

# ONSEN RETREAT AND SPA GROUP PLC. (ONSENS)

\*\*ไม่จัดอันดับ\*\*

12 กันยายน 2568

Globlex Securities อาจเป็นผู้จัดทำหน่วยเพิ่มทุนในครั้งนี้นี้ซึ่งจะได้รับค่าธรรมเนียมในฐานะผู้จัดทำหน่วย

Year to Dec	65A	66A	67A	68E	69E
Net Profit(Mb)	15	44	33	28	43
EPS (Bt.)	0.05	0.15	0.11	0.09	0.14
Growth (%)	140	195	-24	-17	55
P/E (x) *	60.9	20.7	27.0	32.5	21.0
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.04
Yield (%) *	0.0	0.0	0.0	1.8	1.2
BVPS (Bt)	0.6	0.7	0.8	1.7	1.8
P/BV (x) *	5.2	4.2	3.6	1.8	1.7

Source: Financial Statement and Globlex securities

\* คำนวณจากราคาเหมาะสมที่ 3.00 บาท

PERTINENT INFORMATION	
ที่ปรึกษาทางการเงิน	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย	บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)
จำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขาย	80 ล้านหุ้น (มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 1.00 บาท)
ราคาเสนอขายหุ้น IPO	ยังไม่กำหนด
วันจองซื้อ	ยังไม่กำหนด
วันเริ่มซื้อขายในตลาดฯ	ยังไม่กำหนด
ทุนจดทะเบียน	300 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 300 ล้านหุ้น
ทุนที่เรียกชำระแล้วก่อน IPO	220 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 220 ล้านหุ้น
ทุนที่เรียกชำระแล้วหลัง IPO	300 ล้านบาท จำนวนหุ้นสามัญ 300 ล้านหุ้น
วัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุน	1. ใช้เป็นเงินลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ทองหล่อในส่วนพื้นที่สำหรับให้บริการออนเซ็นและสปา และพื้นที่เชิงพาณิชย์ สำหรับให้เช่าร้านค้า 2. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน 3. ใช้เป็นเงินลงทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ
โครงสร้างการถือหุ้น	
	ก่อน IPO (%) / หลัง IPO (%)
1. กลุ่มนาย สมิทธิ์ เมฆอรุณภมร	30.54 / 22.39
2. นาย ไตรรัตน์ ธนารุ่งโรจน์	18.13 / 13.29
3. นาย วรเวช ไตรภคยเวช	14.50 / 10.63
4. นาย เพชร คงแสงโรย	13.81 / 10.12
5. นาย เอกภักขณดี ศิริรุ่งโรจน์	6.53 / 4.79
ผู้ถือหุ้นอื่น	16.49 / 12.11
ประชาชนทั่วไป (IPO)	- / 26.67

Source: Filing

Analyst: Nuttawat Wongyaowarak

02-687-8505

nuttawat@globlex.co.th

Assistant: Raweewit Jansri

### ปัจจัยเสี่ยง

1. ความเสี่ยงจากคู่แข่งในอุตสาหกรรม
2. ความเสี่ยงจากการไม่สามารถต่ออายุสัญญาเช่าที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งสาขาของบริษัทฯ
3. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนของแหล่งน้ำธรรมชาติ
4. ความเสี่ยงจากการที่ผลการดำเนินงานของสาขาเดิม/ใหม่ ไม่เป็นไปตามประมาณการ
5. ความเสี่ยงจากความผันผวนของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

## ONSENS ให้บริการออนเซ็นแบบดั้งเดิมของญี่ปุ่น ผสมผสานเข้ากับสปาแนววัฒนธรรมไทย

บริษัท ออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจหลักในการให้บริการออนเซ็นและสปาเพื่อสุขภาพ ผสมผสานวัฒนธรรมการแช่ออนเซ็นแบบดั้งเดิมของญี่ปุ่นเข้ากับบริการสปาแนววัฒนธรรมไทยที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว รวมถึงธุรกิจอื่นเพื่อสนับสนุนธุรกิจหลัก ได้แก่ ธุรกิจจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มภายใต้ชื่อร้าน "Happy Rice" และธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของใช้ในชีวิตประจำวัน โดยวัตถุประสงค์ของกรรมการระดมทุนเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ คือ 1) ใช้เป็นเงินลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ทองหล่อในส่วนพื้นที่สำหรับให้บริการออนเซ็นและสปา และพื้นที่เชิงพาณิชย์สำหรับให้เช่าร้านค้า 2) ชำระคืนเงินกู้ยืมกับสถาบันการเงิน และ 3) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าเหมาะสมของ ONSENS สำหรับที่ 69 ที่ 3.00 บาทต่อหุ้น

### Investment Highlight

ONSENS ให้บริการออนเซ็นแบบดั้งเดิมของญี่ปุ่น เข้ากับการสปาแนววัฒนธรรมไทย

บริษัท ออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ด้วยชื่อ "ONSENS" ประกอบธุรกิจหลักในการให้บริการออนเซ็นและสปาเพื่อสุขภาพภายใต้ แบรนด์ "ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา (Yunomori)" จำนวน 4 สาขาแบ่งเป็น 3 สาขาในไทย 1) สุขุมวิท 26 2) สาทร 10 และ 3) พันทยา และสาขาในประเทศสิงคโปร์จำนวน 1 สาขา และธุรกิจสปาที่เน้นการนวดแผนไทยภายใต้แบรนด์ "KLAI" ให้บริการ 1 สาขาที่เยาวราช โดยรายได้ปี 2565-2567 เติบโตจาก 205.0 ลบ. เป็น 288.7 ลบ. หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 18.7% ต่อปี และรายงานกำไรปี 2565-2567 เติบโตจาก 14.8 ลบ. สู 33.3 ลบ. หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 50% ต่อปี ขณะที่รายได้และกำไร 1H68 อยู่ที่ 136.4 ลบ. และ 6.2 ลบ. หดตัว 2.5% YoY และหดตัว 66% YoY ตามลำดับ

คาดอุตสาหกรรมสปาของไทยปี 2566-2571 เติบโตเฉลี่ย 9.4% ต่อปี

MarketLine คาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมสปาในประเทศไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2566-2571 โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 9.40% ต่อปี (CAGR ปี 2566-2571F) ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าตลาดสปาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นจาก 61,935 ลบ. เป็น 97,089 ลบ. ในปี 2571 โดยการเติบโตอย่างต่อเนื่องของตลาดสปาในประเทศไทยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัย 1) กระแสที่ผู้คนให้ความสนใจกับการดูแลสุขภาพที่เพิ่มขึ้น 2) ความต้องการประสบการณ์ที่แตกต่างและมีเอกลักษณ์ 3) ความก้าวหน้าทางเทคโนโลยีและการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาประยุกต์ใช้กับการให้บริการสปา 4) รายได้ต่อหัวของประชากรที่เพิ่มขึ้น และ 5) การขยายตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว นอกจากนี้ รัฐบาลยังมีนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวด้วยนโยบายฟรีวีซ่า (Free Visa) สำหรับนักท่องเที่ยวจากประเทศต่างๆ เช่น ประเทศจีน ประเทศอินเดีย และประเทศคาซัคสถาน ประกอบกับการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานในประเทศเพื่อรองรับนักท่องเที่ยว เช่น โครงการปรับปรุงสนามบินกระบี่และการก่อสร้างสนามบินนานาชาติในอำเภอตะกั่วทุ่ง จังหวัดพังงาซึ่งจะช่วยส่งเสริมให้การเดินทางท่องเที่ยวมีความสะดวกสบายมากยิ่งขึ้น ซึ่งปัจจัยดังกล่าวล้วนช่วยส่งเสริมอุตสาหกรรมสปาของไทยให้สามารถเติบโตได้อย่างยั่งยืนในอนาคต

คาดการณ์กำไรปี 68-69 รว 28-43 ลบ. เติบโตเฉลี่ย CAGR 14% ต่อปี

เราคาดการณ์รายได้ปี 68 อยู่ที่ราว 280 ลบ. หดตัว 3% YoY เนื่องจากคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวปี 68 จะชะลอลงจากปีก่อน 2.8% สู 34.5 ล้านคน (ที่มา: ศูนย์วิจัยกสิกรไทย) จากความเชื่อมั่นด้านความปลอดภัยหลังเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับดาวจัน และขามาลเลเซีย ในปีนี้คาดว่าจะรับรู้รายได้จาก ธุรกิจ Yunomori Onsen ทั้ง 4 สาขา ธุรกิจสปา KLAI 1 สาขา และธุรกิจ สปาแบรนด์ใหม่ 1 สาขา (สปาราคาจับต้องได้



โดยเน้นการเปิดสาขาในห้างสรรพสินค้า ที่จะเปิดให้บริการเดือน พ.ย. 68 และคาดว่าจะทำไรชันทัน จะอ่อนตัวลงจาก 45% สู่ 42% เนื่องจากธุรกิจสปามีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าธุรกิจ Yunomori Onsen ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะปรับตัวขึ้นจาก 69 ลบ. สู่ 72 ลบ. ตามการเพิ่มจำนวน พนักงาน และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 68 ที่ 28 ลบ. ลดลง 17%YoY

เราคาดการณ์รายได้ปี 69 อยู่ที่ราว 317 ลบ. เติบโต 13%YoY เนื่องจากคาดว่าจะจำนวนนักท่องเที่ยวปี 69 จะกลับมาเติบโต 4%YoY สู่ 36 ล้านคน (ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา) และได้แรงหนุนจาก การเปิดสาขาสปาแบรนด์ใหม่ อีก 2 สาขา รวมเป็น 3 สาขา คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวขึ้น 1% สู่ 43% เนื่องจากธุรกิจ Yunomori Onsen และธุรกิจสปามีอัตราการใช้บริการที่เพิ่มขึ้น ด้านค่าใช้จ่ายใน การขายและบริหารคาดว่าจะปรับตัวขึ้นจาก 72 ลบ. สู่ 78 ลบ. ตามการเพิ่มจำนวนพนักงาน และ คาดการณ์กำไรสุทธิปี 69 ที่ 43 ลบ. เติบโต 55%YoY

ประเมินราคาเหมาะสมปี 69 ของ ONSENS 3.00 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัย บล.โกลเบล็ก ประเมินราคาเหมาะสม ONSENS ด้วยวิธี Market Comparable Approach จึง Prospective PE ที่ระดับ 21.5x ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 ปีของหลักทรัพย์ SPA และกลุ่มอุตสาหกรรม ท่องเที่ยว เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 69 ราว 0.14 บาท ส่งผลให้คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 69 ที่ 3.00 บาท

## ONSENS บริการออนเซ็นแบบดั้งเดิมของญี่ปุ่นผสมผสานกับการสปาแนวแผนไทย

บริษัท ออนเซ็น รีทรีต แอนด์ สปา กรุ๊ป จำกัด(มหาชน) (“บริษัทฯ” หรือ “ONSENS”) ประกอบธุรกิจหลักในการให้บริการออนเซ็นและสปาเพื่อสุขภาพ ด้วยแนวคิดที่ต้องการ ผสมผสานวัฒนธรรมการแช่ออนเซ็นแบบดั้งเดิมของญี่ปุ่นเข้ากับบริการสปาแนวแผนไทยที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัว โดยบริการออนเซ็นของบริษัทฯ มีความโดดเด่นด้วยความหลากหลายของ ประเภทบ่อออนเซ็นที่มีให้บริการ ภายใต้มาตรฐาน ทั้งในด้านความสะอาดและระบบการหมุนเวียนน้ำที่มีประสิทธิภาพ และให้บริการโดยพนักงาน ที่ผ่านการฝึกอบรมด้านเทคนิคและความ เชี่ยวชาญเฉพาะทางอย่างรอบด้าน

โดยบริษัทฯ ให้บริการออนเซ็นและสปาภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทฯ จำนวน 2 แปรนต์ ดังนี้

- 1. แปรนต์ “ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา” (Yunomori Onsen and Spa หรือ Yunomori)



Source: ONSENS Filling

แปรนต์ Yunomori ให้บริการทั้งออนเซ็น โดดเด่นด้วยประเภทบ่อออนเซ็นที่มีความหลากหลาย ซึ่งแต่ละบ่อจะมีคุณสมบัติในการช่วยเสริมสร้างสุขภาพที่แตกต่างกัน และการให้บริการสปาในรูปแบบเดย์สปา (Day Spa) ซึ่งมีรีทรีตเมนต์ที่หลากหลายครอบคลุมตั้งแต่การนวดเพื่อผ่อนคลายส่วนต่างๆ ตั้งแต่ศีรษะจรดปลายเท้า รวมถึงรีทรีตเมนต์เพื่อ เสริมความงาม โดยการให้บริการสามารถแบ่งออกเป็น 2 บริการ ดังนี้

1.1. บริการออนเซ็น

บริการออนเซ็นของบริษัทฯ เป็นการให้บริการในรูปแบบออนเซ็นป่อรวม (Public Onsen) โดยแบ่งแยกห้องออนเซ็นระหว่างผู้ชายและผู้หญิง โดยลูกค้าสามารถใช้บริการออนเซ็นได้ตลอดทั้งวันโดยไม่จำกัดเวลาการเข้าใช้ บริการออนเซ็นมีลักษณะการคิดค่าบริการให้ลูกค้าเลือกได้ 2 รูปแบบ คือ แบบรายวัน (One Day Pass) และแบบสมาชิก (Onsen Pass) ซึ่งมีทั้งสมาชิก 6 เดือน (Half Year Onsen Pass) และ 12 เดือน (Annual Onsen Pass)

**ขั้นตอนการใช้บริการออนเซ็น**



Source: ONSENS Filling

ณ วันที่ 30 มิถุนายน 2568 บริษัทฯ มีสาขาของ Yunomori ทั้งหมด 4 สาขา แบ่งเป็น สาขาภายในประเทศไทยจำนวน 3 สาขา คือ สาขาสุโขมวิท 26 สาขาสาทร 10 และ สาขาพญา ซึ่งบริหารโดยบริษัทฯ และสาขาในประเทศสิงคโปร์จำนวน 1 สาขา ซึ่งเป็นการร่วมทุน (Joint Venture) ระหว่างบริษัทฯ กับกลุ่มนักลงทุนกิงจิงคิโปร

Figure 1: ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา สาขาสุโขมวิท 26



Source : ONSENS Filling

สถานที่ตั้ง	:	โครงการ เอ สแควร์ 120/5 ซอยสุโขมวิท 26 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กรุงเทพฯ 10110
จำนวนบ่อออนเซ็นและห้องทรีตเมนต์	:	12 บ่อออนเซ็น และ 47 ห้องทรีตเมนต์
สิ่งอำนวยความสะดวก	:	1. ร้านอาหารญี่ปุ่น Happy Rice 2. ที่จอดรถ 3. สวนธรรมชาติสไตล์ญี่ปุ่น 4. ห้องพักผ่อน พร้อมผ้าห่ม น้ำดื่ม และสิ่งอำนวยความสะดวก
วันและเวลาทำการ	:	เปิดให้บริการทุกวัน ตั้งแต่เวลา 10.00 น. ถึง 24.00 น.

Figure 2: ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา สาขาสาทร 10



Source : ONSENS Filling

<b>สถานที่ตั้ง</b>	:	5 ซอยศึกษาวิทยา (ซอยสาทร 10) ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
<b>จำนวนบ่อออนเซ็นและห้องทรีตเมนต์</b>	:	14 บ่อออนเซ็น 60 ห้องทรีตเมนต์
<b>สิ่งอำนวยความสะดวก</b>	:	<ol style="list-style-type: none"> <li>ร้านอาหารญี่ปุ่น Happy Rice</li> <li>บาร์คาดฟ้าวิวตี๊กมหนคร</li> <li>สวนธรรมชาติสไตล์ญี่ปุ่น</li> <li>ห้องพักผ่อน พร้อมผ้าห่ม น้ำดื่ม และสิ่งอำนวยความสะดวก</li> <li>ที่จอดรถ</li> <li>ใกล้สถานีรถไฟฟ้า BTS สถานีเซ็นทรัลพลาซ่า</li> </ol>
<b>วันและเวลาทำการ</b>	:	เปิดให้บริการทุกวัน ตั้งแต่เวลา 10.00 น. ถึง 24.00 น.

Figure 3: ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา สาขาพญาไท



Source : ONSENS Filling

<b>สถานที่ตั้ง</b>	:	300/59 ถนนเทพประสิทธิ์ ตำบลหนองปรือ อำเภอบางละมุง จังหวัดชลบุรี 20150
<b>จำนวนบ่อออนเซ็นและห้องทรีตเมนต์</b>	:	14 บ่อออนเซ็น 46 ห้องทรีตเมนต์
<b>สิ่งอำนวยความสะดวก</b>	:	<ol style="list-style-type: none"> <li>ร้านอาหารญี่ปุ่น Happy Rice</li> <li>ที่จอดรถห้องพักผ่อน พร้อมผ้าห่ม น้ำดื่ม และสิ่งอำนวยความสะดวก</li> </ol>
<b>วันและเวลาทำการ</b>	:	เปิดให้บริการทุกวัน ตั้งแต่เวลา 10.00 น. ถึง 24.00 น.

Figure 4: ยูโนะโมริ ออนเซ็น แอนด์ สปา สาขาสิงคโปร์



Source : ONSENS Filling

<b>สถานที่ตั้ง</b>	:	Kallang Wave Mall, 1 Stadium Place #02-17/18 Kallang Wave Mall Singapore 397628
<b>จำนวนบ่อออนเซ็นและห้องทรีตเมนต์</b>	:	11 บ่อออนเซ็น และ 14 ห้องทรีตเมนต์
<b>สิ่งอำนวยความสะดวก</b>	:	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ร้านอาหารญี่ปุ่น Happy Rice</li> <li>2. ที่จอดรถ</li> <li>3. ห้องพักผ่อน พร้อมผ้าห่ม น้ำดื่ม และสิ่งอำนวยความสะดวก</li> <li>4. ใกล้สถานีรถไฟ MRT National Stadium</li> </ol>
<b>วันและเวลาทำการ</b>	:	เปิดให้บริการทุกวัน ตั้งแต่เวลา 10.00 น. ถึง 24.00 น.

บริษัทฯ มีบ่อออนเซ็นสำหรับให้บริการหลากหลายประเภท โดยแต่ละบ่อได้รับการออกแบบให้มีคุณสมบัติในการช่วยเสริมสร้างสุขภาพที่แตกต่างกัน อีกทั้งมีห้องอบไอน้ำ และห้องชาน้ำให้บริการ ซึ่งสามารถจำแนกประเภทในแต่ละสาขาได้ ดังนี้

Table 1: ตารางแสดงจำนวนบ่อน้ำออนเซ็นแยกตามประเภทในแต่ละสาขา

	สาขา	สุขุมวิท 26		สาทร 10		พญา		สิงคโปร์		รวม
		ชาย	หญิง	ชาย	หญิง	ชาย	หญิง	ชาย	หญิง	
1	บ่อยูโนะโมริชิกเนเจอร์	/	/	/	/	/	/	/	/	8
2	บ่อน้ำร้อนธรรมชาติ	/	/	/	/	-	-	-	-	4
3	บ่อเจ็ตบารหรือบ่อน้ำวน <sup>1/</sup>	/	/	/	/	//	//	/	/	10
4	บ่อซัลเฟอร์หรือไมโครบับเบิลบาร	-	-	/	/	/	/	/	/	6
5	บ่อบับเบิลบาร	-	-	/	/	/	/	/	/	6
6	บ่อน้ำเย็น <sup>2/</sup>	/	/	//	//	/	/	/	/	10
7	บ่อสวนตัว	/	/	-	-	/	/	-	-	4
8	บ่อหินในสวนธรรมชาติ	/	/	-	-	-	-	-	-	2
9	ห้องอบไอน้ำ	/	/	/	/	/	/	/	/	8
10	ห้องชาน้ำ	/	-	/	/	/	/	/	-	6
<b>รวม</b>		<b>8</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>64</b>

Source : ONSENS Filling

หมายเหตุ: 1/ บ่อเจ็ตบารในสาขาพญาประกอบด้วยบ่อแบบนอน 2 บ่อและบ่อแบบนั่ง 2 บ่อ  
2/ บ่อน้ำเย็นในสาขาสาทร 10 ประกอบด้วยบ่อแบบนั่ง 2 บ่อและบ่อแบบยืน 2 บ่อ

1.2. บริการสปา

อีกหนึ่งบริการของ Yunomori ซึ่งให้บริการสปาในรูปแบบเดย์สปา (Day Spa) ซึ่งมีระยะเวลาให้เลือกตั้งแต่ 30 - 120 นาทีต่อทรีตเมนต์ โดยทรีตเมนต์ที่ Yunomori ให้บริการนั้นมีความหลากหลายครอบคลุมตั้งแต่การนวดเพื่อผ่อนคลายกล้ามเนื้อส่วนต่างๆ ของร่างกายตั้งแต่ศีรษะจรดเท้า ผ่านการรับรองและขึ้นทะเบียนโดยกระทรวงสาธารณสุข

ขั้นตอนการให้บริการสปา



Source : ONSENS Filling

บริษัทฯ กำหนดให้มีรูปแบบการให้บริการทั้งแบบเลือกใช้บริการสปาตามรายการ (A La Carte) และแบบแพ็คเกจบริการสปาพร้อมกับบริการออนเซ็น (Onsen & Spa Package) โดยรูปแบบการให้บริการทรีตเมนต์มีดังนี้

Figure5: รูปแบบการบริการให้บริการทรีตเมนต์

การนวดไทย (Thai Massage)



การนวดอโรมา (Aromatherapy Massage)



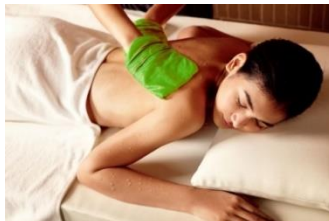
การนวดประคบสมุนไพร (Herbal Compress)



การนวดสครับผิว (Body Scrub)



การนวดสครับผิวสไตส์เกาหลี (Korean Scrub)



การบำรุงผิวกระจ่างใส (Radiantly Beautiful Skin)



**การนวดยกกระชับผิวหนัง (Face Contouring Massage)**



**การนวดผ่อนคลายศีรษะ (Deep Sleep Head Massage)**



**การนวดออฟฟิศซินโดรม (Office Syndrome Treatment)**



**การนวดกล้ามเนื้อส่วนลึก (Deep Tissue Massage)**



Source : ONSENS Filling

หมายเหตุ: ประเภทบริการจะมีความแตกต่างกันในแต่ละสาขาตามความเหมาะสม

2. แบรินด์ “คลาย สปา” (KLAI SPA หรือ KLAI)

# KLAI

Source : ONSENS Filling

สาขาภายใต้แบรนด์ KLAI จะให้บริการเฉพาะบริการสปาในรูปแบบเดย์สปาที่เน้นการนวดแผนไทย โดยนำเสนอเอกลักษณ์ความเป็นไทยผ่านการนวดผ่อนคลายด้วยการยึดติดส่วนต่างๆ ของร่างกาย ด้วยการนำศาสตร์การรักษาของแพทย์แผนไทย 2 ชนิดมารวมประสานกัน ประกอบด้วย ทำกายบริหาร “ฤๅษีดัดตน” ซึ่งเป็นทำกายบริหารด้วยหลักการยึดส่วนต่างๆ ของร่างกาย และองค์ความรู้เรื่อง “เส้นประธานสิบ” ที่นำมาใช้บำบัดอาการไม่พึงประสงค์ด้วยการนวดแบบรัดเส้นกจุด

ทั้งนี้ บริษัทฯ เปิดให้บริการสปาแบรนด์ KLAI สาขาแรกซึ่งเป็นสาขา Flagship Store ที่ย่านเยาวราช เมื่อวันที่ 23 พฤศจิกายน 2567 เพื่อเป็นจุดเริ่มต้นของการนำเสนอ นวดแผนไทยโบราณรูปแบบใหม่ให้เป็นที่รู้จักในระดับนานาชาติ โดยมีรายละเอียดดังนี้

Figure6: “คลาย” สาขาเยาวราช (KLAI Yaowarat)



Source : ONSENS Filling

สถานที่ตั้ง	:	101,103,105 ถนนพาดสาย แขวงสัมพันธวงศ์ เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100
จำนวนห้องทรีตเมนต์	:	28 ห้องทรีตเมนต์
วันและเวลาทำการ	:	เปิดให้บริการทุกวัน ตั้งแต่เวลา 10.00 น. ถึง 24.00 น.

**รูปแบบการให้บริการของ KLAI**

รูปแบบวิธีการนวดของ KLAI ได้รับการพัฒนาจากการนำศาสตร์การนวดไทยแบบดั้งเดิม โดยอ้างอิงจากการนวดแบบไทยราชสำนักที่มุ่งเน้นความนุ่มนวลด้วยการใช้นิ้วมือและอุ้งมือในการกดจุดที่สำคัญของร่างกาย และการนวดแบบเคลย์คังคีซึ่งจะมีความหลากหลายของท่าวนนอกเหนือจากการ บีบ กด เพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ KLAI ยังนำสมุนไพรที่มีคุณประโยชน์มาใช้ร่วมกับการนวด เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการบำบัดและเสริมสุขภาพให้แก่ลูกค้า



Source : ONSENS Filling

**ลักษณะลูกค้าและกลุ่มเป้าหมายของแบรนด์ Yunomori และ KLAI**

กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ Yunomori และ KLAI คือลูกค้าที่มีไลฟ์สไตล์ที่ใส่ใจสุขภาพและให้ความสำคัญเรื่องการดูแลสุขภาพ ครอบคลุมกลุ่มลูกค้าคนไทยวัยทำงานอายุ 25-55 ปี ที่มีรายได้เฉลี่ยตั้งแต่ 30,000 บาทขึ้นไป รวมถึงกลุ่มลูกค้าชาวต่างชาติอายุ 25-55 ปี ที่มาทำงานในประเทศไทย (Expat) และกลุ่มนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งยุโรปและเอเชียตะวันออก เช่น จีน ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้

**3. ธุรกิจอื่น**

**3.1. ธุรกิจจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มภายใต้ร้าน “Happy Rice”**

ร้านอาหารสไตล์ญี่ปุ่นโฮมเมดตั้งอยู่ในสาขาของ Yunomori ทุกสาขา ให้บริการแบบตามสั่ง (A La Carte) เมนูอาหารหลากหลายประเภท อาทิ สลัด ซาซิมิ ซูชิโรล และอาหารชุด เป็นต้น โดยรายละเอียดสาขาของร้านอาหาร Happy Rice มีดังนี้

Table2: ตารางจำนวนที่นั่งในแต่ละสาขาของร้าน “Happy Rice”

สาขา	เวลาให้บริการ	จำนวนที่นั่ง
สุขุมวิท	11.00-22.00 น.	88
สาทร	11.00-22.00 น.	84
พญา	11.00-21.00 น.	51
สิงคโปร์	10.00-21.00 น.	47

Source : ONSENS Filling



3.2. ธุรกิจจำหน่ายผลิตภัณฑ์ต่างๆ

นอกจากการบริการออนเซ็นและสปา และร้านอาหารที่กล่าวมาข้างต้น บริษัทฯ ได้จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ต่างๆ ประเภทของใช้ในชีวิตประจำวัน อาทิ ชุดยูคาตะ ผ้าพันคอ หมวกคิกน้ำ แก้วกาแฟ และหมอน เป็นต้น โดยได้ร่วมงานกับศิลปินผู้ออกคาแรคเตอร์ “น้องมะม่วง” และผู้สร้างคาแรคเตอร์ “Greenie & Elfie” เพื่อนำมาจำหน่ายที่บริเวณหน้าเคาน์เตอร์ของแต่ละสาขา ทั้งนี้การร่วมมือดังกล่าวเป็นรูปแบบการร่วมใจสร้างสรรค์สินค้าเพื่อออกแบบผลิตภัณฑ์และคำลิขสิทธิ์เพื่อใช้โปรโมทและผลิตเป็นสินค้าเพื่อจำหน่าย

Figure7: ตัวอย่างสินค้าร่วมกับ “น้องมะม่วง”



Figure8: ตัวอย่างสินค้าร่วมกับ “Greenie & Elfie”



Source : ONSENS Filling

ภาวะอุตสาหกรรมและการแข่งขัน

อุตสาหกรรมสปา

รัฐบาลมีนโยบายผลักดันให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางสุขภาพแห่งเอเชีย (Medical Hub of Asia) และส่งเสริมให้เป็นศูนย์กลางสปาระดับโลก (Capital Spa of Asia) โดยในปัจจุบัน รัฐบาลได้มีนโยบายการส่งเสริมธุรกิจสปาผ่านแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาระบบสปาไทยให้เป็นศูนย์กลางสุขภาพนานาชาติ (Medical Hub) (พ.ศ.2560-2569) ภายใต้ยุทธศาสตร์ที่ 3 ซึ่งมุ่งเน้นการส่งเสริมพัฒนาคุณภาพมาตรฐานของสถานประกอบการและบุคลากรระดับสากล และส่งเสริมพัฒนาสถานประกอบการประเภทพำนักระยะยาวเพื่อสุขภาพ หรือบริการเพื่อส่งเสริมสุขภาพในลักษณะ Preventive Medicine รวมถึงการยกระดับการบริการนวดไทยให้เป็นมรดกและวัฒนธรรมของไทย

นอกจากนี้ ยุทธศาสตร์ดังกล่าวมีนโยบายในการส่งเสริมและพัฒนาแหล่งน้ำพุร้อนให้เป็นเมืองสปาและเส้นทางท่องเที่ยวสายน้ำพุร้อนของไทยในจังหวัดท่องเที่ยวชั้นนำ 7 จังหวัด ได้แก่ กระบี่ ระนอง ราชบุรี เชียงใหม่ ลำปาง กาญจนบุรี และพังงา ซึ่งนโยบายที่ภาครัฐสนับสนุนและพัฒนามาตรฐานอย่างต่อเนื่อง ทำให้สปาไทยเป็นที่ยอมรับในระดับสากล โดยเฉพาะการนวดแผนไทย ที่เป็นหนึ่งในซอฟต์แวร์ที่ได้รับความนิยมในระดับนานาชาติ

อุตสาหกรรมสปาของประเทศไทยมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยในปี 2566 มีรายได้รวม 61,935 ลบ. เพิ่มขึ้นจากปี 2561 คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 5% ต่อปี โดยหนึ่งในปัจจัยสำคัญคือการเปลี่ยนแปลงของไลฟ์สไตล์ของผู้คนที่หันมาใส่ใจสุขภาพมากยิ่งขึ้น ประกอบกับรายได้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายเพื่อบริการสุขภาพ นอกจากนี้ การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่สนับสนุนการเติบโตของอุตสาหกรรมสปาในประเทศไทย หลังจากที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 โดยจากข้อมูลของกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา ประเทศไทยมีจำนวนนักท่องเที่ยวรวมทั้งสิ้น 28.2 ล้านคน ในปี 2566 เพิ่มขึ้นจาก 0.5 ล้านคน ในปี 2564 โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติให้ความสนใจเกี่ยวกับบริการที่สะท้อนถึงเอกลักษณ์ทางวัฒนธรรม ซึ่งเป็นจุดเด่นของอุตสาหกรรมสปาไทย จึงทำให้การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพเป็นอีกหนึ่งเป้าหมายการเดินทางของนักท่องเที่ยว

จากข้อมูลของ MarketLine ระบุว่าในปี 2566 ธุรกิจสปาของประเทศไทยมีมูลค่าตลาดประมาณ 61,935 ล้านบาท โดยโครงสร้างแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มเคอร์สป่า กลุ่มสปาในโรงแรม และกลุ่มบริการสปาอื่นๆ เช่น รีสอร์ทสปา เป็นต้น

Figure9: สัดส่วนธุรกิจสปาในประเทศไทย ปี 2566

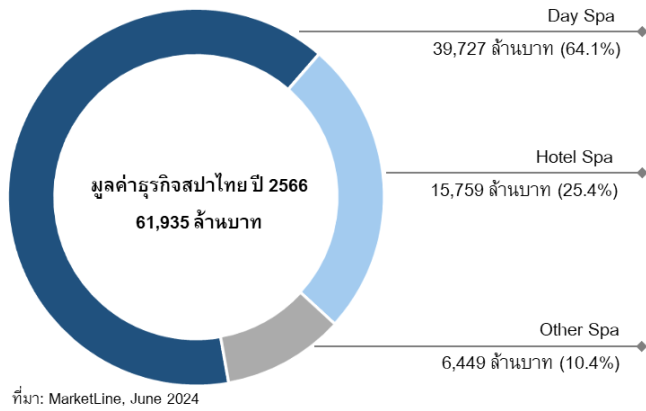
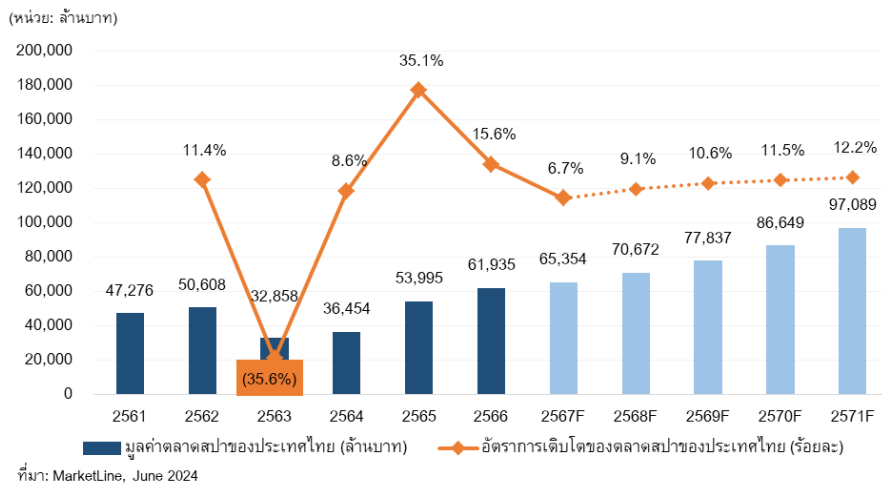


Figure 9 ระบุว่าสัดส่วนของกลุ่มเดย์สปาที่มีสัดส่วนมากที่สุดในตลาดธุรกิจสปา ซึ่งเป็นผลมาจากเดย์สปา (Day Spa) มีบริการหลากหลายไม่ว่าจะเป็นการนวดเพื่อผ่อนคลาย การทำทรีตเมนต์ผิวหน้าและผิวกาย การบำบัดด้วยการแช่น้ำร้อน หรือบริการเสริมความงามอื่นๆ นอกจากนี้ ประเทศไทยยังเป็นจุดหมายปลายทางที่ดึงดูดนักท่องเที่ยวจำนวนมาก ประกอบกับการที่นักท่องเที่ยวในปัจจุบันมักมองหาประสบการณ์ที่มีความหมายและอัตลักษณ์เฉพาะตัวในระหว่างการเดินทาง ซึ่งเดย์สปา (Day Spa) มีจุดเด่นที่สามารถตอบโจทย์ดังกล่าวได้ ด้วยรูปแบบการให้บริการที่สามารถผสมผสานบริการหลากหลายเข้าด้วยกัน

Figure10: มูลค่าตลาดสปาของประเทศไทย ปี 2561-2571F



ทั้งนี้ MarketLine คาดการณ์ว่าอุตสาหกรรมสปาในประเทศไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2566-2571 โดยมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 9.4% ต่อปี ซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าตลาดสปาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นเป็น 97,089 ล้านบาท ในปี 2571 โดยการเติบโตของตลาดสปาได้แรงหนุนจากปัจจัยหลายประการ เช่น ผู้คนหันมาสนใจการดูแลสุขภาพมากขึ้น ความต้องการประสบการณ์ที่แตกต่างและมีเอกลักษณ์ ความก้าวหน้าของเทคโนโลยี รายได้ต่อหัวที่เพิ่มขึ้น และการขยายตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว นอกจากนี้รัฐบาลยังมีนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวด้วยวีซ่าฟรี (Free Visa) สำหรับนักท่องเที่ยวจากต่างประเทศ เช่น ประเทศจีน อินเดีย และคาซัคสถาน ประกอบกับการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานในประเทศเพื่อรองรับนักท่องเที่ยว ซึ่งจะช่วยส่งเสริมให้การเดินทางท่องเที่ยวมีความสะดวกสบายมากขึ้น เป็นปัจจัยหนุนอุตสาหกรรมสปาของไทยให้เติบโตได้อย่างยั่งยืน

**ภาวะการแข่งขันธุรกิจสปาในประเทศไทย**

อุตสาหกรรมสปาในประเทศไทยเป็นตลาดที่มีผู้ประกอบการที่หลากหลาย ตั้งแต่ผู้ให้บริการสปาในโรงแรม หรือ แรมดอสปาขนาดใหญ่ซึ่งเป็นที่รู้จักแพร่หลาย ตลอดจนผู้ประกอบการรายขนาดกลาง และผู้ประกอบการรายย่อยทั้งที่จัดตั้งเป็นบริษัทนิติบุคคล และในรูปแบบร้านค้าส่วนบุคคล โดยอ้างอิงจากข้อมูลจำนวนสถานประกอบการที่ได้รับอนุญาตตามพระราชบัญญัติสถานประกอบการเพื่อสุขภาพ ของกรมสนับสนุนบริการสุขภาพ โดย ณ วันที่ 1 กรกฎาคม 2568 จำนวนสถานประกอบการเพื่อสุขภาพที่ได้รับอนุญาตในรูปแบบนวดและสปา รวมจำนวน 15,588 ราย โดยแบ่งเป็นผู้ให้บริการในรูปแบบนวดเพื่อสุขภาพ จำนวน 14,460 ราย และผู้ให้บริการในรูปแบบสปา จำนวน 1,128 ราย

ทั้งนี้ จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้าในปี 2567 รายชื่อผู้ประกอบการสปาที่มีขนาดธุรกิจและลักษณะการประกอบธุรกิจที่ใกล้เคียงกับบริษัทฯ โดยเป็นผู้ให้บริการสปาซึ่งมีแบรนด์เป็นที่รู้จักและมีการบริหารงานในรูปแบบสาขาสำหรับให้บริการแก่ลูกค้า มีดังนี้

Table3: รายชื่อบริษัทฯ ที่ประกอบกิจการสปา

รายชื่อบริษัท	ตัวอย่างแบรนด์	จำนวนสาขา	ปี 2567 (ล้านบาท)	
			รายได้รวม	กำไรสุทธิ
บมจ. สยามเวลเนสกรุ๊ป (SPA) <sup>1/</sup>	Let's Relax /Rarinjinda	77	1,543.59	323.08
บจ. เฮลท์ แอนด์ 2004 <sup>2/</sup>	Health Land	11	991.47	118.53
<b>บมจ. ออนเซ็น รีทรีท แอนด์ สปา กรุ๊ป</b>	<b>Yunomori / KLAI</b>	<b>4</b>	<b>283.09</b>	<b>33.29</b>
บจ. เดสทินี เอ็นเตอร์ไพรซ์ <sup>2/</sup>	Oasis Spa	15	259.21	29.31
บจ. ดีวานา เวลเนส <sup>2/</sup>	Divana	7	133.53	6.99

Source : ONSENS Filing

หมายเหตุ:

<sup>1/</sup> ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน อ้างอิงข้อมูลทางการเงินและจำนวนสาขา จากรายงานประจำปี 2567 (แบบ 56-1 One Report)

<sup>2/</sup> ข้อมูลบริษัทจำกัด อ้างอิงข้อมูลทางการเงินในปี 2567 จาก Corpus BOL ณ วันที่ 16 มิถุนายน 2568 โดยข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลจากงบการเงินเฉพาะกิจการโดยไม่ได้พิจารณาถึงบริษัทอื่นในกลุ่ม (ถ้ามี) และข้อมูลจำนวนสาขาอ้างอิงจากเว็บไซต์ของแต่ละบริษัท

## ผลประกอบการบริษัทช่วงปี 64-67 และงวด 6M68

Table4: รายได้รวมจากการขายและบริการ

รายได้รวมจากการขายและบริการ	2564		2565		2566		2567		6M67		6M68	
	ลบ.	%	ลบ.	%	ลบ.	%	ลบ.	%	ลบ.	%	ลบ.	%
รายได้จากการบริการ	49.88	80%	168.8	85%	231.7	87%	245.2	87%	119.1	87%	116.4	87%
รายได้จากการขาย	12.14	20%	28.79	15%	33.64	13%	37.87	13%	18.12	13%	17.64	13%
รายได้จากการขายอาหารและเครื่องดื่ม	9.23	15%	25.93	13%	31.94	12%	36.46	13%	18.12	13%	16.44	12%
รายได้จากการจำหน่ายผลิตภัณฑ์	2.91	5%	2.86	1%	1.71	1%	1.41	0%	-	0%	1.20	1%
<b>รายได้รวม</b>	<b>62.02</b>	<b>100%</b>	<b>197.6</b>	<b>100%</b>	<b>265.3</b>	<b>100%</b>	<b>283.0</b>	<b>100%</b>	<b>137.3</b>	<b>100%</b>	<b>134.0</b>	<b>100%</b>

Source: Filing and Globlex Research

Figure11: จำนวนผู้ใช้บริการออนเซ็นและสปาเฉลี่ยต่อเดือน

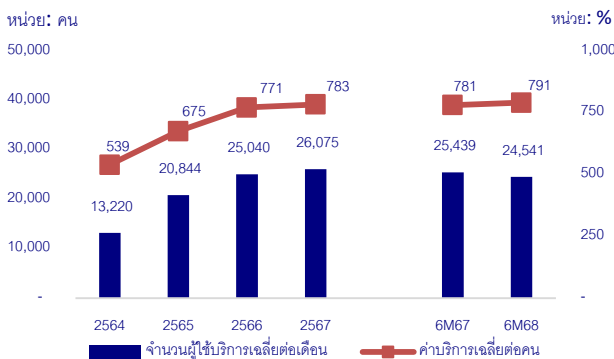
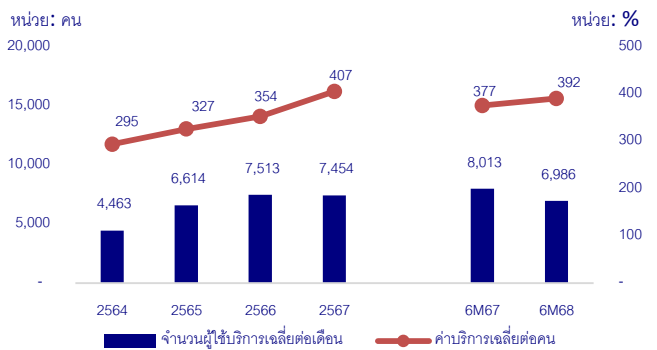


Figure12: จำนวนผู้ใช้บริการร้านอาหารเฉลี่ยต่อเดือน



Source: Filing and Globlex Research

## รายได้จากการขายและบริการ

Figure 13: รายได้จากการขายและบริการ



Source: Filling and Globex Research

ปี 2564 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 62 ลบ. โดยเป็นรายได้จากการให้บริการออนเซ็นและสปาเท่ากับ 50 ลบ. (สัดส่วน 80%) โดยบริษัทฯ ได้รับผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์ในระหว่างเดือนพ.ค. - ก.ย. 2564 เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้ในปี 64 บริษัทฯ สามารถดำเนินธุรกิจได้เพียง 7 เดือน ประกอบกับผู้บริโภคยังคงระมัดระวังการใช้บริการที่ต้องสัมผัสใกล้ชิด ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือนเพียง 13,220 คน โดยมีค่าบริการเฉลี่ยต่อคนเท่ากับ 539 บาท อีกทั้งรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเท่ากับ 9 ลบ. (สัดส่วน 15%) เนื่องจากธุรกิจร้านอาหารของบริษัทฯ ตั้งอยู่ในสาขาของ Yunomori ทำให้ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 เช่นกัน ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการต่อเดือนเฉลี่ย 4,463 คน และมีค่าบริการเฉลี่ยต่อคน 295 บาท

ปี 2565 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 198 ลบ. เพิ่มขึ้น +219%YoY โดยเป็นรายได้จากการให้บริการออนเซ็นและสปาเท่ากับ 169 ลบ. (สัดส่วน 85%) เพิ่มขึ้น +239%YoY เนื่องจากบริษัทฯ สามารถดำเนินธุรกิจได้เต็มปี ประกอบกับสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 คลี่คลาย ทำให้ลูกค้ามีความเชื่อมั่นในการใช้บริการมากขึ้น ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือน 20,844 คน เพิ่มขึ้น +58%YoY และค่าบริการเฉลี่ยต่อคน 675 บาท เพิ่มขึ้น +25%YoY และรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเท่ากับ 26 ลบ. (สัดส่วน 13%) เพิ่มขึ้น +181%YoY จากการที่บริษัทฯ เริ่มกลับมาให้บริการร้านอาหารอย่างเต็มรูปแบบ และมีการเพิ่มชุดเมนูอาหารเพื่อสุขภาพมากขึ้น ส่งผลให้มีจำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือน 6,614 คน เพิ่มขึ้น +48%YoY และมีค่าบริการเฉลี่ยต่อคน 327 บาท เพิ่มขึ้น +11%YoY

ปี 2566 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 265 ลบ. เพิ่มขึ้น +34%YoY โดยเป็นรายได้จากการให้บริการออนเซ็นและสปาเท่ากับ 232 ลบ. (สัดส่วน 87%) เพิ่มขึ้น +37%YoY เนื่องจากบริษัทฯ ได้รับความเชื่อมั่นในการใช้บริการของลูกค้ามากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับนักท่องเที่ยวต่างชาติกลับเข้ามาใช้บริการมากขึ้นโดยเฉพาะสาขาพัทยะ ซึ่งมีกลุ่มลูกค้าหลักเป็นนักท่องเที่ยว ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือน 25,040 คน เพิ่มขึ้น +20%YoY และค่าบริการต่อคน 771 บาท เพิ่มขึ้น +14%YoY และรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเท่ากับ 32 ลบ. (สัดส่วน 12%) เพิ่มขึ้น +23%YoY ตามจำนวนผู้ใช้บริการออนเซ็นและสปาที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับบริษัทฯ มีการออกชุดเมนูใหม่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือน 7,513 คน เพิ่มขึ้น +14%YoY และค่าบริการต่อคน 354 บาท เพิ่มขึ้น +8%YoY

ปี 2567 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 283 ลบ. เพิ่มขึ้น +7%YoY โดยเป็นรายได้จากการให้บริการออนเซ็นและสปาเท่ากับ 254 ลบ. (สัดส่วน 87%) เพิ่มขึ้น +6%YoY จากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวของประเทศไทย ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือน 26,075 คน เพิ่มขึ้น +4%YoY และค่าบริการเฉลี่ยต่อคน 783 บาท เพิ่มขึ้น +2%YoY และรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเท่ากับ 36 ลบ. (สัดส่วน 13%) เพิ่มขึ้น +14%YoY เนื่องจากบริษัทฯ ได้เพิ่มเมนูที่พรีเมียมมากขึ้น รวมถึงมีการจัดเมนูโปรโมชันเพิ่มเติม แม้ว่าจำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือนจะลดลง -1%YoY สู 7,454 คน แต่ถูกชดเชยด้วยค่าบริการเฉลี่ยต่อคนที่เพิ่มขึ้น +15%YoY สู 407 บาท

งวด 6M28 บริษัทฯ มีรายได้จากการขายและบริการรวม 134 ลบ. ลดลง -2%YoY โดยเป็นรายได้จากการบริการออนเซ็นและสปาเท่ากับ 116 ลบ. (สัดส่วน 87%) ลดลง -2%YoY เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ทำให้ความสามารถในการจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคลดลง ประกอบกับจำนวนนักท่องเที่ยวหดตัว ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือนลดลง -4%YoY สู 24,541 คน แม้ว่าค่าบริการเฉลี่ยต่อคนจะเพิ่มขึ้น +1%YoY สู 790 บาท อีกทั้งรายได้จากการจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มเท่ากับ 16 ลบ. ลดลง -9%YoY ตามจำนวนของผู้บริการออนเซ็นและสปาที่ลดลง ส่งผลให้จำนวนผู้ใช้บริการเฉลี่ยต่อเดือนลดลง -13%YoY สู 6,986 คน แม้ว่าค่าบริการเฉลี่ยต่อคนจะเพิ่มขึ้น +4%YoY สู 392 บาท

# กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้น

Figure 14: กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้น

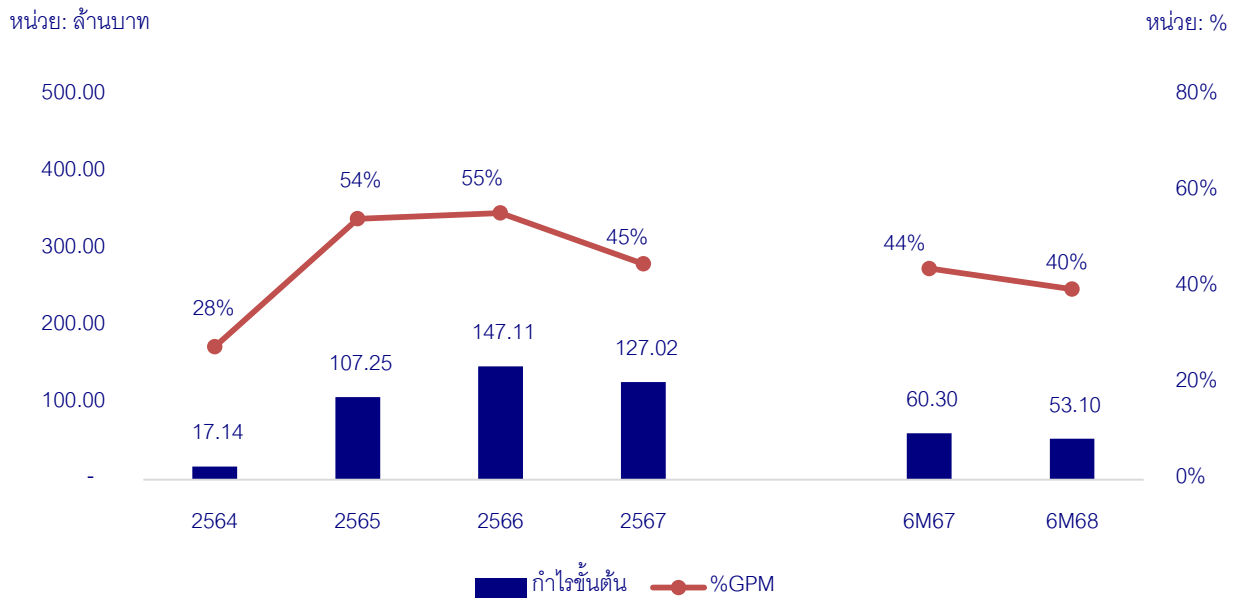
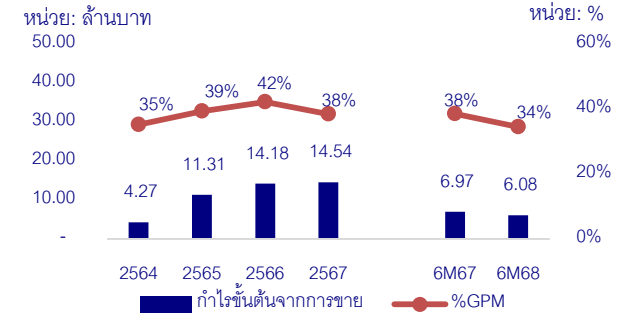
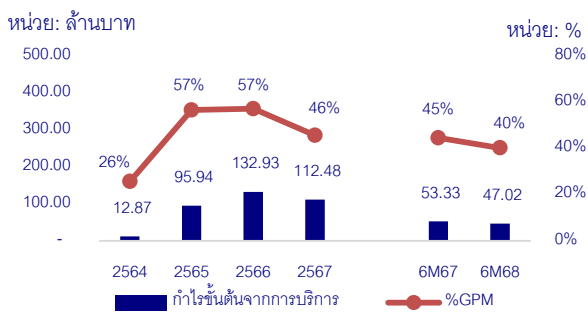


Figure 15: กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้นจากการบริการ      Figure 16: กำไรขั้นต้นและอัตรากำไรขั้นต้นจากการขาย



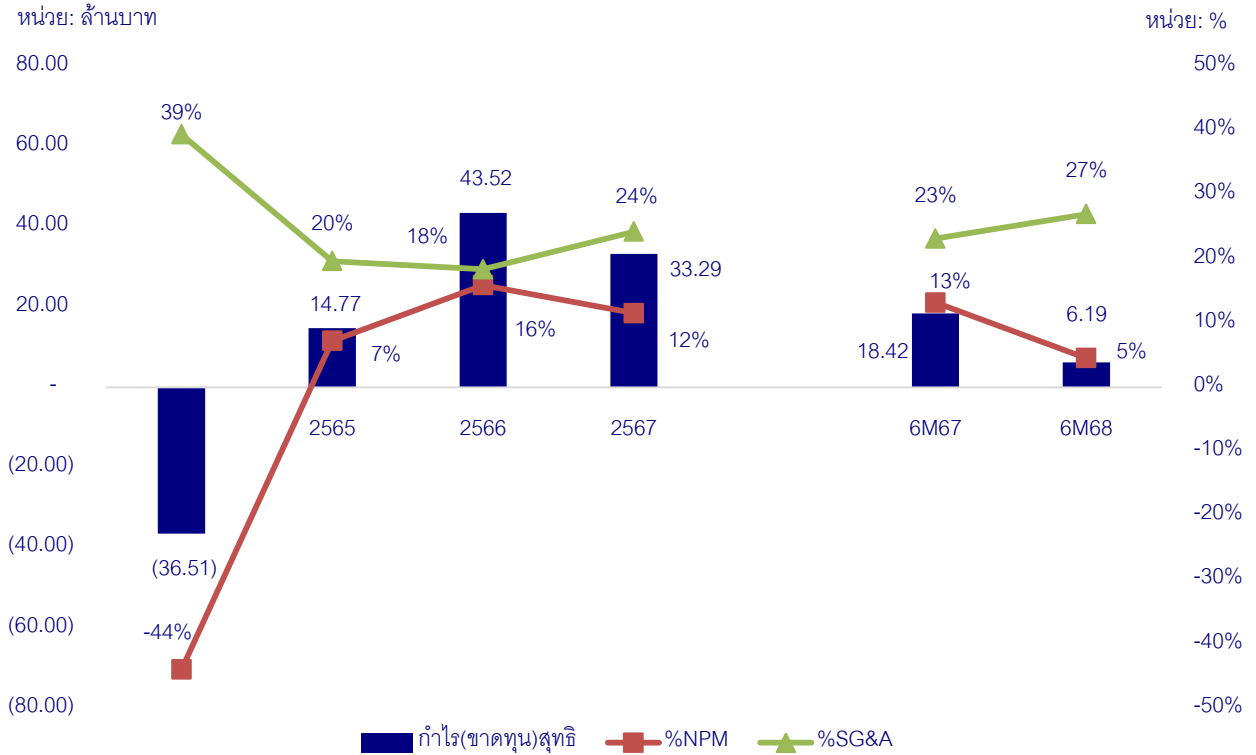
Source: Filling and Globlex Research

ในปี 2564-2567 และงวด 6M68 กำไรขั้นต้นเท่ากับ 17 ลบ. 107 ลบ. 147 ลบ. 127 ลบ. และ 53 ลบ. ตามลำดับ โดยในปี 64 บริษัทฯ มี %GPM คิดเป็น 28% ซึ่งเป็นผลมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้อัตราการขยายและบริการลดลง แต่ต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทฯ เป็นต้นทุนคงที่ ขณะที่ในปี 2565-2566 สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 คลี่คลาย ทำให้อัตราการขยายและบริการฟื้นตัว ประกอบกับบริษัทฯ สามารถบริหารจัดการต้นทุนค่าใช้จ่ายพนักงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่าจะมีการเพิ่มจำนวนพนักงานเพื่อรองรับจำนวนลูกค้าที่เพิ่มมากขึ้น ทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 54% และ 55% ตามลำดับ อย่างไรก็ตามในปี 2567 %GPM ลดลงสู่ระดับ 45% เนื่องจากบริษัทฯ มีการจ้างงานพนักงานมากขึ้นเพื่อรองรับการเปิดสาขา KLA1 ที่เยาวราช ซึ่งเปิดให้บริการช่วงเดือน พ.ย. 2567

งวด 6M68 บริษัทฯ มีอัตรากำไรขั้นต้นเท่ากับ 40% ลดลงจากระดับ 44% จากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า โดยมีสาเหตุหลักมาจากการเปิดสาขา KLA1 ที่เยาวราช ซึ่งเป็นสาขาใหม่ ทำให้มีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจ้างพนักงานเพิ่มขึ้น ขณะที่รายได้จากสาขาดังกล่าวยังไม่ครอบคลุมค่าใช้จ่ายของสาขาใหม่

กำไรสุทธิ อัตรากำไรสุทธิ และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้

Figure 17: กำไรสุทธิ อัตรากำไรสุทธิ และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้



Source: Filling and Globex Research

ในปี 2564 บริษัทฯ มีผลขาดทุนสุทธิ 37 ลบ. คิดเป็นอัตราขาดทุนสุทธิ -44% เป็นผลมาจากการแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ทำให้บริษัทฯ เปิดให้บริการได้เพียง 7 เดือน ในขณะที่ต้นทุนส่วนใหญ่ของบริษัทฯ เป็นต้นทุนคงที่ เช่น ค่าใช้จ่ายสำนักงาน ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย และดอกเบี้ยที่เกิดจากสัญญากู้ยืมระยะยาวและจากหนี้สินสัญญาเช่า เป็นต้น ในขณะที่ในช่วงปี 2565-2566 สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 คลี่คลาย ทำให้รายได้จากการขายและบริการเริ่มฟื้นตัว ส่งผลให้บริษัทฯ พลิกกลับมามีกำไรสุทธิในปี 2565 เท่ากับ 15 ลบ. และเติบโตต่อเนื่องในปี 2566 +187%YoY สู่อันดับ 45 ลบ. คิดเป็นอัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 7% และ 16% ตามลำดับ อย่างไรก็ตามในปี 2567 บริษัทฯ มีกำไรสุทธิ 33 ลบ. ลดลง -27%YoY เป็นผลมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง และค่าใช้จ่ายในการบริหารที่สูงขึ้น นอกจากนี้มีสวนแบ่งกำไรจากการร่วมทุนใน ONSEN-SG ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 11%

งวด 6M68 บริษัทฯ มีกำไรสุทธิเท่ากับ 6 ลบ. ลดลง 4% จากงวดเดียวกันในปีก่อนหน้า เป็นผลมากรายได้ที่ลดลงจากภาวะเศรษฐกิจภายในประเทศที่ชะลอตัว ทำให้ความสามารถในการจับจ่ายของผู้บริโภคลดลง และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่หดตัว อีกทั้งค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขาใหม่ นอกจากนี้บริษัทฯ รับรู้ส่วนแบ่งรายได้จากการร่วมทุนใน ONSEN-SG ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิเท่ากับ 4% ลดลงจาก 13% ในช่วง 6M67

## คาดการณ์กำไรปี 68-69 รว 28-43 ลบ. เติบโตเฉลี่ย CAGR 14% ต่อปี

เราคาดการณ์รายได้ปี 68 อยู่ที่ราว 280 ลบ. หดตัว 3%YoY เนื่องจากคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวปี 68 จะชะลอลงจากปีก่อน 2.8% สู่ 34.5 ล้านคน (ที่มา : ศูนย์วิจัยกสิกรไทย) จากความเชื่อมั่นด้านความปลอดภัยหลังเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นกับดาราคีน และชาวมาเลเซีย และปี 68 จะรับรู้รายได้จาก 1) ธุรกิจ Yunomori Onsen ทั้ง 4 สาขา 2) ธุรกิจสปา KLA1 1 สาขา (เปิดให้บริการตั้งแต่ พ.ย. 67) และ 3) ธุรกิจ สปาแบรนด์ใหม่ 1 สาขา (คาดว่าจะเปิดให้บริการเดือน พ.ย. 68 เป็นสปาราคาจับต้องได้โดยเน้นการเปิดสาขาในห้างสรรพสินค้า) และคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอ่อนตัวลงจาก 45% สู่ 42% เนื่องจากธุรกิจสปา KLA1 มีอัตรากำไรขั้นต้นต่ำกว่าธุรกิจ Yunomori Onsen ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะปรับตัวขึ้นจาก 69 ลบ. สู่ 72 ลบ. ตามการเพิ่มจำนวนพนักงาน และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 68 ที่ 28 ลบ. หดตัว 17%YoY

เราคาดการณ์รายได้ปี 69 อยู่ที่ราว 317 ลบ. เติบโต 13%YoY เนื่องจากคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวปี 69 จะกลับมาเติบโต 4%YoY สู่ 36 ล้านคน (ที่มา : กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา) และได้แรงหนุนจากการเปิดสาขาสปา แบรนด์ใหม่เพิ่มอีก 2 สาขา รวมเป็น 3 สาขา (คาดเปิดเพิ่มอีก 2 สาขาในปี 69) คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับตัวขึ้น 1% สู่ 43% เนื่องจากธุรกิจ Yunomori Onsen สปา KLA1 และสปา แพคเกจจิ้งบริการที่เพิ่มขึ้น ด้านค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารคาดว่าจะปรับตัวขึ้นจาก 72 ลบ. สู่ 78 ลบ. ตามการเพิ่มจำนวนพนักงาน และคาดการณ์กำไรสุทธิปี 69 ที่ 43 ลบ. เติบโต 55%YoY

แผนการเปิดธุรกิจ	ปี 67	ภายในปี 70	รวม
Yunomori Onsen	4	1	5
สปา KLA1+แบรนด์ใหม่	1	7	8

## ประเมินราคาเหมาะสมปี 69 ของ ONSENS 3.00 บาทต่อหุ้น

ฝ่ายวิจัย บล.โกลเบล็ก ประเมินราคาเหมาะสม ONSENS ด้วยวิธี Market Comparable Approach อิง Prospective PE ที่ระดับ 21.5x ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 1 ปีของหลักทรัพย์ SPA และกลุ่มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวตามตารางที่แสดงด้านล่าง เราประเมินกำไรสุทธิต่อหุ้นในปี 69 รว 0.14 บาท ส่งผลให้คำนวณเป็นราคาเหมาะสมปี 69 ที่ 3.00 บาท

หลักทรัพย์	1Y-PE Ratio
SPA	20
TOURISM	23
Average	21.5
ที่มา Aspen และ บล.โกลเบล็ก	

# ความเสี่ยงหลักที่ควรพึงระวัง

## 1. ความเสี่ยงจากคู่แข่งในอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมสปาในประเทศไทยเป็นตลาดที่มีผู้เล่นจำนวนมาก (Fragmented Market) อ้างอิงจากข้อมูลจำนวนสปาที่ได้รับอนุญาตตามพระราชบัญญัติสถานประกอบการเพื่อสุขภาพ ของกรมสนับสนุนบริการสุขภาพ ณ วันที่ 23 เมษายน 2567 มีจำนวนสถานประกอบการเพื่อสุขภาพที่ได้รับอนุญาตในรูปแบบนวดและสปา รวมจำนวน 15,590 ราย แบ่งเป็นผู้ให้บริการในรูปแบบนวดเพื่อสุขภาพจำนวน 14,462 ราย และผู้ให้บริการในรูปแบบสปาจำนวน 1,128 ราย โดยมีผู้ให้บริการหลากหลายรูปแบบตั้งแต่ธุรกิจสปาขนาดเล็กที่แข่งขันด้านราคา ไปจนถึงผู้ให้บริการสปาในโรงแรมระดับห้าดาวที่ให้ความสำคัญกับการสร้างประสบการณ์ที่พิเศษให้แก่ลูกค้า ซึ่งอาจทำให้ส่วนแบ่งตลาดของบริษัทฯ ลดลงหากไม่สามารถสร้างความแตกต่างที่ดึงดูดลูกค้าได้อย่างชัดเจน อาจส่งผลกระทบต่อรายได้และผลการดำเนินงานของบริษัทฯ

## 2. ความเสี่ยงจากการไม่สามารถต่ออายุสัญญาเช่าที่ดินซึ่งเป็นที่ตั้งของสาขาของบริษัทฯ

สถานที่ให้บริการออนเซ็นทั้งหมดของบริษัทฯ ตั้งอยู่ในพื้นที่ดินที่เช่าจากบุคคลภายนอกทั้งหมด ทั้งในรูปแบบการเช่าที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง การเช่าที่ดิน หรือการเช่าสิ่งปลูกสร้าง โดยลักษณะของสัญญาเช่ามีทั้งเป็นสัญญาเช่าระยะยาวและสัญญาเช่าระยะเวลา 3 ปี และมีค้ำประกันในการต่ออายุสัญญาเช่าเอาไว้ล่วงหน้า เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทฯ จะสามารถต่ออายุสัญญาเช่ากับผู้เช่าได้ในอัตราค่าเช่าที่เหมาะสม อย่างไรก็ตามบริษัทฯ อาจมีความเสี่ยงในการไม่สามารถต่ออายุสัญญาเช่าพื้นที่กับผู้เช่า และ/หรือ ไม่สามารถเจรจาเงื่อนไขอัตราค่าเช่าได้อย่างเหมาะสมได้ ซึ่งอาจทำให้ต้นทุนในการดำเนินงานสูงขึ้น และส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานธุรกิจ ผลการดำเนินงาน และฐานะทางการเงินของบริษัทฯ

นอกจากนี้ หากมีการทำผิดเงื่อนไขในสัญญาเช่าด้วยเหตุสุดวิสัยใดๆ ก็ตาม อาจส่งผลให้บริษัทฯ ไม่ได้รับการต่ออายุสัญญาเช่าพื้นที่หรืออาจถูกยกเลิกสัญญาเช่าพื้นที่ ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ สูญเสียพื้นที่ดำเนินธุรกิจ และในกรณีที่บริษัทฯ ไม่สามารถหาพื้นที่เช่าใกล้เคียงได้ อาจส่งผลกระทบต่อทางลบต่อการดำเนินงานของบริษัทฯ

## 3. ความเสี่ยงจากการขาดแคลนของแหล่งน้ำแร่ธรรมชาติ

บริษัทฯ เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการที่ได้รับความนิยมจากลูกค้า โดยบริษัทฯ ได้พัฒนาและนำเสนอออนเซ็นหลากหลายประเภทเพื่อให้ลูกค้าได้สัมผัสประสบการณ์ที่หลากหลายและตรงตามความต้องการ ซึ่งออนเซ็นที่เป็นจุดเด่นและได้รับความนิยม ได้แก่ บ่อน้ำแร่ธรรมชาติ ซึ่งเป็นน้ำแร่จากตัวจังหวัดจันทบุรี โดยสาขาที่มีบ่อน้ำแร่ธรรมชาติมี 2 สาขา ได้แก่ สาขาสุขุมวิท 26 และสาขาสาทร 10 ดังนั้น หากบริษัทฯ ไม่สามารถจัดหาน้ำแร่ธรรมชาติได้อย่างต่อเนื่อง อาจส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือและอาจส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้มาใช้บริการและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ

## 4. ความเสี่ยงจากการที่ผลการดำเนินงานของสาขาเดิม/ใหม่ ไม่เป็นไปตามประมาณการที่บริษัทฯ กำหนด

การขยายสาขาถือเป็นกลยุทธ์ในการสร้างการเติบโตอย่างต่อเนื่องของบริษัทฯ ดังนั้น บริษัทฯ จึงมีแผนการขยายทั้งแบรนด์ Yunomori และ KLAI ไปยังทำเลที่มีศักยภาพสูงในเมืองใหญ่หรือแหล่งท่องเที่ยวที่สำคัญ อย่างไรก็ตามการแข่งขันในอุตสาหกรรมสปาที่มีแนวโน้มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง พฤติกรรมการบริโภคของลูกค้าอาจจะเปลี่ยนแปลงไป ความล่าช้าในการเปิดสาขาใหม่ ต้นทุนการก่อสร้างสูงกว่าประมาณที่ตั้งไว้ ยอดขายต่ำกว่าประมาณการ อาจส่งผลให้ระยะเวลาคืนทุนและผลตอบแทนจากการลงทุนไม่เป็นไปตามประมาณการของบริษัทฯ

## 5. ความเสี่ยงจากความผันผวนของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

ปัจจัยที่เป็นสาเหตุก่อให้เกิดความผันผวนของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว เช่น ภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ปัญหาทางการเมืองในประเทศหรือระหว่างประเทศ การแพร่ระบาดของโรคติดต่อ หรือการเปลี่ยนแปลงของพฤติกรรมนักท่องเที่ยวของคน เป็นปัจจัยที่ไม่สามารถควบคุมได้ จึงถือเป็นความเสี่ยงสำคัญและอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทฯ

# นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิจากงบเฉพาะกิจการภายหลังหักภาษี

บริษัทฯ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 40% ของกำไรสุทธิจากงบเฉพาะกิจการภายหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคล และเงินสำรองต่างๆ ตามที่กำหนดไว้ในกฎหมายและข้อบังคับของบริษัทฯ โดยบริษัทฯ ต้องไม่มีขาดทุนสะสม ทั้งนี้ คณะกรรมการบริษัทฯ จะพิจารณาการจ่ายเงินปันผลโดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นเป็นหลัก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ ผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินของบริษัทฯ กระแสเงินสดของบริษัทฯ แผนการลงทุนของบริษัทฯ ในแต่ละปี และความจำเป็นในการใช้เงินทุนเพื่อขยายธุรกิจในอนาคต การสำรองเงินไว้เพื่อชำระคืนเงินกู้ หรือเป็นทุนหมุนเวียนภายในบริษัทฯ



## จุดประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนและโครงการในอนาคต

### 1. ใช้เป็นเงินลงทุนในโครงการ Social Wellness Hotel and Spa ทองหล่อในส่วนพื้นที่สำหรับให้บริการออนเซ็นและสปา และร้านค้า

โครงการ Social Wellness Hotel and Spa ตั้งอยู่บริเวณทองหล่อซอย 17 ขนาดพื้นที่ 2 ไร่ 1 งาน 25.5 ตารางวา ภายใต้สัญญาเช่าระยะเวลา 32 ปี เพื่อตอบโต้ภัยกระแสดูแลสุขภาพและไลฟ์สไตล์ของผู้คนในยุคปัจจุบัน โดยมีเป้าหมายให้เป็นพื้นที่สำหรับการดูแลสุขภาพทั้งกายและใจอย่างครบวงจร สอดคล้องกับเทรนด์ "Social Wellness Space" งบลงทุนโครงการดังกล่าวในวงเงินไม่เกิน 240 ลบ. พื้นที่ของโครงการประกอบด้วย 3 ส่วน ได้แก่ 1. พื้นที่สำหรับให้บริการออนเซ็นและสปา สาขาทองหล่อ 2. พื้นที่เชิงพาณิชย์สำหรับให้เชาร้านค้า (Retail) และ 3. พื้นที่สำหรับพัฒนาโรงแรม

### 2. ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

### 3. ใช้เป็นเงินลงทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ

Financial Highlight						
Balance Sheet (Btm)	65A	66A	67A	68F	69F	
Cash	22	68	49	288	223	
Receivables	1	6	1	3	3	
Inventory	1	1	2	1	1	
Other current assets	3	3	3	3	3	
<b>Current assets</b>	<b>27</b>	<b>77</b>	<b>56</b>	<b>296</b>	<b>230</b>	
Non-current assets	518	577	816	903	1,078	
<b>Total assets</b>	<b>545</b>	<b>654</b>	<b>872</b>	<b>1,198</b>	<b>1,308</b>	
Current liabilities	119	65	68	56	56	
Long-term liabilities	253	373	555	643	720	
<b>Total liabilities</b>	<b>371</b>	<b>438</b>	<b>623</b>	<b>699</b>	<b>776</b>	
Paid-up, prem share & others	220	220	220	460	460	
Retained earnings	-46	-4	29	39	72	
<b>Equity</b>	<b>174</b>	<b>216</b>	<b>249</b>	<b>499</b>	<b>532</b>	
P&L (Btm)	65A	66A	67A	68F	69F	
Sales	198	266	284	276	314	
Cost of sales	-130	-153	-156	-159	-178	
<b>Gross profit</b>	<b>68</b>	<b>113</b>	<b>128</b>	<b>117</b>	<b>136</b>	
Other Revenues	7	8	5	4	4	
Selling & admin exp.	-41	-51	-69	-72	-77	
<b>EBIT</b>	<b>34</b>	<b>70</b>	<b>64</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	
Interest exp.	-19	-20	-21	-16	-11	
Share of profit from investment in associates	3	6	-1	1	1	
<b>EBT</b>	<b>18</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>53</b>	
Taxes	-3	-13	-9	-7	-11	
<b>Net profit</b>	<b>15</b>	<b>44</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>43</b>	
EBITDA	76	107	98	96	118	
Fully Diluted EPS (Bt)	0.05	0.15	0.11	0.09	0.14	
Cashflow projection (Btm)	65A	66A	67A	68F	69F	
EBIT(1-t)	31	57	55	42	52	
Dep. & Amortization	42	37	34	46	55	
Change in net working capital	6	-4	11	-6	1	
Capital expenditure	35	-69	-240	-85	-160	
Firm free cashflow	114	21	-140	-2	-52	
Cashflow projection (Btm)	65A	66A	67A	68F	69F	
Gross profit margin	34.2%	42.4%	45.0%	42.5%	43.4%	
Net profit margin	7.5%	16.4%	11.5%	10.0%	13.6%	
Current ratio (x)	0.2	1.2	0.8	5.3	4.1	
Times interest earned (x)	(9.9)	(9.9)	88.1	(32.6)	(40.1)	
Debt to Equity (x)	2.1	2.0	2.5	1.4	1.5	
ROA	3%	7%	4%	3%	3%	
ROE	8%	33%	14%	7%	8%	
Trends (%)	66A	67A	68F	69F		
Sales growth	34%	7%	-3%	14%		
Expense growth	24%	35%	5%	7%		
EBIT growth	109%	-9%	-23%	28%		
Net Profit growth	195%	-24%	-17%	55%		
EBITDA Margin	41%	-8%	-3%	24%		
EPS growth	195%	-24%	-17%	55%		
Yearly performance (Btm)					6M67	6M68
Sales					140	136
Cost of sales					77	81
Selling & admin exp.					32	36
Interest exp.					-9	-10
Taxes					-5	-2
<b>Net profit</b>					<b>18</b>	<b>6</b>

