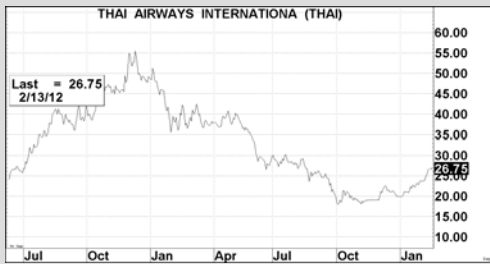




THAI

(Thai Airways International PCL.)
Sector: Transportation

เบญจพล สุทธิวินิจ research@kks.co.th



Business Description

ดำเนินการขนส่งผู้โดยสาร สินค้า และไปรษณีย์ภัณฑ์ทางอากาศทั้งในประเทศและระหว่างประเทศในฐานสายการบินแห่งชาติ ดำเนินการที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งทางอากาศในลักษณะหน่วยธุรกิจ ได้แก่ การบริการซ่อมบำรุงอากาศยาน การบริการลูกค้าภาคพื้น การบริการลานจอดและอุปกรณ์ภาคพื้น การบริการพาณิชย์สินค้าและไปรษณีย์ภัณฑ์ และการบริการครัวการบิน

Stock Information (ข้อมูล ณ 6 /01/ 2011)

ทุนจดทะเบียน (ล้านบาท)	17,000.00
ทุนจดทะเบียนชำระแล้ว (ล้านบาท)	16,989.00
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	10.00
นโยบายจ่ายเงินปันผล	ไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของกำไรสุทธิ
PE (X)	n.a.
P/BV (X)	0.85
Book Value (บาท)	35.35
Market Cap. (ล้านบาท)	58,389.15
Free Float (%)	48.96
SAA Consensus (บาท)	28.06

Sector Information

P/E (X)	n.a.
P/BV (X)	0.76

www.kks.co.th

คำแนะนำ	ขาย
Fair Value'55 (Bt)	21.00
Closed Price (Bt)	26.75
Down-side Risk	21.50%
Dividend Yield 55F	0.93%
CGR 2010	

ธุรกิจการบินยังมีปัจจัยเสี่ยงจาก (1) การแข่งขันที่รุนแรงจากกลุ่มสายการบินจากกลุ่มประเทศในตะวันออกกลาง ซึ่งมีความได้เปรียบจากต้นทุนในการดำเนินงานที่ต่ำกว่า (2) แนวโน้มต้นทุนเชื้อเพลิงที่ยังอยู่ในระดับสูง แม้บริษัทจะมีแผนรองรับจากการทำ Hedging ไปแล้วกว่า 72% รวมทั้งมีการปรับประสิทธิภาพของกองบิน แต่การลดลงของปริมาณการใช้น้ำมันยังไม่มีความสำคัญต่อผลประกอบการ นอกจากนี้เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังสถานการณ์น้ำมันในประเทศเริ่มคลี่คลาย รวมทั้งตอบรับข่าวการฟื้นตัวของผลประกอบการ Q1/55 จนทำให้ปัจจุบันราคาหุ้นสูงกว่าเมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาค รวมทั้งสูงกว่าราคาเป้าหมายเราถึง 21.5% ทำให้เราปรับคำแนะนำจาก "ถือ" เป็น "ขาย"

คาดปี 54 บริษัทขาดทุน 5,527 ล้านบาท จาก Cabin Factor ที่ลดลง โดยเฉพาะใน Q4/54

คาดผลประกอบการ Q4/54 ดีกว่าที่คาดเบื้องต้น แต่เราเชื่อว่ายังมีผลขาดทุนจาก Cabin Factor ที่ลดลงเหลือเพียง 65% นอกจากนี้ราคาน้ำมันเครื่องบินที่เพิ่มขึ้นกว่า 31%yoy ยังเป็นปัจจัยลบต่อผลการดำเนินงาน คาด Q4/54 บริษัทจะมีผลขาดทุนจากการดำเนินงานปกติ 1,588 ล้านบาท ลดลงเมื่อเทียบกับผลประกอบการใน Q4/53 และ Q3/54 ที่มีกำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 1,299 ล้านบาท และ 148 ล้านบาท ตามลำดับ

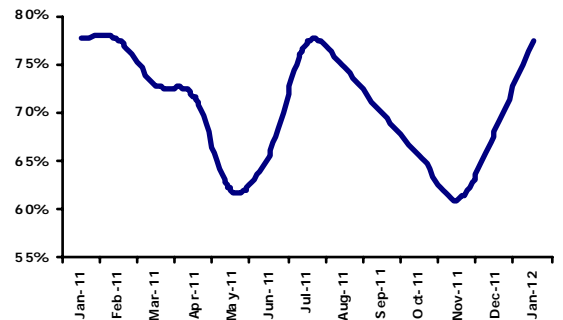
ภาพรวมคาดผลประกอบการปี 2554 จะมีผลขาดทุน 5,527 ล้านบาท ลดลงจากผลประกอบการปี 2553 ที่มีกำไรสุทธิ 15,350 ล้านบาท ผลประกอบการขาดทุนส่วนหนึ่งมาจากผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มากถึง 2,455 ล้านบาท ด้านผลการดำเนินงานในปี 2554 ได้รับปัจจัยลบจาก (1) การอ่อนตัวลงของ Cabin Factor โดยเฉพาะใน Q4/54 ที่ Cabin Factor อ่อนตัวลดลงเหลือ 65% ทำให้ Cabin Factor เฉลี่ยทั้งปี 2554 อยู่ที่ 70.3% ลดลง 4.4%yoy (2) ราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นกว่า 40%yoy แม้บริษัทจะมีการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงไว้ส่วนหนึ่ง แต่ภาพรวมยังทำให้ต้นทุนเชื้อเพลิงของบริษัทเพิ่มขึ้นกว่า 35%yoy

คาดกำไรจากการดำเนินงาน Q1/55 ฟื้นตัวตาม Cabin Factor ขณะที่ระยะยาวเรายังมีความเสี่ยงจากธุรกิจการบินที่แข่งขันกันรุนแรง และต้นทุนเชื้อเพลิงที่ยังอยู่ในระดับสูง

แนวโน้มผลประกอบการฟื้นตัวใน Q1/55 เชื่อว่าจะเห็นผลประกอบการกลับมาทำกำไรสุทธิอีกครั้ง โดยปัจจุบัน Cabin Factor ในเดือน ม.ค. จนถึงสัปดาห์แรกของเดือน ก.พ. 55 เฉลี่ยอยู่ที่ 77.5% ฟื้นตัวอย่างชัดเจนจากเดือน พ.ย. และ ธ.ค. 54 ที่มี Cabin Factor ในระดับ 61% และ 68% ตามลำดับ ขณะที่ยอดจองตัวในเดือน ก.พ. - เม.ย. 55 อยู่ที่ระดับ 75% 60% และ 55% ตามลำดับ ซึ่งถือว่าสถานการณ์ปัจจุบันดีกว่าเมื่อเทียบกับยอดจองในช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อน



Cabin Factor



อย่างไรก็ตามเรายังให้น้ำหนักต่อความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนเชื้อเพลิงที่ยังอยู่ในระดับสูง แม้ว่าบริษัทจะมีแผนรองรับจาก (1) การปรับประสิทธิภาพของกองบินจากรับเครื่องบินใหม่เข้ามา 12 ลำ (ตั้งเป้าขายออก 11 ลำ) ในปี 2555 (2) การทำ Hedging ซึ่งปัจจุบันบริษัททำสัญญาป้องกันความเสี่ยงไปแล้วกว่า 72% ของปริมาณน้ำมันที่ใช้ในปี 55 แต่เรามองว่ายังไม่มีความสำคัญต่อต้นทุนเชื้อเพลิง (บริษัทเชื่อว่าจะใช้ น้ำมันลดลง 1.2%yoy เท่านั้นจากการปรับประสิทธิภาพของกองบิน)

นอกจากนี้ภาวะการแข่งขันที่รุนแรงของธุรกิจการบิน โดยเฉพาะการแข่งขันทางด้านราคาจากสายการบินในกลุ่มประเทศตะวันออกกลาง จะทำให้ THAI เสียเปรียบในด้านการแข่งขัน เนื่องจากสายการบินจากตะวันออกกลางมีความได้เปรียบจากต้นทุนในการดำเนินงานที่ต่ำกว่า

ปรับคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ขาย” หลังราคาหุ้นสะท้อนการฟื้นตัวของผลประกอบการ Q1/55

ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 33% จากราคาปิด ณ สิ้นปี 2554 หลังปัญหาน้ำมันท่วมคลี่คลาย รวมทั้งเป็นการตอบรับเชิงบวกที่มีต่อการฟื้นตัวของผลประกอบการ Q1/55 ที่คาดว่าบริษัทจะมีกลับมาดีกว่าจากการดำเนินงานอีกครั้ง

โดยราคาหุ้น THAI ในปัจจุบันมี PBV เพียง 0.72 เท่า เท่านั้น เรามองว่าสอดคล้องกับ ROE ที่ระดับ 4% ซึ่งยังต่ำกว่าเมื่อเทียบกับสายการบินในภูมิภาคที่มี ROE เฉลี่ยอยู่ที่ 12% ราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้ปัจจุบัน THAI มี PER ที่สูงถึง 17 เท่า สูงกว่าอุตสาหกรรมที่มี PER เฉลี่ยที่ 14 เท่า ขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันอยู่สูงกว่าราคาเป้าหมายถึง 21.5% (เราประเมินราคาเป้าหมายในปี 2555 ไว้ที่ 21 บาท) ทำให้เราปรับคำแนะนำจาก “ถือ” เป็น “ขาย”



ตารางเปรียบเทียบผลประกอบการรายปี

Profit & Loss				
FY Ended December	2009	2010	2011F	2012F
Sales	161,603	180,589	190,983	205,367
Costs of Sales	93,919	105,424	122,462	131,487
Gross profit	67,684	75,165	68,520	73,880
SG&A	58,740	65,032	72,551	68,539
EBIT	8,943	10,132	-4,031	5,340
Depre. & amort'n	21,023	20,236	19,942	20,778
EBITDA	29,967	30,369	15,911	26,118
Interest expense	5,738	5,166	4,855	4,166
Other income	1,743	3,193	3,497	3,563
Pre-tax profit (loss)	4,940	8,417	-5,105	4,737
Corporate Tax	691	2,125	-2,345	1,239
After-tax profit	4,248	6,292	-2,759	3,498
Extraordinary Items	0	0	-258	0
Minority interest	72	48	55	56
Net profit	7,344	15,350	-5,527	3,442
Norm. net profit	4,176	6,243	-2,814	3,442

Balance Sheet				
FY Ended December	2009	2010	2011F	2012F
Cash & ST Investments	14,650	38,229	11,510	3,224
Current Assets	47,288	78,301	54,614	49,560
Fixed Assets	224,406	215,459	219,519	249,367
Total Assets	271,694	293,760	274,133	298,927
S/T loan	0	0	0	5,000
Current Portion of Debt	25,490	23,155	9,500	0
Current Liabilities	80,452	80,736	67,952	67,847
LT Debt	129,410	123,125	121,625	141,625
Total Liabilities	218,450	210,850	196,968	217,420
Paid-up Capital	16,989	21,828	21,828	21,828
Retained Earnings	18,620	32,775	24,519	28,806
Total Equity	53,244	82,910	77,164	81,507

Cash Flow Statement				
FY Ended December	2009	2010	2011F	2012F
Net Profit	7,344	15,350	-5,527	3,442
Depre./Amortization	21,023	20,236	19,942	20,778
Change in work's cap	-4,303	-4,604	-2,160	1,162
Other non-cash items	4,459	-2,714	2,510	56
Operating Cash Flow	28,523	28,268	14,765	25,438
CAPEX	-16,428	-9,581	-23,550	-50,000
Free cash flows	12,095	18,687	-8,785	-24,562
New shares issued	0	0	0	0
Net financing cash flows	-7,085	3,979	-17,883	16,344
Net cash flows	6,966	23,375	-26,719	-8,287

Financial Ratio				
FY Ended December	2009	2010	2011F	2012F
Profitability Ratio (%)				
Gross Margin	41.88	41.62	35.88	35.97
EBITDA Margin	18.54	16.82	8.33	12.72
EBIT Margin	5.53	5.61	-2.11	2.60
ROE	13.79	18.51	-7.16	4.22
ROA	2.70	5.23	-2.02	1.15
ROCE	4.02	7.45	-2.78	1.54

Cash Cycle (Days)				
Collection Days	34.10	33.94	33.94	33.94
Inventory Days	23.76	23.79	23.79	23.79
Payment Days	14.67	12.84	12.84	12.84
Net Cash Cycle Days	43.19	44.90	44.90	44.90

Liquidity Ratio (x)				
Current Ratio	0.59	0.97	0.80	0.73
Quick Ratio	0.51	0.88	0.68	0.60

Leverage Ratios (x)				
Liability/ Equity	4.10	2.54	2.55	2.67
Int.-bearing Debt/Equity	2.91	1.76	1.70	1.80
Interest Coverage	1.56	1.96	-0.83	1.28
Debt Service Coverage	0.96	1.07	1.11	6.27

Percentage Growth (%)				
Sales Growth	-19.25	11.75	5.76	7.53
EBITDA Growth	120.04	1.34	-47.61	64.15
Normalized Profit Growth	-133.10	49.50	-145.08	-222.31
Net Profit Growth	-134.35	109.02	-136.01	-162.27
EPS Growth	-134.35	62.69	-136.01	-162.27

Per/Share Data (Bt)				
EPS	4.32	7.03	-2.53	1.58
DPS	0.25	1.25	0.00	0.25
BV	31.34	37.98	35.35	37.34
EV	155.33	123.35	116.99	126.36

Multiplier (x)				
PE	6.19	3.80	-10.56	16.96
P/BV	0.85	0.70	0.76	0.72
EV/EBITDA	8.81	8.87	16.05	10.56
Dividend yield (%)	0.93	4.67	0.00	0.93

ที่มา : ข้อมูลบริษัท / KKS ประมาณการ



สำนักงานใหญ่ 500 อาคารอัมรินทร์ทาวเวอร์ ชั้น 7 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330 โทรศัพท์ 0-2680-2222 โทรสาร 0-2680-2233 Email: customerservices@kks.co.th	สาขาระยอง 125/1 ถนนจันทอุดม (ระยอง - บ้านค่าย) ตำบลเชิงเนิน อำเภอเมือง ระยอง 21000 โทรศัพท์ (038) 617-477-85 โทรสาร (038) 617-490 Email: rayong@kks.co.th	สาขาพิษณุโลก 169/ 2-3-4 ถนนบรมไตรโลกนาถ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์ (055) 243-060 โทรสาร (055) 259-455 Email: pitsanulok@kks.co.th
สาขาอโศก 209 อาคารเค ทาวเวอร์ ถนนสุขุมวิท 21 (อโศก) แขวงคลองเตยเหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110 โทรศัพท์ 0-2680-2900 โทรสาร 0-2680-2995 Email: asoke@kks.co.th	สาขานนทบุรี (สาขางามวงศ์วานเดิม) ชั้น 4 อาคารเลขที่ 68/30 - 32 หมู่ที่ 8 ตำบลบางกระสอบ อำเภอเมือง นนทบุรี 11000 โทรศัพท์ 0-2527-8744 โทรสาร 0-2965-4634 Email: ngamwongwan@kks.co.th	สาขาบางนา 1093/56 ชั้น 11 อาคารเซ็นทรัลซิตี้บางนา บางนา-ตราด กม.3 แขวงบางนา เขตพระโขนง กรุงเทพฯ 10260 โทรศัพท์ 0-2745-6458-66, โทรสาร 0-2745-6467 Email: bangna@kks.co.th
สาขาเชียงใหม่ 33 อาคารเกียรตินาคิน แยกช่วงสิงห์ ถนนเชียงใหม่-ลำปาง ตำบลช้างเผือก อำเภอเมือง เชียงใหม่ 50300 โทรศัพท์ (053) 220-751-54, (053) 220-760 โทรสาร (053) 220-763, (053) 220-765 Email: chiangmai@kks.co.th	สาขาสมุทรสาคร 1400 / 98-101 ถนนเอกชัย ตำบลมหาชัย อำเภอเมือง สมุทรสาคร 74000 โทรศัพท์ (034) 837-246-64, (034) 427-123-5 โทรสาร (034) 423-565, (034) 837-255 Email: smutsakorn@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 200 อาคารจุลดิศหาดใหญ่พลาซ่า ชั้น 4 ห้อง 414-424 ถนนนิพัทธ์อุทิศ 3 ตำบลหาดใหญ่ อำเภอ หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 354-747-51 โทรสาร (074) 239-515 Email: haadyai@kks.co.th
สาขาขอนแก่น 9/2 ถนนประชาสโมสร ตำบลในเมือง อำเภอเมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์ (043) 337-700-10 โทรสาร (043) 337-721 Email: khonkaen@kks.co.th	สาขาชลบุรี 7/18 หมู่ที่ 4 ถนนสุขุมวิท ตำบลห้วยกะปิ อำเภอเมือง ชลบุรี 20130 โทรศัพท์ (038) 384-931-43 โทรสาร (038) 384-794 Email: chonburi@kks.co.th	สาขาหาดใหญ่ 2 (Mini Branch) 20/1 ถนนราษฎร์ยี่สิบ ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์ (074) 209-837-40 โทรสาร (074) 209-841 Email: haadyai@kks.co.th

คำแนะนำการลงทุนบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน

คำอธิบาย และ หลักเกณฑ์

ซื้อ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 10% ขึ้นไป
ถือ	มูลค่าเหมาะสม สูงกว่า ราคาตลาดไม่ถึง 10% หรือ ต่ำกว่า ราคาตลาดไม่เกิน 5%
ขาย	มูลค่าเหมาะสม ต่ำกว่า ราคาตลาดตั้งแต่ 5% ขึ้นไป
ซื้อเก็งกำไร	มูลค่าเหมาะสม เท่ากับ / ต่ำกว่า / สูงกว่า ราคาตลาด แต่นักวิเคราะห์ประเมินว่า หลักทรัพย์จะมีประเด็นบวกที่อาจจูงจูงราคาหุ้นระยะสั้น

การเปิดเผยส่วนได้เสียของบล.เกียรตินาคิน กับ หลักทรัพย์ในบทวิเคราะห์

รายละเอียด	มี	ไม่มี
1) การเป็นผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์		✓
2) การทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน		✓
3) การรับค่าตอบแทนอื่นๆ		✓

คำชี้แจง : คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐาน พิจารณาจากส่วนต่าง (Upside) ของราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าที่เหมาะสมที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ประเมินได้เป็นหลัก ทั้งนี้ คำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์ทางปัจจัยพื้นฐานอาจจะ "เหมือน" หรือ "แตกต่าง" กับคำแนะนำการลงทุนในบทวิเคราะห์ทางเทคนิคด้วย นักลงทุนต้องพิจารณาคำแนะนำการลงทุนของบทวิเคราะห์อย่างรอบคอบเพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะการลงทุนของท่าน ก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer (Fundamental Report)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ เกียรตินาคิน จำกัด บนพื้นฐานข้อมูลซึ่งพิจารณาแล้วว่ามีที่น่าเชื่อถือและ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์และที่ปรึกษาการลงทุนมิอาจยืนยันและรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวได้ แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรืออาจตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทฯจึงไม่รับรองต่อการนำเอาข้อมูล บทความ ความเห็น และ/หรือ บทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆซึ่งบทความดังกล่าวเป็นเพียงแนวคิดของผู้จัดทำเพื่อใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุน ดังนั้น นักลงทุนควรใช้ดุลพินิจอย่างรอบคอบในการพิจารณาลงทุน ทั้งนี้ บริษัทฯ ขอสงวนสิทธิ์ในการนำข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ไม่ว่าจะทั้งหมด หรือบางส่วน ไปทำซ้ำ หรือ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำเอกสารเผยแพร่ต่อสาธารณชนจะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทฯ ก่อน

Corporate Governance

ตราสัญลักษณ์	ช่วงคะแนน	ความหมาย	การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย IOD ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน ทั้งนี้ IOD ทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ "ดี" ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ "ดี" "ดีมาก" และ "ดีเลิศ" อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากวันดังกล่าวทั้งนี้บริษัทหลักทรัพย์เกียรตินาคินจำกัดมิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลการสำรวจ
	90 - 100	ดีเลิศ	
	80 - 89	ดีมาก	
	70 - 79	ดี	
	60 - 69	ดีพอใช้	
	50 - 59	ผ่าน	
ไม่มีตราสัญลักษณ์	ต่ำกว่า 50	N/A	

นักวิเคราะห์ด้านพื้นฐาน

ธริศา ชัยสุนทรโยธิน	tarisa.cha@kks.co.th
วิชชุดา ปลั่งมณี	wichuda_p@kks.co.th
เบญจพล สุทธิวณิช	benjaphol_s@kks.co.th
มินตรา รัตยาภาส	mintra@kks.co.th
อดิสรณ์ มุ่งพาลชล	adisorn_m@kks.co.th
ดิษฐานพ วัฒนเวดิน	dithanop_v@kks.co.th

นักวิเคราะห์ด้านกลยุทธ์และเทคนิค

อภิสิทธิ์ ลิ้มปรีชาสกุล	Apisit_I@kks.co.th
ณาติส ประเสริฐสกุล	Nasis.p@kks.co.th

ส่วนสนับสนุนข้อมูล

สมจิต วิรุฬห์ธานี	Research@kks.co.th
อังศุมาลิน คุ่มวงศ์	Angsumalin_k@kks.co.th
ปรียานุช ฉายานุเคราะห์	preeyanuch@kks.co.th

RESEARCH CALL CENTER 02 680 2111