

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

KPMG Auditores, S.L.
Este informe contiene 14 páginas
Este informe contiene 2 anexos



KPMG Auditores S.L.
Edificio Torre Europa
Paseo de la Castellana, 95
28046 Madrid

A los Administradores de
Telefónica, S.A. y
Telefónica Móviles, S.A.

Conforme a lo previsto en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, D. Alfonso Presa de la Cuesta, Registrador Mercantil número XVII 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 Telefónica Móviles, 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 o la Sociedad Absorbente)

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.

■ Telefónica Móviles, S.A. (en adelante Telefónica Móviles o la Sociedad Absorbida)

Telefónica Móviles, domiciliada en Madrid, calle Goya, 24, constituida por tiempo indefinido mediante escritura pública otorgada ante el Notario de Madrid D. José Antonio Escartín, el 14 de febrero de 2000, con el número 582 de su protocolo.

Telefónica Móviles está inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 14.837, Folio 155 de la Sección 8ª, Hoja M-246786.

El Número de Identificación Fiscal de Telefónica Móviles es A-82573759.

1.2 Tipo de canje de la fusión

De acuerdo con el Proyecto de Fusión formulado por los Consejos de Administración de Telefónica y Telefónica Móviles (en adelante el Proyecto o el Proyecto de Fusión) aprobado el 29 de marzo de 2006, 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 Telefónica Móviles será, sin compensación en dinero alguna, el siguiente:

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 (€0,50) 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, Credit Suisse Securities (Europe) Limited (en adelante Credit Suisse), como asesor financiero de Telefónica para esta operación (en adelante la Operación), ha expresado al Consejo de Administración de la Sociedad Absorbente su opinión ("fairness opinion") de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica. Por parte de Telefónica Móviles, Morgan Stanley & Co. Limited (en adelante Morgan Stanley) (asesor financiero y valorador para esta operación) y Lehman Brothers Europe Limited (en adelante Lehman) (valorador para esta operación) han expresado al Consejo de Administración de Telefónica Móviles su opinión ("fairness opinion") de que la relación de canje acordada es equitativa para los accionistas de Telefónica Móviles 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 Telefónica Móviles a 31 de diciembre de 2005. Dichos balances han sido formulados por los respectivos Consejos de Administración los días 28 y 27 de febrero de 2006, respectivamente, 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 2005 de Telefónica ha sido auditado por Ernst & Young, S.L. El correspondiente informe de auditoría de cuentas anuales individuales de fecha 1 de marzo de 2006 presenta una opinión sin salvedades.

Asimismo, el balance de fusión al 31 de diciembre de 2005 de Telefónica Móviles ha sido auditado por Ernst & Young, S.L. El correspondiente informe de auditoría de cuentas anuales individuales de fecha 28 de febrero de 2006 presenta una opinión sin salvedades.

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

Conforme a lo previsto en el Proyecto de Fusión, Telefónica ampliará su capital social en el importe preciso para hacer frente al canje de acciones de Telefónica Móviles de acuerdo con la ecuación de canje establecida en el mismo, si bien dicho aumento de capital podrá minorarse mediante la entrega de acciones de autocartera de Telefónica.

Telefónica hace constar en el Proyecto de Fusión que, a la fecha de formulación del mismo, era titular directa o indirectamente de cuatro mil tres millones novecientos mil setecientos cuarenta y nueve (4.003.900.749) acciones de Telefónica Móviles representativas del 92,457% de su capital social. No obstante, de acuerdo con la información facilitada por Telefónica, a la fecha de emisión de este informe, Telefónica es titular de 4.005.900.749 acciones de Telefónica Móviles representativas del 92,503 % de su capital social.

Adicionalmente, conforme a lo previsto en el Proyecto de Fusión, en el marco de la fusión propuesta y como operación de reorganización de su participación, Telefónica nos ha comunicado que ha adquirido el paquete de novecientos veintisiete millones novecientos diecisiete mil seiscientos veinte (927.917.620) acciones de Telefónica Móviles, representativas del 21,427% de su capital social, que ostentaba Telefónica Internacional, S.A., Unipersonal, sociedad a su vez íntegramente participada por Telefónica. Mediante esta transmisión intragrupo, la participación de Telefónica en Telefónica Móviles ha pasado a ser directa en su totalidad, evitándose con ello la generación de autocartera indirecta como consecuencia de la realización de la fusión, y 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, (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 8,653 euros por acción.

Por imperativo de lo previsto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y en la normativa sobre acciones propias, todas las acciones correspondientes a la participación del 92,503% mencionada de Telefónica en Telefónica Móviles no serán canjeadas por acciones de Telefónica.

El capital social de Telefónica Móviles está representado por 4.330.550.896 acciones. Se hace constar en el Proyecto de Fusión que Telefónica Móviles era titular a la fecha del mismo de 1.599 acciones propias en autocartera. Adicionalmente, en relación con la cobertura del plan de opciones sobre acciones de Telefónica Móviles (el Plan MOS), ésta última tenía, a la fecha del Proyecto, una opción de compra sobre veinte millones novecientos cincuenta y siete mil setecientos ochenta y cuatro (20.957.784) acciones de Telefónica Móviles (las "Acciones de Cobertura") propiedad de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (en adelante La Caixa) y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante BBVA), que fueron suscritas por dichas entidades en los términos del folleto informativo reducido verificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con fecha de 28 de septiembre de 2001. El Plan MOS terminó el pasado 3 de enero de 2006, y a la fecha de emisión de este informe se encuentra en fase de liquidación, que estará concluida, de acuerdo con la información recibida de Telefónica Móviles, con anterioridad a la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, sin perjuicio de lo cual Telefónica sucederá a Telefónica Móviles como entidad obligada en relación con cualquier obligación pendiente derivada de la referida liquidación.

Tras la ejecución de la opción de compra antes referida, Telefónica Móviles mantendrá en su autocartera las acciones que no se utilicen para la liquidación del Plan MOS (como máximo 20.957.784 acciones). Estas acciones, junto con las 1.599 acciones antes mencionadas, tampoco acudirán al canje, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas y disposiciones concordantes.

Conforme a la información remitida por las Sociedades, Telefónica Móviles no tiene previsto modificar su capital social ni su autocartera, salvo por las modificaciones de autocartera derivadas de las circunstancias expresadas en el párrafo anterior.

Por lo tanto y de acuerdo con la información remitida por las Sociedades, a la fecha de este informe no resulta posible determinar el número exacto de acciones que será necesario utilizar para la liquidación del Plan y, por lo tanto, el importe concreto de las acciones de Telefónica Móviles que acudirán al canje. Por consiguiente, no puede fijarse el número concreto de acciones de Telefónica que se entregarán o emitirán para atender a la contraprestación prevista en el Proyecto de Fusión.

En consecuencia, considerando lo previsto en el artículo 249 de la Ley de Sociedades Anónimas, atendiendo a la ecuación de canje incluida en el Proyecto de Fusión (4 acciones de Telefónica por cada 5 de Telefónica Móviles) y asumiendo que:

- El capital social de Telefónica Móviles, representado actualmente por 4.330.550.896 acciones de 0,5 euros de valor nominal cada una, no será modificado hasta la inscripción registral de la fusión;
- Telefónica seguirá siendo directamente propietaria, de un total de 4.005.900.749 acciones de Telefónica Móviles (representativas del 92,503% del capital social); y
- La autocartera de Telefónica Móviles a la fecha de la inscripción en el Registro Mercantil de la escritura de Fusión ascenderá como mínimo a 1.599 acciones propias,

el número máximo de acciones de Telefónica Móviles que acudirían al canje sería de 324.648.548, por lo que el número máximo de acciones de Telefónica a entregar a los accionistas de Telefónica Móviles en el canje ascendería a la cantidad de 259.718.838. En este sentido, el número de acciones máximo a emitir por Telefónica ascendería a 259.718.838 de 1 euro de valor nominal cada una de ellas. En consecuencia el importe máximo del aumento de capital que correspondería realizar en dicha sociedad ascendería a 259.718.838 euros. De acuerdo con el Proyecto de Fusión, la diferencia entre el valor neto contable del patrimonio recibido por Telefónica en virtud de la fusión y el valor nominal de las nuevas acciones que emita Telefónica, ajustada a la baja por la proporción que las acciones nuevas representen sobre el total de las acciones a entregar en canje, se considerará prima de emisión. De acuerdo con la información facilitada por Telefónica, considerando dicho criterio y por aplicación de lo previsto en el artículo 47.2 de la Ley de Sociedades Anónimas, la mencionada ampliación de capital no llevaría aparejada prima de emisión.

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 Telefónica Móviles de acciones viejas en autocartera de Telefónica. De acuerdo con lo anterior, se señala que, llegado el caso, podría no ser necesario realizar una ampliación de capital para atender el canje de la fusión. Conforme a la información recibida, Telefónica no ha adoptado decisión alguna acerca del detalle y proporción entre el número de acciones viejas y nuevas a entregar con ocasión del canje. Esta decisión se tomará por el Consejo de Administración de Telefónica, para su propuesta a la Junta General de accionistas que haya de deliberar sobre la fusión, el cual se celebrará no más tarde del momento de la convocatoria de la Junta General de Accionistas.

Finalmente, 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 Telefónica Móviles que queden en el mercado y acudan al canje sea múltiplo de la ecuación de canje, para lo cual las Compañías adoptarán, en su momento, las decisiones de adquisición o enajenación del exceso que correspondan.

Las acciones nuevas a emitir, en su caso, quedarán enteramente desembolsadas como consecuencia de la transmisión en bloque del patrimonio social de Telefónica Móviles, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquél.

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 2006.

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 Telefónica Móviles han tenido en cuenta las siguientes previsiones de abono de dividendo antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil:

- a) Telefónica tiene previsto efectuar el siguiente reparto:
 - i. 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, que será 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 ese mismo día.

De dicho dividendo, no se beneficiarán, según se desprende del apartado 1.5 anterior, los accionistas de Telefónica Móviles 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.

b) Telefónica Móviles tiene previsto efectuar los siguiente repartos:

i. Dividendo previamente comunicado:

Pago de un dividendo de 0,205 euros brutos por acción de Telefónica Móviles con cargo al beneficio distribuible del ejercicio 2005 y a reservas de libre disposición. La propuesta de dicha distribución ha sido aprobada por el Consejo de Administración en su sesión de 27 de febrero de 2006 y comunicada al mercado al día siguiente. La efectividad del reparto 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 y, en todo caso, antes de que se inscriba la fusión de Telefónica y Telefónica Móviles en el Registro Mercantil, por lo que, dado que se beneficiarán únicamente los accionistas de Telefónica Móviles, se ha tenido en cuenta para la formulación de la relación de canje.

ii. 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 Consejo de Administración de Telefónica Móviles, en su sesión de 29 de marzo de 2006, ha acordado someter esta propuesta a la Junta General Ordinaria de accionistas de Telefónica Móviles para su aprobación.
- 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. El Consejo de Administración de Telefónica Móviles, en su sesión de 29 de marzo de 2006, ha acordado someter esta propuesta a la Junta General Ordinaria de accionistas de Telefónica Móviles para su aprobación.

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 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 la misma fecha que la prevista para el pago del dividendo previamente comunicado, es decir, el día 21 de julio de 2006. En consecuencia, de esta distribución se beneficiarían únicamente los accionistas de Telefónica Móviles y, 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 Telefónica Móviles se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de Telefónica el día 1 de enero de 2006.

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 Telefónica Móviles para determinar el tipo de canje de las acciones de conformidad con la información remitida por las Sociedades.

2.1 Métodos de valoración empleados por los Administradores de Telefónica

De acuerdo con la información recibida, Telefónica contrató los servicios de Credit Suisse para recibir asesoramiento financiero en relación con la operación de fusión entre Telefónica Móviles y Telefónica y para valorar y opinar desde un punto de vista exclusivamente financiero sobre la relación de canje propuesta para la misma.

El 29 de marzo de 2006, en la reunión celebrada por el Consejo de Administración de Telefónica para evaluar la fusión, Credit Suisse presentó a dicho Consejo una opinión escrita en la que concluía que a dicha fecha sobre la base de, y con sujeción a, todo lo expuesto en la misma – incluyendo la asunción de que antes de que se consuma la fusión Telefónica Móviles pagará a sus accionistas un dividendo de €0,435 por acción adicional al ya anunciado con anterioridad de €0,205 por acción – la relación de canje de cuatro acciones de Telefónica por cada cinco acciones de Telefónica Móviles era equitativa para los accionistas de Telefónica desde un punto de vista financiero.

Con el asesoramiento de Credit Suisse, Telefónica realizó los correspondientes trabajos de evaluación de las Sociedades y sobre la base de los mismos, y previa negociación con Telefónica Móviles bajo condiciones de mercado, decidió los términos económicos de la operación.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Telefónica, Credit Suisse llevó a cabo diversos análisis de valoración de las Sociedades en relación con la preparación de su “fairness opinion”, los cuales se resumen en el Anexo I a este informe.

2.1.1 Valoración de Telefónica

El importe del valor real de Telefónica, entendido como el valor real de su empresa o patrimonio, utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €60.960 millones. Dicho importe ha sido calculado a partir del precio de cierre de la acción de Telefónica el día 27 de marzo de 2006 (€13,14 por acción), descontando un total de €0,25 por acción. Este ajuste se ha realizado en función del dividendo a cuenta que Telefónica tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión y que, por consiguiente, no será atribuido a los accionistas de Telefónica Móviles una vez se realice el canje.

Es oportuno añadir que el día 28 de febrero de 2006 se anunció el reparto, sujeto a las autorizaciones societarias correspondientes, de un dividendo adicional de €0,25 por acción que está previsto abonar con posterioridad a la inscripción de la fusión por lo que no se ha tomado en consideración para realizar el ajuste ya que al beneficiar tanto a los accionistas de Telefónica como a los accionistas de Telefónica Móviles, 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 €12,89 por acción y, multiplicado por un total de acciones de Telefónica neto de autocartera de 4.729 millones, da un valor de €60.960 millones.

2.1.2 Valoración de Telefónica Móviles

El valor real de Telefónica Móviles utilizado para determinar la ecuación de canje asciende a €44.657 millones.

De acuerdo con la información facilitada por Telefónica, este valor real se eligió dentro de ciertos rangos para cuadrar la relación de canje 4:5. Los rangos dentro de los que se operó fueron calculados utilizando diferentes metodologías de valoración descritas en el Anexo I a este informe. Como es natural, también se descontaron los dividendos de €0,435 y €0,205 por acción que Telefónica Móviles tiene previsto repartir antes de la inscripción de la fusión. De todo ello resulta un valor unitario para la acción de Telefónica Móviles de €10,312.

2.2 Métodos de valoración empleados por los Administradores de Telefónica Móviles

Con el asesoramiento financiero de Morgan Stanley, Telefónica Móviles realizó los correspondientes trabajos de evaluación de Telefónica y Telefónica Móviles a efectos de la operación de fusión proyectada y, sobre la base de los mismos, y previa negociación con Telefónica, decidió las condiciones económicas de la fusión.

Adicionalmente, Telefónica Móviles contrató a Morgan Stanley y Lehman Brothers para la emisión de sendas opiniones (“fairness opinion”) en relación con esta operación.

En ejecución de sus trabajos en relación con la preparación de sus opiniones (“fairness opinion”), Morgan Stanley y Lehman Brothers llevaron a cabo diversos análisis de valoración de las sociedades participantes en la fusión.

Un resumen de dichos análisis se incluyen en el Anexo II a este informe.

2.2.1 Valoración de Telefónica

El valor real del patrimonio social de Telefónica utilizado para determinar la ecuación de canje fue de 60.297 millones de euros. 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.

2.2.2 Valoración de Telefónica Móviles

El valor real del patrimonio social de Telefónica Móviles utilizado para determinar la ecuación de canje fue de 44.172 millones de euros. 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 con cargo a los resultados del ejercicio cerrado a 31 de diciembre de 2005 y reservas de libre disposición, 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 propuesto 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.

2.3 Ecuación de canje resultante

La ecuación de canje resultante del valor real de los patrimonios descritos anteriormente es de cuatro acciones de Telefónica por cada cinco de Telefónica Móviles.

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 de la siguiente información:

- Proyecto de Fusión formulado y aprobado por los Consejos de Administración de Telefónica y Telefónica Móviles, con fecha 29 de marzo de 2006.

- Certificados de los acuerdos de los Consejos de Administración de Telefónica y Telefónica Móviles relativos a la aprobación del Proyecto de Fusión de fecha 29 de marzo de 2006.
- Opiniones “fairness opinion” e informes de valoración de las Sociedades preparados por Credit Suisse, Morgan Stanley y Lehman Brothers, a solicitud de los respectivos Consejos de Administración de las Sociedades.
- Cuentas anuales auditadas individuales y consolidadas de Telefónica y Telefónica Móviles correspondientes a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2004 y 2005, auditadas por Deloitte, S.L. y Ernst & Young, S.L.
- Balance y cuenta de resultados de Telefónica Móviles a 28 de marzo de 2006, junto al informe de procedimientos acordados efectuado por Ernst & Young de la misma fecha.
- Proyecciones financieras de la cuenta de resultados de Telefónica Móviles, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2006 y 31 de diciembre de 2009, junto con las principales hipótesis empleadas en su preparación.
- Información económico-financiera de Telefónica Móviles en su formato analítico, detallada por línea de negocio, correspondiente a los ejercicios terminados en 31 de diciembre de 2004 y 2005.
- Proyecciones financieras consolidadas de la cuenta de resultados de Telefónica, preparadas por la Dirección para el periodo comprendido entre 1 de enero de 2006 y 31 de diciembre de 2009.
- Valor real de los patrimonios sociales de Telefónica y Telefónica Móviles utilizados para determinar el tipo de canje de las acciones y detalles del cálculo de dichos importes, junto con la descripción de los métodos seguidos para establecer dicho canje.
- Número máximo y mínimo de acciones de Telefónica Móviles que la Dirección de las Sociedades estiman estarían en la autocartera de Telefónica Móviles en el momento de inscripción de la fusión.
- Número de acciones de Telefónica Móviles, titularidad de Telefónica, a la fecha de emisión del informe.
- Importe máximo de la ampliación de capital a efectuar por Telefónica para hacer frente al canje de las acciones de Telefónica Móviles de acuerdo con la ecuación de canje establecida y detalle del patrimonio a aportar por la sociedad que se extingue.
- Número máximo de acciones de Telefónica necesarias para atender el canje.
- Información relativa a la fecha, así como a los términos económicos relativos de la transacción intragrupo mencionada en el apartado 1 anterior que se ha efectuado por Telefónica.

- Detalle de información financiera de consolidación de Telefónica Móviles correspondiente al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2005.
- Otros informes de valoración de las Sociedades preparados o encargados por la Dirección de cada una de las Sociedades en los últimos dos años.
- Información bursátil relativa a la cotización de las acciones de Telefónica y Telefónica Móviles.
- Información bursátil relativa a la cotización de compañías comparables a Telefónica y Telefónica Móviles.
- Información pública relativa a transacciones de acciones de compañías similares a Telefónica Móviles y Telefónica o a alguno de sus negocios, en su caso.
- Informes preparados por analistas financieros relativos a Telefónica y Telefónica Móviles.
- Otra información que se ha considerado relevante para la realización de nuestro trabajo.

- 3.2** Revisión y análisis de la información anteriormente detallada considerada necesaria para la realización de nuestro trabajo.
- 3.3** 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.
- 3.4** Revisión de las metodologías de valoración utilizadas para la determinación del tipo de canje de la operación de fusión prevista y de sus respectivos parámetros con la documentación soporte existente.
- 3.5** Análisis del patrimonio aportado por Telefónica Móviles como contraprestación a la ampliación de capital a efectuar, en su caso, por Telefónica.
- 3.6** Realización de un 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.
- 3.7** Mantenimiento de reuniones con la Dirección de cada una de las Sociedades, así como con sus asesores, con el propósito de, en su caso, recabar otra información que se ha considerado de utilidad para la realización de nuestro trabajo.

3.8 Obtención de una carta firmada por la Dirección de cada una de las Sociedades confirmando, entre otros aspectos, que según su leal saber y entender se nos ha facilitado toda la información considerada 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 Telefónica Móviles correspondientes al ejercicio terminado en 31 de diciembre de 2005 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 Telefónica Móviles 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 Telefónica Móviles, 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 Telefónica Móviles 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, pudiendo verse afectados, en consecuencia, los valores obtenidos.

5 Conclusiones

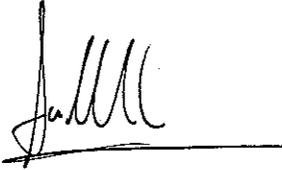
De acuerdo con el trabajo realizado, con el objeto exclusivo de cumplir con lo establecido en el artículo 236 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y considerando lo descrito en el apartado 4 anterior, consideramos que:

- 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.

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'A' followed by several loops, positioned above a horizontal line.

Ana Martínez Ramón
Socio Director

10 de mayo de 2006

Anexo I

*Este anexo debe ser leído junto con el informe de
KPMG Auditores, S.L. de fecha 10 de mayo de 2006)*

Justificación del tipo de canje y análisis de valoración

Telefónica contrató los servicios de Credit Suisse para recibir asesoramiento financiero en relación con la fusión entre Telefónica Móviles y Telefónica y para valorar y opinar desde un punto de vista exclusivamente financiero sobre la relación de canje propuesta para la misma. El 29 de marzo de 2006, en la reunión celebrada por el Consejo de Administración de Telefónica para evaluar la fusión, Credit Suisse presentó a dicho Consejo una opinión escrita en la que concluía que a dicha fecha sobre la base de, y con sujeción a, todo lo expuesto en la misma –incluyendo la asunción de que antes de que se consuma la fusión Telefónica Móviles pagará a sus accionistas un dividendo de €0,435 por acción adicional al ya anunciado con anterioridad de €0,205 por acción– la relación de canje de cuatro acciones de Telefónica por cada cinco acciones de Telefónica Móviles era equitativa para Telefónica desde un punto de vista financiero.

Con el asesoramiento de Credit Suisse, Telefónica realizó los correspondientes trabajos de evaluación de Telefónica y Telefónica Móviles (en adelante denominadas conjuntamente las Compañías) y sobre la base de los mismos y previa negociación con Telefónica Móviles bajo condiciones de mercado decidió los términos económicos de la operación.

En ejecución de sus trabajos de asesoramiento financiero a Telefónica, Credit Suisse llevó a cabo diversos análisis de valoración de las Compañías en relación con la preparación de su “fairness opinion”, los cuales se resumen a continuación.

Metodologías de valoración

A la hora de analizar la Relación de Canje, Credit Suisse se ha basado en las siguientes metodologías:

- Rangos de Cotización;
- Precios Objetivo de los Informes de Analistas Financieros;
- Análisis de Compañías Comparables preparado en base a una Suma de Partes (“SDP”); y
- Análisis de Descuento de Flujos de Caja (“DCF”) en base tanto a una SDP como a un análisis de Telefónica y de Telefónica Móviles en su conjunto.

Por un lado, Credit Suisse ha realizado su análisis basándose en precios de cierre para las acciones de Telefónica y de Telefónica Móviles a 24 de marzo de 2006, ajustados por los dividendos que tienen previsto distribuir ambas sociedades: (i) en cuanto a Telefónica, ajustado por el dividendo de €0,250 por acción que será abonado el 12 de mayo de 2006 antes de que se consuma la fusión, y (ii) en cuanto a Telefónica Móviles, ajustado por el dividendo de €0,205 por acción y por dos dividendos extraordinarios de €0,085 y de €0,350 que representan un total de €0,435 por acción. Todos estos dividendos, pendientes de la aprobación correspondiente, serán abonados el 21 de julio de 2006 con anterioridad a la consumación de la fusión.

Por otro lado, Credit Suisse también ha preparado sus análisis financieros sin ajustar el precio de Telefónica por el dividendo a distribuir y ajustando el precio de Telefónica Móviles tan sólo por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción que Telefónica Móviles tiene previsto abonar antes de que se consuma la fusión.

Puesto que los resultados obtenidos como consecuencia de los ajustes por dividendos a los precios de Telefónica y de Telefónica Móviles presentados en los dos párrafos anteriores no son materialmente diferentes, Credit Suisse ha optado, a la hora de presentar su resumen financiero, por la última metodología (presentada en el párrafo inmediatamente anterior). Por tanto, todos los precios de Telefónica Móviles que se muestran a continuación están ajustados tan sólo por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción.

Rango de Cotización

Credit Suisse ha revisado el rango histórico de precios de cierre de Telefónica y de Telefónica Móviles para varios periodos de tiempo y ha basado su análisis en medias ponderadas (NB: para la realización de este análisis, los precios de Telefónica Móviles han sido ajustados por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción):

	Telefónica	Telefónica Móviles ⁽¹⁾	Ecuación de Canje Implícita ⁽²⁾
(Media Ponderada)			
Precio Actual (24/3/2006)	€13,26	€10,49	0,791
Precio no Afectado (14/3/2006)	13,40	9,64	0,719
Media de la Semana Anterior	13,36	9,56	0,716
Media del Mes Anterior	13,13	9,40	0,716
Media de los Seis Meses Anteriores	13,02	8,77	0,674
Media de los Doce Meses Anteriores	13,13	8,63	0,657
Precio Anterior a Especulación en el Mercado (9/2/2006) ⁽³⁾	12,80	8,65	0,675
Media del Mes Anterior	12,62	8,61	0,682
Precio Anterior a la Adquisición de O2 (28/10/2005)	13,62	8,21	0,602
Media del Mes Anterior	13,81	8,40	0,609
OPV de Telefónica Móviles (22/11/2000)	15,57	10,57	0,679

Fuente: FactSet

Nota: Precios no ajustados por dividendos de €0,250 por acción de Telefónica y de €0,205 por acción de Telefónica Móviles que serán abonados antes del cierre de la fusión puesto que el impacto en las relaciones de canje no es significativo.

- (1) El precio de Telefónica Móviles está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción.
- (2) Número de acciones de Telefónica por cada acción de Telefónica Móviles.
- (3) Merrill Lynch publicó un informe financiero sobre Telefónica Móviles el 10 de febrero, fecha en la que la acción de Telefónica Móviles subió un 3,5%.

Este análisis implica una ecuación de canje con un rango de 0,60 a 0,72 teniendo en cuenta los precios no afectados de Telefónica y de Telefónica Móviles. La ecuación de canje ha sido calculada como resultado de dividir los precios de Telefónica Móviles ajustados por el dividendo extraordinario por los precios correspondientes de Telefónica.

Precios Objetivo de Informes de Analistas Financieros

Credit Suisse ha revisado y analizado algunos precios de cotización publicados por los analistas financieros para las acciones de Telefónica y de Telefónica Móviles desde enero de 2006 y ha ajustado los precios objetivo de Telefónica Móviles por el dividendo extraordinario. Dichos precios objetivo reflejan las estimaciones de cotización futura de las acciones de Telefónica y de Telefónica Móviles y dan como resultado las siguientes relaciones de canje (NB: para la realización de este análisis, los precios de Telefónica Móviles han sido ajustados por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción):

	Telefónica	Telefónica Móviles⁽¹⁾	Ecuación de Canje Implícita⁽²⁾
Media	€14,48	€9,11	0,629
Mediana	14,28	9,07	0,635
Máximo	14,25	10,07	0,706
Mínimo	16,00	9,27	0,579

Nota: Precios no ajustados por dividendos de €0,250 por acción de Telefónica y de €0,205 por acción de Telefónica Móviles que serán abonados antes del cierre de la fusión puesto que el impacto en las relaciones de canje no es significativo.

- (1) El precio de Telefónica Móviles está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción.
(2) Número de acciones de Telefónica por cada acción de Telefónica Móviles.

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

Análisis de Compañías Comparables preparado en base a una Suma de Partes ("SDP")

Credit Suisse ha realizado una suma de partes basándose en compañías comparables cotizadas para Telefónica y Telefónica Móviles. Además, Credit Suisse ha comparado cierta información financiera de Telefónica y de Telefónica Móviles con proyecciones financieras publicadas en informes de analistas financieros sobre otras compañías cotizadas con modelos de negocio similares a los de Telefónica y de Telefónica Móviles.

Credit Suisse ha realizado este análisis utilizando información pública disponible para Telefónica y Telefónica Móviles. Para todas las áreas de negocio relevantes de Telefónica, incluyendo a Telefónica Móviles y sus filiales, Credit Suisse ha utilizado unas proyecciones financieras basándose en un número de informes de analistas financieros que cubren ambas compañías con un nivel de detalle similar y ha elaborado un "consensus". Además, Credit Suisse también ha realizado este análisis utilizando información pública disponible para Telefónica y proyecciones internas elaboradas por el equipo directivo de Telefónica Móviles (y facilitadas por Telefónica).

Algunas de las compañías comparables utilizadas para este análisis son:

- En relación a las áreas de negocio de Telefónica: British Telecom, operadores Europeos de telecomunicaciones (Deutsche Telekom, Eircom, France Telecom, Telecom Italia), operadores de telefonía fija Sur Americanos (Brasil Telecom, CTC Chile, Embratel, Telesp, Telmex) y operadores de telefonía móvil Europeos y Sur Americanos (ver párrafo siguiente); y
- en relación a las áreas de negocio de Telefónica Móviles: operadores de telefonía móvil Europeos (Cosmote, Mobistar, Vodafone) y operadores de telefonía móvil Sur Americanos (America Movil, Telesp Cellular, TIM Participações)

Los resultados de los análisis descritos anteriormente son los siguientes (NB: para la realización de este análisis, los precios de Telefónica Móviles han sido ajustados por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción):

	Telefónica		Telefónica Móviles ⁽¹⁾		Ecuación de Canje Implícita ⁽²⁾
Compañías Comparables "Consensus"	€11,11	€14,99	€8,28	€9,82	0,745 - 0,655
Compañías Comparables "Consensus" + Proyecciones Internas de Telefónica Móviles ⁽³⁾	€11,70	€15,69	€8,98	€10,64	0,767 - 0,678

Nota: Precios no ajustados por dividendos de €0,250 por acción de Telefónica y de €0,205 por acción de Telefónica Móviles que serán abonados antes del cierre de la fusión puesto que el impacto en las relaciones de canje no es significativo.

- (1) El precio de Telefónica Móviles está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción,
- (2) Número de acciones de Telefónica por cada acción de Telefónica Móviles.
- (3) Proyecciones financieras de "consensus" salvo las proyecciones correspondientes a las sociedades que conforman el Grupo Móviles las cuales han sido preparadas por el equipo directivo de Telefónica Móviles y facilitadas por Telefónica.

Ninguna de las compañías utilizadas en el análisis de suma de partes basado en compañías comparables es idéntica a Telefónica o Telefónica Móviles. Además, Credit Suisse considera que este análisis no es tan relevante debido a la falta de compañías verdaderamente comparables a las diferentes áreas de negocio de Telefónica y de Telefónica Móviles.

Análisis de Descuento de Flujos de Caja ("DCF") preparado en base a una SDP

Credit Suisse ha desarrollado este análisis basándose en (i) DCFs individuales de las principales áreas de negocio de Telefónica y de Telefónica Móviles (ii) precios objetivo de los analistas financieros para las filiales cotizadas de Telefónica y de Telefónica Móviles y (iii) determinados rangos de coste de capital medio ponderado y de tasas de crecimiento a perpetuidad. Además, Credit Suisse también ha llevado a cabo este análisis utilizando proyecciones internas elaboradas por el equipo directivo de Telefónica Móviles (y facilitadas por Telefónica).

Basándose en dichas hipótesis, la ecuación de canje implícita entre los precios de Telefónica y de Telefónica Móviles es la siguiente (NB: para la realización de este análisis, los precios de Telefónica Móviles han sido ajustados por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción):

Suma de Partes	Telefónica		Telefónica Móviles ⁽¹⁾		Ecuación de Canje Implícita ⁽²⁾
DCF - "Consensus"	€13,14	€18,21	€8,40	€10,81	0,640 - 0,594
DCF - "Consensus" + Proyecciones Internas de Telefónica Móviles ⁽³⁾	€15,05	€20,62	€10,66	€13,65	0,708 - 0,662

Nota: Precios no ajustados por dividendos de €0,250 por acción de Telefónica y de €0,205 por acción de Telefónica Móviles que serán abonados antes del cierre de la fusión puesto que el impacto en las relaciones de canje no es significativo.

- 1) El precio de Telefónica Móviles está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción.
- 2) Número de acciones de Telefónica por cada acción de Telefónica Móviles.
- 3) Proyecciones financieras de "consensus" salvo las proyecciones correspondientes a las sociedades que conforman el Grupo Móviles las cuales han sido preparadas por el equipo directivo de Telefónica Móviles y facilitadas por Telefónica

Análisis de Descuento de Flujos de Caja

Credit Suisse también ha preparado un análisis basándose en el método de descuento de flujos de caja para el conjunto de Telefónica y de Telefónica Móviles. Para dicho análisis, Credit Suisse ha utilizado proyecciones financieras basándose en Información pública disponible y ha elaborado un "consensus". En este caso, Credit Suisse ha asumido un rango de tasas de coste de capital medio ponderado de 9,25% a 9,75% para Telefónica y de 9,75% a 10,25% para Telefónica Móviles y un rango de tasas de crecimiento a perpetuidad de 1,0% a 2,0% para Telefónica y de 2,0% a 3,0% para Telefónica Móviles (NB: para la realización de este análisis, 198 precios de Telefónica Móviles han sido ajustados por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción):

	Telefónica		Telefónica Móviles ⁽¹⁾		Ecuación de Canje Implícita ⁽²⁾
DCF Grupo	€12,53	€16,96	€8,61	€10,73	0,687 - 0,632

Nota: Precios no ajustados por dividendos de €0,250 por acción de Telefónica y de €0,205 por acción de Telefónica Móviles que serán abonados antes del cierre de la fusión puesto que el impacto en las relaciones de canje no es significativo.

- (1) El precio de Telefónica Móviles está ajustado por el dividendo extraordinario de €0,435 por acción.
- (2) Número de acciones de Telefónica por cada acción de Telefónica Móviles.

Posibles Beneficios

Credit Suisse ha mantenido conversaciones con Telefónica en relación a las posibles sinergias que Telefónica estima que podrían crearse como resultado de la fusión, principalmente relacionadas con ahorros de costes y reducción de inversiones (especialmente relacionadas con sistemas informáticos e infraestructuras). Teniendo en cuenta las posibles sinergias que puedan surgir de la operación en base a las hipótesis de Telefónica, la ecuación de canje ofrecida de 0,800 estaría dentro del rango de relaciones de canje calculado bajo todas las metodologías mencionadas en los párrafos anteriores.

Anexo II

*Este anexo debe ser leído junto con el informe de
KPMG Auditores, S.L. de fecha 10 de mayo de 2006)*

Con el asesoramiento financiero de Morgan Stanley, Telefónica Móviles realizó los correspondientes trabajos de evaluación de Telefónica y Telefónica Móviles a efectos de la operación de fusión proyectada y, sobre la base de los mismos y previa negociación con Telefónica, decidió las condiciones económicas de la fusión.

Adicionalmente, Telefónica Móviles contrató a Morgan Stanley y Lehman Brothers para la emisión de sendas opiniones (“fairness opinion”) en relación con esta operación.

En ejecución de sus trabajos en relación con la preparación de sus opiniones (“fairness opinion”), Morgan Stanley y Lehman Brothers llevaron a cabo diversos análisis de valoración de las sociedades participantes en la fusión.

A continuación se resumen, de forma separada, dichos análisis.

1 Resumen de los análisis de valoración de Morgan Stanley

A continuación se incluye un breve resumen de los análisis financieros relevantes realizados por Morgan Stanley en el marco de la preparación de su opinión (“fairness opinion”) de fecha de 29 de marzo de 2006. Algunos de estos resúmenes de análisis financieros incluyen información presentada en forma de tablas. Al objeto de entender totalmente los análisis financieros realizados por Morgan Stanley, las tablas deben leerse junto con el texto de cada resumen. Las tablas por sí solas no constituyen una descripción completa de los análisis financieros.

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 periodos 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
<i>Telefónica Móviles:</i> 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
<i>Telefónica:</i> 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 - €15,20 y €9,30 - €10,82, 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:

Periodo	Cotización de Telefónica (€)	Cotización de Telefónica Móviles (€)	Ecuación de canje	Cotización Implícita de Telefónica Móviles ⁽¹⁾	
				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-marzo-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)					
2006 E	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 al 28 de marzo de 2006.

(2) Dividendo por acción de €0,205 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.

2 Resumen de los análisis de valoración de Lehman Brothers

A continuación se incluye un resumen de los análisis financieros relevantes realizados por Lehman Brothers en relación con la presentación de su opinión al Consejo de Administración de Telefónica Móviles.

Determinados aspectos de este resumen incluyen información presentada en forma de tablas. Con objeto de comprender plenamente los análisis financieros realizados por Lehman Brothers deberán leerse las tablas junto con el texto de cada resumen. Las tablas individualmente consideradas no constituyen una descripción completa de los análisis financieros. En consecuencia, los análisis a que se hace referencia en las tablas y que se describen a continuación deberán tomarse en consideración como un todo.

La toma en consideración de una parte de tales análisis y de los factores a considerar, sin tomar en cuenta todos los análisis y factores, podría originar una visión errónea o incompleta del proceso subyacente a la opinión de Lehman Brothers.

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/O2, 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 Latinoamérica: 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 21 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 objetivo "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 ajustado 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	Coeficiente Medio
Últimos 12 meses	1,46
Últimos 6 meses	1,43
Último mes	1,33
Desde la Oferta de Telefónica (16-mar-2006)	1,21

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.