

2026-05-12

Envar rapporterade för det första kvartalet 2026 en nettoomsättning om 25,8 MSEK (22,7), motsvarande en tillväxt om 13,6 %. EBITDA uppgick till 3,5 MSEK (5,1) och EBIT till 3,3 MSEK (4,9), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 13,7 % (22,3) samt en EBIT-marginal om 13,0 % (21,5 %). Den lägre lönsamheten jämfört med föregående år förklaras främst av investeringar i organisation, IT-infrastruktur och marknadsföring inför lanseringen av Witchspire. Under kvartalet belastades EBIT av 1,1 MSEK i marknadsföringskostnader kopplade till Witchspire, vilka enligt tillämpade redovisningsprinciper inte kan aktiveras. Balansräkningen är fortsatt stark med en nettokassa om 37,2 MSEK.

Tillbaka till tillväxt efter svagare Q4

Efter ett svagare fjärde kvartal återgick Envar till positiv tillväxt i Q1. Kvartalets försäljning drevs främst av arbete med illustrationer till ett kortspel för en av koncernens största kunder samt arbete med speltrailers. Vi bedömer att kortspelet sannolikt avser Legends of Runeterra från Riot Games, vilket tillsammans med VD Atey Ghailans kommentar om att Sony var den kund som procentuellt ökade sina beställningsvolymerna mest under kvartalet visar att Envar fortsätter att fördjupa relationerna med flera av världens största spelaktörer. Orderingen från befintliga kunder beskrivs som mycket god och vid utgången av kvartalet hade Envar Entertainment 120 frilansare och 39 anställda. Vår bild är att Envar fortsatt stärker sin position som preferred partner inom outsourcing och co-development, där större spelstudior i allt högre grad efterfrågar flexibla externa utvecklingsresurser.

Witchspire lanseras den 10 juni och Envar Blue ska bredda spelportföljen

Den viktigaste närliggande milstolpen är lanseringen av Witchspire i Steam Early Access den 10 juni 2026. Spelet befinner sig enligt bolaget i den avslutande polish-fasen och lanseras utan extern publisher, vilket innebär att Envar behåller fullt ägande av IP:t och därmed hela det potentiella värdeskapandet vid en framgångsrik lansering. Under Q1 deltog Witchspire i Steam Next Fest med en publik demo, vilket gav spelet ökad exponering men också viss användarfeedback kring att demot upplevdes som tidigt, med begränsat innehåll och behov av mer polish. Detta är enligt vår mening viktigt att följa, men bör samtidigt ses i kontexten av att spelet lanseras i Early Access, där syftet är att iterera produkten tillsammans med communityn inför en full 1.0-lansering. Under kvartalet presenterades även Envar Blue, ett nytt internt utvecklingsteam med fokus på mindre indie-titlar och kortare utvecklingscykler. Ambitionen är att komplettera större projekt som Witchspire med tätare spelsläpp, lägre utvecklingsbudgetar och bredare exponering mot olika målgrupper. När Envar Blue når full produktion är målsättningen att lansera en ny titel var 12:e till 15:e månad. Detta breddar caset från att enbart handla om Witchspire till att även omfatta en möjlig mer kontinuerlig IP-portfölj över tid.

Outlook

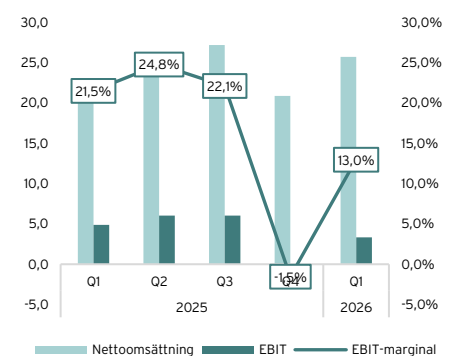
Envar går in i årets viktigaste period med en stark finansiell position, en växande konsultaffär och ett första egenutvecklat spel bara veckor från lansering. Tryggheten i caset finns fortsatt i Envar Entertainment, där outsourcingverksamheten skapar stabila kassaflöden. Samtidigt utgör Witchspire en tydlig värde drivare. Vid en lyckad Early Access-lansering kan spelet skapa intäkter under flera år genom 1.0-lansering, long-tail-försäljning, expansioner och DLC. Utvecklingen inför lanseringen följer dessutom hittills vårt basscenario relativt väl. Baserat på antalet followers på Steam bedömer vi att Witchspire i dagsläget sannolikt har över 310 000 wishlists, och vi ser fortsatt goda möjligheter att spelet når vårt estimat om cirka 390 000 wishlists. Vi ser även ökade möjligheter till breddning av verksamheten. Envar Blue innebär att fler spelsläpp kan komma snabbare än tidigare väntat, och ledningen har tidigare öppnat för att koncernen på sikt kan breddas både genom organiska satsningar och förvärv. Detta adderar en extra dimension till tillväxtagendan och stärker bilden av Envar som mer än en konsultstudio. Vår samlade bedömning är att bolaget står inför ett potentiellt transformativt 2026, där en stabil outsourcingverksamhet kombineras med en betydande option i Witchspire och en växande intern spelportfölj. På våra estimat ser vi en uppsida om 42,5 % för 2026E vid en multipel om 15x EBIT. Med en säkerhetsmarginal om 30 % är nedsidan i princip neutral mot dagens kurs, vilket enligt vår mening ger en attraktiv risk/reward inför lanseringen. Osäkerheten är fortsatt hög inför Envars första spelsläpp, men vid ett positivt mottagande av Witchspire kan både estimat och multipel revideras upp.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	109,9
Envar Games	n/a	n/a	n/a	n/a	40,6
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	150,4
Tillväxt y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	58,0%
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	190,0
EV/S	9,3	7,6	6,8	5,2	3,3
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	89,5
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	59,5%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-79,5
Tillväxt y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	42,3%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,7	50,9
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	33,9%
EV/EBIT	24,1	245,8	37,4	29,9	9,8

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	42,90
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	536,3
Nettoskuld (MSEK)	-37,2
EV (MSEK)	499,1
Insiderägande	80,5%
Nästa rapport	2026-08-11

Kvartalsutveckling

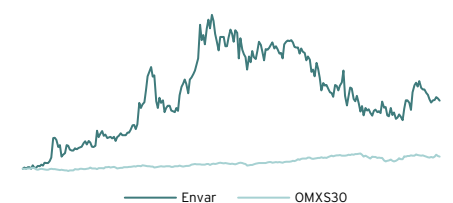


Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Envar	-0,5	-10,9	+121,5

Kort om Envar

Envar Holding AB är en svensk outsourcing- och utvecklingsstudio med inriktning på grafisk design, 3D-grafik, animation och illustration för spel- och underhållningsindustrin. Bolaget har byggt upp en stark position som partner till flera av världens största aktörer inom spelbranschen, däribland Riot Games, Netflix, EA Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games. Koncernen består av två helägda dotterbolag: Envar Entertainment och Envar Games. Genom kombinationen av en lönsam outsourcingverksamhet och en satsning på egen IP-utveckling positionerar sig Envar som både en stabil tjänsteleverantör inom Gaming-sektorn och en spelstudio. Bolaget har idag över 30 anställda och 150 konsulter i över tjugo länder. Ledningens långsiktiga vision är att etablera Envar som en global hub inom underhållning med fokus på bland annat högkvalitativ spelgrafik, innovativa spelupplevelser och ett starkt varumärke.



Envar Entertainment står för outsourcing- och co-development-verksamheten och levererar flexibla utvecklingsresurser till stora globala spelföretag. Verksamheten drivs genom ett internationellt nätverk av över 150 konsulter och cirka 30 anställda, med uppdrag inom bland annat Battle Royale- och MOBA-genrerna.



Envar Games är koncernens satsning på egen spelutveckling och IP-ägande. Under 2025 presenterade bolaget sitt första spel, Witchspire, ett survival-crafting-spel som planeras lanseras i Early Access på Steam under Q2'26. Spelet har väckt intresse internationellt och marknadsförs som en AA-produkt i open world survival-genren.

Investeringscase

Lönsam och skalbar outsourcingverksamhet som grund

Envar Entertainment är en etablerad och lönsam aktör inom outsourcing och co-development, med återkommande orders och en flexibel, global resursmodell som skalar effektivt med efterfrågan.

Starka och långsiktiga kundrelationer med globala speljättar

Bolaget är preferred partner åt flera av världens ledande spelutvecklare, vilket bevisas av växande ordervolymer och återkommande uppdrag.

Betydande uppsida genom egen IP - Witchspire som första trigger

Witchspire, bolagets första egenutvecklade spel, lanseras i Early Access 2026 och markerar starten på Envars resa som spelutvecklare och uppbyggnaden av en egen IP-portfölj.

Diversifierad affärsmodell som kombinerar stabilitet och option på tillväxt

Outsourcingverksamheten ger förutsägbara kassaflöden som finansierar spelutvecklingen, vilket minskar risk samtidigt som det ger bolaget full äganderätt till sin IP-portfölj.

Stark finansiell ställning som möjliggör fortsatt expansion

Bolaget har nettokassa, inga räntebärande skulder och god kassagenerering från Envar Entertainment.

Strukturell tillväxt i branschen

Spelutveckling blir alltmer omfattande, vilket accelererar trenden mot outsourcing och co-development.

Konkurrensfördel inom stylized art

Envar har en särskilt stark position inom stylized art, ett segment med färre högkvalitativa aktörer och höga inträdesbarriärer jämfört med exempelvis realism.

Långsiktig vision att bli en global hub inom underhållning

Genom kombinationen av outsourcing, spelutveckling och ett växande varumärke bygger Envar mot en bredare plattform inom underhållning och IP-utveckling.

Motargument

Förlust av större kund/er

En stor del av intäkterna kommer från ett antal globala kunder såsom Riot Games, Tencent och Blizzard. En stor andel av kunderna är återkommande och en förlust av en större kund skulle få väsentligt negativ påverkan.

Beroende av ett lyckat släpp av Witchspire

Envars tillväxtambitioner inom egen spelutveckling bygger på att Witchspire får ett positivt mottagande. Misslyckas spelet kommersiellt, eller utvecklingen försenas, riskerar bolaget både lägre intäkter och att satsningen på egen spelutveckling måste skalas ned eller omplaneras. Envar saknar historik inom kommersiella spelsläpp, vilket ökar osäkerheten.

Konkurrensutsatt marknad med många aktörer

Outsourcing och co-development har växt snabbt, vilket lockat fler internationella studios. Det är relativt hög konkurrens och om Envar inte kan upprätthålla hög kvalitet och attraktiv prissättning kan marginaler och tillväxt pressas över tid.

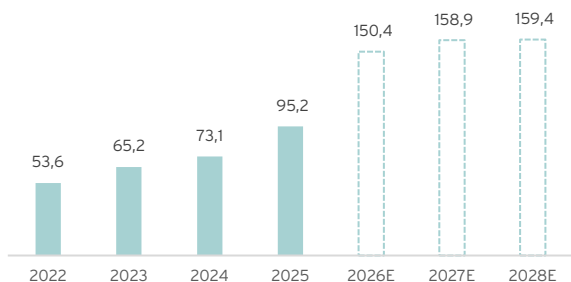
Högre kostnadsnivåer i samband med expansion

Under 2025 ökade kostnaderna i form av rekryteringar av seniora medarbetare samt satsningar på IT-säkerhet och utvecklingsverktyg. Liknande investeringar krävs sannolikt framåt, vilket kan leda till perioder av lägre marginaler även om det långsiktigt stärker organisationen.

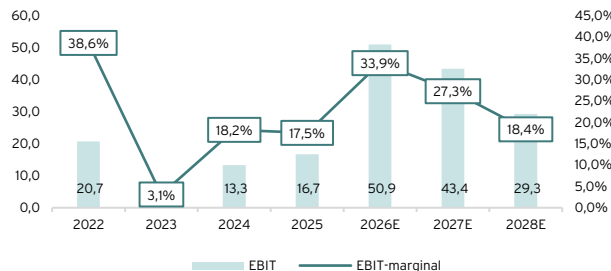
Osäkerhet kring kapitalbehov vid större satsningar

Även om bolaget i dag har en stark nettokassa kräver spelutveckling betydande kapital över tid. Om utvecklingskostnaderna för Witchspire ökar, eller om bolaget vill bredda sin IP-portfölj, kan ytterligare finansiering behövas. I en svag marknad kan detta innebära utspädning eller mer begränsade investeringsmöjligheter.

Nettoomsättning, 2022-2028E



EBIT och EBIT-marginal, 2022-2028E



Stabil tillväxt för konsultdelen och fullt fokus på lanseringen av Witchspire

Nettoomsättningen i det första kvartalet 2026 uppgick till 25,8 MSEK (22,7), motsvarande en tillväxt om 13,6 % jämfört med samma period föregående år. Tillväxten drevs främst av arbete med illustrationer till ett kortspel för en av koncernens största kunder samt arbete med speltrailers. Enligt bolaget fortsätter spelmarknaden att röra sig mot en ökad grad av outsourcing och co-development, där fler spelstudios väljer externa partners för ökad flexibilitet och kostnadseffektivitet.

EBITDA uppgick till 3,5 MSEK (5,1), motsvarande en EBITDA-marginal om 13,7 % (22,3), medan EBIT uppgick till 3,3 MSEK (4,9), motsvarande en EBIT-marginal om 13,0 % (21,5 %). Den lägre lönsamheten jämfört med föregående år förklaras främst av fortsatta investeringar i organisation, IT-infrastruktur och marknadsföring inför lanseringen av Witchspire den 10 juni 2026. Under kvartalet belastades EBIT av cirka 1,1 MSEK i marknadsföringskostnader kopplade till Witchspire, vilka enligt tillämpade redovisningsprinciper inte kan aktiveras. Bolaget har även fortsatt investera i IT-säkerhet och administrativ kapacitet för att möta fortsatt tillväxt.

Trots en hög investeringstakt står Envar fortsatt finansiellt starkt. Vid utgången av kvartalet uppgick nettokassan till cirka 37,2 MSEK och bolaget saknar fortsatt räntebärande skulder. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -4,3 MSEK (-4,6), vilket främst är hänförligt till satsningarna inför Witchspire-lanseringen och fortsatt uppbyggnad av organisationen.

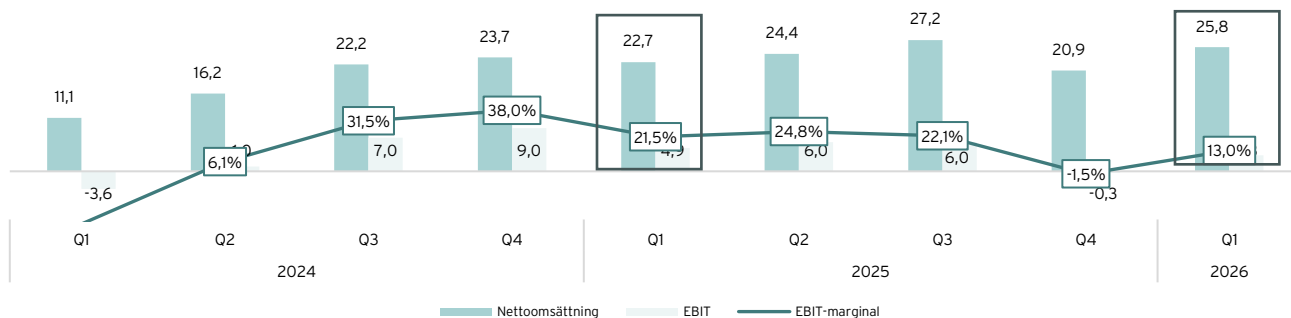
Outsourcingverksamheten i Envar Entertainment fortsätter att utvecklas starkt. I VD-ordet lyfte Atey Ghailan särskilt fram att Sony var den kund som procentuellt ökade sina beställningsvolymerna mest under kvartalet, samtidigt som orderingen från befintliga kunder beskrivs som mycket god. Vid utgången av Q1'26 hade Envar Entertainment 120 frilansare och 39 anställda, efter att ytterligare 14 frilansare anslutits under kvartalet sedan Q4'25. Under 2025 kommunicerade Envar flera rekordordrar inom Battle Royale- och MOBA-segmenten. Under våren tecknade bolaget storordrar om cirka 9,1 MSEK respektive 7,3 MSEK från befintliga kunder inom Battle Royale- och MOBA-kategorierna. Under hösten följdes detta upp av ett förlängt avtal om cirka 23 MSEK över 12 månader, vilket fortsatt är bolagets största enskilda order hittills. Ledningen beskriver fortsatt hög beläggning och ser en tydlig strukturell trend där större spelstudior i allt högre grad förlitar sig på externa utvecklingspartners. I vår tidigare intervju i samband med bokslutskommunikén uppgav VD Atey Ghailan även att bolaget är "fullbokade" och att konsultverksamheten väntas fortsätta växa organiskt framåt.

Utvecklingen inom Envar Games och Witchspire fortskrider enligt plan. Under kvartalet offentliggjordes att spelet lanseras i Steam Early Access den 10 juni 2026 och bolaget kommunicerade att utvecklingen befinner sig i den avslutande "Polish"-fasen inför release. Efter kvartalets utgång passerade Witchspire även 300 000 wishlists på Steam, vilket är en viktig indikator på marknadsintresse inför lanseringen. Bolaget fortsätter dessutom att bygga community kring spelet genom trailers, demoaktiviteter och speltester.

En ny strategiskt viktig satsning under kvartalet var etableringen av Envar Blue, ett nytt internt utvecklingsteam fokuserat på mindre indie-titlar med kortare utvecklingscykler och lägre budgetar. Ambitionen är att komplettera större projekt som Witchspire med tätare spelsläpp och bredare exponering mot olika spelgenrer och målgrupper. När Envar Blue når full produktion är målsättningen att lansera en ny titel var 12:e till 15:e månad.

Vår bild är att Envar fortsätter visa styrka i kärnverksamheten samtidigt som bolaget nu närmar sig den hittills viktigaste milstolpen i koncernens historia genom lanseringen av Witchspire. Trots att investeringarna i organisation, IT-säkerhet och marknadsföring kortsiktigt pressar marginalerna fortsätter outsourcingaffären att växa under lönsamhet och balansräkningen är fortsatt stark. Kombinationen av en växande och kassafloedesgenererande outsourcingverksamhet samt optionen i Witchspire och Envar Blue gör enligt vår mening att Envar står väl positionerat inför ett potentiellt transformativt 2026.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Utfall vs estimat

Kvartalets nettoomsättning och aktiverade utvecklingskostnader inkom något under våra estimat. Rörelsekostnaderna var dock också något lägre än våra antaganden, vilket medförde att både EBITDA och EBIT utföll i linje med våra estimat. Den något lägre nettoomsättningen i kombination med en lägre kostnadsbas medförde att marginalerna blev något högre än väntat.

Utfall vs estimat Q1'26

(MSEK)	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	25,8	26,8	-3,7%
Tillväxt y-o-y	13,6%	18,2%	-4,6pp
Aktiverat arbete	7,3	7,8	-6,4%
Summa intäkter	35,9	36,8	-2,4%
Kostnader	-32,4	-33,3	-2,7%
EBITDA	3,5	3,5	0,0%
EBITDA-marginal	13,7%	12,9%	+0,8pp
EBIT	3,3	3,3	0,0%
EBIT-marginal	13,0%	12,2%	+0,8pp

Envar Entertainment – stabil intäktbas med globala kunder

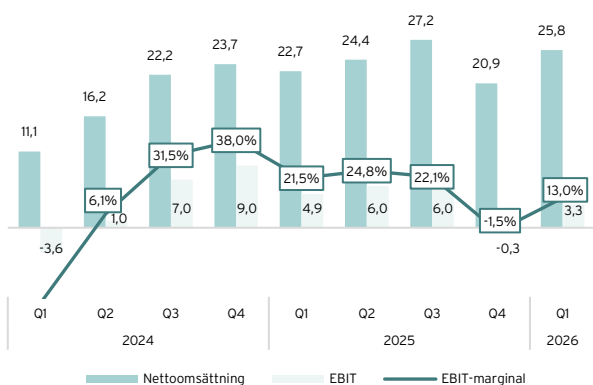
Envar Entertainment utgör koncernens konsultverksamhet och stod för 100 % av koncernens nettoomsättning under Q1'26. Bolaget har på kort tid etablerat sig som en ansedd aktör inom outsourcing och co-development för den globala spel- och underhållningsindustrin. Envar ansvarar för delar av utvecklingsprocessen eller hela projekt och levererar grafisk design, 3D-grafik, illustration, animation, VFX, UI/UX och visual development till några av världens mest välkända varumärken, däribland Riot Games, Netflix, EA Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games. Flera av dessa är återkommande kunder, vilket skapar stabila och repetitiva intäktströmmar och fungerar som en motvikt till den högre risk som förknippas med renodlad spelutveckling.

Nettoomsättningen i Q1'26 uppgick till 25,8 MSEK (22,7), motsvarande en tillväxt om 13,6 % jämfört med samma period föregående år. Tillväxten drevs främst av arbete med illustrationer till ett kortspel för en av koncernens största kunder samt arbete med speltrailers. Utifrån bolagets beskrivning bedömer vi att kortspelet sannolikt avser Legends of Runeterra från Riot Games. I VD-ordet lyfte Atey Ghailan även fram att Sony var den kund som procentuellt ökade sina beställningsvolymerna mest under kvartalet, samtidigt som orderingsgången från befintliga kunder beskrivs som mycket god. Ledningen ser fortsatt tydliga tecken på att större spelstudior i allt högre grad väljer att outsource projekt för ökad flexibilitet och kostnadseffektivitet.

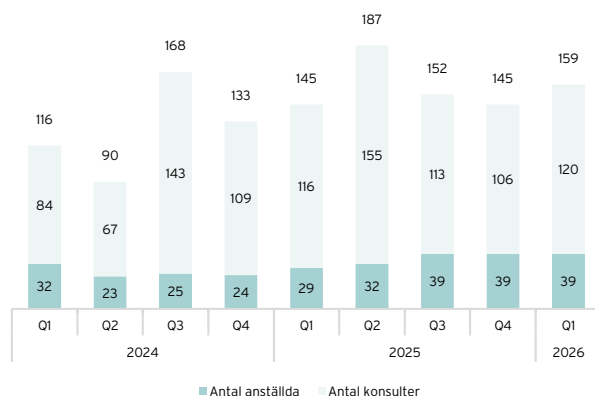
EBIT uppgick till 3,3 MSEK (4,9), motsvarande en EBIT-marginal om 13,0 % (21,5 %). Den lägre lönsamheten jämfört med föregående år förklaras främst av marknadsföringskostnader kopplade till Witchspire, vilka belastar koncernen men inte är direkt hänförliga till den underliggande konsultaffären. Under kvartalet belastades EBIT av cirka 1,1 MSEK i marknadsföringskostnader inför lanseringen av Witchspire, kostnader som enligt tillämpade redovisningsprinciper inte kan aktiveras. Koncernen har även fortsatt investera i IT-infrastruktur och administrativ kapacitet för att möta fortsatt tillväxt.

Envars organisationsmodell är flexibel och skalbar, där kapaciteten snabbt kan anpassas efter kundprojektens omfattning. Vid utgången av Q1'26 hade Envar Entertainment 120 frilansare och 39 anställda, efter att ytterligare 14 frilansare anslutits under kvartalet. Bolaget har successivt byggt upp ett internationellt nätverk av kreatörer och utvecklare i över 20 länder, vilket möjliggör hög flexibilitet och tillgång till specialistkompetens inom olika delar av spelutveckling. Enligt Ghailan ska konsulter alltid vara fullt belagda och bolaget arbetar utan strukturell överbemanning, vilket vi bedömer är en viktig förklaring till den historiskt höga lönsamheten inom Envar Entertainment. Under det senaste året har organisationen även förstärkts med senior kompetens inom projektledning, affärsutveckling och kvalitetsstyrning för att rusta verksamheten inför nästa tillväxtfas.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis 2024-2026



Antal anställda, kvartalsvis 2023-2026



Arbetet med att fördjupa och expandera befintliga kundrelationer fortsätter enligt vår mening att vara en av Envars tydligaste styrkor. Under 2025 kommunicerade bolaget flera större ordrar från befintliga kunder inom Battle Royale- och MOBA-segmenten, däribland ett förlängt avtal värt cirka 23 MSEK över tolv månader från en globalt ledande aktör inom Battle Royale. Kunden har inte namngivits, men givet Envars etablerade relationer inom genren bedömer vi att det med hög sannolikhet rör sig om Epic Games och Fortnite. Affären understryker enligt vår mening Envars position som preferred partner hos flera av spelindustrins största aktörer.

Utvecklingen under Q1'26 stärker ytterligare denna bild. Enligt bolaget drevs kvartalets tillväxt bland annat av arbete med illustrationer till ett kortspel för en av koncernens största kunder, vilket vi bedömer sannolikt avser Legends of Runeterra från Riot Games. I VD-ordet lyftes även Sony fram som den kund som procentuellt ökade sina beställningsvolymerna mest under kvartalet. Att Envar successivt får större uppdrag från flera av världens största spelbolag ser vi som ett tydligt tecken på att relationerna fördjupas över tid och att kunderna väljer att lägga en allt större del av utvecklingsarbetet hos Envar. Detta stärker enligt vår mening bolagets position som en långsiktig och strategisk partner inom outsourcing och co-development, samtidigt som det fungerar som en kvalitetsstämpel i dialogen med potentiellt nya kunder.

Översikt större orders

Datum	Värde	Kund	Avtalslängd
2025-03-28	ca 9,1 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare inom Battle Royale-kategorin	Avtalslängden uppgår till 6 månader, med start den 1 april 2025
2025-05-06	ca 7,3 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare med den största titeln inom multiplayer online battle arena (MOBA)	Projekt pågår i ca 6 månader, med start under Q2'25
2025-10-01	Ca 23,0 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare inom Battle Royale-kategorin	Avtalet startar den 1 oktober 2025 och pågår under 12 månader

Envar Games - Early Access-lansering av Witchspire i Q2'26 närmar sig

Envar Games grundades 2022 och är koncernens renodlade spelutvecklingsstudio med ansvar för utvecklingen av bolagets egna IP:n. Den första egenutvecklade titeln är Witchspire, ett survival-crafting adventure som genremässigt kan jämföras med titlar som Minecraft, Valheim och Palworld. Spelet presenterades internationellt under Future Games Show på Gamescom 2025, vilket gav Witchspire bred exponering redan i ett tidigt skede. Witchspire positioneras som en AA-titel och lanseras i Steam Early Access den 10 juni 2026. Envar har valt att lansera spelet utan extern publisher, då ledningen bedömer att bolaget besitter den kompetens som krävs internt för både utveckling och lansering.

Envar Games genererar ännu inga intäkter och fokus ligger fortsatt fullt ut på utvecklingen och den kommande lanseringen av Witchspire. Utvecklingen finansieras huvudsakligen genom kassaflöden från Envar Entertainment samt kapitalet från noteringen, vilket innebär att satsningen är egenfinansierad samtidigt som Envar behåller fullt ägande av IP:t. Detta ser vi som strategiskt viktigt då bolaget därmed behåller hela det potentiella värdeskapandet från Witchspire och framtida expansioner, samtidigt som ledningen kan styra över tidsplan, innehåll och kommersiell strategi.

Under det första kvartalet 2026 nådde utvecklingen flera viktiga milstolpar. Witchspire deltog under Steam Next Fest mellan den 23 februari och 2 mars, där spelare fick möjlighet att testa en publik demo av spelet. Steam Next Fest är ett av de viktigaste marknadsföringsfönstren för kommande PC-titlar på Steam och deltagandet gav Witchspire ökad exponering mot både spelare, streamers och innehållsskapare. Parallellt fortsatte bolaget att bygga community kring spelet genom gameplay-material, trailers och playtests direkt via Steam.

Utvecklingen beskrivs av ledningen som liggande väl i fas med tidsplanen och under Q1 kommunicerades även det definitiva lanseringsdatumet för Witchspire till den 10 juni 2026. Enligt bolaget befinner sig spelet nu i den avslutande "Polish"-fasen, där fokus ligger på optimering, balans och användarupplevelse inför Early Access-releasen.

Under kvartalet presenterade Envar även Envar Blue, ett nytt internt utvecklingsteam med fokus på mindre indie-titlar och kortare utvecklingscykler. Ambitionen är att komplettera större projekt som Witchspire med tätare spelsläpp och bredare exponering mot olika målgrupper och genrer. När Envar Blue når full produktion är målsättningen att lansera en ny titel var 12:e till 15:e månad. Vi ser satsningen som strategiskt intressant då den både diversifierar spelportföljen och skapar möjlighet till fler interna IP:n över tid.

Antalet followers och wishlists utvecklas väl.

Två datapunkter vars utveckling är särskilt intressanta att följa är antalet followers och wishlists för Witchspire på Steam. Antalet wishlists går inte att följa publikt löpande, utan kommuniceras endast av bolaget vid utvalda tillfällen. Followers är däremot publikt synliga och kan följas i realtid. Eftersom wishlists inte är en löpande tillgänglig datapunkt använder vi followers som proxy för att indikativt uppskatta wishlist-utvecklingen framåt.

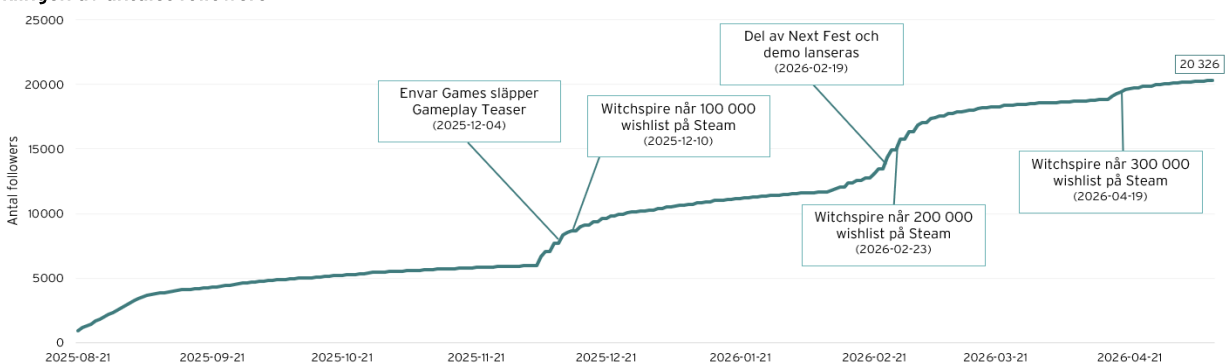
Den 19 april 2026 kommunicerade Envar att antalet wishlists för Witchspire uppgick till 300 000. Vid samma tidpunkt uppgick antalet followers till 19 428, vilket implicerar en relation om cirka 15,4x wishlists per follower. Enligt våra beräkningar har bolagets followers/wishlists-ratio successivt förbättrats vid varje offentliggjord uppdatering av wishlist-siffrorna.

Översikt wishlists för Witchspire

Datum	Followers	Wishlists	Followers/Wishlist ratio
2025-12-09	7 695	100 000	13,0x
2026-02-23	13 447	200 000	14,9x
2026-04-19	19 428	300 000	15,4x

Vi estimerar 390 000 wishlists vid lansering och har god tro att bolaget kan uppnå detta inför lanseringen den 10:e juni. Antalet followers uppgår just nu till 20 326, vilket indikerar att antalet wishlists uppgår till cirka 314 000 beräknat med ett followers/wishlists ratio om 15,4x.

Utvecklingen av antalet followers



Witchspire - det första egenutvecklade spelet

Witchspire är Envar Games första egenutvecklade titel och markerar starten på koncernens satsning på egna IP. Spelet utspelar sig i en färgstark och magisk värld där spelaren som häxa eller trollkarl utforskar omgivningar till fots, genom portaler eller flygandes på kvast. Världen är rik på föremål, varelser och miljöer, och flera av de mystiska varelserna kan tämjas och bli allierade som hjälper i strid eller basbyggnad. Magi genomsyrar hela spelupplevelsen och fungerar som navet för strid, utforskning, crafting och karaktärprogression. En unik mekanik är Astral Projection som tillåter spelaren att lämna kroppen och bygga fritt utan begränsningar. Spelet erbjuder både solo och co-op läge för upp till fyra spelare.

Till skillnad från många survival titlar som lutar mot mörka och dystopiska teman positioneras Witchspire som ett mer tillgängligt och visuellt uttrycksfullt alternativ. Ambitionen är att nå en bredare publik inom survival segmentet där succéer som Valheim och Palworld visat den kommersiella potentialen för väl genomförda Early Access lanseringar.



Viktiga rekryteringar utförda och ny satsning på Envar Blue

Under de senaste två åren har Envar Games successivt byggt upp ett mer komplett utvecklingsteam inför lanseringen av Witchspire och framtida interna IP:n. Organisationen har förstärkts med flera nyckelrekryteringar inom programmering, 3D-art, ljuddesign, produktion och game direction, vilket enligt vår mening lagt grunden för att kunna utveckla större och mer ambitiösa spelprojekt internt. I tidigare rapporter har ledningen även uppgett att utvecklingsteamet för Witchspire varit fullt rekryterat sedan augusti 2025.

Bland nyckelpersonerna återfinns vd och grundare Atey Ghailan, med bakgrund från Riot Games, tillsammans med Lead Producer Liam O'Neill med erfarenhet från Fatshark och Raw Fury samt Game Director Oliver Granlund med erfarenhet från Hazelight Studios. Vi bedömer att kombinationen av erfarenhet från både större AAA-produktioner och mindre kreativa studios är strategiskt viktig för Envars ambition att etablera sig som en långsiktig spelutvecklare och inte enbart en outsourcingpartner.

Under Q1'26 presenterade Envar även Envar Blue, ett nytt internt utvecklingsteam med fokus på mindre indie-titlar och kortare utvecklingscykler. Satsningen leds av en nyrekryterad Game Director och syftar till att komplettera större produktioner som Witchspire med fler och tätare spelsläpp inom mindre utvecklingsbudgetar. Enligt bolaget är ambitionen att Envar Blue på sikt ska kunna lansera en ny titel var 12:e till 15:e månad. Vi ser satsningen som strategiskt intressant då den både breddar Envars adresserbara marknad, skapar möjligheter att bygga fler egna IP:n och samtidigt kan bidra till en jämnare lanseringstakt över tid snarare än att bolaget blir beroende av enstaka större spelsläpp.

Sedan Q4'23 har Envar aktiverat utvecklingskostnader om totalt cirka 45,7 MSEK kopplade till Witchspire, medan utvecklingskostnader innan dess kostnadsfördes direkt över resultaträkningen. Vi estimerar fortsatt att den totala utvecklingsbudgeten för Early Access-versionen av Witchspire kommer att uppgå till cirka 70 MSEK.

Viktig milstolpe med Early Access-lansering den 10:e juni

Under Q1'26 nådde Witchspire flera viktiga milstolpar inför den kommande lanseringen. Spelet deltog under Steam Next Fest mellan den 23 februari och 2 mars, där spelare fick möjlighet att testa en publik demo av spelet. Steam Next Fest är ett av de viktigaste marknadsföringsfönstren för kommande PC-spel på Steam och deltagandet gav Witchspire bred exponering mot spelare, streamers och innehållsskapare världen över. Kort därefter bekräftade Envar även det definitiva lanseringsdatumet för Witchspire till den 10 juni 2026, då spelet släpps i Steam Early Access.

Lanseringen via Early Access innebär att spelare får tillgång till en tidig version av spelet samtidigt som Envar kan fortsätta utveckla och iterera produkten baserat på feedback från communityn. Modellen möjliggör både tidiga intäkter och ett närmare samspel med spelarna inför den slutliga 1.0-lanseringen. Enligt bolaget befinner sig Witchspire nu i den avslutande "Polish"-fasen, där fokus ligger på optimering, balans och användarupplevelse inför release. Utvecklingen beskrivs fortsatt ligga väl i fas med tidsplanen.

Under Early Access-perioden planerar Envar löpande uppdateringar med nya varelser, magisystem, storyelement och miljöer. Enligt information på Steam väntas Early Access-perioden pågå i minst ett år. Spelet släpps initialt till PC via Steam, men ledningen har även indikerat att möjligheten till framtida konsolversioner undersöks.

Vi bedömer lanseringsstrategin som väl avvägd. Early Access minskar risken i projektet, skapar community-engagemang och förbättrar möjligheten att bygga en långsiktigt hållbar produkt över tid. Samtidigt innebär satsningen en betydande uppsida. Om Witchspire blir en kommersiell framgång ser vi potential för återkommande intäkter genom expansioner, DLC:s och framtida uppföljare, samtidigt som spelet kan utvecklas till ett långsiktigt franchise-IP för Envar Games. Vår samlade bedömning är därför fortsatt att Witchspire utgör en asymmetrisk option med hög potential, där ett lyckat genomslag kan bli transformativt för Envar på sikt.

Även om de tidiga intrycken överlag varit positiva har det efter demot och Steam Next Fest även förekommit viss kritik i diskussionsforum och från spelare som testat spelet. Flera användare beskriver Witchspire som lovande ur ett koncept- och designs perspektiv, men samtidigt relativt "rough" i nuvarande skick med begränsat innehåll, underutvecklade UI-system och trög respons i striderna. Kritik har bland annat riktats mot avsaknaden av vissa grundläggande inställningar, begränsad feedback i combat, enklare tekniska buggar och att spelet i nuläget upplevs som tidigt i utvecklingsfasen.

Samtidigt är det viktigt att sätta detta i rätt kontext. Demot representerar inte en färdig produkt utan ett tidigt smakprov inför en kommande Early Access-lansering, där själva syftet är att samla in feedback och iterera spelet tillsammans med communityn. Enligt Envar är planen inte heller att låta Witchspire ligga i Early Access under många år, utan ambitionen är att nå en full 1.0-lansering inom ungefär ett år genom löpande uppdateringar och förbättringar. Vi bedömer därför att en viss mängd teknisk och innehållsmässig kritik i detta skede är naturlig, särskilt inom survival-crafting-genren där många framgångsrika titlar genomgått omfattande förbättringar under Early Access-perioden. Det viktigaste enligt vår mening är att intresset för grundkonceptet, världen och den visuella stilen fortsatt verkar vara starkt bland många spelare trots den kritik som framkommit kring polish och innehållsmängd i demot.

Urval av kommentarer från recensenter/skribenter



"I hate the survival genre, but Witchspire may just change my mind. Blending the vibrant visuals of Genshin Impact with the creature-catching survival elements of Palworld, Witchspire is my Gamescom favorite."

- Lauren Bergin, PCGamesN



"If you were interested to try out Valheim or Palworld but wanted a more cozy version, then Witchspire may be your perfect match! This looks like a huge and polished project so I'm really excited!"



"If you're drawn to survival games with soul, whimsy, and wonders to tame, Witchspire is one to watch."



"Witchspire is another exciting upcoming game in the 'yes, of course I want to be a witch and join a coven and befriend a cool familiar' genre"

- Katie Wickens, PCGamer



"Witchspire's relaxed vibe and survival game influences seem like a unique spin on the genre"

- Lexi Luddy, Shacknews



"First Impressions: Witchspire has charming visuals and promise, but the demo is a bit rough"

- Eliot Lefebvre, Massively Overpowered

Antaganden för Early Access (Year 1)

Witchspire lanseras i Steam Early Access den 10 juni 2026, vilket innebär att lanseringen nu endast ligger drygt en månad bort. Envar har uppgett att spelet väntas prissättas runt 30 USD vid release. Att estimeras mottagandet för en ny speltitel är naturligtvis förenat med stor osäkerhet, då försäljning och spelarengagemang kan variera kraftigt beroende på exempelvis recensioner, streamingexponering och mottagandet under de första veckorna efter lansering.

Witchspires utveckling följer dock hittills vårt basscenario relativt väl. Baserat på bolagets senaste kommunikation bedömer vi att antalet wishlists i dagsläget sannolikt överstiger 310 000. Vårt nuvarande estimat uppgår till cirka 390 000 wishlists vid lansering, vilket vi fortsatt ser som realistiskt givet att marknadsföringsintensiteten sannolikt kommer att öka ytterligare under de sista veckorna inför release.

En viktig datapunkt är som sagt hur många som har spelet i sin wishlist på Steam. Detta kan användas som underlag för att estimeras den initiala försäljningen genom så kallad Steam wishlist-to-sales conversion. Gamalytic har studerat cirka 700 spel med minst 5 000 wishlists och minst 500 sålda exemplar under den första månaden efter release. Enligt deras data konverteras i genomsnitt cirka 22 % av wishlists till köp under den första veckan och omkring 27 % under den första månaden. För Early Access-spel ligger konverteringen generellt något lägre, omkring 20 %, medan fullständiga releaser ofta når närmare 30 %. Variationerna är dock stora och påverkas bland annat av prissättning, recensioner och mottagandet från communityn.

Steam visar däremot inte det exakta antalet wishlists publikt. Däremot går det att följa hur många som följer ett spel via Steam followers. Followers är inte samma sak som wishlists, men data från GameDiscoverCo och GameWorldObserver visar att icke-lanserade spel i genomsnitt har cirka 12,4x fler wishlists än followers, med ett spann på ungefär 7x-20x. När Envar kommunicerade att Witchspire uppnått 300 000 wishlists uppgick antalet followers till cirka 19 400, vilket motsvarade en ratio om cirka 15,4x. Enligt våra beräkningar har denna ratio dessutom förbättrats successivt över tid. Vi har därför valt att använda 15,4x som utgångspunkt i våra estimat framåt. Med cirka 20 300 followers i dagsläget indikerar detta att Witchspire sannolikt har över 310 000 wishlists på Steam.

Under de kommande veckorna väntas marknadsföringsaktiviteterna intensifieras ytterligare inför lanseringen. Kommande recensioner och användarbetyg blir särskilt viktiga att följa, då starka omdömen ofta driver högre konvertering från wishlist till faktiska köp. En annan viktig faktor är Steams algoritmer. Om antalet followers och wishlists ökar snabbt tenderar spelet att få ökad organisk exponering på plattformen, vilket i sin tur kan skapa en positiv spiral med ytterligare synlighet, fler followers och fler wishlists.

Våra estimat baseras därför på antalet followers inför lansering, vilka därefter konverteras till wishlists och slutligen till försäljning. Tidigare utgick vi från cirka 30 000 followers inför lansering i vårt basscenario, vilket motsvarade cirka 390 000 wishlists baserat på en ratio om 12,4x. Vi behåller fortsatt vårt antagande om cirka 390 000 wishlists vid release, men justerar samtidigt upp followers/wishlists-ratio till 15,4x och sänker därmed antagandet om followers till cirka 25 300 inför lansering, vilket motsvarar ungefär 5 000 ytterligare followers från dagens nivå. Som jämförelse har vi analyserat 16 spel inom samma genre samt ett urval indie- och AA-titlar i prisspannet 12,99-39,99 euro. Medianen i urvalet uppgick till cirka 46 100 followers, med ett spann mellan 9 649 och 342 426, vilket enligt vår mening gör vårt basscenario om 25 300 followers relativt försiktigt.

Basscenario för Witchspire, Year 1 (Q2'26-Q2'27)

	Followers	Followers/Wishlist	Est. wishlist
Nuläge	20 326	15,4x	313 867
Estimat inför lansering	25 300	15,4x	390 673
	Est. wishlist	Wishlist/sales conversion	Sålda spel
Vecka 1	390 673	22,0%	85 948
Månad 1	390 673	27,0%	105 482

Enligt data från GameDiscoverCo för spel lanserade mellan 2020 och 2023 varierade förhållandet mellan försäljning under den första veckan och helårsintäkterna (År 1) betydligt, från under 2x till över 6x. Medianvärdet uppgick till cirka 3,16x, vilket innebär att ett spels totala försäljning under det första året i genomsnitt var drygt tre gånger så höga som försäljningen från lanseringsveckan⁴⁷. Detta skulle indikera 271 128 sålda spel under första året. Priset vi räknar med kommer att vara 29,99 USD, vilket är i linje med prisbilden som kommunicerats.

Witchspire, estimat Year 1 (Q2'26-Q2'27)

Sålda spel, vecka 1	85 948
År 1 sales i relation till Vecka 1	3,16
Sålda spel, år 1	271 596
Pris per spel (USD)	30
Total försäljning, år 1 (USD)	8 147 881
Steams (Valve) revenue share	30%
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	5 703 517
USD/SEK	9,24
Total försäljning (SEK)	52 688 520

Enligt flertalet källor tar Steam (Valve) 30% av den totala försäljningen via Steam Distribution Agreement. Valve har dock fått kritik att detta är alldeles för högt, då exempelvis Epic Games tar en lägre andel. Detta har medfört att Valve sett över sin modell och deras andel numera kan sänkas till 25% och 20% om spelet säljer för över 10 MUSD respektive 50 MUSD.

Sammanfattningsvis innebär våra estimat att Witchspire kommer att generera cirka 52,7 MSEK (5,7 MUSD) första året i Early Access efter Steams avgifter. Utifrån bolagets kommunikation kommer spelet att befinna sig i Early Access i cirka 1 år, så detta blir även intäktsgenereringen för Early Access-perioden som helhet. Vi jämförde våra estimerade intäkter i Early Access om 5,4 MUSD med 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic), där medianintäkter i Early Access låg på 7,3 MUSD. I vårt urval uppgick medianen för antal sålda spel Year 1 till cirka 250 000 sålda spel, vilket är i linje med våra estimat för Witchspire. Detta är vårt basscenario, vilket kan komma att ändras framöver när recensioner och betyg inkommer, mer information om spelet släpps och mer marknadsföring har genomförts. Vi har räknat med att försäljningen är relativt framtung och att en majoritet av försäljningen Year 1 sker under de sex första månaderna.

Antaganden för lansering 1.0 (Year 2)

Enligt GameDiscoverCo påverkar tiden i Early Access konverteringen vid 1.0-lansering. Ju kortare perioden i Early Access är, desto högre blir konverteringen. För spel som varit kortare än ett år i Early Access ligger 1.0-försäljningen i relation till Early Access på cirka 0,72x. För spel som varit mellan ett och två år i Early Access är motsvarande siffra cirka 0,62x. Även skalan påverkar multipeln, i intervallet 100 000 till 500 000 sålda kopior är medianen cirka 0,68x, vilket är där Witchspire bedöms landa enligt våra estimat. Mot denna bakgrund används 0,70x som multipel vid beräkning av försäljningen vid 1.0-lanseringen för Witchspire.

Vid 1.0-lanseringen planeras en Deluxe Edition med ett högre prisläge än 29,99 USD, sannolikt omkring 39,99 USD. Samtidigt räknar vi med att kampanjer och rabatter kommer att bidra till ett något lägre genomsnittligt försäljningspris. Därför antas ett genomsnittligt pris per såld kopia vid lansering på 27,0 USD, jämfört med 30,0 USD för Year 1.

Witchspire, estimat Year 2 (Q2'27-Q2'28)

Est. Early Access försäljning	271 596
<i>1.0 vs Early Access</i>	0,70
Sålda spel, år 2	190 117
Pris per spel (USD)	27,0
Total försäljning, år 2 (USD)	5 133 165
Stears (Valve) revenue share	30%
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	3 593 216
<i>USD/SEK</i>	9,24
Total försäljning, år 2 (SEK)	33 193 767

Vi har räknat med att försäljningen är framtung och att 70% av försäljningen Year 2 sker under de sex första månaderna, och majoriteten av intäkterna inkommer 2027. Under 2028 kommer också försäljning att ske, som kan ses som en long-tail-försäljning. Vi estimerar att denna försäljning kommer att hamna på cirka 65 000 spel under H2'28, där vi drar ner snittpriset mot 20,0 USD på grund av rabatter och kampanjer.

Intäkter från DLC:s

Envar planerar att lansera två DLC:s under de första 18 månaderna efter 1.0-lanseringen, vilket vi bedömer kommer att stärka intäkterna under 2028. Vi räknar med lansering av den första DLC:n under Q1 '28 och den andra under Q4'28. Enligt GamesDiscoverCo säljer DLC:s i genomsnitt motsvarande 5-8 % av antalet sålda spelkopior⁶³. Utfallet varierar dock kraftigt beroende på innehåll och omfattning, där större DLC:s i vissa fall har uppnått en konverteringsgrad på upp till 25 %. Vår bedömning utgår från en mer konservativ konverteringsgrad på 10 %. Vid Q1 '28 estimerar vi att antalet sålda spel uppgår till cirka 400 000 vid lanseringen av den första DLC:n och omkring 490 000 vid lanseringen av den andra DLC:n i Q4'28.

Översikt, DLC:s

Lansering	DLC 1 Q1'28	DLC 2 Q4'28
Antal sålda spel vid lansering	404 678	494 213
Andel köper DLC	10%	10%
Antal sålda DLC:s	40 468	49 421
Pris per DLC (USD)	9,99	9,99
Totala intäkter (USD)	404 273	493 719
Stears (Valve) revenue share	30%	30%
Försäljning efter avgifter till Steam	282 991	345 603
<i>USD/SEK</i>	9,24	9,24
Total försäljning (SEK)	2 614 246	3 192 649

Detta innebär att de två planerade DLC:s tillsammans skulle generera cirka 5,8 MSEK efter avgifter till Valve/Steam. Sammantaget innebär dessa antaganden att Witchspire inbringar omkring 94,3 MSEK i intäkter från grundspelet samt ytterligare cirka 5,8 MSEK från DLC-försäljning fram till 2028. Totalt motsvarar det intäkter på cirka 100,1 MSEK.

Våra estimat indikerar en total försäljningsvolym på omkring 525 000 exemplar av Witchspire, vilket sätts i relation till antalet sålda spel i vårt urval om 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic) med en median om 462 000 sålda spel. Sammantaget pekar våra antaganden på en lyckad och stabil lansering för ett första spel, även om den förväntade prestationen inte når upp till nivåerna hos de mest framgångsrika titlarna inom genren.

Det bör samtidigt understrykas att utfallsintervallet är brett och att detta ska ses som ett basscenario. I ett svagare scenario kan försäljningen understiga 100 000 exemplar, medan ett mer optimistiskt scenario innebär potential för en hit med 1-5 miljoner sålda exemplar. Vi kommer att kontinuerligt uppdatera våra estimat allteftersom mer information kommer.

Marknadsföringskostnader och kostnader för Unreal Engine

Enligt flertalet källor ligger marknadsföringskostnaderna för spel ofta i intervallet 25-50 % av den totala produktionskostnaden. Dessa investeringar används för att bygga global synlighet genom bland annat mässhopp, influencer-kampanjer och PR-arbete. Envar har ett partnersamarbete med en extern aktör för marknadsföring och PR kring Witchspire, vilket bland annat inkluderade förberedelser av spelets Steam-sida och pressarbete inför annonseringen på Gamescom i augusti 2025.

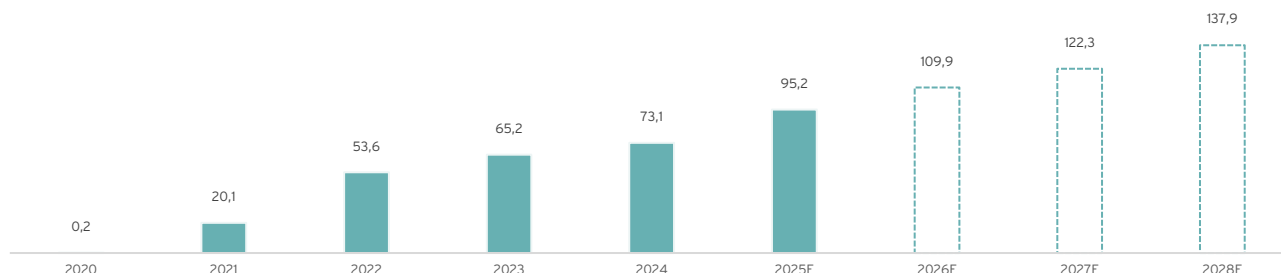
Med en antagen produktionskostnad om cirka 70 MSEK bedömer vi att en rimlig marknadsföringsbudget inför Early Access ligger inom intervallet 17,5-35 MSEK. Vi antar att Envar väljer att ligga i den övre delen av spannet och estimerar marknadsföringskostnader om totalt cirka 30 MSEK under 2026-2027, varav cirka 16 MSEK under 2026 och 14 MSEK under 2027. Detta baseras på vår bedömning att Envar kommer att investera både inför Early Access- och 1.0-lanseringen, samtidigt som bolaget aktivt bygger upp Envar Games som varumärke genom mässor, PR och community-byggande. I vårt scenario närmar sig Envar break-even på utvecklings- och marknadsföringsinvesteringarna under 2028, varefter framtida long-tail-försäljning och DLC-intäkter i hög grad kan falla ned på sista raden.

Witchspire är byggt i Unreal Engine, vilket innebär att Envar betalar royalty till Epic Games. Royaltynivån uppgår till 5 % av bruttointäkterna efter plattformavgifter och exklusive moms, men först när intäkterna överstiger 1,0 MUSD per spel och kalenderår. Det innebär att ingen royalty utgår under denna nivå och att 5 % endast betalas på den del som överstiger gränsvärdet. I vårt basscenario, där Witchspire genererar cirka 52,7 MSEK i intäkter efter Valve/Stears avgifter under Early Access-perioden, estimerar vi royaltykostnader till cirka 1,9 MSEK.

Intäkter för Envar Entertainment

Envar Entertainment är koncernens intäktsdrivande verksamhetsben, då Envar Games ännu inte lanserat något spel. Tillväxten har varit stark sedan start och bolaget omsatte 95,2 MSEK under 2025, motsvarande en tillväxt om cirka 30 % jämfört med 2024. Vi ser fortsatt goda förutsättningar för konsultverksamheten framåt, även om omsättningen kan variera mellan enskilda kvartal beroende på timing i kundprojekt, likt utvecklingen under Q4'25. På helårsbasis bedömer vi dock att verksamheten kan fortsätta utvecklas stabilt och vi prognosticerar en årlig tillväxt om cirka 10-15 % för segmentet framgent.

Nettoomsättningsutveckling, 2020-2028E



Intressant är att Envar den 1 oktober kommunicerade en rekordstor order om cirka 23,0 MSEK från en globalt ledande aktör inom Battle Royale. Avtalet löper över tolv månader och förefaller vara en förlängning samt utökning av det samarbete som initialt kommunicerades i mars. Det indikerar inte bara fortsatt förtroende, utan också att Envar successivt tar en större roll i kundens projekt.

I intervjun med VD Atey Ghailan framgår att detta är den största enskilda ordern i bolagets historia och att bolaget i dagsläget i princip är fullbelagt. Orderingen beskrivs som fortsatt stark inför 2026, där fokus snarare ligger på att balansera kapacitet än att fylla orderboken.

Samtidigt har Envar under året investerat i seniora resurser, projektledning, affärsutveckling samt IT-säkerhet för att rusta organisationen för nästa tillväxtfas. Dessa satsningar har kortsiktigt pressat marginalerna, men möjliggör att bolaget kan ta större och mer komplexa uppdrag likt detta.

Översikt större orders

Datum	Värde	Kund	Avtalslängd
2025-03-28	ca 9,1 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare inom Battle Royale-kategorin	Avtalslängden uppgår till 6 månader, med start den 1 april 2025
2025-05-06	ca 7,3 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare med den största titeln inom multiplayer online battle arena (MOBA)	Projekt pågår i ca 6 månader, med start under Q2'25
2025-10-01	ca 23,0 MSEK	Befintlig kund som är en ledande spelutvecklare inom Battle Royale-kategorin	Avtalet startar den 1 oktober 2025 och pågår under 12 månader

Utvecklingen av Witchspire inleddes 2022 och 2023 grundades Envar Games för att driva satsningen vidare. Efter höga EBIT-marginaler under 2021-2022 föll EBIT från 20,7 MSEK till 2,0 MSEK under 2023, då spelutvecklingskostnader kostnadsfördes direkt över resultaträkningen.

Från och med Q4'23 började Envar aktivera utvecklingsutgifter, vilket tillsammans med stigande intäkter bidrog till förbättrad lönsamhet under 2024 och 2025. Vår bedömning är att Envar Entertainment som fristående verksamhet uppvisar EBIT-marginaler omkring 30 %, motsvarande cirka 28,5 MSEK i EBIT under 2025, även om detta delvis döljs av satsningen på Envar Games. Då utvecklingsutgifter nu aktiveras ger EBIT för 2025E en mer rättvisande bild av den underliggande lönsamheten, även om marknadsföringskostnaderna för Witchspire tynger. I intervjun betonade Ghailan också att den underliggande lönsamheten i konsultverksamheten är fortsatt stark, trots de investeringar som gjorts inför nästa tillväxtfas.

Finansiell ställning

Vid utgången av Q1'26 uppgick Envars anläggningstillgångar till totalt 50,7 MSEK, varav immateriella tillgångar utgjorde 45,7 MSEK. Därutöver uppgick materiella anläggningstillgångar till 3,0 MSEK och finansiella anläggningstillgångar till 2,0 MSEK. Omsättningstillgångarna uppgick till 25,6 MSEK.

Bolaget hade vid kvartalets utgång likvida medel om 37,2 MSEK och saknar fortsatt räntebärande skulder, vilket enligt vår mening ger Envar god finansiell flexibilitet inför den kommande lanseringen av Witchspire. De långfristiga skulderna uppgick till 2,8 MSEK och bestod främst av uppskjutna skatteskulder om 1,6 MSEK samt övriga långfristiga skulder om 1,2 MSEK. De kortfristiga skulderna uppgick till 18,1 MSEK, där leverantörsskulder om 7,1 MSEK och skatteskulder om 2,9 MSEK utgjorde de största posterna.

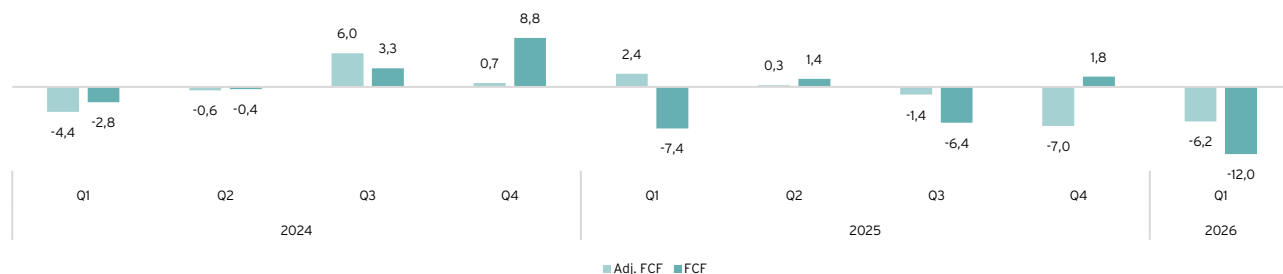
Översikt Q1'26

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
45,7 MSEK	3,0 MSEK	81,6%
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
37,2 MSEK	0,0 MSEK	37,2 MSEK

Under 2025 har Envar redovisat ett negativt fritt kassaflöde på -10,5 MSEK (8,9), men justerat för förändringar i rörelsekapital var kassaflödet -5,7 MSEK (1,7). Sedan etableringen av Envar Games och satsningen på utvecklingen av Witchspire har bolagets OPEX ökat, vilket tillfälligt pressat lönsamhet och kassaflöde. Utöver detta har Envar även utökat organisationen inför nästa tillväxtfas, vilket också ökat OPEX. Trots att Witchspire ännu inte genererar intäkter är likviditeten stark och kassaflödena relativt stabila. Vår bedömning är att Envar är väl rustad för att finansiera färdigställande och marknadsföring inför den planerade lanseringen i Q2'26.

Tryggheten i caset återfinns i Envar Entertainment, vars outsourcing- och co-development-verksamhet levererar stabila kassaflöden och utgör grunden för satsningen på egen spelutveckling via Envar Games.

Fritt kassaflöde, kvartalsvis, 2023-2026



Värdering

Key stats

Antal aktier	12 500 000	Börsvärde (MSEK)	536,3
Aktiekurs (SEK)	42,90	Nettoskuld (MSEK)	-37,2
		Enterprise value (MSEK)	499,1

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	98,3 MSEK	EV/S	4,7
EBIT	15,2 MSEK	EV/EBIT	30,6
Vinst	11,9 MSEK	P/E	42,3
Adj. FCF	-14,2 MSEK	EV/adj. FCF	neg.

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	n/a	n/a	n/a	n/a
Snitt 5 år	n/a	n/a	n/a	n/a

Källa: Börsdata

Nyckeltal, R12

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
41,9%	16,2%	15,4%	12,1%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
13,0%	neg.	12,8%	20,4%

Källa: Börsdata

Peers

I vår relativvärdering av Envar har vi analyserat ett urval av börsnoterade bolag i Norden. Urvalet omfattar bolag som i varierande grad bedriver outsourcing och co-development, men även egen spelutveckling. Därtill har några renodlade nordiska spelbolag inkluderats för jämförelse.

Fokus har legat på nordiska aktörer för att säkerställa en relevant jämförelse, men australiensiska PlaySide Studios har också tagits med då bolaget bedöms vara mest likt Envar sett till börsvärde och affärsmodell.

Noterade peers

Bolag	Beskrivning
PlaySide Studios	PlaySide Studios är ett australiensiskt spelutvecklings- och publishingbolag med bas i Melbourne, grundat 2012. Bolaget utvecklar spel för mobil, PC, konsol samt VR/MR och har en portfölj med över 70 titlar. Verksamheten bedrivs inom två affärsben: Original IP, med varumärken som Dumb Ways to Die, Age of Darkness: Final Stand och Kill Knight, samt Work for Hire, där PlaySide levererar helhetslösningar i nära samarbete med AAA-studios och större teknikbolag som Activision Blizzard, Meta, Netflix Games och Take-Two.
Jumpgate	Jumpgate är en svensk spelkoncern som producerar och förlägger egna titlar men också utvecklar spel och digitala produkter på uppdrag av externa partners. Genom bolagen i koncernen har Jumpgate etablerade samarbeten med ledande industripartners och en bred produktportfölj med internationell distribution.
Starbreeze	Starbreeze är en svensk utvecklare, förläggare och distributör av PC- och konsolspel med studios i Stockholm, Barcelona, Paris och London. Med varumärket <i>PAYDAY</i> som kärna utvecklar bolaget både egna och licensierade titlar. Starbreeze arbetar även med externa partners i work-for-hire-projekt, vilket gör affärsmodellen relevant i jämförelse med Envar.
Beyond Frames	Beyond Frames Entertainment är ett svenskt bolag baserat i Stockholm som fokuserar på spel för PC, konsol och XR, inklusive VR, AR och MR. Bolaget driver egna studios, såsom Cortopia, Moon Mode och Odd Raven, och kombinerar detta med publishing av externa utvecklarens titlar. Genom co-fundat projekt och work-for-hire-samarbeten positionerar sig Beyond Frames som en partner i tillväxtsegmentet XR.
Enad Global 7	Enad Global 7 (EG7) är en svensk spelkoncern med fokus på utveckling, publicering och live service-spel för PC, konsol och mobil. Koncernen består av flera operativa studios och verksamheter inom spelutveckling, publishing, distribution och marknadsföring, och har arbetat med titlar och IP:n som bland annat Call of Duty, Diablo, Doom och Elden Ring.
Goodbye Kansas	Goodbye Kansas Group är ett svenskt bolag med cirka 200 anställda. Bolaget är specialiserat på visuellt innehåll och levererar tjänster inom VFX, game cinematics, performance capture, digital humans och real-time animation till globala kunder som Netflix, Amazon, Sony, Disney och Warner. Även om fokus inte ligger enbart på spel, innebär outsourcing- och tjänstefokus en parallell till Envars modell.
Remedy Entertainment	Remedy Entertainment är en finsk spelutvecklare grundad 1995, känd för sina berättardrivna och visuellt starka actiontitlar som <i>Control</i> , <i>Alan Wake</i> och <i>Max Payne</i> . Bolaget utvecklar även sin egen Northlight-motor. Förutom egna IP samarbetar Remedy med stora publishers som Epic Games och 505 Games i projektbaserade partnerskap, och har byggt upp stor kompetens för outsourcing, vilket gör dem till en relevant jämförelse trots större skala.
Thunderful Group	Thunderful Group är en svensk koncern med två affärssegment. Förlagsverksamheten fokuserar på utveckling, marknadsföring, distribution och kommersialisering av digitala spel, både från interna och externa studios. Samutvecklings- och tjänstesegmentet erbjuder utvecklings- och förlagstjänster åt externa partners, med fokus på co-development, projektledning och publishingstöd. Kombinationen av egna IP och samutveckling gör Thunderful delvis jämförbart med Envar.
Nitro Games	Nitro Games är ett finskt spelutvecklings- och publishingbolag med bas i Kotka och Helsingfors. Bolaget utvecklar främst action- och shooterspel för mobil och PC, med fokus på live-operations och free-to-play-modeller. Verksamheten kombinerar egna IP:n, som <i>Autogun Heroes</i> , med samarbeten och work-for-hire, där Nitro levererat projekt för internationella varumärken som <i>NERF: Superblast</i> . Nitro Games är noterat på Nasdaq First North Growth Market i Stockholm.
Embracer	Embracer Group är en svensk spelkoncern med fokus på utveckling och förvaltning av AAA- och AA-spel genom studios och IP:n kopplade till bland annat The Lord of the Rings, Tomb Raider, Dead Island och Metro. Koncernen arbetar med både egenutvecklade titlar och externa partnerskap inom PC, konsol och mobilspel.
Paradox Interactive	Paradox Interactive är en svensk spelkoncern med huvudkontor i Stockholm. Bolaget utvecklar och publicerar strategispel för PC och konsol, med internationellt välkända varumärken som <i>Crusader Kings</i> , <i>Europa Universalis</i> , <i>Stellaris</i> och <i>Hearts of Iron</i> . Verksamheten kombinerar utveckling i egna studios med samarbeten med externa partners, där långsiktigt stöd genom expansioner och DLC utgör en central del av affärsmodellen. Paradox driver även digital distribution via plattformen Paradox Plaza samt erbjuder co-development och publicering för utvalda tredjepartsprojekt.
Coffee Stain	Coffee Stain Group är en svensk spelutvecklings- och förläggarkoncern med fokus på indie-, AA- och communitydrivna spelupplevelser. Bolaget är känt för framgångsrika titlar som <i>Goat Simulator</i> , <i>Valheim</i> , <i>Deep Rock Galactic</i> och <i>Satisfactory</i> . Affärsmodellen bygger på nära samarbete med mindre och medelstora studios, långsiktig community-byggnad samt hög exponering mot PC och Steam. Coffee Stain har etablerat sig som en stark aktör inom survival-, crafting- och sandbox-genrerna, vilket gör bolaget särskilt relevant som peer till Envar Games och Witchspire.

Majoriteten av jämförelsebolagen är inte lönsamma på EBIT-nivå, utan det är framför allt de större aktörerna som uppvisar positivt resultat. På EBITDA-nivå är fler bolag lönsamma, men multiplarna tenderar att ligga på en låg nivå. Detta förklaras av att måttet blir missvisande då utvecklingskostnader aktiveras samtidigt som avskrivningarna exkluderas. Vår samlade bedömning är att en EBIT-multipl kring 15x framstår som rimlig i en peer-jämförelse, vilket också är relativt i linje med var Envar handlats tidigare.

Bolagsnamn	Börsvärde	EV/S			EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
		EV	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år
Beyond Frames	56	51	0,4	1,3	2,9	17,9	neg.	neg.	neg.	neg.
Coffee Stain	4 622	4 106	4,3	4,3	7,5	7,5	37,0	37,0	117,3	39,1
Embracer	15 333	12 969	0,7	1,0	n/a	15,7	n/a	n/a	n/a	n/a
Enad Global 7	1 954	1 899	1,3	0,8	7,0	4,7	neg.	neg.	neg.	neg.
Goodbye Kansas	49	50	0,3	0,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumpgate	44	40	0,9	0,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nitro Games	40	49	0,6	0,6	2,7	2,9	18,0	16,7	23,1	20,8
Paradox Interactive	14 227	12 828	5,9	7,1	9,7	11,3	128,1	80,3	162,3	102,5
PlaySide Studios Ltd	60	52	2,3	1,9	neg.	neg.	neg.	2,2	175,9	63,3
Remedy Entertainment	181	170	2,9	4,2	15,0	25,4	neg.	neg.	neg.	neg.
Starbreeze B	209	172	1,0	0,7	17,8	7,3	neg.	neg.	neg.	neg.
Snitt			1,9	2,1	9,0	11,6	61,0	34,1	119,7	56,4
Median			1,0	1,0	7,5	9,4	37,0	26,8	139,8	51,2
Envar	536	499	5,1	4,2	31,3	23,7	33,0	25,0	45,2	36,5

Estimat för 2026E

Vi gör vissa justeringar på våra estimat framåt där vi justerar nettoomsättningen för Envar Entertainment med något lägre tillväxt framgent. Vi gör också vissa underliggande justeringar avseende våra förväntningar för Witchspire, men detta får en neutral effekt då vi fortsatt ligger kvar med vår prognos om 390 000 wishlists. Vi justerar också upp personalkostnaderna för året hänförligt till bland annat etableringen av Envar Blue. Detta medför sammantaget att EBIT justeras ned något för 2026E, men ligger relativt i linje med tidigare. Fortsatt finns det en stor option i att lanseringen av Witchspire blir mer lyckosam än vad vi räknat med samt att marknadsföringskostnaderna blir något lägre än prognosticerat.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	109,9
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	15,4%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	n/a	n/a	40,6
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	150,4
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	58,0%
Aktiverat arbete	0,0	7,9	9,4	21,1	30,0
Övriga rörelseintäkter	1,4	2,1	4,7	9,1	9,5
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	190,0
EV/S	9,3	7,6	6,8	5,2	3,3
KSV	-21,3	-29,5	-32,5	-52,8	-61,0
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	89,5
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	59,5%
% y-o-y	152,6%	10,8%	13,6%	4,4%	111,0%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-79,5
% y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	42,3%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,7	50,9
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	33,9%
% y-o-y	98,3%	-90,2%	557,1%	25,1%	205,2%
EV/EBIT	24,1	245,8	37,4	29,9	9,8

Vi har valt att värdera Envar baserat på en multipel om 15x EBIT för helåret 2026E. Multipeln ligger något under värderingsnivån för jämförbara bolag, men det är samtidigt få aktörer i peer-gruppen som uppvisar lönsamhet på EBIT-nivå. Vi utesluter dock inte att marknaden kan motivera en högre multipel än 15x EBIT vid ett lyckat spelsläpp, men bedömer 15x som en rimlig utgångspunkt i ett basscenario. Baserat på detta erhålls ett indikativt börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi har även valt att presentera en värdering där en säkerhetsmarginal om 30 % appliceras på våra estimat.

	Värdering			
	Multipel	EBIT	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	15	50,9	764,2	61,1
Säkerhetsmarginal (30%)	15	35,7	534,9	42,8

Nedan följer potentiell avkastning på 2026E om Envar utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	%	CAGR	Faktor	%	CAGR
2026E	1,43	42,5%	60,4%	1,00	-0,2%	-0,3%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	509,5	40,8	-5,0%	356,6	28,5	-33,5%
11	560,4	44,8	4,5%	392,3	31,4	-26,8%
12	611,4	48,9	14,0%	427,9	34,2	-20,2%
13	662,3	53,0	23,5%	463,6	37,1	-13,5%
14	713,2	57,1	33,0%	499,3	39,9	-6,9%
15	764,2	61,1	42,5%	534,9	42,8	-0,2%
16	815,1	65,2	52,0%	570,6	45,6	6,4%
17	866,1	69,3	61,5%	606,3	48,5	13,1%
18	917,0	73,4	71,0%	641,9	51,4	19,7%
19	968,0	77,4	80,5%	677,6	54,2	26,4%
20	1 018,9	81,5	90,0%	713,2	57,1	33,0%

Estimat för 2027E och long-tail 2028E

Vi har valt att modellera en längre period för att illustrera hur intäkterna från Witchspire kan utvecklas över tid, samtidigt som vi antar en fortsatt stabil, men lägre, tillväxttakt i Envar Entertainment jämfört med den historiska nivån. I estimaten inkluderar vi endast Witchspire, det vill säga en 1.0 lansering samt två planerade DLC, och vi tar inte med några ytterligare spelsläpp eller nya intäktsströmmar från en möjlig breddning av affärserbjudandet. VD Ghailan har samtidigt lyft att en sådan breddning kan bli aktuell, där även förvärv kan vara en möjlighet, men då detta ännu inte är konkretiserat väljer vi att inte lägga in några sådana intäkter.

Intäkterna från Witchspire antas följa ett long tail mönster, där försäljningen avtar successivt men fortsätter över tid. De starkaste åren väntas bli 2026E och 2027E, där Early Access och 1.0 lanseringen driver huvuddelen av volymen, medan de efterföljande åren i högre grad stöds av fortsatt grundförsäljning samt två DLC lanseringar. Vid utgången av 2028 har Witchspire funnits på marknaden i cirka 2,5 år och enligt våra antaganden motsvarar det cirka 525 000 sålda spelkopior och cirka 90 000 sålda DLC. Detta ger totala intäkter om 100,1 MSEK, varav 94,3 MSEK från grundspelet (early access och 1.0) samt 5,8 MSEK från DLC:s.

På kostnadssidan tar vi samtidigt höjd för att Envar fortsätter att investera i organisationen, exempelvis genom fler anställningar, för att möjliggöra en breddning av erbjudandet. Det innebär att vi i praktiken modellerar en situation där potentiella framtida satsningar belastar kostnadsbasen innan de bidrar med intäkter. Mot den bakgrunden väljer vi att fokusera värderingen på 2026E, och syftet med estimaten nedan är i första hand att illustrera hur ett spel kan generera intäkter över en längre livscykel, snarare än att intäkterna upphör kort efter lansering.

Vi bedömer att Envar Games med hög sannolikhet initierar ytterligare spelprojekt efter Witchspire och att bolaget kan bredda affärserbjudandet redan under 2026, men eftersom detta ännu inte är kommunicerat i tillräcklig detalj ingår det inte i våra prognoser. Sammantaget indikerar våra antaganden en lyckad lansering, men inte en utfallsnivå i paritet med de mest framgångsrika titlarna i genren. Estimat som sträcker sig så långt fram i tiden är förenade med osäkerhet, men ger samtidigt en användbar indikation på hur Witchspire kan bidra till Envars intäkter över tid.

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Envar Entertainment	73,1	95,2	109,9	122,3	137,9
% y-o-y	12,1%	30,2%	15,4%	11,3%	12,8%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	40,6	36,6	21,5
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-9,7%	-41,4%
Nettoomsättning	73,1	95,2	150,4	158,9	159,4
% y-o-y	12,1%	30,2%	58,0%	5,6%	0,3%
Aktiverat arbete	9,4	21,1	30,0	28,5	28,5
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,1	9,5	9,8	10,6
Summa intäkter	87,2	125,4	190,0	197,2	198,5
EV/S	6,8	5,2	3,3	3,1	3,1
KSV	-32,5	-52,8	-61,0	-67,3	-75,8
Bruttoresultat	40,6	42,4	89,5	91,7	83,5
Bruttomarginal	55,6%	44,6%	59,5%	57,7%	52,4%
% y-o-y	13,6%	4,4%	111,0%	2,4%	-8,9%
Rörelsekostnader	-41,4	-55,9	-79,5	-86,6	-93,4
% y-o-y	-5,3%	35,1%	42,3%	8,8%	7,8%
EBIT	13,3	16,7	50,9	43,4	29,3
EBIT-marginal	18,2%	17,5%	33,9%	27,3%	18,4%
% y-o-y	557,1%	25,1%	205,2%	-14,9%	-32,5%
EV/EBIT	37,4	29,9	9,8	11,5	17,0

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 timmar efter.

Intressekonflikt

Erik Lundberg äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys