7 OCTOBER 2025

EQUITY RESEARCH - IPO REPORT

FINANSIA
FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY

ONSEN RETREAT AND SPA GROUP ONSENS TB

THAILAND / TOURISM & LEISURE

จากออนเซ็นสู่แพลตฟอร์ม Social Wellness

TARGET PRICE	THB3.20
IPO PRICE	THB2.05

- เป็นออนเซ็น–สปาแบบ One-stop shop ภายใต้แบรนด์ Yunomori และ KLAI
- เน้นขยายสาขาถึงปี 2027 จากการพัฒนาโครงการ Social Wellness Hotel & Spa ที่ทองหล่อเพื่อยกระดับประสบการณ์และ ARPU
- ราคาเป้าหมาย 3.20 บาท (SOTP) คิดเป็น Implied P/E ปี 2028 เพียง 14.1 เท่า เมื่อเปิดให้ครบทุกโครงการ

เส้นทางการเติบโตของ ONSENS

ONSENS เริ่มจากความหลงใหลวัฒนธรรมออนเซ็นของผู้ก่อตั้ง จึงก่อตั้งบริษัทในปี 2011 และเปิดสาขาแรก Yunomori สุขุมวิท 26 ในปี 2012 ก่อนขยายสู่ภูมิภาคผ่านกิจการร่วมค้าในสิงคโปร์ในปี 2014 และเปิดสาขาพัทยาในปี 2016 พร้อมเปิดร้านอาหาร “Happy Rice” ต่อมาได้เปิดตัวแบรนด์ KLAI และเช่าที่ดินทองหล่อซอย 17 ระยะยาว 32 ปีเพื่อพัฒนาโครงการ Social Wellness Hotel & Spa โดยตั้งเป้าเปิดให้บริการใน 2Q27 ภาพรวมสะท้อนเส้นทางจากผู้บุกเบิกออนเซ็นในไทยสู่แพลตฟอร์ม Wellness ครบวงจรที่มีโครงการเรือธงรองรับการเติบโตระยะยาว

มีแบรนด์ที่เป็นเอกลักษณ์ อยู่ในทำเลที่มีศักยภาพ

ธุรกิจหลักแบ่งเป็นสองแบรนด์คือ Yunomori Onsen and Spa และ KLAI Spa เสริมด้วย F&B ภายใต้แบรนด์ Happy Rice และจำหน่ายสินค้าและของที่ระลึกที่ต่อยอดแบรนด์ผ่าน Collaboration ปัจจุบันมี Yunomori 4 สาขา (กรุงเทพ 2 แห่ง พัทยา และสิงคโปร์ภายใต้ JV โดยบริษัทถือ 49%) และ KLAI 1 สาขาที่เยาวราช ช่องทางรายได้หลักคือลูกค้า Walk-in, E-voucher/Onsen Pass และตัวแทนท่องเที่ยว ในช่วงปี 2021-2024 รายได้จากบริการออนเซ็นและสปาคิดเป็น 80%-87% ของรายได้รวม รายได้ F&B 12%-15% และการจำหน่ายสินค้า 1%-5% และใน 1H25 โครงสร้างยังคงใกล้เคียงเดิม

อุตสาหกรรมสปาไทยเป็นส่วนหนึ่งของเมกะเทรนด์

อุตสาหกรรมสปาไทยเป็นส่วนหนึ่งของเมกะเทรนด์ Wellness Economy ที่ขยายตัวเร็ว โดยไทยมีจุดแข็งด้าน Wellness Tourism และฐานดีมานด์จากนักท่องเที่ยว และรัฐผลักดัน Medical & Wellness Hub โครงสร้างการแข่งขันแบ่งเป็น 3 ชั้นได้แก่ โรงแรม/รีสอร์ตสปาระดับบน เชนสปาเมืองระดับองค์กร และผู้เล่นอิสระ ทำให้การแข่งขันเข้มข้น โดยเฉพาะเซกเมนต์ Premium mass อย่างไรก็ดี โมเดลออนเซ็น มีอุปสรรคด้านพื้นที่–ระบบ–และเทคโนโลยีสูงกว่าสปาทั่วไป เป็นอุปสรรคต่อผู้เล่นรายใหม่ ขณะที่ปัจจัยหนุนระยะยาวยังมาจากพฤติกรรมดูแลสุขภาพเชิงป้องกันและการเติบโตเชิงโครงสร้างของ Wellness

คาดกำไรสุทธิเติบโต 20% CAGR (2025E-28E) ประเมินราคาเป้าหมาย 3.20 บาท

เราคาดว่ารายได้และกำไรสุทธิของบริษัทเติบโต 15% และ 20% CAGR ในช่วงปี 2025E–2028E ตามลำดับ หนุนจากการเติบโตของสาขาเดิมและโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่เริ่มดำเนินการ 2Q27 เราประเมินราคาเป้าหมายที่ 3.20 บาท อิงวิธี SOTP โดยใช้ P/E ปี 2026E ที่ 22 เท่าสำหรับธุรกิจปัจจุบัน และอิง DCF สำหรับโครงการใหม่ มูลค่าดังกล่าวคิดเป็น Implied P/E ปี 2026 ที่ 24.8 เท่าและลดเหลือเพียง 14.1 เท่าในปี 2028 ที่โครงการดังกล่าวเปิดให้บริการเต็มปี

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	283	281	315	397
Net profit	33	23	39	46
EPS (THB)	0.15	0.08	0.13	0.15
vs Consensus (%)	-	-	-	-
EBITDA	57	55	91	117
Recurring net profit	33	23	39	46
Core EPS (THB)	0.15	0.08	0.13	0.15
Core EPS growth (%)	(23.5)	(49.0)	67.2	18.2
Core P/E (x)	13.5	26.6	15.9	13.4
Dividend yield (%)	-	1.5	2.5	3.0
EV/EBITDA (x)	4.8	6.1	5.1	4.5
Price/book (x)	1.8	1.5	1.5	1.4
Net debt/Equity (%)	9.9	(16.9)	(15.0)	(12.2)
ROE (%)	14.3	7.2	9.4	10.5

Sources: Bloomberg; FSSIA estimates

ONSENS’s IPO summary

	รายละเอียด
Pre-IPO shares	220.00 ล้านหุ้น
Share offering	80.0 ล้านหุ้น คิดเป็น 28.00% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO
Use of proceeds	1) ใช้เป็นเงินลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ทองหล่อในส่วนพื้นที่สำหรับให้บริการออนเซ็นและสปาและร้านค้า 2) ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน 3) สำรองไว้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
Financial advisor	บริษัท หลักทรัพย์ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
Lead Underwriter	บริษัท หลักทรัพย์ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

NOTE: FINANSIA SYRUS SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS A FINANCIAL ADVISOR AND LEAD UNDERWRITER OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF ONSEN RETREAT AND SPA GROUP PUBLIC COMPANY LIMITED

ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF ONSENS BUSINESS, SHOULD READ THE PROSPECTUS PREPARED BY FINANSIA SYRUS SECURITIES.

Jitra Amornthum
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

สารบัญ

ลักษณะการประกอบธุรกิจ 3
อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพและสปาเป็นเมกกะเทรนด์ 7
ผลการดำเนินงานทางการเงิน 9
ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ 13
ประเมินมูลค่าเหมาะสม 18
โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล 20
พัฒนาการและเป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน 21
ปัจจัยความเสี่ยง 24

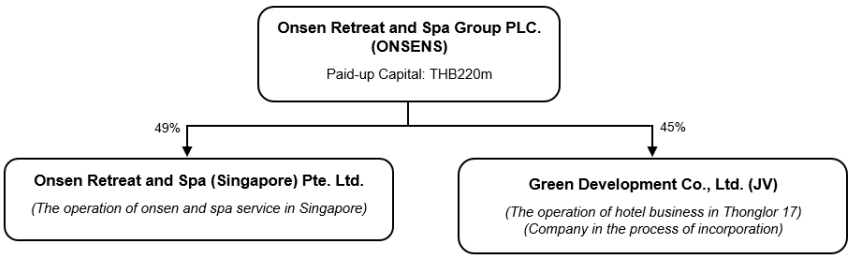
ลักษณะการประกอบธุรกิจ

บริษัท ออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ONSENS) ก่อตั้งในปี 2011 โดยคุณสมิทธิ์ เมฆอรุณกมลเป็นผู้ก่อตั้ง ด้วยความชื่นชอบในวัฒนธรรมการแช่ออนเซ็นของประเทศญี่ปุ่นของคุณสมิทธิ์เป็นจุดเริ่มต้นในการบุกเบิกวัฒนธรรมการแช่ออนเซ็นสไตล์ญี่ปุ่นมาผสมผสานกับบริการสปาไทยอย่างครบวงจรแห่งแรกในประเทศไทย ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มต้น 60 ล้านบาท โดยเปิดสาขาแรก “ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา” (Yunomori Onsen and Spa) บริเวณสุขุมวิท 26 ในปี 2012 ภายในโครงการ A Square ซึ่งเป็นย่านที่มีชาวญี่ปุ่นอาศัยอยู่เป็นจำนวนมาก

ต่อมาในปี 2014 บริษัทได้ร่วมทุนตั้งกิจการ ONSEN-SG ในสิงคโปร์เพื่อขยายตลาดสู่ภูมิภาคอาเซียน และได้จัดตั้งบริษัท ออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา กรุ๊ป จำกัด ขึ้นเพื่อรองรับการเติบโต โดยในปี 2016 ได้เปิดสาขาพัทยาและสาขาสิงคโปร์เพื่อให้บริการออนเซ็นและสปาภายใต้แบรนด์ Yunomori รวมถึงได้รับรางวัล Amazing Day Spa นับเป็นการสร้างชื่อเสียงในระดับสากล ก่อนที่จะมีการปรับโครงสร้างกิจการในปี 2018 โอนกิจการทั้งหมดเข้าสู่บริษัทปัจจุบัน พร้อมเปิดร้านอาหาร “Happy Rice” ภายในสาขา และลงทุนซื้อที่ดินในอำเภอคลองท่อม จังหวัดกระบี่ เพื่อพัฒนาพื้นที่แหล่งน้ำแร่ร้อนเค็มซึ่งเป็นเอกลักษณ์เฉพาะของไทย

ต่อมาในปี 2020 บริษัทได้เปิดสาขาสาทร 10 และได้รับรางวัล Top Rate จาก GoWabi ก่อนจะลดสัดส่วนการถือหุ้นใน ONSEN-SG เหลือ 49% ในปี 2021 เพื่อเพิ่มสภาพคล่องช่วงโควิด-19 และยังได้รับการรับรองมาตรฐานสปาอาเซียน (ASEAN Spa Service Standard) ปี 2021-2022 ในปี 2024 บริษัทได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน เพิ่มทุนเพื่อเตรียมเสนอขายหุ้น IPO และเปิดตัวแบรนด์ใหม่ “คลาย สปา” (KLAI) สาขาแรกที่เยาวราชในเดือน พ.ย. นอกจากนี้ ยังเช่าที่ดินย่านทองหล่อเพื่อพัฒนาโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่ประกอบด้วยสาขาออนเซ็นใหม่ พื้นที่เชิงพาณิชย์ ซึ่งดำเนินการโดย ONSENS และส่วนของโรงแรมซึ่งดำเนินการโดยบริษัทร่วมทุน (JV)

Exhibit 1: Company structure



Sources: ONSENS’s filing, FSSIA’s compilation

Exhibit 2: ONSENS's key milestones

Year	ONSENS's key milestones
2011	■ **จดทะเบียนจัดตั้งบริษัทออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา จำกัด** เมื่อวันที่ 10 พ.ค. 2011 ด้วยทุนจดทะเบียนเริ่มแรก 60 ล้านบาท โดยคุณคุณสมิทธิ์ เมฆอรุณกมล เพื่อดำเนินธุรกิจออนเซ็นและสปา
2012	■ เปิดให้บริการ **Yunomori** สาขาแรกที่สุขุมวิท 26 ภายในโครงการ A Square
2014	■ จัดตั้งกิจการร่วมค้า **Onsen Retreat And Spa (Singapore) Pte. Ltd. (ONSEN-SG)** ร่วมกับนักธุรกิจชาวสิงคโปร์ โดยบริษัทถือหุ้นในสัดส่วน 55% เพื่อดำเนินธุรกิจให้บริการออนเซ็นและสปาในประเทศสิงคโปร์
2016	■ ONSEN-SG เปิดให้บริการ Yunomori ในสิงคโปร์ ■ เปิดให้บริการ Yunomori สาขาพัทยา เป็นสาขาที่ 2 เมื่อวันที่ 26 ก.ย. 2016
2018	■ เปิดให้บริการร้านอาหารญี่ปุ่น **"Happy Rice"** สาขาแรกที่สุขุมวิท 26 ในเดือน ต.ค. 2018
2020	■ เปิดให้บริการ Yunomori สาขาที่ 3 ที่สาทร 10 ในเดือน ก.ค. 2020
2021	■ ลดสัดส่วนการถือหุ้นใน ONSEN-SG จาก 55% เป็น 49%
2024	■ เปิดให้บริการ **KLAI** สาขาแรกที่เยาวราชซึ่งเป็น Flagship store ในเดือน พ.ย. 2024 ■ เช่าที่ดินบริเวณทองหล่อซอย 17 ขนาดพื้นที่ 2 ไร่ เมื่อเดือน พ.ย. 2024 ภายใต้สัญญาเช่าระยะยาว 32 ปี เพื่อพัฒนาเป็นโครงการ **Social Wellness Hotel and Spa**
2025	■ ลงนามในสัญญาร่วมทุนจัดตั้งบริษัทจำกัดแห่งใหม่เพื่อประกอบธุรกิจโรงแรม บริเวณซอยทองหล่อ 17 กับบริษัท พีซีแอลบี แอสเสท จำกัด

Sources: ONSEN's filing, FSSIA's compilation

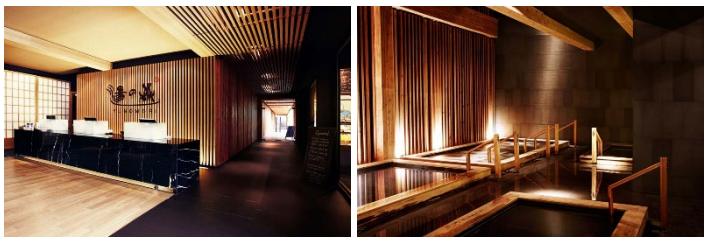
โครงสร้างรายได้

ONSENS ประกอบธุรกิจหลักในการให้บริการออนเซ็นและสปาเพื่อสุขภาพ ภายใต้ 2 แบรนด์หลัก คือแบรนด์ Yunomori Onsen and Spa ซึ่งให้บริการครบวงจรทั้งออนเซ็นและ Day spa และแบรนด์ KLAI Spa ซึ่งเป็น Day spa ที่เน้นการนวดแผนไทยโบราณพัฒนาสู่รูปแบบร่วมสมัย ภายใต้คอนเซ็ปต์ "Exotic & Friendly" ที่ย้ำเอกลักษณ์ความเป็นไทยผ่านดีไซน์สถานที่และวิธีการนวดเฉพาะของแบรนด์ รวมถึงธุรกิจอื่นเพื่อสนับสนุนธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งตั้งอยู่ภายในสาขาของ Yunomori และธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์

1. **แบรนด์ Yunomori Onsen and Spa** เป็นแบรนด์หลักและเป็นผู้บุกเบิกออนเซ็นสไตล์ญี่ปุ่นแห่งแรกในประเทศไทย จุดเด่นคือการผสมผสานวัฒนธรรมออนเซ็นแบบดั้งเดิมเข้ากับการนวดแผนไทย โดยลูกค้าสามารถใช้บริการบ่อออนเซ็นที่มีหลากหลายประเภท เช่น บ่อน้ำแร่ธรรมชาติ บ่อเจ็ตบาธ บ่อซิลค์บาธ รวมถึงห้องซาวน่าและสตีม อีกทั้งยังมีบริการสปาในรูปแบบ Day spa ที่ครอบคลุมตั้งแต่นวดไทย นวดอโรม่า นวดประคบสมุนไพร ไปจนถึงทรีตเมนต์ความงามต่าง ๆ นอกจากนี้ Yunomori ยังมอบประสบการณ์ครบวงจรด้วยสิ่งอำนวยความสะดวก เช่น ร้านอาหาร "Happy Rice" ห้องพักผ่อน และสวนหินธรรมชาติ

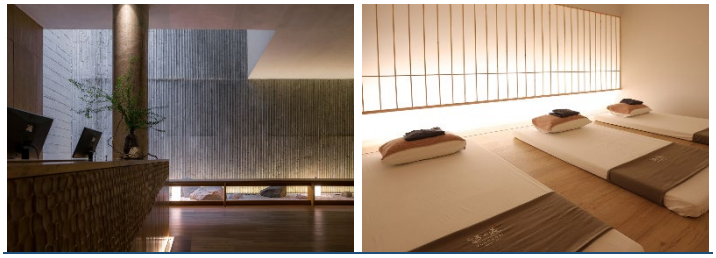
   ณ สิ้น 2Q25 ONSENS มีสาขา Yunomori 4 แห่ง คือสุขุมวิทซอย 26 สาทรซอย 10 พัทยา และสิงคโปร์ สาขาที่สิงคโปร์เป็นการร่วมทุนกับกลุ่มนักธุรกิจชาวสิงคโปร์ โดยบริษัทถือหุ้น 49.0%

Exhibit 3: Yunomori Onsen and Spa Sukhumvit 26



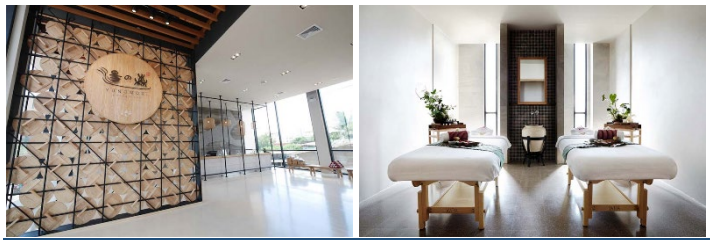
Source: ONSENS's website

Exhibit 4: Yunomori Onsen and Spa Sathorn 10



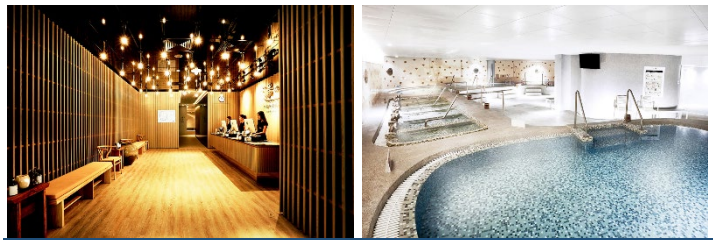
Source: ONSENS's website

Exhibit 5: Yunomori Onsen and Spa Pattaya



Source: ONSENS's website

Exhibit 6: Yunomori Onsen and Spa Singapore



Source: ONSENS's website

2. **แบรนด์ KLAI Spa** เป็นธุรกิจ Day spa เน้นนวดไทยเชิงบำบัดที่พัฒนาจาก "ฤาษีดัดตน" และองค์ความรู้ "เส้นประธานสิบ" สู่ทรีตเมนต์เฉพาะแบรนด์ เช่น นวดคลาย ยืดคลาย เหยียบคลาย คลายเส้น คบร้อนคลาย คลายเท้า ขัดคลาย ตลอดจนบริการเสริมอย่าง "แช่คลาย" และ "อบคลาย" ด้วยสมุนไพรไทย เป้าหมายคือยกระดับมรดกภูมิปัญญาไทยสู่สากลด้วยสไตล์บริการที่นุ่มนวลและเป็นมิตร

   บริษัทเปิดสาขา Flagship แห่งแรกที่เยาวราชเมื่อวันที่ 23 พ.ย. 2024 มี 28 ห้องทรีตเมนต์ ปัจจุบันยังคงมี 1 สาขา บริษัทมุ่งขยายไปทำเลขนาดเล็ก–กลาง เช่น ห้าง โรงแรม และย่านการค้าต่างๆ เพื่อเข้าถึงลูกค้ากว้างขึ้น

Exhibit 7: KLAI Spa Yaowarat

Source: KLAI Thai Spa's website

3. **ธุรกิจจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่ม แบรนด์ "Happy Rice"** เป็นร้านอาหารญี่ปุ่นโฮมเมด อยู่ภายในทุกสาขาของ Yunomori เพื่อรองรับลูกค้าที่มาใช้บริการออนเซ็นและสปา ดังนั้น ปัจจุบันจึงมี 4 ร้านที่สุขุมวิทซอย 26 สาทรซอย 10 พัทยา และสิงคโปร์

4. **ธุรกิจจำหน่ายสินค้าและของที่ระลึก** เช่น ยูกาตะ ผ้าพันคอ ร่ม กระติกน้ำ แก้วกาแฟ หมอน และอื่นๆ มีการจัดกิจกรรม และการทำ Collaboration กับศิลปิน คาแรคเตอร์ "น้องมะม่วง" และ "Greenie & Elfie" เพื่อสร้างเอกลักษณ์สินค้าและส่งเสริมการขาย

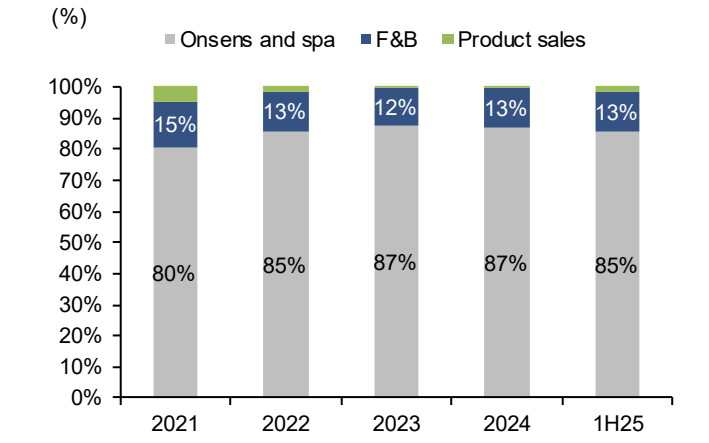
โครงสร้างรายได้

รายได้จากบริการออนเซ็นและสปาทั้งจากแบรนด์ Yunomori และ KLAI เป็นรายได้หลักของบริษัท โดยในช่วงปี 2021-2024 มีสัดส่วน 80%-87% ของรายได้รวม ส่วนรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มมีสัดส่วน 12%-15% และรายได้จากการขายสินค้าที่ระลึกและสินค้าประเภทของใช้มีสัดส่วน 1%-5% สำหรับโครงสร้างรายได้ในงวด 1H25 ยังคงเดิม คือรายได้จากบริการออนเซ็นและสปามีสัดส่วน 85% รายได้จากการขายอาหารและเครื่องดื่มมีสัดส่วน 13% และรายได้จากการขายสินค้ามีสัดส่วน 2% ของรายได้รวม

ในด้านช่องทางการจำหน่าย บริษัทมี 2 ช่องทางการจำหน่ายหลัก ได้แก่ 1) การจำหน่ายให้กับลูกค้าโดยตรง ซึ่งเป็นช่องทางหลัก โดยมีทั้งการขายแบบ Offline สำหรับลูกค้าประเภท Walk-in, E-Voucher, Onsen Pass และแบบ Online ผ่านเว็บไซต์ของบริษัท และ 2) การจำหน่ายผ่านตัวแทนจำหน่าย เช่น บริษัททัวร์ โรงแรม และผู้ประกอบการด้านท่องเที่ยว เพื่อจัดหานักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาใช้บริการของบริษัท ช่วยลดความผันผวนและขยายฐานลูกค้า

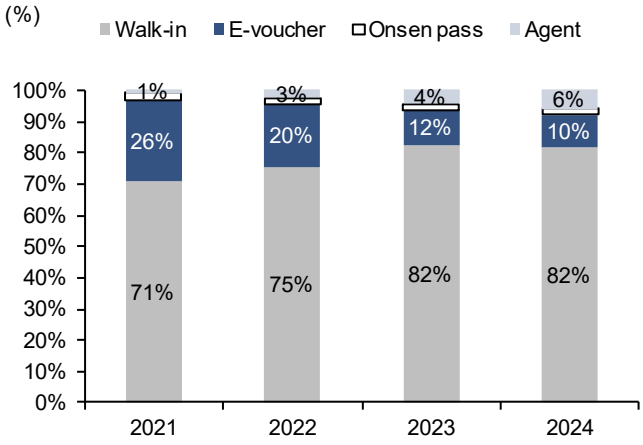
ทั้งนี้ ลูกค้าประเภท Walk-in เป็นแหล่งรายได้หลัก มีสัดส่วน 71%-82% ของรายได้รวมในระหว่างปี 2021-2024 ส่วนลูกค้า E-voucher ได้แก่กลุ่มลูกค้าที่ร่วมงานอีเว้นท์ที่เกี่ยวกับการท่องเที่ยว มีสัดส่วนต่อรายได้รวม 10%-26% ขณะที่รายได้ที่มาจากการขายผ่านตัวแทนจำหน่ายมีสัดส่วนเพียง 1%-6%

Exhibit 8: Revenue breakdown by service



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 9: Revenue breakdown by distribution channel



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพและสปาเป็นเมกกะเทรนด์

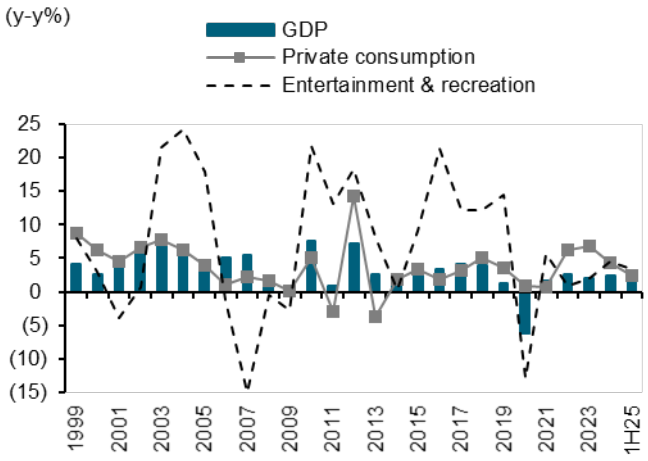
อุตสาหกรรมสปาในไทยเป็นส่วนหนึ่งของ “Wellness Economy” ที่เติบโตเร็วมาก จากข้อมูลของ Global Wellness Institute (GWI) พบว่าในปี 2023 ตลาด Wellness ในประเทศไทยมีมูลค่ารวมประมาณ USD4.05 หมื่นล้านเหรียญ (+28.4% y-y) เป็นอันดับ 1 ของโลกด้านอัตราเติบโตในบรรดา 25 ประเทศที่มีตลาดขนาดใหญ่ โดยมีหมวด Wellness tourism เป็นตัวขับเคลื่อนหลัก ด้วยมูลค่า USD1.23 หมื่นล้านเหรียญ (+119.5% y-y) จากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวด้าน Wellness เฉลี่ย USD1,735 ต่อทริป (สูงกว่าคนไทยที่ USD367 ต่อทริป อย่างมาก) สำหรับหมวดสปามีมูลค่าประมาณ USD1.56 พันล้านเหรียญ (+9.4% y-y) ติดอันดับ 18 ของโลกในหมวดนี้ สะท้อนบทบาทของไทยในฐานะจุดหมายปลายทางการพักผ่อนเชิงสุขภาพระดับสากล

สปาไทยยังพึ่งแรงขับเคลื่อนจากการท่องเที่ยว ในปี 2024 ไทยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามามากกว่า 35 ล้านคน เกินเป้าของการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) ซึ่งเป็นแรงหนุน Demand ของสปาและร้านนวดทั่วประเทศ โดยเฉพาะในจังหวัดแหล่งท่องเที่ยว ได้แก่ กรุงเทพ พัทยา ภูเก็ต เชียงใหม่ อย่างไรก็ดี ในช่วง 8M25 จำนวนนักท่องเที่ยวปรับลดลง 7.2% y-y เหลือ 21.9 ล้านคน และหน่วยงานรัฐได้ปรับคาดการณ์ทั้งปีลงจาก 37 ล้านคน เป็น 33 ล้านคน สะท้อนวัฏจักรฟื้นตัวที่ชะลอระยะสั้นและทำให้ธุรกิจสปาที่พึ่งพานักท่องเที่ยวต่างชาติมีความผันผวนมากกว่ากลุ่มที่มีฐานลูกค้าเป็นคนไทย เช่น ONSENS KLAI หรือ Day spa อื่นๆ ในเมือง

แม้ว่าในฝั่ง Demand คือจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติโดยเฉพาะชาวจีนอาจมี Downside risk จากการเดินทางเข้าไทยที่ชะลอในปี 2025 ขณะที่ต้นทุนแรงงานและการขาดแคลนเทอราพิสต์ทักษะสูงยังเป็นคอขวดของการขยายสาขา ซึ่งทำให้ผู้ประกอบการที่พึ่งพารีสอร์ตสปาในเมืองท่องเที่ยว มีความผันผวนตามฤดูกาลมากกว่า Day spa ในเมือง อย่างไรก็ดี Upside จะมาจากนโยบายรัฐที่ผลักดันไทยเป็น Medical & Wellness Hub การเปิดเส้นทางบินเพิ่ม การยกระดับมาตรฐานบริการให้รองรับตลาด Premium และนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวด้วยนโยบายฟรีวีซ่า (Free visa) สำหรับนักท่องเที่ยวจากประเทศต่างๆ ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยส่งเสริมอุตสาหกรรม Wellness และสปาของไทยให้กลับสู่โมเมนตัมเติบโตใกล้เคียงปี 2024 ได้เร็วขึ้น

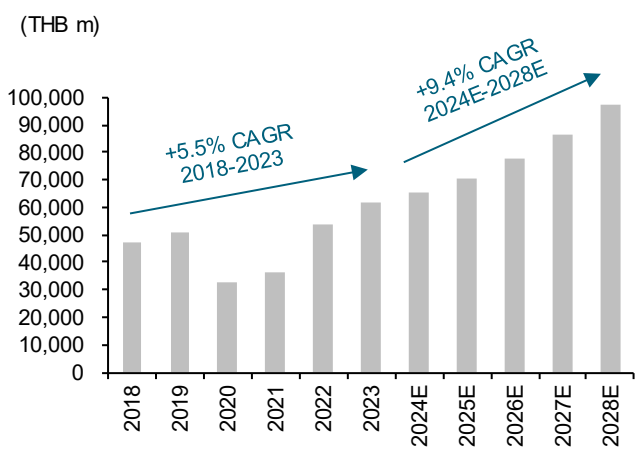
ในรอบ 10 ปีที่ผ่านมา (ปี 2015-2024) การจับจ่ายใช้สอยด้านความบันเทิง ศิลปะ และการพักผ่อนขยายตัวเฉลี่ย 7.0% ต่อปี สูงกว่าการบริโภคภาคเอกชนทั่วไปที่ขยายตัวเฉลี่ย 3.6% และ GDP ที่เติบโตเฉลี่ยปีละ 1.8% และจากการคาดการณ์ของ Market Line อุตสาหกรรมสปาในประเทศไทยในช่วงปี 2024-2028 จะเติบโตเฉลี่ยในอัตรา 9.4% CAGR สูงกว่าในช่วง 5 ปีก่อนหน้านั้นที่ขยายตัวเฉลี่ย 5.5% CAGR ซึ่งสะดุดเพราะโควิด-19 ปัจจัยที่หนุนการเติบโตของธุรกิจเชิงสุขภาพและ Wellness/spa คือการที่ผู้บริโภคยุคปัจจุบันหันมาใส่ใจในการดูแลสุขภาพมากขึ้น ต้องการผลิตภัณฑ์และบริการที่เสริมสร้างสุขภาพและป้องกันโรคเพิ่มมากขึ้น และต้องการหาประสบการณ์ที่ตอบโจทย์ไลฟ์สไตล์ในปัจจุบัน

Exhibit 10: Thailand’s GDP, consumption, and recreation



Sources: NESDC, FSSIA’s compilation

Exhibit 11: Market value of spa in Thailand



Sources: Market Line, ONSENS’s filing, FSSIA’s compilation

วิสัยทัศน์ระดับชาติ: Thailand as a Medical & Wellness Hub

รัฐบาลผลักดันเศรษฐกิจสุขภาพให้เป็น “เครื่องยนต์ใหม่” พร้อมตั้งเป้าให้ไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (Medical & Wellness Hub) ครอบคลุมทั้ง Wellness/สปา การแพทย์ การศึกษา และผลิตภัณฑ์สุขภาพ และยกระดับประเทศไทยให้เป็น “จุดหมายปลายทางสุขภาพของโลก” (นโยบายต่อเนื่องจากแผน 2017-2026 และมีกรอบยุทธศาสตร์ฉบับถัดไป 2025-2034 ที่ผลักดันเศรษฐกิจสุขภาพเต็มรูปแบบ) ภายใต้การขับเคลื่อนของกระทรวงสาธารณสุขและหน่วยงานท่องเที่ยวของรัฐ นอกจากนี้ ภาครัฐยังผลักดัน “แพทย์แผนไทยและการแพทย์ทางเลือก” ให้เป็นส่วนหนึ่งของ Soft power และสร้างฐานบุคลากรของอุตสาหกรรมสปา ทั้งในแผนพัฒนา 5 ปีของกระทรวงสาธารณสุขที่มุ่งหนุน Wellness Tourism และเน้นโครงการยกระดับทักษะและการแข่งขันวิชาชีพนวดของกระทรวงแรงงาน ซึ่งช่วยเพิ่มอุปทานเทอราพิสต์มาตรฐานสูงเข้าสู่ภาคธุรกิจ แก้ปัญหาการขาดแคลนเทอราพิสต์ที่เป็นคอขวดเรื้อรังในอุตสาหกรรม

ผู้ประกอบการมีจำนวนมาก

อุตสาหกรรมสปาของไทย ในเบื้องต้นแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ 1) ลักชัวรี รีสอร์ต โรงแรมสปา แข่งขันด้วยแบรนด์ ทำเล และแพ็กเกจรวมที่พัก 2) เชนสปาในเมืองระดับองค์กรที่ขยายสาขาเชิงรุกและสร้างมาตรฐานการบริการ และ 3) ผู้ประกอบการอิสระ เดย์สปา ร้านนวดรายย่อย ที่กระจายตัวสูงตามแหล่งชุมชน แข่งขันด้านราคาและทำเล

อุตสาหกรรมสปาในไทยจึงมีผู้เล่นจำนวนมาก มีสินค้าทดแทนหลากหลาย ราคามักโปร่งใสผ่านแพลตฟอร์มและการรีวิว ทำให้การแข่งขันทั้งราคา โปรโมชั่น และแพ็กเกจ มีความเข้มข้น โดยเฉพาะกลุ่ม Premium mass ในเมืองใหญ่และ Hub ท่องเที่ยวต่างๆ ลูกค้าสามารถเทียบราคาและพิจารณาจากรีวิวข้ามแบรนด์ได้ง่าย ความภักดีต่อแบรนด์จึงขึ้นกับประสบการณ์ ทำเลที่ตั้ง และความสะดวกในการเดินทาง นอกจากนี้ การเข้ามาในตลาด Day spa ถือว่าไม่ยาก แต่การยกระดับขึ้นสู่ “องค์กรหรือเชน” ต้องใช้ทุน มาตรฐาน และแบรนด์ ส่วนโมเดลออนเซ็นมีอุปสรรคด้านพื้นที่ ระบบควบคุมคุณภาพ และเทคโนโลยีที่สูงกว่าสปาทั่วไป ช่วยกีดกันคู่แข่งรายเล็กที่ต้องการเข้าสู่ตลาดนี้ได้บ้าง

แม้ว่าอุตสาหกรรม Wellness/สปาจะมีผู้ประกอบการจำนวนมาก มีการแข่งขันสูงโดยเฉพาะในตลาด Premium mass ในเมืองใหญ่ ในระยะสั้น (ปี 2025) มีแรงกดดันจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชะลออยู่บ้าง แต่ผู้ประกอบการที่มีพอร์ตผสมทั้ง Day spa ในเมืองและโปรแกรมออนเซ็น จะยืนหยัดได้ดีกว่า และในระยะยาว อุตสาหกรรมนี้ถือเป็นการเติบโตเชิงโครงสร้างที่ไม่ขึ้นกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (Secular growth) จากกระแส Wellness และการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพที่ไม่เพียงดึงดูดนักท่องเที่ยวต่างชาติเท่านั้น แต่ผู้คนในท้องถิ่นให้ความสนใจมากขึ้นในการดูแลรักษาสุขภาพเชิงป้องกัน และต้องการประสบการณ์ที่แตกต่าง ดังนั้น เราเห็นว่าผู้ประกอบการที่สามารถสร้างความแตกต่างเชิงประสบการณ์ควบคู่กับการบริการที่ได้มาตรฐาน และสร้างรายได้แบบ Ecosystem โดยมีทั้งบริการอาหารและเครื่องดื่ม สินค้าลิขสิทธิ์ กิจกรรมเวิร์กช็อป และระบบสมาชิก จะช่วยลดปัจจัยฤดูกาลและยืดระยะเวลาการใช้บริการต่อครั้งได้

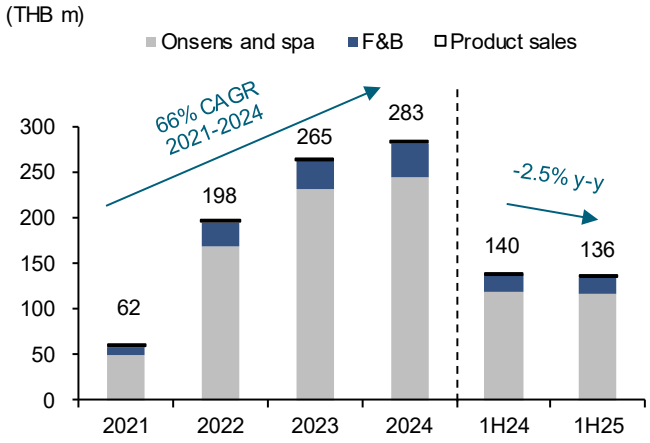
ผลการดำเนินงานทางการเงิน

ภาพรวมรายได้ของ ONSENS ฟื้นตัวชัดเจนหลังโควิด-19 โดยในปี 2021 บริษัทเปิดดำเนินการได้เพียง 7 เดือนเพราะยังถูกกระทบจากการล็อกดาวน์ในระหว่างเดือน พ.ค.-ก.ย. และผู้บริโภคบางส่วนยังมีความระมัดระวังในการใช้บริการ ทำให้รายได้จากการให้บริการรวมในปี 2021 อยู่ที่ 62.0 ล้านบาท ก่อนจะเพิ่มขึ้นเป็น 197.7 ล้านบาทในปี 2022 (+218.7% y-y) หลังจากบริษัทเปิดให้บริการเต็มปี และรัฐบาลประกาศเปิดประเทศเต็มรูปแบบด้วยการยกเลิกระบบ Test & Go เมื่อวันที่ 1 พ.ค. 2022 และประกาศให้โรคโควิด-19 เป็นโรคประจำถิ่นในเดือน ก.ค. 2022 ทำให้นักท่องเที่ยวเริ่มกลับเข้ามาเที่ยวไทยและประชาชนในประเทศกลับมาใช้ชีวิตเป็นปกติมากขึ้น รายได้รวมยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเป็น 265.4 ล้านบาทในปี 2023 (+34.2% y-y) จากการที่ลูกค้าเข้ามาใช้บริการมากขึ้น และประเทศจีนกลับมาเปิดประเทศ ในปี 2024 รายได้ของบริษัทเพิ่มต่อเนื่องเป็น 283.1 ล้านบาท (+6.7% y-y) และชะลอลงเล็กน้อยเป็น 136.4 ล้านบาทในช่วง 1H25 (-2.5% y-y) สะท้อนแรงกดดันจากเศรษฐกิจในประเทศและนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง 4.7% y-y ในช่วงครึ่งปีแรก

รายได้หลักยังเป็นบริการออนเซ็นและสปาซึ่งคิดเป็น 86.6% ของรายได้รวมในปี 2024 และ 85.3% ในงวด 1H25 หรือเติบโตจาก 49.9 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 245.3 ลานบาทในปี 2024 จากฐานลูกค้าที่แข็งแรง ผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือนเพิ่มต่อเนื่องจาก 13,220 คนในปี 2021 เป็น 26,075 คนในปี 2024 แม้ลดลงเล็กน้อยเป็น 24,541 คนในงวด 1H25 ตามภาวะการจับจ่ายใช้สอยในประเทศและจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชะลอ แต่อัตราค่าบริการเฉลี่ยต่อหัวในงวด 1H25 ที่ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 791 บาท จาก 781 บาทในงวด 1H24 ช่วยพยุงรายได้ของธุรกิจออนเซ็นและสปาใน 1H25 ให้ชะลอเพียงเล็กน้อย -2.3% y-y เป็น 116.4 ล้านบาท

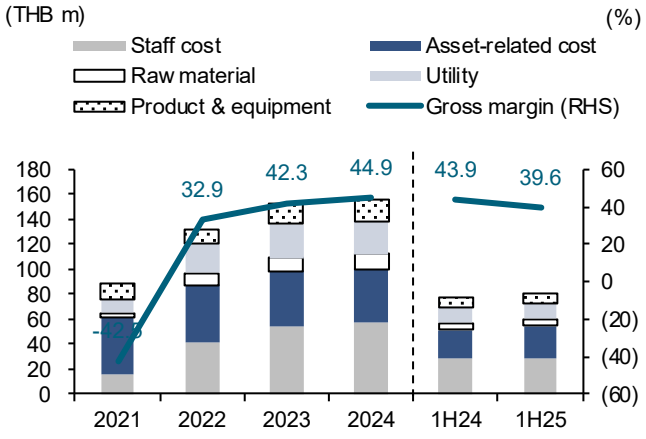
ทั้งนี้ รายได้จากบริการออนเซ็นและสปาทั้งหมดมาจากแบรนด์ Yunomori ทั้ง 3 สาขา (สุขุมวิทซอย 26 สาทรซอย 10 และพัทยา) จนกระทั่งในปี 2024 บริษัทเปิดให้บริการแบรนด์ KLAI ที่เยาวราชในเดือน พ.ย. ทำให้ในงวด 1H25 รายได้จากแบรนด์ KLAI เข้ามามีสัดส่วน 2% ของรายได้จากธุรกิจออนเซ็นและสปา

Exhibit 12: Revenue structure



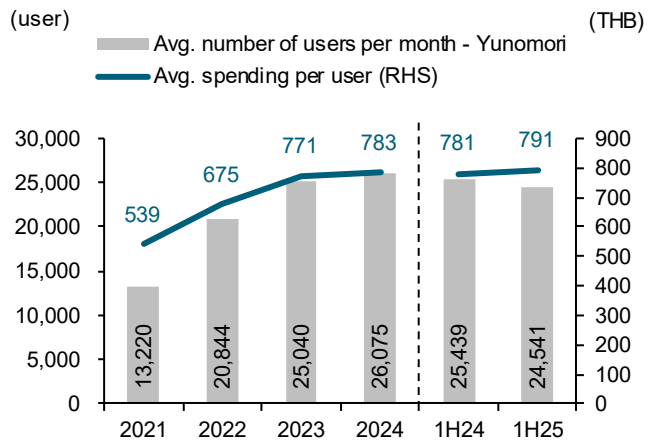
Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 13: Cost of service and gross margin



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 14: Users of onsen and spa and spending per user



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

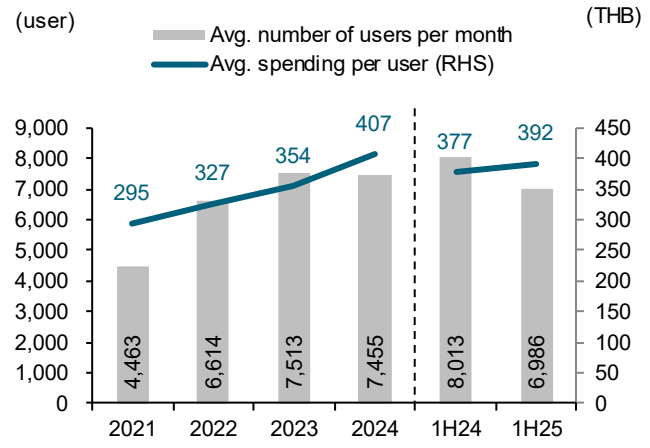
Exhibit 15: Revenue from onsen and spa

Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

ด้านรายได้จากการขายอาหารและเครื่องดื่มเติบโตสม่ำเสมอจาก 9.2 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 36.5 ล้านบาทในปี 2024 แต่ชะลอลงเล็กน้อย -2.6% y-y เป็น 17.6 ล้านบาทใน 1H25 ตามจำนวนลูกค้า F&B ที่ลดลง ส่วนรายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ยังมีสัดส่วนน้อยเมื่อเทียบกับรายได้รวม คงระดับที่ 1–3 ล้านบาทต่อปี และอยู่ที่ 1.2 ล้านบาทใน 1H25

ภาพรวมใน 1H25 สะท้อนอุปสงค์ของบริการที่ยังได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ซบเซาอยู่บ้าง แต่ถือว่าธุรกิจของ ONSENS ดีกว่าหลายอุตสาหกรรม เห็นได้จากรายได้รวมที่ปรับลดลงเพียง 2.5% y-y แม้จะมีการปรับราคาค่าสปาบางรายการในระหว่างปี 2023 และปรับราคาค่าบริการออนเซ็นปลายปี 2024 แต่ไม่กระทบจำนวนผู้ใช้บริการมากนัก

Exhibit 16: User of F&B and spending per user



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 17: Revenue from F&B

Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

ในด้านต้นทุนขายและบริการ ประมาณ 36%-37% เป็นต้นทุนที่เกี่ยวกับพนักงาน อีกประมาณ 27%-30% เป็นต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สิน (ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ค่าเช่า ค่าซ่อมบำรุง) นอกนั้นเป็นค่าสาธารณูปโภค ค่าผลิตภัณฑ์และอุปกรณ์สำหรับให้บริการ และต้นทุนวัตถุดิบ ในปี 2021 ถึง 1H25 ต้นทุนขายและบริการของบริษัทอยู่ในช่วง 64%-68%

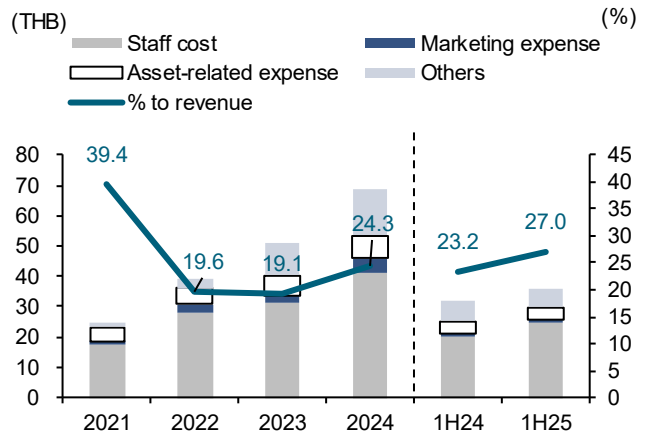
อัตรากำไรขั้นต้นในปี 2021 ที่ติดลบ 42.5% เนื่องจากบริษัทไม่สามารถดำเนินธุรกิจได้ถึง 5 เดือน (ในระหว่างเดือน พ.ค.-ก.ย.) แต่ต้องแบกรับภาระต้นทุนคงที่ อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทกลับมาเปิดให้บริการเป็นปกติ อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวสูงขึ้นเป็น 32.9% ในปี 2022 เป็น 42.3% ในปี 2023 และเป็น 44.9% ในปี 2024 สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นในงวด 1H25 ลดลงเป็น 39.6% เนื่องจากค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงานเพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขา KLAI ตั้งแต่เดือน พ.ย. 2024

ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้รวมมีสัดส่วน 19%-24% ในระหว่างปี 2022-2024 (แบ่งเป็นค่าใช้จ่ายในการขาย 5%-6% และค่าใช้จ่ายในการบริหาร 14%-19%) สำหรับสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงถึง 39.4% ในปี 2021 เป็นเพราะฐานรายได้ที่ต่ำผิดปกติ และในงวด 1H25 เพิ่มขึ้น 13.6% y-y เป็น 36.2 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วน 27.0% ของรายได้รวม จากค่าใช้จ่ายทางการตลาดประชาสัมพันธ์แบรนด์ใหม่ KLAI การเพิ่มขึ้นของผู้บริหารและพนักงานเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต และค่าใช้จ่ายในการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทส่วนใหญ่เป็นดอกเบี้ยที่เกิดจากหนี้สินตามสัญญาเช่า โดยเฉพาะสัญญาเช่าที่ดินและอาคารสำหรับออนเซ็นและสปา ดอกเบี้ยดังกล่าวเพิ่มขึ้นในปี 2023 จากการต่อสัญญาเช่าฉบับใหม่ของออนเซ็นสาขาสุขุมวิท และเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2024 จากสัญญาเช่าของสาขาใหม่ KLAI ในช่วงปลายปี ขณะที่ดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากเงินกู้สถาบันการเงินมีจำนวน 7.4 ล้านบาทในปี 2021 และลดลงต่อเนื่องตามการทยอยชำระคืนเงินกู้ จนเหลือเพียง 2.2 ล้านบาทใน 1H25

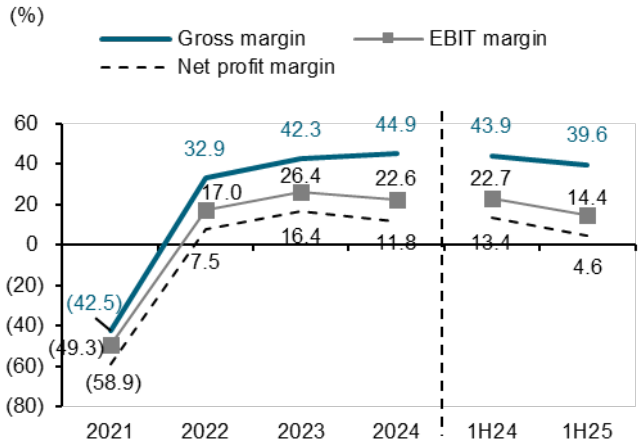
จากรายได้และต้นทุนค่าใช้จ่ายดังกล่าว ONSENS จึงมีผลขาดทุนสุทธิ 36.5 ล้านบาทในปี 2021 และพลิกเป็นกำไรสุทธิ 14.8 ล้านบาทในปี 2022 กำไรดีขึ้นก้าวกระโดด 194.7% y-y เป็น 43.5 ล้านบาทในปี 2023 ก่อนจะปรับลดลง 23.5% y-y ในปี 2024 เป็น 33.3 ล้านบาทจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มสูงขึ้น และในงวด 1H25 กำไรสุทธิลดลง 66.4% y-y เป็น 6.2 ล้านบาท สอดคล้องกับภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซาและจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลง สวนทางต้นทุนและรายจ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขาแบรนด์ใหม่ปลายปี 2024

Exhibit 18: Selling and administrative expense



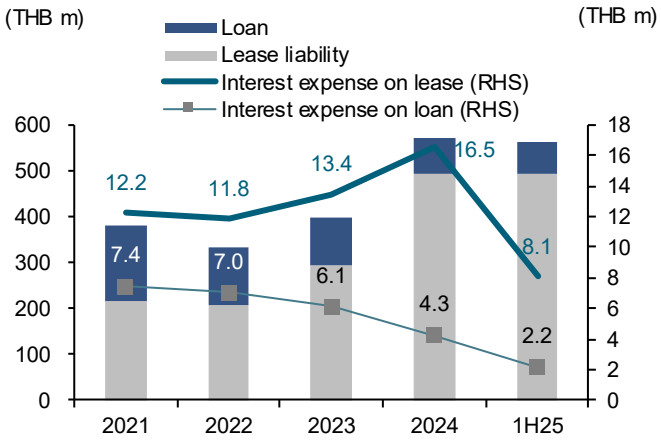
Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 19: Margins



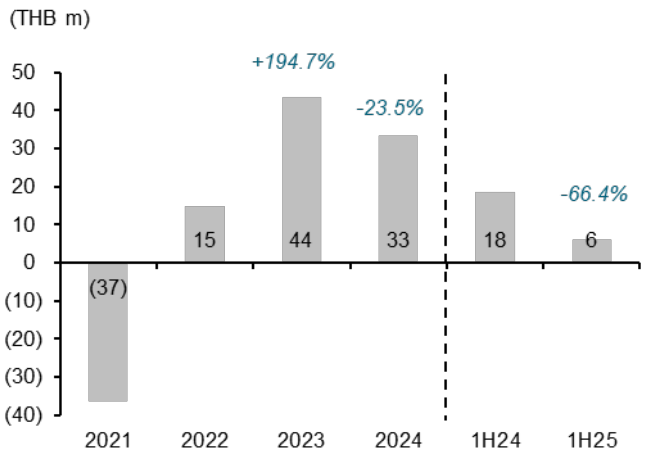
Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 20: Debt and interest expense



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 21: Net profit



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

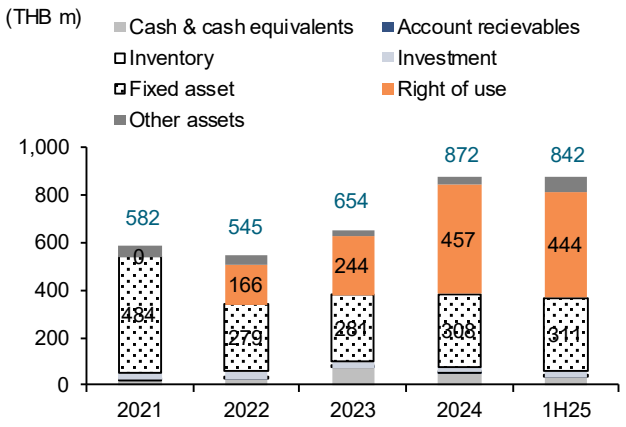
โครงสร้างเงินทุนแข็งแกร่ง

ONSENS มีโครงสร้างเงินทุนที่แข็งแกร่ง สินทรัพย์รวมของ ONSENS เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 582.3 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 871.6 ล้านบาทในปี 2024 โดยกว่า 80% ของสินทรัพย์เป็นที่ดิน อาคารและส่วนปรับปรุง และสัญญาเช่าที่ดินและอาคารของออนเซ็นและสปา ซึ่งเพิ่มขึ้นตามการขยายสาขา

บริษัทมีเงินลงทุนในบริษัทร่วมค้า 1 แห่งคือ Onsen Retreat And Spa (Singapore) Pte. Ltd. (ONSEN-SG) ปัจจุบันถือหุ้น 49.0% คิดเป็นเงินลงทุน 22.8 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q25 หรือ 2.7% ของสินทรัพย์รวม

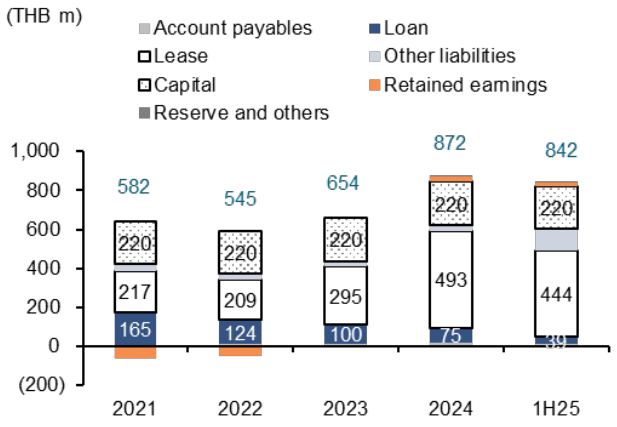
ในส่วนของหนี้สิน มีสัดส่วน 67%-73% ของสินทรัพย์รวมในช่วงปี 2021-1H25 โดยหนี้สินหลักกว่า 50% เป็นหนี้สินตามสัญญาเช่าซึ่งเพิ่มขึ้นตามการต่ออายุสัญญาเช่าที่ดินและอาคารของออนเซ็นและสปา ในขณะที่เงินกู้จากสถาบันการเงิน มีจำนวนลดลงอย่างต่อเนื่องจากการทยอยชำระคืนเงินกู้ จาก 165.1 ล้านบาทในปี 2021 เหลือ 75.4 ล้านบาทในปี 2024 และลดลงเหลือ 66.5 ล้านบาทใน 1H25

Exhibit 22: Assets



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 23: Liabilitites and equities

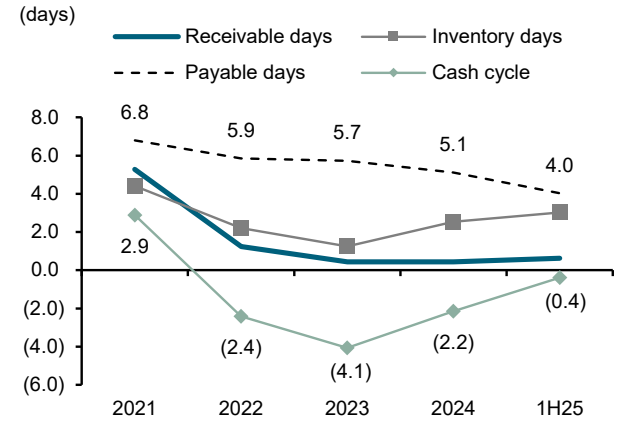


Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

บริษัทมี IBD/EBITDA ต่ำเพียง 0.8 เท่าในปี 2024 และ 1H25 ต่ำกว่าเงื่อนไขของสถาบันการเงินที่กำหนดให้ไม่เกิน 4.0 เท่า อย่างมาก และมีความสามารถในการชำระหนี้ (Debt service coverage ratio - DSCR) 2.0 เท่าในปี 2024 และ 3.1 เท่าใน 1H ตามเงื่อนไขที่สถาบันการเงินกำหนดให้ไม่ต่ำกว่า 1.25 เท่า

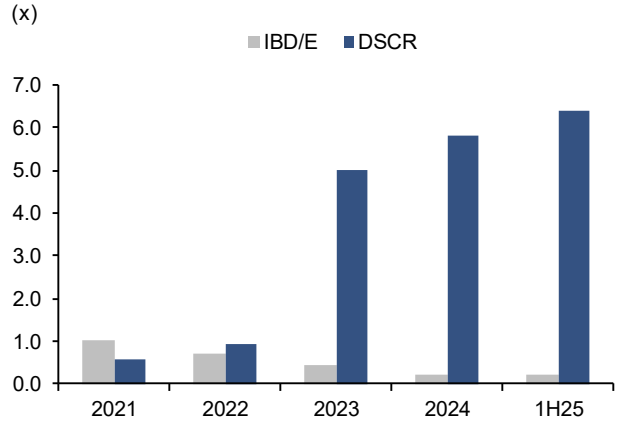
ONSENS มี Working-capital efficiency ที่แข็งแรงมาก โมเดลหน้าร้านและการจองของ ONSENS เป็นรับเงินสดหรือบัตรเครดิต และไม่มีนโยบายให้เครดิตเทอมแก่ลูกค้าที่เข้ามาใช้บริการ ทำให้ระยะเวลาเก็บหนี้สั้นมาก ในขณะที่บริษัทได้รับเครดิตเทอมจากคู่ค้า ทำให้วงจรเงินสดติดลบตั้งแต่ปี 2022 ถึง 1H25 แสดงถึงสภาพคล่องที่สูงมาก

Exhibit 24: Efficiency ratios



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

Exhibit 25: IBD/E and debt service coverage ratios



Sources: ONSENS's filing, FSSIA's compilation

ประเด็นการลงทุน และคาดการณ์ผลประกอบการ

แกนของธุรกิจมีความแข็งแกร่ง และครบวงจร

รายได้ของ ONSENS พึ่งพาบริการออนเซ็นและสปาเป็นแกนหลัก (ประมาณ 85% ของรายได้ในปี 2024-1H25) เสริมด้วย F&B (Happy Rice) และสินค้า Collaboration กับศิลปิน ทำให้ประสบการณ์ครบจบในที่เดียวเด่นชัดขึ้น ถือเป็นโมเดล Ecosystem ที่เพิ่มการใช้จ่ายต่อครั้งและความถี่กลับมาใช้บริการ จุดเด่นคือโครงสร้างออนเซ็น เสริมด้วยนวดไทยและทรีตเมนท์ที่หลากหลาย ยากต่อการเลียนแบบในเชิงสถานที่ มาตรฐาน และบุคลากร ซึ่งช่วยกีดกันการแข่งขันทางด้านราคาในเซกเมนต์ Premium mass ได้ดีขึ้นเมื่อเทียบกับ Day spa ทั่วไป

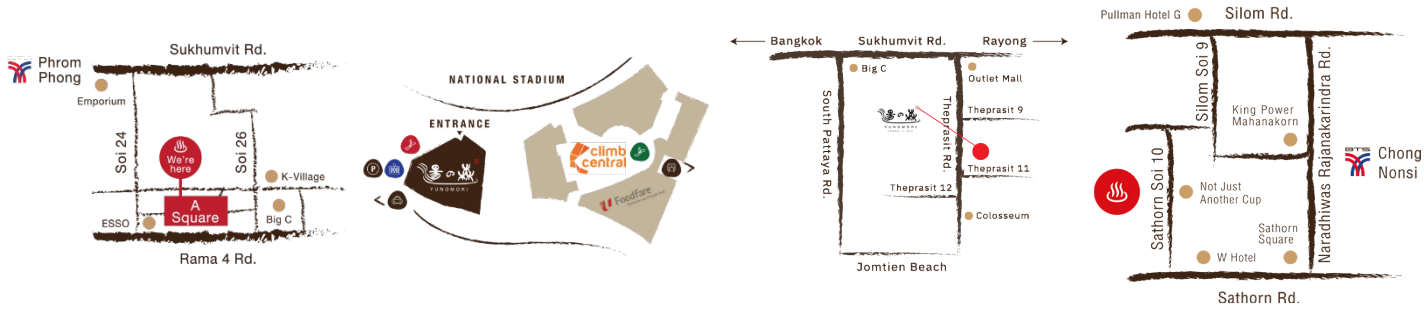
ทีมผู้บริหารมีประสบการณ์และความรู้อย่างลึกซึ้งในธุรกิจมายาวนานกว่า 12 ปี

ผู้ก่อตั้งบริษัทคือคุณสมิทธิ์ เมฆอรุณกมล มีความหลงใหลในวัฒนธรรมการแช่ออนเซ็นของญี่ปุ่น ประกอบกับความตั้งใจในการถ่ายทอดศาสตร์การนวดของไทยไปสู่ระดับสากล ร่วมกับคุณเพชร คงแสงไชย ที่ได้นำความรู้ด้านวิศวกรรมและเครื่องกลมาใช้ในการออกแบบและพัฒนาระบบบ่อออนเซ็นของบริษัทให้มีคุณภาพและได้มาตรฐาน ความรู้และประสบการณ์ในธุรกิจออนเซ็นแบบครงวงจรที่สั่งสมมานานกว่า 12 ปี ร่วมกับทีมผู้บริหารมืออาชีพท่านอื่น จึงมีความเข้าใจถึงความต้องการของลูกค้า เข้าใจในสภาพการแข่งขันของอุตสาหกรรมเป็นอย่างดี ทีมผู้บริหารให้ความสำคัญกับรายละเอียดของบริการในทุกด้าน ทำให้บริษัทได้รับความไว้วางใจจากลูกค้ามาอย่างยาวนาน

แบรนด์เป็นเอกลักษณ์ เป็นที่จดจำของลูกค้า ทำเลที่ตั้งอยู่ในพื้นที่ที่มีศักยภาพ

Yunomori วางตำแหน่งในกลุ่ม Premium mass ระหว่างสปาโรงแรมกับร้านนวดทั่วไป สร้างความต่างด้วยประสบการณ์ออนเซ็นสไตล์ญี่ปุ่นที่มีบ่อหลายชนิดและได้มาตรฐาน พร้อมยึดการบริการด้วยใจ ในขณะที่ KLAI คือเดย์สปาแนวไทยร่วมสมัย เน้นการนวดเพื่อสุขภาพเป็นหลัก ภายใต้แนวคิด “Exotic & Friendly” ยกระดับศาสตร์ “ฤาษีดัดตน” และ “เส้นประธานสิบ” เป็นทรีตเมนต์เฉพาะแบรนด์ ทำให้แบรนด์ของบริษัทมีความชัดเจน มีเอกลักษณ์ และเป็นที่จดจำของลูกค้าและคนทั่วไป นอกจากนี้ ทำเลที่ตั้งของแต่ละแบรนด์และแต่ละสาขาอยู่ในย่านใจกลางเมืองหรือ CBD ที่สะดวกต่อการเดินทาง จึงได้รับความนิยมทั้งจากชาวไทยและชาวต่างชาติ นอกจากนี้ ปัจจุบันบริษัทมีสาขาในต่างจังหวัดเพียงแห่งคือพัทยา ซึ่งเป็นเมืองท่องเที่ยวสำคัญของประเทศ สาขาทั้งหมดถือว่าตั้งอยู่ในพื้นที่ที่มีศักยภาพ

Exhibit 26: Strategic location



Source: ONSENS’s website

คุณภาพบ่อออนเซ็น

แม้ว่าประเทศไทยจะไม่มีการกำหนดมาตรฐานคุณภาพความสะอาดของน้ำสำหรับธุรกิจสปา แต่บริษัทนำข้อกำหนดของ Singapore Aquatic Facility ซึ่งเป็นมาตรฐานคุณภาพและความสะอาดของน้ำในระบบสปาของประเทศสิงคโปร์ มาปรับใช้ มีการควบคุมระดับคลอรีนและความเป็นกรด-ด่าง มีการตรวจสอบทุก 4 ชั่วโมง ระบบบ่อออนเซ็นของบริษัทใช้เทคโนโลยีระบบการหมุนเวียนน้ำและกรองน้ำที่ได้มาตรฐาน ในส่วนของน้ำแร่สำหรับบ่อออนเซ็น บริษัทจัดหามาจากแหล่งน้ำแร่ร้อนธรรมชาติจากจังหวัดกาญจนบุรี ซึ่งเป็นแหล่งน้ำแร่ใต้ดินที่มีแร่ธาตุหลายชนิด นอกจากนี้ บริษัทยังพัฒนาน้ำแร่ของตัวเองด้วยสูตรผสมจากแร่ธาตุอื่น ใบชา และน้ำมันหอมระเหยกลิ่นต่างๆ เป็น Signature ของบริษัท สร้างความแตกต่างและสร้างจุดขาย

แผนขยายสาขาชัดเจน

ONSENS มีแผนขยายสาขาที่ชัดเจนถึงปี 2027 โดยมีเป้าหมายการเปิดโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่ทองหล่อซอย 17 ซึ่งรวมสปา พื้นที่รีเทล และโรงแรม สร้าง Mix of recurring / contracted incomes และ Synergy ระหว่างแบรนด์ในเครือ รวมถึงแผนการขยายแบรนด์อื่น เช่น KLAI และแบรนด์ใหม่ที่อยู่ระหว่างการพัฒนาจำนวน 7 สาขา อีกทั้งบริษัทยังมีที่ดินน้ำแร่ร้อนเค็ม คลองท่อม กระบี่ (ยูนีคในเอเชีย) เพื่อพัฒนาเป็นจุดหมาย Wellness เชิงธรรมชาติในเฟสถัดไป โดยคาดว่าจะเริ่มดำเนินการพัฒนาภายในปี 2028-2030 ขณะเดียวกัน บริษัทเร่งวางระบบเทคโนโลยี (RFID cashless, real-time reservation, CRM) เพื่อเพิ่ม Utilization/Turnover ต่อเตียงและต่อเทอราพิสต์ และยกระดับการทำการตลาดเชิงข้อมูล เมื่อประกอบกับโครงสร้างรายได้หลักจากบริการออนเซ็นและสปาที่มีสัดส่วนสูงและมีมาร์จิ้นสูงกว่าธุรกิจ F&B และการจำหน่ายสินค้า ตลอดจนแรงส่งจากการท่องเที่ยวและเมกะเทรนด์สุขภาพ ONSENS จึงวางอยู่บน “แบรนด์ที่แข็งแกร่ง ทำเลดี สร้างประสบการณ์ที่แตกต่าง มีระบบที่ได้มาตรฐาน เป็นทางเลือกการเติบโตที่มีโครงการรองรับ ทำให้ ONSENS สามารถเป็นบริษัทที่มีการเติบโตเชิงโครงสร้างในอุตสาหกรรมเวลเนสไทยที่ยังขยายตัวได้อีกมาก

ฐานะการเงินแข็งแรง

ONSENS มี Cash conversion แข็งแรงเมื่อเทียบกับธุรกิจบริการทั่วไป เรียกได้ว่าเป็นธุรกิจเงินสด บริษัทมีวงจรเงินสดสั้นถึงติดลบ เนื่องจากลูกค้าที่มาใช้บริการออนเซ็นและสปา ร้านอาหารและเครื่องดื่ม ต้องชำระค่าบริการเป็นเงินสดหรือบัตรเครดิต โดยเฉพาะลูกค้ากว่า 80% เป็นลูกค้า Walk-in มีอัตราค่าบริการออนเซ็นต่อวันประมาณ 650 บาท ค่าบริการสปาและทรีตเม้นท์อยู่ในหลักหลายร้อยบาทต่อครั้ง และโมเดลหน้าร้าน ลูกค้าต้องชำระค่าบริการก่อน และจะได้รับ Wristband เพื่อเป็นกุญแจล็อกเกอร์และใช้จ่ายซื้อค่าสินค้าและบริการต่างๆ ภายในสาขา เมื่อลูกค้า Check out คืน Wristband จะต้องชำระค่าสินค้าและบริการส่วนเพิ่ม (ถ้ามี) ทำให้บริษัทแทบไม่มีลูกหนี้การค้า ลูกหนี้ส่วนใหญ่เป็นจึงเป็นลูกหนี้จากบัตรเครดิตที่อยู่ระหว่างรอตัดบัญชี หรือลูกหนี้การค้าจากการขายสินค้าให้กับ ONSENS-SG ซึ่งมีเครดิตเทอม 30 วัน ในขณะที่ระยะเวลาการขายสินค้าเร็วมากประมาณ 3-5 วันเพราะสินค้าที่ใช้ในการให้บริการลูกค้าเป็นสินค้าที่หมุนเวียนเร็ว เช่น วัตถุดิบอาหารและเครื่องดื่ม ผลิตภัณฑ์สปา และสินค้าที่ระลึกที่วางขายในร้าน

มี Hidden asset

ONSENS มีที่ดินอยู่ในอำเภอคลองท่อม จังหวัดกระบี่ ซึ่งเป็นที่ตั้งของน้ำพุร้อนเค็มคลองท่อม เป็นแหล่งน้ำแร่ธรรมชาติที่เกิดจากการผสมของน้ำร้อนและน้ำทะเลที่อยู่ใต้ดินและมีรสชาติเค็มเพียงแห่งเดียวในเอเชีย และ 1 ใน 2 ของโลก (อีก 1 แห่งอยู่ที่สาธารณรัฐเช็ก) มีคุณสมบัติในด้านการบำบัดฟื้นฟูร่างกายและกระตุ้นการไหลเวียนของเลือดให้ดีขึ้น น้ำพุร้อนเค็มคลองท่อมเป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมทั้งจากนักท่องเที่ยวและคนในพื้นที่ และได้รับการสนับสนุนจากกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬาให้พัฒนาแหล่งน้ำพุร้อนคลองท่อม จังหวัดกระบี่ เป็นเมืองสปาต้นแบบ ส่งเสริมไทยเป็นศูนย์กลางการท่องเที่ยวเชิงสุขภาพ

ที่ดินของบริษัทประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ ที่ดินที่มีน้ำแร่ร้อนเค็มซึ่งบริษัทมีแผนพัฒนาพื้นที่แปลงดังกล่าวเป็นพื้นที่ให้บริการออนเซ็น และที่ดินที่ตั้งอยู่ใกล้หมู่บ้านชาวประมง บริเวณใกล้ปากอ่าว บริษัทมีแผนที่จะพัฒนาเป็นพื้นที่พักผ่อนและจัดกิจกรรมเพื่อสุขภาพและสันทนาการ บริษัทคาดว่าจะเริ่มดำเนินการพัฒนาพื้นที่ดังกล่าวประมาณปี 2028-2030

ทั้งนี้ เราไม่ได้รวมมูลค่าของสินทรัพย์นี้ไว้ในประมาณการเพราะยังต้องรอความชัดเจน แต่มองเป็น Upside ของประมาณการในอนาคต

คาดการณ์กำไรปี 2025-2028 เติบโตสูงเฉลี่ย 20% CAGR

บริษัทมีแผนใช้เงินที่ได้จากการ IPO ในครั้งนี้ลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่ทองหล่อ ซอย 17 บนพื้นที่กว่า 2 ไร่ เพื่อให้บริการออนเซ็นและสปา และพื้นที่เชิงพาณิชย์จำหน่ายสินค้าไลฟ์สไตล์

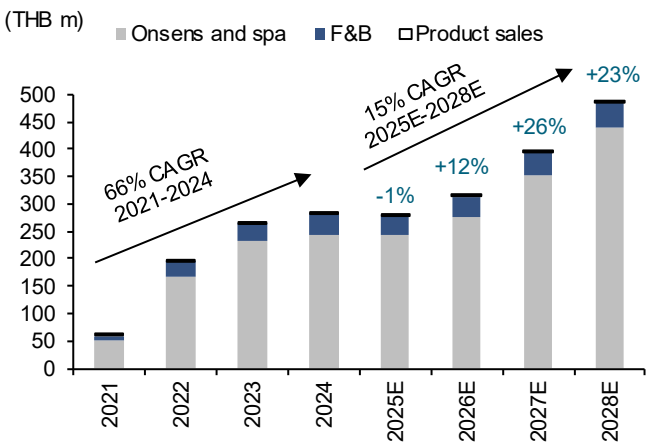
นอกจากนี้ บริษัทมีแผนต่อยอดสู่ธุรกิจโรงแรม ขนาด 79 ห้อง โดยเป็นการร่วมทุนกับบริษัท พีซีแอลบี แอสเสท จำกัด (PCLB) ซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มบริษัท พีซีแอล ฮอสปิทาลิตี้ จำกัด (PCL) ซึ่งมีประสบการณ์ด้านที่ปรึกษาและบริหารโรงแรมคุณภาพสูงในไทย เป็นผู้ให้บริการบริหารโรงแรมแบบครบวงจร โดย ONSEN จะถือหุ้น 45.0% โครงการ Social Wellness Hotel and Spa มีกำหนดแล้วเสร็จและเปิดให้บริการใน 2Q27 และยังมีแผนขยายแบรนด์ใหม่ชื่อ “PAK massage” โดยวางแผนเปิดสาขาแรกในเดือน พ.ย. 2025 เจาะกลุ่ม mass เพื่อขยายฐานลูกค้าให้ครอบคลุมมากขึ้น การลงทุนต่อสาขาไม่สูง ประมาณ 1.8 ล้านบาท จึงสามารถขยายได้เร็ว

การเติบโตของ ONSENS ในช่วงปี 2025-2026 จึงมาจากธุรกิจหลักของบริษัทเอง (Organic growth) แม้ว่าจะมี PAK เข้ามาเสริมพอร์ตตั้งแต่ปลายปี 2025 แต่รายได้และกำไรยังไม่มีนัยสำคัญในปี 2025-2026 การเติบโตของกำไรจะเร่งตัวขึ้นในปี 2027-2028 หลังเปิดให้บริการโรงแรมและออนเซ็น Yunomori สาขาใหม่ภายใต้โครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่ทองหล่อซอย 17

ทั้งนี้ เราจึงคาดรายได้จากการขายและบริการในช่วง 4 ปีข้างหน้า (ปี 2025-2028) เติบโตเฉลี่ย 14.5% CAGR กำไรเติบโตในอัตราเร็วกว่าคือ +19.5% CAGR บนสมมติฐานจำนวนสาขาของ Yunomori เพิ่มเป็น 4 สาขาตั้งแต่ปี 2027 (Yunomori 1 สาขาในประเทศสิงคโปร์ บริษัทรับรู้ตามส่วนแบ่งกำไร) และตั้งสมมติฐานแบรนด์ KLAI มี 1 สาขาตลอด 4 ปีข้างหน้า แต่ขยายแบรนด์ PAK เนื่องจากเงินลงทุนน้อยกว่าขนาดพื้นที่เล็กกว่า คาดว่าขยายได้เร็วกว่า ดังนี้

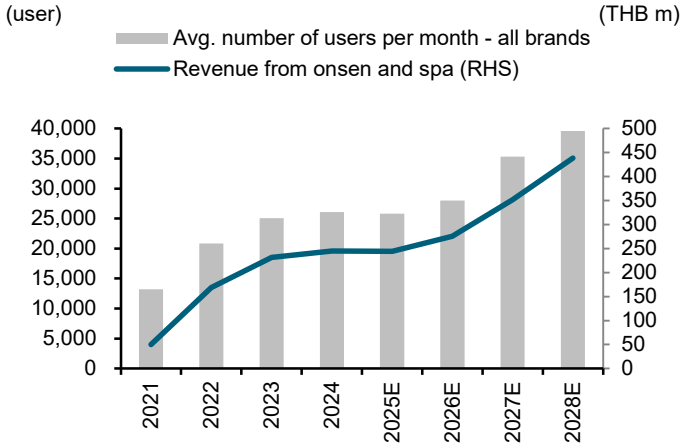
- เราคาดกำไรสุทธิปี 2025 ลดลง 30.5% y-y เป็น 38.7 ล้านบาท บนสมมติรายได้จากการขายและบริการ -0.9% y-y จากจำนวนผู้ใช้บริการ Yunomori และ KLAI ลดลง 1.0% y-y เป็นเฉลี่ย 25,821 คนต่อเดือน ตามภาวะเศรษฐกิจในประเทศที่ซบเซา ผู้บริโภคยังระมัดระวังในการจับจ่าย แต่คาดการใช้จ่ายต่อหัวเพิ่มขึ้น 2.2% y-y เป็นเฉลี่ย 800 บาทต่อคน ขณะเดียวกัน อัตรากำไรขั้นต้น คาดลดลงเป็น 42.4% จาก 44.9% ในปี 2024 เนื่องจากต้นทุนค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับพนักงานเพิ่มขึ้นในช่วง 1H25
- คาดกำไรสุทธิปี 2026 ก้าวกระโดด 67.2% y-y เป็น 38.7 ล้านบาท สูงที่สุดในรอบ 3 ปี บนสมมติฐานผู้ใช้บริการรวมทุกแบรนด์ 28,000 คนต่อเดือน (+8.4% y-y) โดยจำนวนสาขา Yunomori และ KLAI ยังคงเท่าเดิม 3 สาขาและ 1 สาขาตามลำดับ และแบรนด์ PAK ขยาย 2 สาขารวมเป็น 3 สาขา การใช้จ่ายเฉลี่ยต่อหัวเพิ่มขึ้น 2.5% y-y ส่งผลให้คาดรายได้จากการขายและบริการ +12.4% y-y เป็น 315.5 ล้านบาท อัตรากำไรขั้นต้นปรับตัวดีขึ้นเป็น 44.4% เนื่องจากไม่มีการขยายสาขาขนาดใหญ่ และเป็นการใช้ประโยชน์จากต้นทุนเดิมให้ได้ประสิทธิผล
- คาดกำไรสุทธิปี 2027 เติบโต 18.2% y-y เป็น 45.7 ล้านบาท แม้จะคาดรายได้เติบโตในอัตราเร่ง 25.8% y-y เป็น 396.8 ล้านบาท จากการเปิดโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ตั้งแต่เดือน เม.ย. 2027 ทำให้ Yunomori เพิ่มขึ้นอีก 1 สาขา และตั้งสมมติฐานแบรนด์ PAK ขยายอีก 2 สาขารวมเป็น 5 สาขา จำนวนผู้ใช้บริการทุกแบรนด์เพิ่มขึ้น 26.2% y-y เป็นเฉลี่ย 35,338 คนต่อเดือน แต่ต้นทุนค่าเสื่อมราคาและต้นทุนที่เกี่ยวกับพนักงานเพิ่มขึ้น ทำให้คาดอัตรากำไรขั้นต้นชะลอลงเป็น 41.6% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร เชื่อว่าควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ ภาระดอกเบี้ยจ่ายคาดเพิ่มขึ้น 34.9% y-y โดยส่วนใหญ่ยังเป็นดอกเบี้ยที่เกิดจากสัญญาเช่าที่ดินใหม่ที่ทองหล่อภายใต้สัญญาเช่า 32 ปี
- การเติบโตในปี 2028 จะยกฐานขึ้นหลังจากโครงการ Social Wellness Hotel and Spa เปิดให้บริการเต็มปี เราคาดรายได้และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 22.9% y-y และ 48.6% y-y ตามลำดับ จากจำนวนผู้ใช้บริการออนเซ็นและสปาทุกแบรนด์เพิ่มขึ้น 12.0% y-y เป็นเฉลี่ย 39,588 คนต่อเดือน อัตรากำไรขั้นต้นขยับเพิ่มขึ้นเป็น 42.1% ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารและรายจ่ายอื่นยังควบคุมได้อย่างมีประสิทธิภาพ

Exhibit 27: Revenue structure



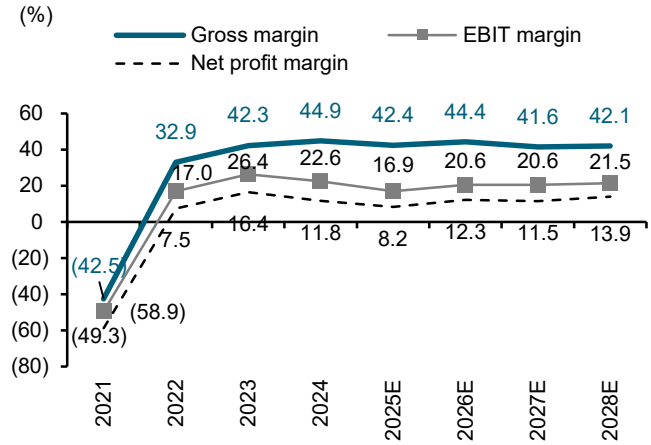
Sources: ONSENS, FSSIA estimates

Exhibit 28: Onsen and spa: number of user and revenue



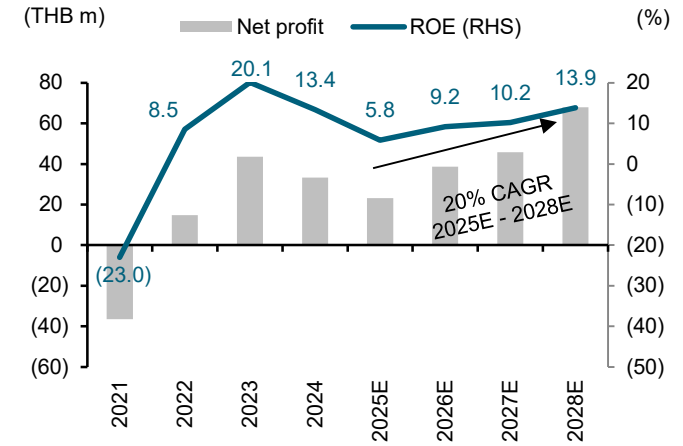
Sources: ONSENS, FSSIA estimates

Exhibit 29: Margins



Sources: ONSENS, FSSIA estimates

Exhibit 30: Net profit and ROE



Sources: ONSENS, FSSIA estimates

Exhibit 31: Key assumptions

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Yunomori						
Branch	3	3	3	3	3	3
Average user per month	24,771	25,960	27,258	28,894	30,627	32,465
Growth (y-y%)	*(5.0)*	*4.8*	*5.0*	*6.0*	*6.0*	*6.0*
Average spending per user	800	820	841	858	875	892
Growth (y-y%)	*2.2*	*2.5*	*2.5*	*2.0*	*2.0*	*2.0*
KLAI						
Branch	1	1	1	1	1	1
Average user per month	600	1,200	1,620	1,944	2,177	2,395
Growth (y-y%)		*100.0*	*35.0*	*20.0*	*12.0*	*10.0*
Average spending per user	600	1,200	1,620	1,944	2,177	2,395
Growth (y-y%)		*1.1*	*3.3*	*3.0*	*3.0*	*3.0*
PAK massage						
Branch	1	3	5	8	11	14
Average user per month	450	840	960	1050	1050	1050
Growth (y-y%)		*86.7*	*14.3*	*9.4*	*0.0*	*0.0*
Average spending per user	435	435	435	457	480	504
Growth (y-y%)		*0.0*	*0.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
Thonglor onsen and spa						
Branch			1	1	1	1
Average user per month			5,500	7,700	8,624	9,573
Growth (y-y%)				*40.0*	*12.0*	*11.0*
Average spending per user			930	930	949	968
Growth (y-y%)				*0.0*	*2.0*	*2.0*
Revenue by business	**(THB m)**	**(THB m)**	**(THB m)**	**(THB m)**	**(THB m)**	**(THB m)**
Revenue from onsen and spa	244	275	352	438	498	543
Growth (y-y%)	*(0.3)*	*12.7*	*27.8*	*24.5*	*13.6*	*9.1*
Revenue from F&B	35	39	43	48	53	59
Growth (y-y%)	*(4.8)*	*11.2*	*12.2*	*10.2*	*11.2*	*11.2*
Revenue from product sales	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
Growth (y-y%)	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*
Key ratios	**(%)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**	**(%)**
Blended gross margin	42.4	44.4	41.6	43.3	42.7	43.2
- Onsen and spa	43.3	45.0	42.2	44.1	43.5	44.0
- F&B	36.6	41.0	37.0	37.0	36.0	36.0
SG&A to sales	27.0	25.3	22.3	21.6	20.0	19.8

Source: FSSIA estimates

ประเมินมูลค่าเหมาะสม

เราเลือกประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ONSENS ด้วยวิธี Sum-of-the-parts โดยใช้ P/E multiple ที่ 22.0 เท่ากับธุรกิจของบริษัทในปี 2026 ซึ่งยังไม่สะท้อนโครงการในอนาคตที่บริษัทวางแผนลงทุน เราจึงประเมินมูลค่าของโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ที่จะเริ่มดำเนินการใน 2Q27 เป็นต้นไป ด้วยวิธี DCF บนสมมติฐาน WACC 9.0%

เราได้มูลค่าเหมาะสมปี 2026 ของ ONSENS ที่ 3.20 บาท มูลค่าดังกล่าวคิดเป็น Implied P/E ปี 2026 ที่ 24.8 เท่า จะลดลงเหลือ 21.0 เท่าในปี 2027 ที่โครงการ Social Wellness Hotel and Spa เปิดดำเนินการเป็นปีแรก และลดลงเหลือเพียง 14.1 เท่าในปี 2028 ที่โครงการดังกล่าวเปิดให้บริการเต็มปี

สำหรับธุรกิจปัจจุบันของบริษัท เราใช้ Target P/E 22 เท่า โดยเทียบเคียงกับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกันทั้งในไทย ในภูมิภาค และทั่วโลก ทั้งหมดนี้เป็นธุรกิจที่อยู่ในภาคบริการ เกี่ยวข้องกับสันทนาการและการท่องเที่ยว สำหรับผู้ประกอบการในไทย เราเทียบเคียงกับ SPA AWC MINT CENTEL ERW SHR แม้ว่า SPA จะดูเหมือนใกล้เคียงที่สุด แต่ยังมีความแตกต่างคือ SPA เริ่มต้นจากการให้บริการสปาเพื่อสุขภาพและการนวดผ่อนคลาย ก่อนจะขยายการบริการสู่ออนเซ็นในช่วงไม่นานนี้ที่สาขาเชียงใหม่ ฐานลูกค้าของ SPA เน้นนักท่องเที่ยวต่างชาติ 60% ตรงข้ามกับ ONSENS ที่เริ่มต้นธุรกิจจากการให้บริการออนเซ็นเมื่อ 13 ปีที่แล้ว สาขาอยู่ในย่าน CBD ในกรุงเทพ ฐานลูกค้าหลักเป็นคนไทย ONSENS จึงได้รับผลกระทบน้อยกว่าในช่วงที่นักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามาเที่ยวไทยน้อย โดย Bloomberg consensus มีการคาดการณ์การเติบโตของกำไรของ SPA ในปี 2025-2026 ที่ -32.3% y-y และ +18.8% y-y ตามลำดับ ขณะที่เราคาดกำไรของ ONSENS ปรับลดลง 30.5% y-y ในปี 2025 และเติบโตสูง 67.2% y-y ในปี 2026

เมื่อนำบริษัทในภูมิภาคและทั่วโลกมาเปรียบเทียบด้วย พบว่าค่าเฉลี่ยของการเติบโตของ EPS ในปี 2026 อยู่ที่ 19.6% y-y ต่ำกว่าการเติบโตของ ONSENS สำหรับค่า P/E ของบริษัทในภูมิภาคและทั่วโลกในปี 2026 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 19.3 เท่า คิดเป็น PEG 1.0 และเมื่อเปรียบเทียบ ROE ของ ONSENS กับบริษัทต่างๆ เราพบว่า ONSENS มี ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยโดยรวม ทั้งนี้ ONSENS มีโอกาสยกระดับการเติบโตภายหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เช่นเดียวกับบริษัทจดทะเบียนหลายแห่ง แบรนด์ของบริษัทจะเป็นที่รู้จักในวงกว้างมากขึ้น ต้นทุนการกู้ยืมมีโอกาสลดลงในอนาคต และด้วยฐานกำไรปัจจุบันของบริษัทที่ยังไม่สูงนัก อัตราการเติบโตจึงสูงในช่วงแรก เราเห็นว่า ONSENS ควรมี P/E premium กว่ากลุ่มที่เรานำมาเปรียบเทียบเพราะอยู่ในช่วง Growth stage ดังนั้น Target P/E 22 เท่าจึงมีความเหมาะสม

Exhibit 32: Peers comparison

Company	BBG	Market Cap	--- EPS growth ---		------- PE -------		------- ROE ------		------ PBV ------		--- EV/EBITDA ---	
			25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
		(USD m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)
Thailand												
Siam Wellness Group	SPA TB	128	(32.3)	18.8	19.3	16.2	16.6	18.0	3.2	2.8	8.5	7.7
Asset World Corp	AWC TB	2,403	26.9	27.0	32.4	25.5	3.1	3.8	0.8	0.8	24.1	20.3
Minor International	MINT TB	4,310	530.3	12.2	16.7	14.9	9.5	9.8	1.7	1.4	8.2	7.9
Central Plaza Hotel	CENTEL TB	1,372	(0.4)	15.2	25.2	21.9	8.1	8.7	2.0	1.9	10.8	10.1
Erawan Group	ERW TB	425	(35.1)	7.9	15.7	14.6	9.5	9.9	1.5	1.4	10.5	9.8
S Hotels & Resorts	SHR TB	171	161.3	18.3	14.6	12.4	2.3	2.6	0.3	0.3	6.3	6.2
Thailand average		**8,808**	**52.7**	**14.0**	**20.7**	**17.6**	**8.2**	**8.8**	**1.6**	**1.4**	**11.4**	**10.3**
Regional												
BTG Hotels Group	600258 CH	2,434	13.3	14.2	19.8	17.4	7.2	7.8	1.4	1.3	9.9	9.4
SH Jinjiang Intl Hotels	900934 CH	3,203	79.0	21.8	10.2	8.3	6.6	7.7	0.6	0.6	11.5	10.4
Huangshan Tourism Develop	900942 CH	1,048	3.9	8.6	10.8	9.9	7.3	7.5	0.8	0.7	8.1	7.7
Genting Bhd	GENT MK	2,556	(34.9)	23.6	13.5	10.9	2.1	3.1	0.3	0.3	6.1	5.7
Huazhu Group	HTHT US	11,541	32.8	12.8	18.8	16.6	32.1	32.3	3.3	5.0	10.5	9.6
Indian Hotels	IH IN	12,563	10.1	18.4	65.5	53.7	16.5	16.9	10.1	8.7	39.9	32.8
Lemon Tree Hotels	LEMONTRE IN	1,600	41.3	33.6	72.7	50.6	17.3	20.0	10.5	8.9	26.7	22.3
Lippo Karawaci	LPKR IJ	464	(88.6)	61.8	17.4	10.8	1.0	2.5	0.2	0.2	8.2	6.5
Regional average		**35,409**	**(51.8)**	**24.5**	**28.6**	**22.3**	**11.3**	**12.2**	**3.4**	**3.2**	**15.1**	**13.1**
Global												
Intercontinental Hotels Group	IHG LN	18,839	25.9	12.3	24.6	21.9	(31.4)	(31.4)	n/a	n/a	16.9	15.8
Hyatt Hotels Corp	H US	13,841	(35.0)	54.1	60.8	39.8	5.8	11.1	3.9	4.0	16.6	15.3
Marriott International	MAR US	71,855	19.0	12.0	26.2	23.4	(78.6)	(80.3)	n/a	n/a	16.2	15.2
NH Hotel Group	NHH SM	3,314	(20.2)	(14.7)	17.3	20.3	16.7	n/a	2.4	2.0	7.4	7.3
Melia Hotels International	MEL SM	2,052	10.3	6.6	12.0	11.2	16.9	15.8	2.0	1.8	7.7	7.5
Whitbread	WTB LN	7,271	2.1	13.6	15.5	15.7	10.5	10.6	1.6	1.6	9.8	9.7
Accor	ACRFF US	11,317	n/a	20.3	18.3	15.2	11.8	13.5	2.0	2.1	11.0	10.1
Choice Hotels	CHH US	5,406	3.0	4.5	16.5	15.8	156.8	(545.7)	878.4	33.6	11.7	11.3
Global average		**133,896**	**0.1**	**13.9**	**23.9**	**20.4**	**13.6**	**(86.6)**	**148.4**	**7.5**	**12.2**	**11.5**
Overall average		**178,113**	**(36.2)**	**19.6**	**24.7**	**20.3**	**11.3**	**(21.7)**	**46.4**	**4.0**	**13.0**	**11.8**

Note: price as of 5 September 2025
Sources: Bloomberg, FSSIA's compilation

Exhibit 33: DCF-based valuation for Social Wellness Hotel and Spa

Cost of equity assumption	(%)	Cost of debt assumption	(%)
Risk free rate	2.5	Pre-tax cost of debt	5.5
Market risk premium	18.0	Tax rate	20.0
Stock beta	1.0		
Cost of equity, Ke	6.1	Cost of debt, Kd	2.8
Weight applied	50.0	Weight applied	50.0
WACC	8.9		
Terminal growth	2.0		
	(THB m)		
Sum of PV of FCF	101		
PV of Terminal value	113		
Enterprise value	214		
Net debt	(100)		
Equity value	114		
No. of shares (m)	300		
Equity value per share (THB)	**0.38**		

Source: FSSIA estimates

โครงสร้างการถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ONSENS มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วก่อน IPO จำนวน 220.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 220.0 ล้านหุ้น พาร์ 1.00 บาท บริษัทจะเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ในครั้งนี้จำนวน 80.0 ล้านหุ้น ส่งผลให้ทุนจดทะเบียนที่ออกและเรียกชำระแล้วเพิ่มขึ้นเป็น 300.0 ล้านบาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญ 300.0 ล้านหุ้น พาร์ 1.00 บาท

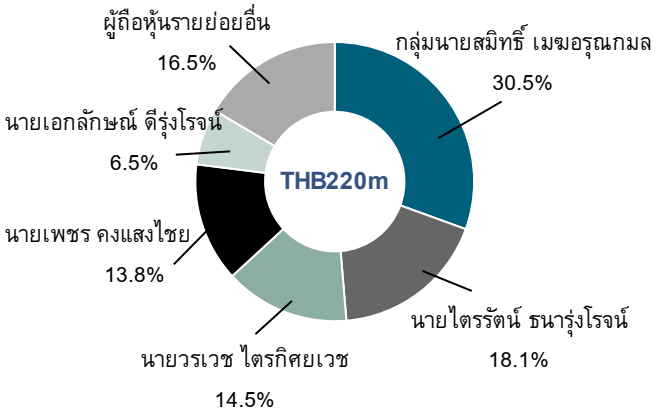
วัตถุประสงค์การเพิ่มทุนครั้งนี้

1) บริษัทจะนำไปใช้ในการลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ซึ่งตั้งอยู่บริเวณทองหล่อซอย 17 ขนาดพื้นที่ 2 ไร่ เพื่อให้บริการออนเซ็นและสปา พื้นที่เชิงพาณิชย์สำหรับร้านค้า

2) ชำระคืนเงินกู้จากสถาบันการเงิน

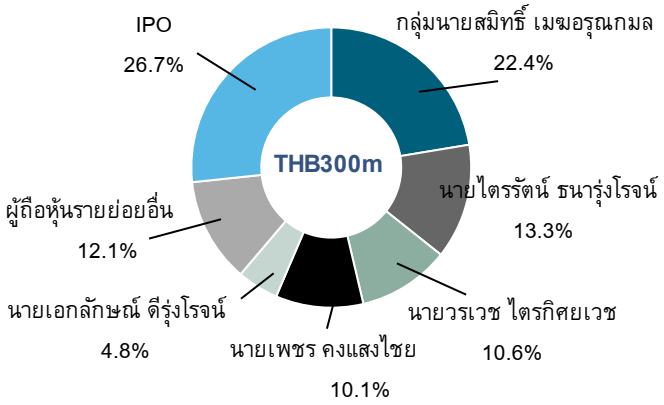
3) สำรองไว้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท

Exhibit 34: โครงสร้างผู้ถือหุ้นก่อน IPO (ทุนชำระแล้ว 220 ลบ.)



Sources: ONSENS, FSSIA's compilation

Exhibit 35: โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลัง IPO (ทุนชำระแล้ว 300 ลบ.)



Sources: ONSENS, FSSIA's compilation

นโยบายการจ่ายปันผล

บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่า 40% ของกำไรสุทธิของงบการเงินเฉพาะกิจการ ภายหลังการหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและการจัดสรรทุนสำรองตามกฎหมาย และเงินสำรองอื่นๆ (ถ้ามี) ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน กระแสเงินสด สภาพคล่อง แผนการขยายธุรกิจ ความจำเป็นและความเหมาะสมอื่นใดในอนาคตและปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการบริหารงานของบริษัท

พัฒนาการและเป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน

ONSENS วาง “ความยั่งยืน” ไว้เป็นกรอบการดำเนินงานของทั้งองค์กร โดยผสานมิติสิ่งแวดล้อม สังคม และธรรมาภิบาลเข้ากับโมเดลธุรกิจสปา/ออนเซ็นและบริการที่เกี่ยวเนื่อง เป้าหมายหลักคือสร้างมูลค่าเพิ่มระยะยาวให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทุกกลุ่ม ตั้งแต่พนักงาน ลูกค้า คู่ค้า ชุมชน ไปจนถึงผู้ถือหุ้น พร้อมรักษาสมดุลทางเศรษฐกิจ สังคม และสิ่งแวดล้อมตลอดทั้ง Value chain ของกิจการ แนวทางนี้ถูกยกระดับเป็น “เป้าหมายการจัดการด้านความยั่งยืน” ที่ยึดลูกค้าและบุคลากรเป็นศูนย์กลาง และใช้ธรรมาภิบาลเป็นฐานรองรับการเติบโตอย่างต่อเนื่องขององค์กรและอุตสาหกรรมท่องเที่ยว–บริการของไทยโดยรวม

มิติสิ่งแวดล้อม: จาก “ประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากร” สู่ “การจัดการคาร์บอนเป็นระบบ”

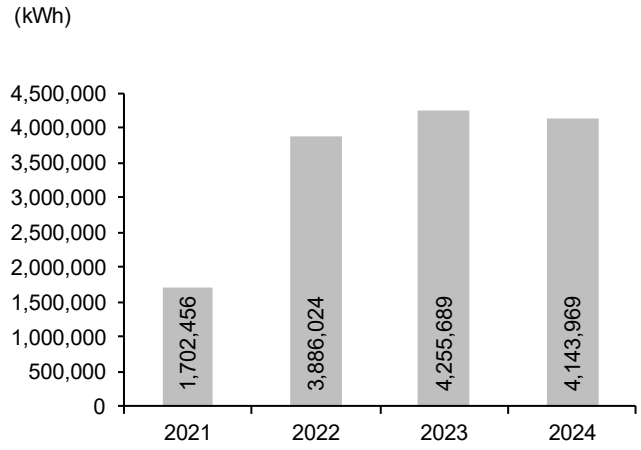
พลังงานและสภาพภูมิอากาศ

ONSENS เดินหน้าเพิ่มสัดส่วนพลังงานสะอาดและยกระดับประสิทธิภาพการใช้พลังงาน โดยติดตั้ง Solar PV 170.91 kWp ที่สาขาพัทยา (เดินระบบเต็มในเดือน ก.ค. 2024) ควบคู่การบำรุงรักษาเชิงป้องกันเครื่องปรับอากาศทุก 6 เดือน การทยอยเปลี่ยนเครื่องประหยัดพลังงาน และการใช้ Heat Pump แทนบอยเลอร์/ฮีตเตอร์เพื่อลดการใช้พลังงานและลดการปล่อย CO_2 รวมทั้งใช้ LPG แทนน้ำมันในงานซักรีดเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก นโยบายระบุชัดเจนว่าบริษัท “จะบันทึก–ประเมิน–เปิดเผย” ข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างเป็นระบบ โดยอยู่ระหว่างกำหนดเป้าหมาย จัดจ้างที่ปรึกษา และตั้งเป้าเปิดเผยข้อมูลใน แบบ 56-1 One Report ปี 2026 ซึ่งถือเป็นสัญญาณสำคัญของการยกระดับการจัดการคาร์บอนจากระดับนโยบายสู่การวัดผลจริง

น้ำ: ทรัพยากรสำคัญของธุรกิจออนเซ็น/สปา

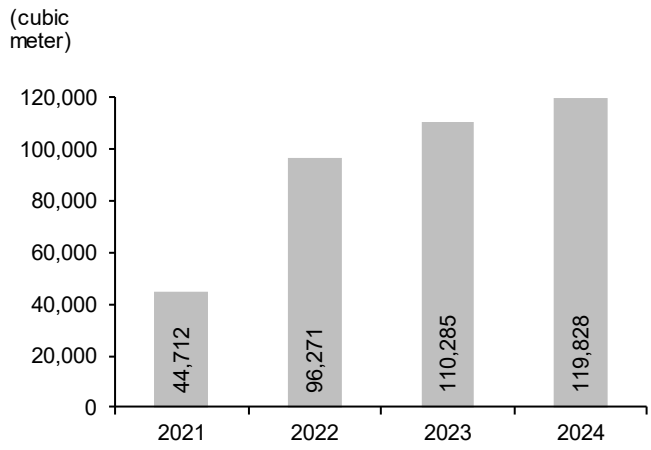
ด้วยลักษณะธุรกิจที่ “ใช้น้ำเป็นหัวใจ” ONSENS จึงใช้ระบบน้ำหมุนเวียน และควบคุมคุณภาพอย่างใกล้ชิด (ระดับคลอรีน - CL และค่าความเป็นกรด-ด่าง pH) ตลอดเวลาการให้บริการ พร้อมเพิ่มวินัย “ซ่อมบำรุง–ตรวจรั่วซึม” ของบ่อ/อุปกรณ์ใช้น้ำและมิเตอร์อย่างสม่ำเสมอ ในด้านน้ำเสีย บริษัทใช้ระบบดักไขมัน สำหรับน้ำทิ้งจากครัว แล้วจึงเข้าสู่ระบบบำบัดแบบเติมอากาศ ร่วมกับน้ำเสียจากระบบออนเซ็น ก่อนปล่อยลงท่อสาธารณะ ซึ่งช่วยลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม–ชุมชน ขณะเดียวกันนโยบายยังเน้นการใช้น้ำอย่างคุ้มค่า ลดการใช้น้ำดิบ และส่งเสริมการนำกลับมาใช้ใหม่ในจุดที่เหมาะสมเพื่อ “ลดรอยเท้าน้ำ” ของธุรกิจ

Exhibit 36: Electricity consumption



Sources: ONSENS’s filing, FSSIA’s compilation

Exhibit 37: Water consumption



Sources: ONSENS’s filing, FSSIA’s compilation

ขยะและของเสีย

ปี 2024 บริษัทเน้น ลด–แยกขยะ ผ่านการอบรมพนักงานให้คัดแยกถูกต้อง ลดของเสียตั้งแต่ต้นทาง และทำงานร่วมกับคู่ค้าในแนวคิด Green Procurement เพื่อลดผลกระทบตลอดห่วงโซ่อุปทาน ยกระดับวินัยด้านสิ่งแวดล้อมในพื้นที่ปฏิบัติการทุกสาขา

มิติสังคม: พัฒนาคน–เชื่อมชุมชน–ยกระดับอุตสาหกรรม

ทรัพยากรบุคคลและคุณภาพชีวิตการทำงาน

ONSENS ให้ความสำคัญกับการจ้างงานเป็นธรรม ค่าตอบแทนและสวัสดิการแข่งขันได้ สภาพแวดล้อมการทำงานปลอดภัย มีระบบ OHS (อาชีวอนามัยและความปลอดภัย) และช่องทางร้องเรียนที่คุ้มครองผู้ร้องเรียน พร้อมพัฒนาความรู้พนักงานอย่างต่อเนื่องทั้งภาคทฤษฎีและภาคปฏิบัติ ครอบคลุม PDPA ความปลอดภัยอาหาร กฎหมายแรงงาน และมาตรฐานงานบริการ

การพัฒนาทักษะอุตสาหกรรมสปาเชิงโครงสร้าง

จุดเด่นของ ONSENS คือการ “ยกระดับทักษะบุคลากรและสร้างเส้นทางอาชีพ” ผ่านความร่วมมือกับสถาบันการจัดการปัญญาภิวัฒน์ (PIM) ภายใต้โครงการ Beauty & Wellness Professional Program ที่บริษัทสนับสนุนทุนการศึกษาและผูกพันการทำงาน 2 ปีหลังจบ เพื่อสร้างท่อส่งบุคลากรคุณภาพสู่ธุรกิจ นอกจากนี้ บริษัทยังเปิดบ้านให้นักศึกษาและผู้สนใจเข้าศึกษาดูงาน และจัดอบรม “เปิดบ้านนวด” เพื่อเก็บชั่วโมงสำหรับการขึ้นทะเบียนผู้ให้บริการตามกฎหมาย (ส.พ.ส. 14) สะท้อนบทบาทการเป็นผู้ร่วมพัฒนาอุตสาหกรรม

ชุมชนและสังคม

บริษัทเน้น “สร้างงาน–สร้างอาชีพ–หนุนเศรษฐกิจท้องถิ่น” ด้วยการสนับสนุนสินค้าชุมชนหรือสินค้า OTOP และจัดกิจกรรมเพื่อชุมชนอย่างต่อเนื่อง เป้าหมายคือทำให้พื้นที่โดยรอบสาขาเติบโตไปพร้อมบริษัท ทั้งด้านรายได้ สุขภาวะ และคุณภาพชีวิต

ประสบการณ์ลูกค้าและความปลอดภัย

ONSENS ใช้ระบบ QR Survey/CRM เชื่อมต่อทุกจุดสัมผัสบริการ เมื่อตัวชี้วัดต่ำกว่ามาตรฐาน ระบบจะส่งต่อให้ผู้รับผิดชอบแก้ไขทันที เพื่อยกระดับประสิทธิภาพและความพึงพอใจหรือความภักดีของลูกค้าในระยะยาว ทั้งนี้ นโยบายยังครอบคลุมข้อมูลส่วนบุคคลอย่างเข้มงวด (PDPA) มีแนวปฏิบัติชัดเจน หน่วยงานรับผิดชอบ ระบบป้องกัน และแนวทาง Cybersecurity รองรับความต่อเนื่องทางธุรกิจ

มิติธรรมาภิบาล: ความโปร่งใส–ห่วงโซ่อุปทาน–การบริหารความเสี่ยง

บรรษัทภิบาลและการกำกับดูแล

บริษัทประกาศเดินธุรกิจด้วยความสุจริต โปร่งใส ตรวจสอบได้ ปฏิบัติตามกฎหมาย/ข้อบังคับทุกระดับ และให้ความสำคัญต่อการคุ้มครองทรัพย์สินทางปัญญา นโยบาย นักลงทุนสัมพันธ์/เปิดเผยข้อมูลชัดเจนเพื่อสร้างความเชื่อมั่นผู้ถือหุ้น และมีการจัดทำ/ทบทวน ประเด็นสาระสำคัญ (Materiality) ผ่านกระบวนการสำรวจความคาดหวังผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย คณะผู้บริหารรับรอง และเผยแพร่ในรายงานประจำปี เป็นวินัยที่ทำให้ ESG อยู่ในกระบวนการตัดสินใจจริง

ห่วงโซ่อุปทานอย่างยั่งยืน

ONSENS วางจรรยาบรรณคู่ค้าและแนวปฏิบัติการจัดซื้อที่โปร่งใสและเท่าเทียม มีการประเมินคู่ค้าประจำปี และส่งเสริม Green Procurement โดยคำนึงถึงปัจจัยสิ่งแวดล้อมและสังคมในการคัดเลือก–ติดตามคู่ค้า พร้อมทั้งทำงานร่วมกันเพื่อยกระดับศักยภาพของซัพพลายเออร์รายย่อยให้เติบโตไปด้วยกัน ลดความเปราะบางของห่วงโซ่ในช่วงวิกฤต และเพิ่มความยืดหยุ่นการส่งมอบบริการคุณภาพให้ลูกค้า

การบริหารความเสี่ยงและการคุ้มครองข้อมูล

นอกจาก EHS/PDPA แล้ว บริษัทให้ความสำคัญกับ Cybersecurity จัดทำนโยบาย แนวปฏิบัติ และระบบดูแลความปลอดภัยสารสนเทศเพื่อความต่อเนื่องของธุรกิจและความเชื่อมั่นของลูกค้าและคู่ค้าตลอดจนมีช่องทาง แจ้งเบาะแสหรือข้อร้องเรียน เพื่อยกระดับความโปร่งใสทั่วทั้งองค์กร

การมีส่วนร่วมของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียและการยึดโยงกับโมเดลธุรกิจ

กรอบ ESG ของ ONSENS เชื่อมกับ Value Chain อย่างชัดเจนตั้งแต่การจัดหาวัตถุดิบ คุณภาพบริการ การตลาด การบริการหลังการขาย: (1) กระบวนการจัดหา โปร่งใส ตรวจคุณภาพ/อายุวัตถุดิบ (FIFO/FEFO) และบริหารคลังอย่างมีประสิทธิภาพ (2) ยกระดับทักษะเทอราพิสต์ ระบบจัดคิวดิจิทัล มาตรฐานบริการ (3) ขยายช่องทาง O2O–e-voucher และโซเชียลมีเดียเพื่อตอบสนองพฤติกรรมลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงเร็ว (4) ใช้เครื่องมือ CRM/แบบสำรวจ/ช่องร้องเรียนเพื่รักษาคุณภาพ ทั้งหมดนี้เสริม ARPU–ความถี่การใช้บริการ และความภักดีต่อแบรนด์หรือบริษัท ขณะเดียวกันช่วยลดผลกระทบเชิงลบต่อลูกค้า ชุมชน และสิ่งแวดล้อมในทุกจุดสัมผัส

เป้าหมายลำดับถัดไป

จากพัฒนาการที่ปรากฏ ONSENS กำลังก้าวจาก “กระบวนการและนโยบาย” ไปสู่ “การวัด–ตั้งเป้า–เปิดเผยผล” อย่างเต็มรูปแบบ จุดก้าวกระโดดคือ การจัดทำฐานข้อมูลคาร์บอน/พลังงาน/น้ำ ระดับองค์กรและสาขา เพื่อรองรับการตั้งเป้าหมายเชิงปริมาณ และการติดตามอุบัติเหตุ ความปลอดภัยของลูกค้าและพนักงานในมาตรวัดเดียวกัน

สรุป ONSENS มีฐานนโยบายและโครงสร้างการขับเคลื่อนความยั่งยืนที่ชัดเจน ครอบคลุมมิติ ESG และยึดโยงกับ Value chain อย่างเป็นระบบ จุดแข็งคือการเน้นประสิทธิภาพทรัพยากร (พลังงาน/น้ำ) การพัฒนาคนและชุมชน ธรรมาภิบาล/PDPA/Cybersecurity และการยกระดับคู่ค้าให้เติบโตไปด้วยกัน เป้าหมายระยะถัดไปคือการทำให้ทุกแนวนโยบาย “วัดได้–รายงานได้–เทียบเคียงได้” โดยเฉพาะคาร์บอนและน้ำ เพื่อยืนยันผลลัพธ์ ESG ต่อผู้ลงทุนและผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และสร้างสมดุลการเติบโตและลดผลกระทบเชิงลบอย่างยั่งยืนในอุตสาหกรรมสปาและเวลเนสของไทย

ปัจจัยความเสี่ยง

ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรมสปา

ONSENS เผชิญกับความเสี่ยงเชิงธุรกิจจากการแข่งขันที่สูงในอุตสาหกรรมสปา ซึ่งมีผู้เล่นจำนวนมากทั้งรายเล็กและรายใหญ่ รวมถึงสปาโรงแรมหรูและแบรนด์ต่างชาติ หากบริษัทไม่สามารถสร้างความแตกต่างและรักษาภาพลักษณ์แบรนด์ได้ อาจสูญเสียส่วนแบ่งตลาด แม้จะมีความพยายามสร้างมาตรฐานบริการและเอกลักษณ์ออนเซ็นญี่ปุ่น–สปาไทยก็ตาม

ความเสี่ยงจากการขยายสาขาและโครงการใหม่

การลงทุนเปิดสาขาใหม่หรือโครงการขนาดใหญ่ เช่น Social Wellness Hotel and Spa ทองหล่อ ต้องใช้เงินลงทุนสูงและมีความเสี่ยงจากความล่าช้า ต้นทุนเกินงบ หรือยอดขายไม่เป็นไปตามประมาณการ ซึ่งอาจส่งผลต่อระยะเวลาคืนทุนและผลตอบแทนที่คาดหวัง นอกจากนี้ โครงการดังกล่าวเป็นธุรกิจใหม่ที่บริษัทยังไม่มีประสบการณ์โดยตรง หากไม่สำเร็จอาจกระทบฐานะการเงินโดยรวม

ความเสี่ยงด้านบุคลากร

ในด้านการดำเนินงาน บริษัทต้องพึ่งพาพนักงานเทอราพิสต์ที่มีทักษะสูง หากขาดแคลนหรือไม่สามารถรักษาบุคลากรไว้ได้ อาจกระทบคุณภาพบริการและความพึงพอใจของลูกค้า อีกทั้งยังมีความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหารหลักที่มีบทบาทสำคัญ หากเกิดการเปลี่ยนแปลงโดยไม่สามารถหาผู้สืบทอดที่เหมาะสมได้ อาจส่งผลต่อทิศทางธุรกิจ

ความเสี่ยงจากสัญญาเช่า

สาขาทั้งหมดของบริษัทตั้งอยู่บนที่ดินเช่า หากไม่สามารถต่ออายุสัญญาเช่าหรือเจรจาในเงื่อนไขที่เหมาะสมได้ จะกระทบต่อทำเลสำคัญและต้นทุนค่าเช่า แม้จะมีสัญญาระยะยาวและความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ให้เช่า แต่ยังคงเป็นความเสี่ยงที่ไม่อาจละเลย

ความเสี่ยงจากแหล่งน้ำธรรมชาติ

การใช้น้ำแร่ธรรมชาติเป็นจุดขายสำคัญของบริษัท หากไม่สามารถจัดหาต่อเนื่องได้ จะกระทบต่อเอกลักษณ์และความแตกต่างของบริการ แม้ว่าบริษัทจะมีบ่อออนเซ็นประเภทอื่นและแผนพัฒนาน้ำแร่ทางเลือก แต่การพึ่งพาธรรมชาติยังคงเป็นข้อจำกัด

ความเสี่ยงจากความผันผวนของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

ธุรกิจของบริษัทพึ่งพากำลังซื้อจากนักท่องเที่ยว หากเกิดเหตุการณ์ไม่คาดคิด เช่น โรคระบาด ภาวะเศรษฐกิจถดถอย หรือความไม่สงบทางการเมือง อาจทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวลดลง ส่งผลต่อรายได้และผลการดำเนินงานของบริษัท

ความเสี่ยงจากการการลงทุนในกิจการร่วมค้า

บริษัทลงทุนในกิจการร่วมค้า ONSEN-SG ที่สิงคโปร์ ซึ่งมีผลประกอบการผันผวนและมีค่าใช้จ่ายคงที่สูง หากเกิดการขาดทุนหรือไม่สามารถปฏิบัติตามกฎหมายท้องถิ่นได้ อาจส่งผลต่อผลรวมการดำเนินงานและอาจต้องบันทึกด้อยค่าเงินลงทุน

Financial Statements

Onsen Retreat And Spa Group

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	265	283	281	315	397
Cost of goods sold	(153)	(156)	(162)	(175)	(232)
Gross profit	**112**	**127**	**119**	**140**	**165**
Other operating income	9	6	4	4	5
Operating costs*	(51)	(69)	(76)	(80)	(88)
Operating EBITDA	**48**	**57**	**55**	**91**	**12417**
Depreciation	7	9	10	11	12
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	**70**	**64**	**486**	**65**	**82**
Net financing costs	(20)	(21)	(20)	(19)	(25)
Associates	6	(1)	1	2	1
Recurring non-operating income	6	(1)	1	2	1
Non-recurring items	0	0	0	0	0
Profit before tax	**56**	**43**	**29**	**48**	**57**
Tax	(13)	(9)	(6)	(9)	(11)
Profit after tax	**44**	**33**	**23**	**39**	**46**
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	**44**	**33**	**23**	**39**	**46**
Non-recurring items & goodwill (net)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Recurring net profit	**44**	**33**	**23**	**39**	**46**
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.20	0.15	0.08	0.13	0.15
Reported EPS	0.20	0.15	0.08	0.13	0.15
DPS	0.00	0.00	0.03	0.05	0.06
Diluted shares (used to calculate per share data)	220	220	300	300	300
Growth					
Revenue (%)	34.2	6.7	(0.9)	12.4	25.8
Operating EBITDA (%)	49.0	20.0	(8.4)	64.4	28.3
Operating EBIT (%)	108.6	(8.7)	(25.6)	36.5	25.7
Recurring EPS (%)	73.3	(23.5)	(49.0)	67.23	18.20
Reported EPS (%)	73.3	(23.5)	(49.0)	67.23	18.20
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	42.4	44.9	42.4	44.4	41.6
Gross margin exc. depreciation (%)	56.9	57.0	57.5	57.9	52.3
Operating EBITDA margin (%)	27.6	34.75	32.11	29.3	31.31
Operating EBIT margin (%)	26.4	22.6	16.9	20.6	20.6
Net margin (%)	16.4	11.8	8.2	12.3	11.5
Effective tax rate (%)	22.7	21.8	19.3	19.3	19.8
Dividend payout on recurring profit (%)	-	-	40.0	40.0	40.0
Interest cover (X)	3.9	3.1	2.4	3.6	3.3
Inventory days	1.7	3.2	5.2	5.1	4.3
Debtor days	4.4	4.5	1.9	1.9	1.8
Creditor days	39.0	49.9	53.1	35.9	22.5
Operating ROIC (%)	19.9	18.7	12.4	14.6	16.8
ROIC (%)	10.7	7.4	4.8	6.3	7.5
ROE (%)	22.3	14.3	7.2	9.4	10.5
ROA (%)	9.7	6.5	4.2	5.3	6.3

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Onsen and spa	232	245	244	275	352
F&B	32	36	35	39	43
Others	2	1	1	1	1

Sources: Onsen Retreat And Spa Group; FSSIA estimates

Financial Statements

Onsen Retreat And Spa Group

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring net profit	44	33	23	39	46
Depreciation	39	34	42	42	42
Associates & minorities	(6)	1	(1)	(2)	(1)
Other non-cash items	31	32	(4)	10	12
Change in working capital	(6)	(15)	(12)	(10)	(14)
Cash flow from operations	**101**	**85**	**48**	**79**	**86**
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	(20)	(39)	(100)	(71)	(79)
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	11	7	14	6	5
Cash flow from investing	**(9)**	**(32)**	**(86)**	**(65)**	**(74)**
Dividends paid	0	0	(9)	(15)	(18)
Equity finance	0	0	140	0	0
Debt finance	(24)	(44)	0	1	3
Other financing cash flows	(22)	(28)	(3)	(2)	(2)
Cash flow from financing	**(47)**	**(72)**	**128**	**(17)**	**(18)**
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	0	0	0
Net other adjustments	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Movement in cash	**46**	**(19)**	**90**	**(4)**	**(5)**
Free cash flow to firm (FCFF)	111.91	73.67	(17.46)	32.35	37.77
Free cash flow to equity (FCFE)	45.85	(18.76)	(40.37)	11.79	12.93
Per share (THB)					
FCFF per share	0.37	0.25	(0.06)	0.11	0.13
FCFE per share	0.15	(0.06)	(0.13)	0.04	0.04
Recurring cash flow per share	0.49	0.46	0.20	0.30	0.33

Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Tangible fixed assets (gross)	462	524	624	695	773
Less: Accumulated depreciation	(181)	(216)	(258)	(301)	(343)
Tangible fixed assets (net)	**281**	**308**	**365**	**394**	**430**
Intangible fixed assets (net)	**17**	**15**	**16**	**17**	**19**
Long-term financial assets	2	3	3	3	3
Invest. in associates & subsidiaries	24	24	24	24	24
Cash & equivalents	69	49	140	136	131
A/C receivable	6	1	2	2	2
Inventories	1	2	2	2	3
Other current assets	3	3	3	4	5
Current assets	**78**	**56**	**146**	**143**	**140**
Other assets	253	466	452	446	441
Total assets	**654**	**872**	**1,006**	**1,027**	**1,057**
Common equity	216	249	398	422	449
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	**216**	**249**	**398**	**422**	**449**
Long term debt	78	46	45	47	52
Other long-term liabilities	295	509	504	502	501
Long-term liabilities	**373**	**555**	**549**	**549**	**552**
A/C payable	13	21	14	12	11
Short term debt	36	28	27	26	25
Other current liabilities	16	19	18	19	19
Current liabilities	**65**	**68**	**60**	**56**	**55**
Total liabilities and shareholders' equity	**654**	**872**	**1,006**	**1,027**	**1,057**
Net working capital	(20)	(34)	(25)	(24)	(21)
Invested capital	557	782	835	860	896
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	0.98	1.13	1.33	1.41	1.50
Tangible book value per share	0.91	1.07	1.27	1.35	1.44
Financial strength					
Net debt/equity (%)	20.9	9.9	(16.9)	(15.0)	(12.2)
Net debt/total assets (%)	6.9	2.8	(6.7)	(6.2)	(5.2)
Current ratio (x)	1.2	0.8	2.5	2.5	2.6
CF interest cover (x)	4.4	2.0	4.0	5.4	4.6

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Recurring P/E (x) *	**10.4**	**13.5**	**26.6**	**15.9**	**13.4**
Recurring P/E @ target price (x) *	**16.24**	**21.14**	**41.59**	**24.85**	**21.03**
Reported P/E (x)	10.4	13.5	26.6	15.9	13.4
Dividend yield (%)	-	-	1.5	2.5	3.0
Price/book (x)	2.1	1.8	1.5	1.5	1.4
Price/tangible book (x)	2.3	1.9	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x) **	4.6	4.8	6.1	5.1	4.5
EV/EBITDA @ target price (x) **	6.9	7.46	9.93	8.47	7.39
EV/invested capital (x)	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income

Sources: Onsen Retreat And Spa Group; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for **SETESG inclusion**, verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. **SETESG Index** is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). (*The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)*	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. *(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)*	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. *Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. NEGL: 0-10 / Low: 10-20 / Medium: 20-30 / High: 30-40 / Severe: 40+
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. AAA 8.571-10.000 AA 7.143-8.570 A 5.714-7.142 BBB 4.286-5.713 BB 2.857-4.285 B 1.429-2.856 CCC 0.000-1.428 **Leader:** leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities **Average:** a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers **Laggard:** lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.	
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.	
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.
HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.
REDUCE (R). The downside is 10% or more.
Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.
Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.
Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (**O**). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (**N**). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (**U**). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.