

**Informe de experto independiente en relación
con el proyecto de fusión por absorción de
Terra Networks, S.A. por Telefónica, S.A.**

KPMG Auditores, S.L.
Este informe contiene 28 páginas
Ref: 05m18nrm1.doc

A los Administradores de
Telefónica, S.A. y
Terra Networks, S.A.

Conforme a lo previsto en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, Dña. Eloísa Bermejo Zofio, Registrador Mercantil número IV de Madrid y su provincia, nombró a KPMG Auditores, S.L. como experto independiente para la elaboración del presente y único informe sobre el proyecto de fusión por absorción de Terra Networks, S.A. por Telefónica, S.A. (en adelante, también denominadas conjuntamente como las Sociedades), y sobre el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue, en particular, sobre si el tipo de canje de las acciones está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo, si tales métodos son adecuados, mencionando los valores a los que conducen, y las dificultades especiales de valoración, si existieren, debiendo manifestar asimismo, si el patrimonio aportado por la sociedad que se extingue es igual, por lo menos, al aumento de capital de la sociedad absorbente.

1 Descripción de la operación

1.1 Identificación de las entidades participantes en la fusión

■ Telefónica, S.A. (en adelante Telefónica)

Telefónica, domiciliada en Madrid, calle Gran Vía, 28, constituida por tiempo indefinido mediante escritura otorgada ante el Notario de Madrid D. Alejandro Roselló Pastor el día 19 de abril de 1924 con número de protocolo 141.

Telefónica está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 12.534, Folio 21, Hoja M-6.164.

El Número de Identificación Fiscal de Telefónica es A-28015865.

■ Terra Networks, S.A. (en adelante Terra)

Terra, domiciliada en Barcelona, calle Nicaragua, 54, constituida por tiempo indefinido como Telefónica Comunicaciones Interactivas, S.A., mediante escritura pública otorgada ante el Notario de Madrid D. José Antonio Escarpín Ipiens, el día 4 de diciembre de 1998, con el número 5.276 de su protocolo. Modificada su denominación por la actual, en virtud de escritura de fecha 1 de octubre de 1999, otorgada ante el Notario de Madrid D. Francisco Arriola Garrote bajo el número 1.269 de su protocolo, y trasladado su domicilio al actual por acuerdo adoptado en Junta General Ordinaria de Accionistas, celebrada el día 8 de junio de 2000, elevado a público ante el Notario de Pozuelo de Alarcón D. Nicolás Ferrero López el día 3 de agosto de 2000 bajo el número 2.893 de su protocolo.

Terra está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona al Tomo 32.874, Folio 165, Hoja B-217.925.

El Número de Identificación Fiscal de Terra es A-82196080.

1.2 Tipo de canje de la fusión

De acuerdo con el Proyecto de Fusión formulado por los Consejos de Administración de Telefónica y Terra (en adelante el Proyecto o el Proyecto de Fusión) aprobado el 23 de febrero de 2005, el tipo de canje de las acciones de las entidades que participan en la fusión, que ha sido determinado sobre la base del valor real de los patrimonios sociales de Telefónica y Terra será, sin compensación en dinero alguna, el siguiente:

Dos (2) acciones de Telefónica, de un euro (1€) de valor nominal cada una, por cada nueve (9) acciones de Terra, de dos euros (2€) de valor nominal cada una.

En la determinación del tipo de canje se han tenido en cuenta los dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades (véase apartado 1.6 siguiente).

Asimismo, según se indica en el Proyecto, Morgan Stanley & Co. Limited (en adelante Morgan Stanley), como asesor financiero de Telefónica para esta operación (en adelante la Operación), ha expresado al Consejo de Administración de la sociedad su opinión (fairness opinion) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica. Por su parte, Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España (en adelante Lehman) y Citigroup Global Markets Limited (en adelante Citigroup), asesores financieros de Terra para la Operación, han expresado al Consejo de Administración de esta última entidad su opinión (fairness opinion) de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Terra distintos de su accionista mayoritario, Telefónica.

1.3 Balances de fusión

Se considerarán como balances de fusión, a los efectos previstos en el artículo 239 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, los balances individuales cerrados por Telefónica y Terra a 31 de diciembre de 2004. Dichos balances han sido formulados el 23 de febrero de 2005 por los respectivos Consejos de Administración y verificados por los auditores de cuentas de ambas sociedades y serán sometidos a la aprobación de las Juntas Generales de Accionistas de cada una de las sociedades que hayan de resolver sobre la fusión, con carácter previo a la adopción del propio acuerdo de fusión.

El balance de fusión al 31 de diciembre de 2004 de Telefónica ha sido auditado por Deloitte, S.L. El correspondiente informe de auditoría de fecha 4 de marzo de 2005 presenta una opinión sin salvedades.

El balance de fusión al 31 de diciembre de 2004 de Terra ha sido auditado por Deloitte, S.L. El correspondiente informe de auditoría de cuentas anuales individuales de fecha 24 de febrero de 2005 incluye los siguientes párrafos de énfasis que se transcriben literalmente:

- “3) De acuerdo con la legislación vigente, la sociedad como cabecera de grupo está obligada, al cumplir determinados requisitos, a formular separadamente cuentas consolidadas sobre las que hemos emitido con esta misma fecha nuestro informe de auditoría con la misma salvedad por incertidumbre que la descrita en el párrafo 5 del presente informe. El efecto de la consolidación, realizada en base a los registros contables de las sociedades que componen el Grupo Terra, en comparación con las cuentas individuales adjuntas, supone una disminución de los activos y del beneficio del ejercicio por importes de 303.399 y 26.945 miles de euros, respectivamente, así como un incremento de las reservas por importe de 27.717 miles de euros (véase Nota 4-c de la memoria adjunta).
- 4) Con fecha 23 de febrero de 2005 el Consejo de Administración de Terra Networks, S.A. ha aprobado el proyecto de fusión entre Telefónica, S.A. y la Sociedad. Este proceso de fusión se encuentra pendiente de aprobación por parte de sus respectivas Juntas Generales de Accionistas. En este sentido, las cuentas anuales adjuntas han sido preparadas sin considerar los efectos, si los hubiera, que pudieran derivarse de la mencionada fusión.

Terra Networks, S.A. mantiene un saldo a 31 de diciembre de 2004 en el epígrafe “Inmovilizado Financiero” por importe de 287.009 miles de euros, correspondiente a impuestos sobre beneficios anticipados y créditos activados por las pérdidas fiscales de los ejercicios 2001 y anteriores (véase nota 9). Los Administradores de Terra Networks, S.A., estiman que, sujeto al cumplimiento de determinadas tendencias e hipótesis, y basándose en las proyecciones y planes de negocio preparados por sus asesores externos para los próximos diez años en el entorno del mencionado proyecto de fusión, este importe es recuperable en el mencionado período de tiempo. Dada la propia naturaleza de cualquier plan de negocio, basado en expectativas futuras, pueden surgir diferencias significativas entre los resultados proyectados y los reales. La Dirección de Terra Networks, S.A. tiene previsto actualizar dicho plan anualmente y, en cualquier caso, siempre que la evolución del negocio lo haga necesario.”

Asimismo, dicho informe incluye la siguiente salvedad que se transcribe literalmente:

“5) Tal y como se indica en la nota 14-d)1, a la fecha actual sigue sin resolverse la reclamación, por daños y perjuicios de cuantía indeterminada, presentada por IDT (International Discount Telecommunications Corporation) contra Terra Networks, S.A., Terra Networks USA, Inc. y Telefónica, S.A. Los Administradores de la Sociedad y sus asesores legales externos consideran que Terra Networks, S.A. tiene sólidas defensas para oponerse a la reclamación, si bien en la situación actual del proceso estiman que no pueden predecir el resultado final del mismo.”

1.4 Importe máximo de la ampliación de capital a efectuar por Telefónica

Telefónica hace constar en el Proyecto de Fusión que, a la fecha de dicho Proyecto, era titular de cuatrocientos treinta y seis millones doscientas cinco mil cuatrocientas diecinueve (436.205.419) acciones de Terra, representativas del setenta y cinco con ochenta y siete por ciento (75,87%) de su capital social.

El capital social de Terra está representado por 574.941.513 acciones. Se hace constar en el Proyecto que, a la fecha del mismo, Terra era titular de siete millones (7.000.000) de acciones propias en autocartera que estaban destinadas a ser amortizadas tras haberse modificado el sistema de cobertura de los diversos planes de opciones sobre acciones de Terra otorgados a empleados y directivos. Los indicados siete millones (7.000.000) de acciones no acudirán al canje, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y disposiciones concordantes, si bien, desde la inscripción registral de la fusión, Telefónica sucederá a Terra como entidad obligada en virtud de dichos planes, que serán modificados según la relación de canje establecida en el Proyecto. Con objeto de no perjudicar los intereses de los beneficiarios de dichos planes, Telefónica establecerá, en caso necesario, mecanismos que aseguren la debida atención de los compromisos adquiridos por Terra en relación con los indicados planes de opciones sobre acciones.

Considerando que el capital social de Terra está representado por 574.941.513 acciones, y asumiendo que, en la fecha de realización de la fusión, Terra contará con una autocartera de 7.000.000 de acciones, el número máximo de acciones de Terra que podrían acudir al canje sería de 131.736.094, por lo que el número máximo de acciones de Telefónica a entregar a los accionistas de Terra en canje ascendería a la cantidad de 29.274.687,555.

Habida cuenta de la indivisibilidad de la acción, y de la imposibilidad de emitir o entregar fracciones de acción es preciso, para la adecuada realización del canje, que el número total de acciones de Terra que queden en el mercado y acudan al canje sea múltiplo de la ecuación de canje. Por ello está previsto que Telefónica adquiera siete acciones adicionales de Terra, ascendiendo en tal caso a 29.274.686 el número máximo de acciones de Telefónica necesarias para atender al canje.

Se hace constar en el Proyecto que Telefónica ampliará su capital social, si fuese necesario, en el importe preciso para hacer frente al canje de las acciones de Terra de acuerdo con la ecuación de canje establecida.

El aumento se realizaría, en su caso, mediante la emisión del número preciso de acciones de un euro (1€) de valor nominal cada una, pertenecientes a la misma y única clase y serie que las actuales acciones de Telefónica, representadas mediante anotaciones en cuenta, con aplicación, en todo caso, de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas. En particular, no se canjearán las acciones de Terra en poder de Telefónica, que serán amortizadas.

La diferencia entre el valor neto contable del patrimonio recibido por Telefónica en virtud de la fusión objeto del Proyecto y el valor nominal de las nuevas acciones emitidas por Telefónica, ajustada, en su caso por la proporción que las acciones nuevas representen sobre el total de las acciones entregadas en canje, se considerará prima de emisión.

Tanto el valor nominal de dichas acciones como la correspondiente prima de emisión quedarán enteramente desembolsados como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de Terra a Telefónica, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquél.

De acuerdo con las cuentas anuales individuales de Terra a 31 de diciembre de 2004, el valor de los fondos propios de Terra ascendía a 1.633.964 miles de euros. Los fondos propios de Terra, netos de autocartera, ascendían en dicha fecha a la cantidad de 1.618.844 miles de euros.

Con anterioridad a la ejecución de la fusión está previsto que Terra distribuya un dividendo de €0,60 por cada acción en circulación con derecho al cobro de dividendos, lo que deberá tenerse en cuenta a efectos de la determinación del valor contable del patrimonio de Terra que será recibido por Telefónica. El importe total de dicho dividendo, considerando que la autocartera actual de Terra asciende a la cantidad de 7.000.000 de acciones, sería de 340.765 miles de euros.

En consecuencia, el importe máximo del aumento de capital que correspondería efectuar en Telefónica ascendería a 29.274.686 euros, y la prima de emisión máxima a efectuar, calculada sobre la base del patrimonio neto contable de Terra al 31 de diciembre de 2004 menos el importe total de los dividendos que Terra tiene previsto distribuir con anterioridad a la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, ascendería a un importe de 267.180 miles de euros.

Sin perjuicio de lo anterior, dicho importe máximo del aumento de capital que corresponda realizar en Telefónica en virtud de la relación establecida podrá minorarse mediante la entrega a los accionistas de Terra de acciones viejas en autocartera de Telefónica.

1.5 Fecha a partir de la cual las acciones entregadas en canje dan derecho a participar en las ganancias sociales

Las acciones que, en su caso, sean emitidas por Telefónica en la ampliación de capital referida en el apartado anterior, darán derecho a sus titulares a participar en las ganancias sociales de Telefónica obtenidas a partir del 1 de enero de 2005.

En distribuciones que sean satisfechas con posterioridad a la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de fusión, las acciones de Telefónica existentes previamente y las que se entreguen o emitan para atender al canje participarán con igualdad de derechos en proporción al valor nominal de cada acción.

1.6 Dividendos

Para la formulación del Proyecto de Fusión y la determinación del tipo de canje indicado en el apartado 1.2 anterior, los Consejos de Administración de Telefónica y Terra han tenido en cuenta las siguientes previsiones de abono de dividendos:

a) Telefónica tiene previsto los siguientes repartos:

- i. El pago de un dividendo a cuenta de los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2004, que será abonado el día 13 de mayo de 2005. Este dividendo ha sido anunciado por el Consejo de Administración en su sesión de 26 de enero de 2005. En la fecha del Proyecto de Fusión, el Consejo de Administración ha acordado fijar el importe de dicho dividendo en €0,23 por acción.

De dicho dividendo, no se beneficiarán, según se desprende del apartado 1.5 anterior, los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- ii. La distribución de acciones propias de Telefónica, 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. La propuesta de dicha distribución fue acordada por el Consejo de Administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil.

De dicha distribución no se beneficiarán los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- iii. El pago de un dividendo con cargo a la reserva de prima de emisión que deberá abonarse el día 11 de noviembre de 2005. La propuesta de este dividendo fue anunciada por el Consejo de Administración en su sesión del pasado 24 de noviembre de 2004. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Telefónica. Está previsto que el importe exacto de dicho dividendo sea de €0,27 por acción.

A diferencia de lo previsto para los dividendos anteriormente mencionados en los apartados (i) y (ii), de este dividendo se beneficiarán tanto los accionistas de Telefónica como los accionistas de Terra que pasen a serlo de Telefónica como consecuencia de la fusión. Consiguientemente, no se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

- b) Terra tiene previsto abonar un dividendo de €0,60 por acción con cargo a la cuenta de “Reserva por Prima de Emisión de Acciones”. La propuesta de dicha distribución ha sido acordada por el Consejo de Administración en su sesión de 23 de febrero de 2005. La efectividad del reparto está sujeta a la correspondiente aprobación por la Junta General Ordinaria de Accionistas de Terra. Está previsto que el pago se efectúe en los días sucesivos a la celebración de la Junta y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Terra en el Registro Mercantil.

De dicha distribución se beneficiarán exclusivamente los accionistas de Terra. Consiguientemente, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

1.7 Fecha de efectos contables de la fusión

Se establece como fecha a partir de la cual las operaciones de Terra se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Telefónica el día 1 de enero de 2005.

1.8 Autorizaciones administrativas

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.

2 Métodos de valoración seguidos para la determinación del tipo de canje

A continuación se incluye la descripción de los métodos de valoración seguidos por los Administradores de Telefónica y Terra para determinar el tipo de canje de las acciones de conformidad con la información recibida de las compañías.

2.1 Telefónica

El importe del valor real de Telefónica utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €66.361 millones. Dicho importe ha sido calculado a partir del precio de cierre de Telefónica el día 21 de febrero de 2005 (€14,19 por acción), descontando un total de €0,80 por acción. Este ajuste se ha realizado en función de los dividendos que Telefónica tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión y que, por consiguiente, no serán atribuidos a los accionistas de Terra una vez se realice el canje. Los dividendos que se han considerado son los siguientes: (i) 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 (ii) dividendo en especie, con cargo a la prima de emisión, de una acción de autocartera por cada veinticinco acciones de que sea titular el accionista, que está previsto se abone inmediatamente después de celebrada la Junta General de Accionistas que decida sobre la fusión; el valor estimado de este dividendo asciende a €0,57 por acción. El dividendo de €0,27 por acción que está previsto abonar el 11 de noviembre de 2005 no se ha tomado en consideración para realizar el ajuste porque será satisfecho con posterioridad a la inscripción de la fusión y, por tanto, al beneficiar tanto a los accionistas de Telefónica como a los accionistas de Terra, resulta neutral para la formulación de la ecuación de canje.

El importe del precio de cierre de la acción de Telefónica ajustado por los dividendos indicados asciende a €13,39 por acción y, multiplicado por un total de acciones de Telefónica de 4.956 millones, da un valor de €66.361 millones.

En opinión de las Sociedades y de sus asesores financieros, el método de valoración basado en la cotización de mercado de la compañía se justifica por la elevada liquidez por acción de Telefónica.

De acuerdo con la información recibida de Telefónica, la Dirección de Telefónica contrató los servicios de Morgan Stanley para recibir asesoramiento financiero en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las sociedades y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión.

El anexo I a este informe incluye el informe preparado por Telefónica en el que se resumen los análisis de valoración y la justificación del tipo de canje realizados por Telefónica con la asesoría financiera de Morgan Stanley.

2.2 Terra

El valor real de Terra utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €1.690 millones. Este valor real se ha basado en el método de suma de partes, basado fundamentalmente en el del descuento de flujos de caja, el cual se ha contrastado con los siguientes métodos de valoración: (i) múltiplos de cotización de sociedades comparables, (ii) múltiplos pagados en transacciones comparables, (iii) cotizaciones de mercado y (iv) precios objetivo de analistas de mercado. Asimismo, se ha descontado el dividendo de €0,60 que Terra tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión. De todo ello resulta un valor unitario para la acción de Terra de €2,98.

De acuerdo con la información recibida, Terra contrató los servicios de Citigroup y de Lehman como asesores financieros en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las Sociedades y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión.

El anexo II incluye los informes preparados por Terra con la colaboración de sus asesores financieros en esta operación, Citigroup y Lehman, en los que se resumen los análisis de valoración y la justificación del tipo de canje.

3 Alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo

Los análisis y comprobaciones que hemos efectuado han tenido como objeto, exclusivamente, el cumplimiento de los requisitos contenidos en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Los procedimientos empleados en la realización de nuestro trabajo han sido los siguientes:

3.1 **Obtención y análisis de, principalmente, la siguiente información:**

- Proyecto de Fusión formulado y aprobado por los Consejos de Administración de Telefónica y Terra, con fecha 23 de febrero de 2005.
- Certificados de los acuerdos de los Consejos de Administración de Telefónica y Terra relativos a la aprobación del Proyecto de Fusión de fecha 23 de febrero de 2005.
- Opiniones “fairness opinion” e informes de valoración de las Sociedades preparados por Morgan Stanley & Co. Limited, Lehman Brothers International (Europe), Sucursal en España y Citigroup Global Markets Limited, a solicitud de los respectivos Consejos de Administración de las Sociedades.
- Información preparada por Terra y Telefónica como contestación a los requerimientos de información de CNMV relativa a la operación de fusión de fechas 25 de febrero de 2005 y 23 de marzo de 2005.
- Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas de Telefónica y Terra correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2003 y 2004, todas ellas auditadas por Deloitte, S.L. Cuentas anuales auditadas de Terra Networks España, S.A., Sociedad Unipersonal, para el ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004, auditadas por BDO Audiberia Auditores, S.L.
- Plan estratégico de Terra para el período comprendido entre 2005 y 2008, ambos inclusive.
- Presupuesto de Terra correspondiente al ejercicio 2005.

- Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de Terra, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2005 y 31 de diciembre de 2008.
 - Información económico-financiera de Terra en su formato analítico, detallada por línea de negocio, correspondiente a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2003 y 2004.
 - Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de Telefónica, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2005 y 31 de diciembre de 2008.
 - Informes fiscales y legales relativos a la operación de fusión prevista, preparados o encargados por la Dirección de cada una de las Sociedades.
 - “Strategic Alliance Framework Agreement” firmado entre Telefónica y Terra.
 - Otros contratos comerciales, accionariales, así como contratos relativos a opciones y ofertas vinculantes de compra/venta de participaciones accionariales significativas o en proceso de negociación que se han considerados relevantes para la realización de nuestro trabajo.
 - Información bursátil relativa a la cotización de las acciones de Telefónica y Terra.
 - Información bursátil relativa a la cotización de compañías comparables a Telefónica y Terra.
 - Información pública relativa a transacciones de acciones de compañías similares a Terra y Telefónica o a alguno de sus negocios, en su caso.
 - Informes preparados por analistas financieros relativos a Telefónica y Terra.
 - Otra información que se ha considerado relevante para la realización de nuestro trabajo.
- 3.2** Revisión y análisis, de acuerdo con la información disponible, de cada uno de los informes de valoración y “fairness opinion” facilitados por los respectivos bancos de inversión.
- 3.3** Revisión de las metodologías de valoración empleadas y de sus respectivos parámetros con la documentación soporte existente, utilizadas para la determinación del tipo de canje de la operación de fusión prevista.
- 3.4** Realización de análisis de sensibilidad sobre las variables más significativas que pudieran afectar a los negocios de las Sociedades y por lo tanto a los valores estimados y a la correspondiente ecuación de canje.
- 3.5** Mantenimiento de reuniones con la Dirección de cada una de las Sociedades, así como con sus asesores y auditores, con el propósito de, en su caso, recabar otra información que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo.

3.6 Obtención de una carta firmada por la Dirección de cada una de las Sociedades confirmando que según su leal saber y entender se nos ha facilitado toda la información considerado relevante para la elaboración de nuestro informe de experto independiente, así como que no se han producido acontecimientos posteriores entre la fecha de la firma de los informes de auditoría de Telefónica y Terra correspondientes al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004 y la fecha de nuestro informe, que no hayan sido puestos en nuestro conocimiento y que pudieran modificar de forma sustancial la imagen fiel del patrimonio y/o la situación financiera que se muestra en dicha fecha, y que por lo tanto pudieran afectar a la ecuación de canje.

Nuestro trabajo se ha basado en información auditada y/o no auditada proporcionada por la Dirección de las Sociedades. En la realización de nuestro trabajo hemos asumido la integridad y exactitud de dicha información, así como que la misma refleja las mejores estimaciones de la Dirección de las Sociedades acerca de las perspectivas de sus negocios desde el punto de vista operativo y financiero.

Adicionalmente, nuestro trabajo se ha basado en fuentes de información públicas. No ha constituido parte de nuestro trabajo el contraste de dicha información con evidencias externas a las Sociedades, sin perjuicio de que, en la medida de lo posible, hemos comprobado que la información presentada es consistente con otros datos proporcionados durante el curso de nuestro trabajo.

Hemos asumido que todas las autorizaciones y registros que resulten pertinentes en España y en las demás jurisdicciones en que estén presentes ambas Sociedades para la efectividad de la fusión proyectada se obtendrán sin ningún efecto adverso para Telefónica o Terra o para los beneficios esperados de la Operación que afecten de forma significativa a nuestro análisis.

Finalmente, debemos mencionar que nuestro trabajo es de naturaleza independiente y por tanto no supone ninguna recomendación a la Dirección de las Sociedades, a los accionistas de las mismas o a terceros en relación con la posición que deberían tomar en relación con la operación de fusión prevista u otras transacciones de acciones de las Sociedades. Nuestro trabajo no tiene por objeto analizar la conveniencia de las estrategias de negocio actuales o pasadas de las Sociedades ni las razones de la Operación en relación con otras estrategias de negocio o transacciones por las que hubieran podido optar las Sociedades, ni analizar la decisión de negocio de las Sociedades para proceder con la mencionada operación de fusión.

4 Dificultades especiales de la valoración

4.1 Todo trabajo de valoración lleva implícitos, además de factores objetivos, otros factores subjetivos que implican juicio y, por lo tanto, el “valor” obtenido constituye únicamente un punto de referencia para las partes interesadas en llevar a cabo una transacción, por lo que no es posible asegurar que terceras partes estén necesariamente de acuerdo con las conclusiones del mismo.

- 4.2** Debe tenerse en consideración que en el contexto de un mercado abierto, pueden existir precios diferentes para un negocio en particular debido a diversos factores subjetivos.
- 4.3** En relación con el método del descuento de flujos de caja que ha sido utilizado, entre otros, por las Sociedades y sus asesores financieros para la valoración de Telefónica y Terra, el mismo, se ha basado en las proyecciones financieras de las Sociedades preparadas conforme a las hipótesis determinadas por la Dirección de cada una ellas, que recogen su mejor estimación y juicio basándose en las presentes circunstancias y su esperado desarrollo. Dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como inicialmente han sido definidas, y podrían ocurrir acontecimientos no previstos. Asimismo, debe tenerse en consideración que Terra forma parte del Grupo Telefónica y que ello puede determinar una mayor interrelación de las políticas de las Sociedades. En atención a una y otra circunstancia, los resultados y los flujos de caja estimados podrían no resultar en el futuro tal y como se han previsto o, en el caso de que Terra no estuviese participada por Telefónica, tales resultados y flujos podrían diferir de los utilizados, pudiendo verse afectados, en consecuencia, los valores obtenidos.
- 4.4** De acuerdo con la información recibida en relación con la venta de la participación de Lycos Inc. por parte de Terra durante 2004, Telefónica esta considerando la posibilidad de reconocer bases imponibles negativas adicionales por un importe máximo de hasta €7.418 millones, como consecuencia de aplicar como valor de adquisición fiscal el que resultaría de tomar el valor de mercado de las acciones de Lycos Inc. recibidas, en lugar del valor contable por el que fueron registradas contablemente, todo ello conforme al procedimiento previsto en la Disposición Adicional Tercera del Real Decreto 1163/1990, de 21 de septiembre. Si bien existen determinados argumentos técnicos basados en la interpretación de la normativa fiscal aplicable que justificarían la impugnación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades para reconocer las bases imponibles negativas adicionales, la ausencia de antecedentes idénticos o equivalentes que permitan su aplicación da lugar a una incertidumbre razonable sobre su posible aceptación por parte de la Administración Tributaria y, en consecuencia, sobre la posible utilización efectiva de tales créditos fiscales por parte del Grupo de Consolidación Fiscal de Telefónica, así como sobre el momento en que tales créditos fiscales serían susceptibles de utilización.
- 4.5** En relación con el contrato marco de Alianza Estratégica entre Telefónica y Terra de fecha 12 de febrero de 2003, por el que Telefónica garantiza a Terra un margen mínimo, medido como la diferencia entre los ingresos resultantes de los servicios prestados en virtud de dicho acuerdo y los costes e inversiones directamente asociados a los mismos, de 78,5 millones de euros anuales hasta 31 de diciembre de 2008, debemos mencionar que de acuerdo con la información obtenida y reuniones mantenidas no es posible estimar con fiabilidad la probabilidad y los términos de renovación del mismo a partir de la fecha de su extinción en 31 de diciembre de 2008.
- 4.6** El informe de auditoría de las cuentas anuales consolidadas de Terra correspondientes al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2004 incluye la siguiente salvedad que se transcribe literalmente:

“5) Tal y como se indica en la nota 17-d)1, a la fecha actual sigue sin resolverse la reclamación, por daños y perjuicios de cuantía indeterminada, presentada por IDT (International Discount Telecommunications Corporation) contra Terra Networks, S.A., Terra Networks USA, Inc. y Telefónica, S.A. Los Administradores de la Sociedad y sus asesores legales externos consideran que Terra Networks, S.A. tiene sólidas defensas para oponerse a la reclamación, si bien en la situación actual del proceso estiman que no pueden predecir el resultado final del mismo.”

En consecuencia, el rango de valores estimado podría verse afectado de no existir la actual incertidumbre sobre el resultado final de dicha reclamación.

5 Conclusiones

De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- 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.
- 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.

Nuestra conclusión debe interpretarse en el contexto del alcance y procedimientos empleados en nuestro trabajo, sin que de la misma pueda derivarse ninguna responsabilidad adicional a la relacionada con la razonabilidad de los métodos de valoración utilizados y del tipo de canje propuesto.

Este informe ha sido preparado exclusivamente para cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, por lo que no debe ser utilizado para ninguna otra finalidad.

/f/ Ana Martínez Ramón

Ana Martínez Ramón
Socio Director

12 de abril de 2005

Anexo I

Telefónica contrató los servicios de Morgan Stanley & Co. Limited (en adelante Morgan Stanley) para recibir asesoramiento financiero en relación con la Operación y con el proceso de valoración de las compañías y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Morgan Stanley emitió en fecha 23 de febrero de 2005 una “fairness opinion” en relación con la Operación dirigida al Consejo de Administración de Telefónica, en la que concluía que, sobre la base y sujeto a lo previsto en el indicado documento, la relación de canje de la fusión y el dividendo extraordinario de €0,60 por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de Fusión son justos (“fair”) desde un punto de vista financiero para Telefónica.

Con el asesoramiento de Morgan Stanley, Telefónica realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las compañías y sobre la base de los mismos y previa negociación con Terra bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la Operación que se reflejan en el Proyecto de Fusión.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Telefónica, Morgan Stanley llevó a cabo diversos análisis de valoración de las compañías en relación con la preparación de su “fairness opinion”. A continuación se resumen dichos análisis, que están basados en precios de cierre para las acciones de Telefónica y Terra a 21 de febrero de 2005 y ajustados por los siguientes 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 de 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 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 Ordinaria de Accionistas (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 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 períodos que se extienden hasta el 21 de febrero de 2005. Morgan Stanley ha observado lo siguiente:

Período hasta el 21 de febrero de 2005	Euros	
	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 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 Telekom 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 en el caso de Terra, proyecciones financieras del equipo de gestión de esta compañía.

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	Importe del dato financiero (millones €)	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	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	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 residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 1,0% y 1,5%. Los flujos libres de caja desapalancados de los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas 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 de Terra 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 informado por el equipo de gestión de Telefónica de que dichas proyecciones financieras y otra información y datos sobre Terra, han sido preparados con base en 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 residual aplicando un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de entre 3,0% y 4,0%. Los flujos libres de caja desapalancados para los años 2005 a 2014 y el valor residual han sido descontados utilizando un rango de tasas coste de capital medio ponderado de entre 11,5% y 12,5%. Los flujos libres de caja 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 firmado con Telefónica.

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

Hipótesis principales	Valor de mercado implícito (millones €)	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 de cotización publicados por 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 analistas financieros no reflejan necesariamente los precios actuales de cotización de las acciones de Telefónica y Terra. Dichas estimaciones están sujetas a incertidumbre, 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 2005 sería:

Dato financiero	Importe del dato financiero (millones €)	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	17,7x	2,96

Ninguna de las compañías u operaciones utilizadas como parte del análisis de operaciones anteriores es idéntica a Terra o a 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 períodos 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 implícita ⁽¹⁾
Media últimos 90 días	12,18 – 13,76	2,20 – 2,70	0,181 – 0,196	23% - 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%

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

Anexo II

Terra contrató los servicios de Citigroup Global Markets Limited (en adelante Citigroup) y de Lehman Brothers Europe Limited (en adelante Lehman Brothers) como asesores financieros en relación con la Operación y con el proceso de valoración de Terra y Telefónica y la determinación y justificación de la relación de canje propuesta para la fusión. Ambas entidades emitieron con fecha 23 de febrero de 2005 sendas “fairness opinion” en relación con la Operación dirigidas al Consejo de Administración de Terra, 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 y el dividendo extraordinario de €0,60 por acción que está previsto que Terra reparta a sus accionistas de acuerdo con el Proyecto de Fusión son justos (“fair”) desde un punto de vista financiero para los accionistas de Terra distintos de Telefónica.

Con el asesoramiento de ambas entidades, Terra 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 Operación que se reflejan en el Proyecto de Fusión.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Terra, Citigroup 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, de forma separada, los análisis realizados por cada uno de los asesores señalados.

1 Citigroup

A continuación se incluye un resumen de los principales análisis financieros realizados por Citigroup en relación con la preparación de su “fairness opinion”. A estos efectos, Citigroup tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de €0,23 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 por acción de Terra que se pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

Evolución histórica del precio de la acción

Citigroup 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 período 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 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 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 también ajustó el precio por acción de Terra por el dividendo en efectivo de €2,00 por cada acción de Terra pagado en julio de 2004, en el período previo al pago de dicho dividendo.

Adicionalmente, Citigroup 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 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 tres meses	2,96	3,49	18%
Cotización media últimos seis meses	2,90	3,35	16%

Análisis de operaciones anteriores

Teniendo en cuenta que Telefónica controla actualmente Terra, Citigroup 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 períodos 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 tomó en consideración fueron las siguientes:

OPAs de exclusión españolas

Fecha del anuncio	Compañía
22 de abril de 2002	Hidroeléctrica del Cantábrico
9 de diciembre de 2003	Aceralia Corporación Siderúrgica, 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

Fecha del anuncio	Adquirente	Sociedad objetivo
16 de abril de 2002	FCC	Portland Valderrivas
1 de julio de 2003	ACS	Grupo Dragados
1 de agosto de 2003	Bami	Metrovacesa

Fusiones de compañías de Internet europeas con Accionista Mayoritario

Fecha del anuncio	Adquirente	Sociedad objetivo
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 se basó 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 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.

Período	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 de 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 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 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 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 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 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 y €3,71.

Análisis de compañías comparables

Usando información pública disponible, Citigroup 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 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, margen bruto y EBITDA proyectados para el período 2005-2007, de las compañías mencionadas, con dichos múltiplos de Terra. A continuación, Citigroup 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 y €3,77.

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

Precios Objetivo de Analistas de Mercado

Citigroup 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 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 y €3,17.

Valoración de Telefónica

A Citigroup no se le ha proporcionado ninguna información de carácter financiero o del negocio de Telefónica, incluyendo proyecciones financieras, que no sea pública y Citigroup 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.

Citigroup 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 comparables cotizadas y valor 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 se basó en el análisis de compañías comparables. Citigroup 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 y €16,39 por acción de Telefónica, comparado con el precio de mercado de €14,19 por acción de Telefónica a 21 de febrero de 2005.

Citigroup 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 y €16,50.

2 *Lehman Brothers*

A continuación se expone un resumen del análisis financiero utilizado por Lehman Brothers en relación con la emisión de su “fairness opinion” al Consejo de Administración de Terra. A estos efectos, Lehman Brothers tuvo en cuenta, entre otros factores, el dividendo propuesto de €0,23 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 por acción de Terra que Terra pagaría a todos los titulares de acciones de Terra.

Valoración de Terra

Análisis por “suma-de-las-partes”

Lehman Brothers ha realizado la valoración 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 ha utilizado el valor en libras a fecha 31 de diciembre de 2004. Para las inversiones financieras y demás participaciones en otras compañías, Lehman Brothers 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 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 negocio comparables a Terra España.

El resultado de la valoración efectuada por Lehman Brothers 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 ha analizado otras fuentes de creación o destrucción de valor no incluidas en la valoración de “suma-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 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 ha comparado Terra en su conjunto con las siguientes ocho compañías:

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

Lehman Brothers 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 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 también ha analizado los precios objetivos por acción para Terra en informes publicados entre abril de 2004 y el 8 de febrero de 2005. Lehman Brothers ajustó dos de los precios objetivos publicados en abril de 2004 por el dividendo extraordinario de €2,00 por acción pagado en julio de 2004. La media de los precios objetivos de estos informes fue de €3,00 y la mediana fue de €3,00.

Valoración de Telefónica

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

Valoración por parte de analistas financieros

Lehman Brothers ha analizado los precios objetivos por acción para Telefónica en informes publicados entre el 11 de noviembre de 2004 y el 21 de febrero de 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 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 de 2003, fecha del lanzamiento de la Oferta Pública de Adquisición por Terra, hasta el 14 de febrero de 2005, fecha del anuncio de la propuesta de fusión con Terra realizado por Telefónica. Lehman Brothers 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 de 2005, y para el período entre el 25 de mayo de 2003 y el 14 de febrero de 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

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

Valoración Relativa

Lehman Brothers 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 de 2004) durante el período entre mayo de 2003 y el 1 de febrero de 2005. Lehman Brothers también ha calculado el ratio medio del precio por acción de Telefónica con el precio por acción ajustado de Terra para el mes de enero de 2005, los seis meses entre agosto de 2004 y enero de 2005, el período de un año entre febrero de 2004 y febrero de 2005 y el período entre el 25 de mayo de 2003 y el 4 de enero de 2005. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

Período	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 de 2003	4,02:1

Lehman Brothers 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 con antelación a la fusión.

Valoración bursátil de la contraprestación

Lehman Brothers ha analizado el precio implícito de la oferta de fusión basada en el ratio de 4,5 acciones de Terra 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 de 2005, y el precio por acción en dicho día, e incorporando el efecto del dividendo anticipado de €0,60 por acción de Terra. La tabla a continuación muestra los resultados de este análisis:

	Bajo	Alto	A 22 de febrero de 2005
Precio implícito por acción de la oferta por Terra (€)	3,59	3,84	3,69

Lehman Brothers 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 según se recoge en el apartado “Valoración de Terra – Otras fuentes de valor”.