultados financieros futuros de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES y las condiciones del mercado financiero en el futuro.

Análisis de la Ecuación de Canje

Morgan Stanley ha revisado los ratios de los precios medios ponderados por volumen de las acciones de TELEFÓNICA divididos por los precios medios ponderados por volumen correspondientes de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES durante los distintos períodos terminados el 28 de marzo de 2006. Morgan Stanley ha comparado la ecuación de canje de 1,25, establecida en la propuesta original de TELEFÓNICA del

viernes, día 17 de marzo de 2006, con las diferentes ecuaciones de canje implícitas. Morgan Stanley ha comparado asimismo los ratios de la cotización de las acciones de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES que quedan implícitos por los análisis de sociedades comparables según valoración por suma de las partes, los análisis de flujo de caja descontado según valoración por suma de las partes y los precios objetivo de negociación del mercado público futuros de TELEFÓNICA y TELEFÓNICA MÓVILES preparados y publicados por analistas.

En la tabla siguiente se presentan los resultados de dicho análisis:

Período	Cotización de TELEFÓNICA (€)	Cotización de TELEFÓNICA MÓVILES (€)	Ecuación de Canje	Cotización Implícita de TELEFÓNICA MÓVILES ⁽¹⁾⁽³⁾	
				Incluyendo Dividendos	Sin Incluir Dividendos ⁽²⁾
Desarrollo de la cotización					
Desde la OPS de TELEFÓNICA MÓVILES (22-nov-2000)	11,70	8,58	1,364	9,53	9,56
Media últimos doce meses	13,13	9,35	1,404	9,26	9,28
Media últimos seis meses	12,98	9,64	1,346	9,65	9,67
Media últimos treinta días	13,24	10,59	1,250	10,40	10,40
Actual al 28-mar-2006	13,00	10,74	1,210	10,74	10,74
Oferta de TELEFÓNICA					
4 acciones de TELEFÓNICA por cada acción de TELEFÓNICA MÓVILES	13,00		1,250	10,40	10,41
Múltiplos de Negociación Según Valoración por Suma de las Partes (Intermedios)					
2006E	15,71	11,17	1,406	9,24	9,27
2007E	15,73	11,28	1,394	9,32	9,35
Flujo de Caja Descontado (Intermedio)					
Flujo de efectivo descontado según valoración por suma de las partes	17,14	14,15	1,211	10,73	10,73
Valoración del Intermediario Bursátil (Intermedia)					
Precios objetivo del intermediario bursátil	13,95	10,06	1,387	9,37	9,40

1. Basada en una cotización de TELEFÓNICA de 13,00 euros al 28 de marzo de 2006.

2. Dividendo por acción de 0,205 euros para los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES y de 0,25 euros para los accionistas de TELEFÓNICA, a pagar el 21 de julio de 2006 y el 12 de mayo de 2006, respectivamente.
3. A efectos de la determinación de la cotización implícita de TELEFÓNICA MÓVILES, no se consideran en ningún caso los dividendos extraordinarios de 0,435 euros por acción para los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES a pagar el 21 de julio de 2006.

2.5.2 Lehman Brothers

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros de valoración realizados por Lehman Brothers en relación con la preparación de su *fairness opinion*.

Con objeto de evaluar si la relación de canje ofrecida por TELEFÓNICA resulta equitativa, Lehman Brothers ha comparado:

- El valor de negociación de TELEFÓNICA MÓVILES y los datos comparativos de operaciones clave sobre el precio ofrecido con base en el valor de mercado de la acción de TELEFÓNICA, y
- El valor fundamental de TELEFÓNICA MÓVILES sobre la base del descuento de flujos de caja (DFC) con una estimación del valor fundamental equivalente de TELEFÓNICA calculado empleando una metodología similar.

Además, Lehman Brothers ha revisado el valor de la acción de TELEFÓNICA frente a las cifras comparativas de negociación y los puntos de vista de los intermediarios (brokers) sobre el valor para confirmar que el valor de mercado de la acción de TELEFÓNICA constituye una base razonable para valorar la oferta según la valoración de mercado.

Finalmente, Lehman Brothers ha llevado a cabo un análisis del valor relativo del precio de la acción de TELEFÓNICA MÓVILES y de TELEFÓNICA a lo largo del tiempo.

El análisis de Lehman Brothers se basa en las proyecciones de la dirección del TELEFÓNICA MÓVILES para el negocio. Estas proyecciones reflejan las mejores estimaciones del equipo directivo sobre el futuro desarrollo de las distintas unidades. A la hora de llevar a cabo esta evaluación, Lehman Brothers ha realizado:

- Una valoración DFC de TELEFÓNICA MÓVILES sobre la base de su plan de negocios correspondiente a los años 2006 a 2009, y una extrapolación para 2010.

- Una valoración DFC de TELEFÓNICA basada en gran medida en las previsiones del mercado para sus negocios distintos a TELEFÓNICA MÓVILES.

En base a sus conversaciones con la dirección, Lehman Brothers entiende que no se derivarán sinergias significativas de la fusión.

Análisis de la Valoración de TELEFÓNICA MÓVILES por la Metodología de “Suma de las Partes”

Lehman Brothers ha valorado TELEFÓNICA MÓVILES mediante la metodología de “Suma de las Partes”, aplicando en cada caso el método de valoración más apropiado en función de las características del activo en cuestión. Para la posición de caja de TELEFÓNICA MÓVILES, Lehman Brothers ha utilizado los valores en libros publicados por la propia compañía a 31 de Diciembre de 2005. Para los activos operativos de TELEFÓNICA MÓVILES, así como para las participaciones en afiliadas, Lehman Brothers ha utilizado la metodología del descuento de flujos de caja con el objeto de determinar el valor neto presente de los flujos de caja generados por dichos activos descontados a sus respectivos costes medios ponderados de capital. Lehman Brothers ha contemplado otras posibles fuentes de creación de valor como créditos fiscales generados en ejercicios anteriores así como la deducibilidad de la amortización del fondo de comercio y las deducciones por actividades de exportación.

El resultado de la valoración por “Suma de las Partes” de Lehman Brothers arroja un precio de €13,84 por cada acción de TELEFÓNICA MÓVILES. El valor implícito del título de TELEFÓNICA MÓVILES pasaría a ser €13,40 tras considerarse el dividendo extraordinario.

Además de la valoración por descuento de flujos de caja, como referencia adicional, Lehman Brothers ha valorado los activos españoles y latinoamericanos de TELEFÓNICA MÓVILES utilizando transacciones y compañías cotizadas comparables, a través de la aplicación de los múltiplos implícitos de esas transacciones y de esas compañías comparables cotizadas a las proyecciones de EBITDA dadas por el equipo directivo para las actividades en España y Latinoamérica.

Análisis de los datos de valoración de empresas comparables con TELEFÓNICA MÓVILES

Con objeto de poder valorar TELEFÓNICA MÓVILES, Lehman Brothers ha seleccionado las siguientes operaciones y sociedades comparables:

- Sociedades comparables:
 - España: basado en las principales compañías de telefonía móvil europeas (Vodafone, Cosmote y Mobistar).
 - Activos en Latino América: basado en múltiplos en cuanto a cotizaciones del sector de la telefonía móvil de Latinoamérica (América Móvil, Telesp Celular, Telemig Celular, Tim Participações).

Lehman Brothers aplicó el múltiplo medio de los valores empresariales de las sociedades cotizadas relativo al EBITDA previsto para 2006 y para 2007 en comparación con el EBITDA previsto para TELEFÓNICA MÓVILES para dichos años para calcular los valores implícitos para TELEFÓNICA MÓVILES, efectuando posteriormente ajustes a dichos valores con respecto a otros activos y pasivos. Los resultados de este análisis fueron valores patrimoniales implícitos de € 9,8 a € 10,0 por acción de TELEFÓNICA MÓVILES sobre la base de las previsiones de TELEFÓNICA MÓVILES para 2006 y 2007, respectivamente.

- Operaciones comparables:
 - España: Lehman Brothers ha seleccionado las principales operaciones de la Europa occidental de los últimos 18 meses (TELEFÓNICA/02, FT/Amena, TI/TIM). La horquilla aplicada por Lehman Brothers se ha seleccionado excluyendo los múltiplos superiores e inferiores. En el extremo más bajo de la horquilla, Lehman Brothers ha excluido además el valor de los créditos fiscales de TELEFÓNICA MÓVILES sobre la base de que cada una de las operaciones comparables adscribieron un valor significativo a los activos fiscales o sinergias que, por lo tanto, están representados en el conjunto del múltiplo comparable.
 - Activos en Latino América: Lehman Brothers ha seleccionado las principales operaciones de telefonía móvil latinoamericanas desde el final de 2004. Excluyendo el extremo superior/inferior de la horquilla, la valoración de Lehman Brothers se basa en las operaciones TIM Perú con América Móvil y de TELEFÓNICA MÓVILES con Bellsouth.

Lehman Brothers aplicó el múltiplo medio de los valores empresariales relativos al EBITDA de los anteriores doce meses en comparación con el EBITDA previsto para TELEFÓNICA MÓVILES para 2006 para calcular el valor implícito para TELEFÓNICA MÓVILES, efectuando posteriormente ajustes a

dichos valores con respecto a otros activos y pasivos. Los resultados de este análisis fueron valores patrimoniales implícitos de € 9,1 a € 12,2 por acción de TELEFÓNICA MÓVILES sobre la base de las previsiones para 2006 de TELEFÓNICA MÓVILES.

Punto de vista de los intermediarios (“brokers”)

Lehman Brothers revisó los objetivos de precios de los intermediarios (*brokers*) para las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES contenidos en los informes publicados entre el 1 de febrero de 2006 y el 9 de marzo de 2006. La media de estos objetivos de precios era € 9,9 por acción y la mediana era de € 10,2.

Evolución histórica de los precios de las acciones

Lehman Brothers revisó la evolución histórica de los precios de las acciones y de los volúmenes de negociación de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES desde su OPV de fecha 22 de noviembre de 2000. Además, Lehman Brothers calculó el precio medio de mercado de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES correspondiente a los periodos de un mes, tres meses, seis meses y un año anteriores al 16 de marzo de 2006. La tabla siguiente expone los resultados de este análisis:

Periodo	Precio Medio de la Acción (€)
Desde la OPV	8,1
Últimos 12 meses	9,1
Últimos 6 meses	9,1
Últimos 3 meses	9,5
Último mes	10,2

Análisis de la valoración de mercado de TELEFÓNICA

Evolución histórica del precio de las acciones

Lehman Brothers revisó la evolución histórica del precio de las acciones y los volúmenes de negociación de las acciones de TELEFÓNICA desde la OPV de TELEFÓNICA MÓVILES de fecha 22 de noviembre de 2000. Además, Lehman Brothers calculó el precio medio de mercado de las acciones de TELEFÓNICA correspondiente a los periodos de un mes, tres meses, seis meses y un año anteriores al 16 de marzo de 2006. La tabla siguiente expone los resultados de este análisis:

Periodo	Precio Medio de la Acción (€)
Desde la OPV	11,8
Últimos 12 meses	13,2
Últimos 6 meses	13,2
Últimos 3 meses	12,9
Último mes	13,2

Puntos de vista de los intermediarios (brokers)

Lehman Brothers revisó los objetivos de precios de los intermediarios para las acciones de TELEFÓNICA contenidos en los informes publicados entre el 22 de febrero de 2006 y el 9 de marzo de 2006. La media de estos objetivos de precios era € 14,8 por acción y la mediana era de € 15,0.

Análisis de la Valoración de TELEFÓNICA por la Metodología de “Suma de las Partes”

Lehman Brothers ha valorado TELEFÓNICA mediante la metodología de “Suma de las Partes”, aplicando en cada caso el método de valoración más apropiado en función de las características del activo en cuestión. Para la posición de caja de TELEFÓNICA, Lehman Brothers ha utilizado los valores en libros publicados por la propia compañía a 31 de Diciembre de 2005. Para los activos operativos de TELEFÓNICA, Lehman Brothers ha utilizado la metodología del descuento de flujos de caja con el objetivo de determinar el valor neto presente de los flujos de caja generados por dichos activos descontados a sus respectivos costes medios ponderados de capital, con la excepción de O2, que ha sido valorado a precio de adquisición, así como las participaciones en TPI, Portugal Telecom y China Netcom, las cuales han sido valoradas a precios de mercado. Lehman Brothers ha contemplado otras posibles fuentes de creación de valor como créditos fiscales generados en ejercicios anteriores así como la deducibilidad de la amortización del fondo de comercio.

El resultado de la valoración por “Suma de las Partes” de Lehman Brothers arroja un precio de €17,81 por cada acción de TELEFÓNICA.

Opinión de Analistas Ajustada

Lehman Brothers ha recalculado los precios objetivo fijados por los analistas mediante la sustitución de la valoración que otorgaban a TELEFÓNICA MÓVILES (en aquellos en los que estaba disponible) con

la obtenida mediante el descuento de flujos de caja realizado en base a las estimaciones facilitada por el equipo directivo.

La media de estos precios objetivos “ajustados” pasó a situarse en los €18,01 por título, mientras que la mediana lo hizo en los €17,82.

Valoración relativa: Análisis de la relación de canje

Lehman Brothers llevó a cabo un análisis relativo de la evolución histórica del precio de las acciones tanto de TELEFÓNICA MÓVILES como de TELEFÓNICA comparando los precios de mercado de las acciones de TELEFÓNICA MÓVILES con los precios de mercado de las acciones de TELEFÓNICA durante el periodo que va del 16 de marzo de 2006 al 24 de marzo de 2006. Además, Lehman Brothers calculó el coeficiente medio del precio de mercado de una acción de TELEFÓNICA en relación con el precio de mercado de una acción de TELEFÓNICA MÓVILES durante el mes anterior a la oferta, el periodo de seis meses que va de septiembre de 2005 a marzo de 2006, y el periodo de un año que va de marzo de 2005 a marzo de 2006. La tabla siguiente expone los resultados de este análisis:

Periodo	Coficiente medio
Últimos 12 meses	1,46
Últimos 6 meses	1,43
Último mes	1,33
Desde la Oferta de TELEFÓNICA (16/03/2006)	1,21

El coeficiente medio señalado no tiene en cuenta los dividendos anunciados por ambas sociedades y que serán pagaderos con anterioridad a la inscripción de la fusión.

Además, Lehman Brothers llevó a cabo un cálculo del coeficiente medio empleando valoraciones fundamentales relativas, lo que implica coeficientes medios de canje entre 1,24 y 1,34, sin tener en consideración los €0,435 por acción de dividendo extraordinario, y de 1,28 a 1,38 considerando dicho dividendo.

2.6 Comparación con los criterios previstos para ofertas de exclusión de cotización

A efectos indicativos únicamente, los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES solicitaron a Morgan Stanley y Lehman Brothers que realizasen el cálculo de los valores de TELEFÓNICA MÓVILES que resultarían de aplicar los

criterios establecidos en el apartado 3 del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, tomando en consideración los dividendos que tiene previsto satisfacer TELEFÓNICA MÓVILES a sus accionistas antes de la inscripción de la fusión.

Dicho análisis conduce a los siguientes valores:

2.6.1 Morgan Stanley

A continuación se incluye un resumen del análisis realizado por Morgan Stanley en relación con la valoración de TELEFÓNICA MÓVILES de acuerdo con los criterios establecidos en el apartado 3 del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio.

(i) Valor teórico contable: 1,33 euros por acción de TELEFÓNICA MÓVILES, calculado como “patrimonio neto atribuible a los accionistas de la sociedad dominante” entre el número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES.

(ii) Valor liquidativo:

En opinión de Morgan Stanley, el valor liquidativo de TELEFÓNICA MÓVILES nunca sería superior a la valoración de mercado de TELEFÓNICA MÓVILES determinada por metodologías basadas en la continuidad del negocio y los resultados futuros. El rango del valor liquidativo estaría siempre y en cualquier caso por debajo del valor de mercado y podría determinarse como un rango entre:

(a) Valor en libros de TELEFÓNICA MÓVILES.

(b) Valor de la suma de las partes de TELEFÓNICA MÓVILES deduciendo la deuda, pasivos contingentes, otros gastos, impuestos y el impacto negativo sobre el precio de venta de activos de la menor tensión competitiva en un proceso de subasta.

(iii) Cotización media de TELEFÓNICA MÓVILES de los últimos 6 meses: 9,64 euros por acción.

(iv) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año:

No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre TELEFÓNICA MÓVILES en el último año ni con anterioridad.

2.6.2 *Lehman Brothers*

A continuación se incluye un resumen del análisis realizado por Lehman Brothers en relación con la valoración de TELEFÓNICA MÓVILES de acuerdo con los criterios establecidos en el apartado 3 del artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio.

(i) Valor teórico contable:

El valor teórico contable de TELEFÓNICA MÓVILES asciende a 1,43 euros por acción de TELEFÓNICA MÓVILES, calculado como “patrimonio neto” entre el número de acciones de TELEFÓNICA MÓVILES.

(ii) Valor liquidativo:

El valor de liquidación de una empresa trata de reflejar el valor que la misma tendría en una eventual situación de disolución y cese definitivo de las actividades. Es por tanto un enfoque estático, dado que tiene en consideración tan solo la situación de sus activos y pasivos en el momento de la valoración y no los rendimientos que pueden generar éstos en el futuro. Por tanto, el principio de la empresa en funcionamiento no es tenido en cuenta.

El proceso se basa fundamentalmente en obtener el patrimonio que resulta de realizar todos los activos y liquidar todos los pasivos de la compañía teniendo en consideración las plusvalías/minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir. Debe tenerse en consideración que, en la práctica, el precio obtenido en la enajenación de algunos de los activos podría ser inferior a su valor en libros. Este hecho vendrá determinado, fundamentalmente, por la rapidez con que se necesite efectuar la venta de los mismos.

Lehman Brothers considera que el valor liquidativo de la empresa es inferior al valor de la empresa en funcionamiento.

Si se considera una venta por partes de las diferentes subsidiarias en cada país, la metodología de valoración se asemejaría bastante a la realizada bajo el escenario del Descuento de Flujos de Caja minorando su valoración por la inversión necesaria para su funcionamiento de forma independiente.

Hay que considerar que la gestión conjunta de los activos dentro de TELEFÓNICA MÓVILES se beneficia de importantes sinergias, tanto de ingresos (notoriedad de la marca, desarrollo tecnológico)

como de costes (economías de escala, coste de equipos, funciones centrales).

Por lo tanto, para Lehman Brothers, bajo ningún escenario la valoración resultante de un análisis de la suma de las partes excedería de la obtenida en base al Descuento de Flujos de Caja.

(iii) Cotización media de TELEFÓNICA MÓVILES:

La cotización media de TELEFÓNICA MÓVILES durante los 6 meses efectivos de cotización anteriores a la fecha de anuncio de la transacción (es decir, los 180 días en que las acciones fueron negociadas) fue de 9,13 euros.

(iv) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el último año:

No se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre TELEFÓNICA MÓVILES en el último año ni con anterioridad.

En consecuencia, la valoración de la acción de TELEFÓNICA MÓVILES utilizada en la fusión (10,20 euros por acción) es superior al mayor de los precios que resultaría de aplicar los criterios previstos en el artículo 7.3 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, todo ello considerando los dividendos que tiene previsto satisfacer TELEFÓNICA MÓVILES a sus accionistas antes de la inscripción de la fusión.

2.7 Conclusiones

Por todo lo anterior, los administradores de TELEFÓNICA MÓVILES concluyen:

- que la operación de fusión objeto de este Informe resulta altamente conveniente para ambas entidades participantes y sus accionistas, puesto que constituye el mecanismo más eficaz para afrontar las nuevas demandas de los clientes, el cambio tecnológico y el nuevo entorno de competencia en el mercado, permitiendo una mayor creación de valor para los accionistas; y
- Que el tipo de canje se ha determinado en función de los valores reales de las sociedades involucradas en la fusión y se considera equitativo para los accionistas de TELEFÓNICA MÓVILES distintos de su accionista mayoritario TELEFÓNICA, tal y como lo han confirmado las *fairness opinion* emitidas para el Consejo de Administración de TELEFÓNICA MÓVILES por Morgan Stanley y Lehman Brothers.

* * *