

2026-08-13

Envar rapporterade för det andra kvartalet 2026 en nettoomsättning om 53,7 MSEK (24,4), motsvarande en tillväxt om 120,3 %. EBITDA uppgick till 21,0 MSEK (6,2) och EBIT till 19,3 MSEK (6,0), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 39,1 % (25,5) samt en EBIT-marginal om 36,0 % (24,8). Witchspire bidrog med 16,8 MSEK i nettoomsättning och cirka 6,4 MSEK i EBIT under de 20 försäljningsdagar som ingick i kvartalet, medan Envar Entertainment omsatte cirka 36,9 MSEK och levererade sitt starkaste kvartal hittills. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 10,5 MSEK och Envar hade 39,5 MSEK i kassa och inga räntebärande skulder vid kvartalets utgång.

Rekordkvartal i Entertainment och tydlig operationell hävstång

Envar Entertainment växte med drygt 50 % jämfört med motsvarande kvartal föregående år och överträffade tydligt vårt estimat om 27,5 MSEK. Enligt VD Atey Ghailan drevs tillväxten framför allt av befintliga kunder som ökade sina beställningar, snarare än av någon enskild ny kund. Det stärker bilden av att Envar successivt tar en större del av utvecklingsbudgeten hos redan etablerade kunder. Ledningen beskriver verksamheten som inne i en ny tillväxtfas och pekar samtidigt på en strukturell förändring i spelindustrin, där större studios efter omfattande neddragningar blivit mer försiktiga med permanenta anställningar och i högre grad efterfrågar flexibel extern kapacitet. Envar bedömer sig dessutom ha stora delar av den organisatoriska infrastrukturen på plats för att kunna hantera högre kundvolymerna utan motsvarande ökning av ledningsorganisationen. Vi höjer därför vårt estimat för Entertainment till 129,2 MSEK för 2026E, men väljer att inte extrapolera rekordtakten rakt framåt. För 2027 och 2028 räknar vi med en successiv normalisering av tillväxten till omkring 12 % respektive 8 %.

Witchspire har lanserats och fokus flyttas mot 1.0

Witchspire lanserades i Steam Early Access den 10 juni och passerade 100 000 sålda exemplar kort därefter. Spelet genererade 16,8 MSEK i nettoomsättning under de första 20 försäljningsdagarna och gav därmed Envar sitt första tydliga kommersiella bidrag från ett egenutvecklat IP. Mottagandet från spelarna är positivt med 82,9 % positiva Steam-recensioner, samtidigt som antalet followers ökat från 25 235 vid lanseringen till 42 819 den 8 augusti. Spelaraktiviteten har däremot fallit tydligt från toppen om 6 629 samtidiga spelare, vilket understryker att försäljningen är framtung och att kommande uppdateringar, rabatter och framför allt 1.0-lanseringen blir avgörande för hur stark long tail Witchspire kan bygga. Vi höjer vårt Year 1-estimat från cirka 272 000 till omkring 316 000 sålda exemplar, men sänker det genomsnittliga försäljningspriset från 30 till 20 USD. Parallellt breddar Envar spelverksamheten genom Envar Blue och Publishing. Blue ska möjliggöra mindre projekt med kortare utvecklingscykler, medan Publishing ger exponering mot externa titlar utan att Envar behöver bära hela utvecklingsrisken. Vi inkluderar ännu inget intäktsbidrag från dessa verksamheter i våra estimat.

Outlook

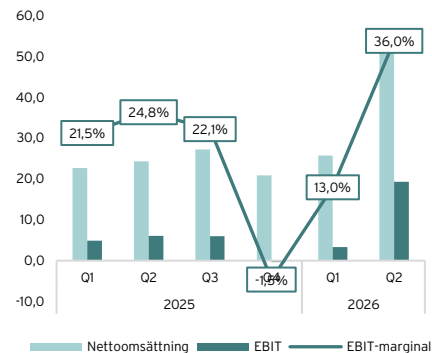
Q2'26 förändrar bilden av Envar på två tydliga sätt. Entertainment visar en klart högre intjäningsförmåga än vi tidigare räknat med, samtidigt som Witchspire gått från utvecklingsprojekt till faktisk intäktskälla. Vi höjer därför koncernens nettoomsättningsestimater för 2026E från 150,4 MSEK till 168,4 MSEK. EBIT sänks däremot från 50,9 MSEK till 46,3 MSEK, främst till följd av högre avskrivningar när Witchspires aktiverade utvecklingskostnader nu skrivs av över tre år. På längre sikt räknar vi med fortsatt tillväxt inom Entertainment, medan Games successivt går över i en mer normaliserad försäljningsfas efter Early Access och vår antagna 1.0-lansering under Q3'27. Det innebär att EBIT i våra estimat faller 2027-2028 trots fortsatt tillväxt i konsultverksamheten. Samtidigt inkluderar vi ännu inget bidrag från Envar Blue eller Publishing, vilket gör att eventuell framgång där utgör uppsida utanför basscenariot. Caset har därmed blivit bredare än inför Witchspire-lanseringen, men den närmaste tiden avgörs framför allt av om Entertainment kan hålla en hög aktivitetsnivå och om Witchspire lyckas bygga den long tail som krävs för att bli en återkommande intäktskälla över flera år. På våra estimat för 2026E indikerar 15x EBIT en potentiell uppsida om cirka 13 % från dagens kurs, inklusive vår prognostiserade nettokassa vid årets utgång. Vid 20x EBIT, vilket ligger närmare bolagets bakåtblickande värdering, ökar den potentiella uppsidan till cirka 47 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	129,2
Envar Games	n/a	n/a	n/a	n/a	39,3
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	168,4
Tillväxt y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	76,9%
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	207,5
EV/S	11,3	9,3	8,3	6,4	3,6
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	89,0
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	52,9%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-81,8
Tillväxt y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	46,3%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,7	46,3
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	27,5%
EV/EBIT	29,4	299,5	45,6	36,4	13,1

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	51,80
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	647,5
Nettoskuld (MSEK)	-39,5
EV (MSEK)	608,0
Insideräggande	80,5%
Nästa rapport	2026-11-12

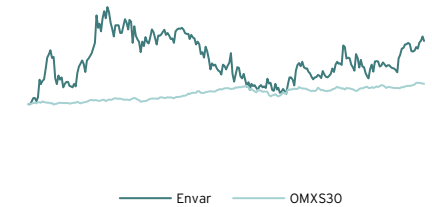
Kvartalsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg
erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Envar	-13,7	-19,8	+72,5

Kort om Envar

Envar Holding AB är ett svenskt bolag inom spelindustrin, där kärnan är en 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.

Genom kombinationen av en lönsam outsourcingverksamhet och satsningar på egen spelutveckling, publishing och mindre indie-projekt positionerar sig Envar som en bredare aktör inom spelindustrin. Det första egenutvecklade spelet Witchspire lanserades under 2026, medan Envar Blue och Envar Publishing skapar ytterligare möjligheter inom egna speltitlar respektive extern publishing.

Bolaget har en global organisation med medarbetare och konsulter i över tjugo länder. Ledningens långsiktiga vision är att etablera Envar som en global hub inom underhållning med fokus på högkvalitativ spelgrafik, innovativa spelupplevelser och ett starkt varumärke.



Envar Entertainment utgör koncernens outsourcing- och co-development-verksamhet och levererar flexibla utvecklingsresurser till några av världens största spelbolag. Verksamheten bygger på en global och skalbar resursmodell med återkommande uppdrag inom bland annat stylized art, Battle Royale och MOBA.

Envar Games är koncernens satsning på egen spelutveckling och IP-ägande. Det första egenutvecklade spelet Witchspire lanserades i Steam Early Access den 10 juni 2026 och markerar starten på Envars ambition att bygga en återkommande portfölj av egna speltitlar.

Investeringscase

Lönsam och skalbar outsourcingverksamhet som grund

Envar Entertainment är en etablerad och lönsam aktör inom outsourcing och co-development, med återkommande order och en flexibel global resursmodell.

Starka och långsiktiga kundrelationer med globala speljättar

Bolaget är prefererad partner till flera av världens ledande spelutvecklare, vilket syns i återkommande uppdrag och växande ordervolymer.

Betydande uppsida genom egen IP

Witchspire är Envars första egenutvecklade spel och markerar starten på bolagets satsning på egna IP:n och spelintäkter.

Diversifierad affärsmodell med stabilitet och tillväxtoption

Outsourcingverksamheten genererar kassaflöden som kan finansiera egen spelutveckling och andra satsningar inom koncernen.

Stark finansiell ställning möjliggör fortsatt expansion

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

Strukturell tillväxt i outsourcing och co-development

Spelutveckling blir alltmer komplex och resurskrävande, vilket driver efterfrågan på flexibel extern kompetens.

Konkurrensfördel inom stylized art

Envar har en stark position inom stylized art, ett specialistområde med höga kvalitetskrav och relativt få etablerade aktörer.

Fler ben inom spel och IP skapar framtida optioner

Utöver Witchspire bygger Envar vidare genom Envar Blue, Publishing och framtida större spelprojekt, vilket kan ge fler titlar, tätare releaser och en bredare intäktsbas över tid.

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 fortsatt framgång för Witchspire

Witchspire har fått en framgångsrik start, men den långsiktiga intjäningen är fortsatt beroende av hur väl försäljningen och spelaraktiviteten håller i sig efter lanseringsperioden. Om kommande uppdateringar och den framtida 1.0-lanseringen inte lyckas återaktivera spelare och skapa nya försäljningstoppar kan intäkterna från Games bli lägre än väntat.

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.

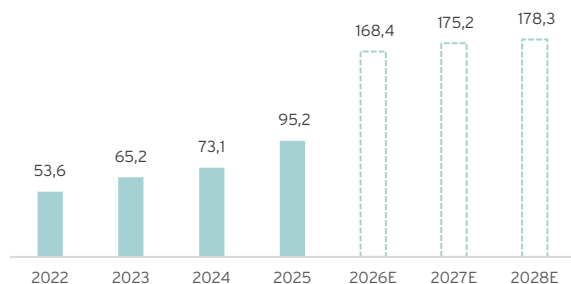
Högre kostnadsnivåer i samband med expansion

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.

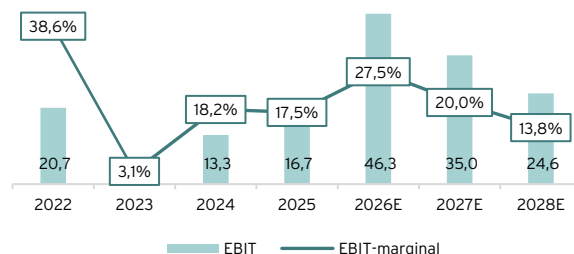
Osäkerhet kring kapitalbehov vid större satsningar

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



Rekordkvartal i Entertainment och framgångsrik lansering av Witchspire

Envar levererade sitt finansiellt starkaste kvartal hittills under Q2'26. Nettoomsättningen uppgick till 53,7 MSEK (24,4), motsvarande en tillväxt om 120,3 % jämfört med samma period föregående år. Av omsättningen stod spelförsäljningen från Witchspire för 16,8 MSEK efter lanseringen den 10 juni. Envar Entertainment omsatte isolerat omkring 36,9 MSEK, vilket även det var ett nytt omsättningsrekord för konsultverksamheten.

Lönsamheten utvecklades också mycket starkt. EBITDA uppgick till 21,0 MSEK (6,2), motsvarande en EBITDA-marginal om 39,1 % (25,5), medan EBIT ökade till 19,3 MSEK (6,0), motsvarande en EBIT-marginal om 36,0 % (24,8). Witchspire bidrog med cirka 6,4 MSEK till EBIT under de 20 försäljningsdagar som ingick i kvartalet. Resultatförbättringen drevs således både av den starka utvecklingen inom Entertainment och av att Envar Games för första gången började generera intäkter och resultat från ett egenutvecklat spel.

Utvecklingen inom Envar Entertainment var enligt vår mening minst lika viktig som Witchspire-lanseringen. Exklusive spelintäkterna ökade omsättningen till cirka 36,9 MSEK, från 24,4 MSEK motsvarande kvartal föregående år, vilket motsvarar en tillväxt på drygt 50 %. Bolaget beskriver fortsatt hög efterfrågan från framför allt befintliga kunder och ser fortsatt stöd från den strukturella trenden mot outsourcing och co-development. Konsultverksamheten fortsätter därmed att vara den stabila och kassaflödesgenererande grunden i bolaget och skapar utrymme för satsningarna inom egen spelutveckling och publishing.

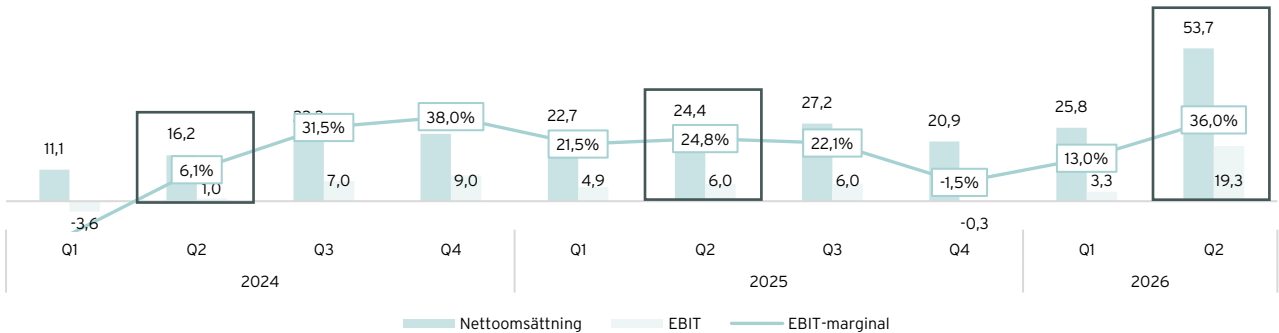
Den stora händelsen under kvartalet var lanseringen av Witchspire i Steam Early Access den 10 juni. Bolaget beskriver lanseringen som framgångsrik och redan efter drygt en vecka passerade spelet 100 000 sålda exemplar. Under de första 20 försäljningsdagarna genererade Witchspire 16,8 MSEK i redovisad omsättning och cirka 6,4 MSEK i EBIT. Lanseringen innebär också ett viktigt skifte för Envar Games, som nu går från en ren utvecklingsfas till att även generera intäkter från eget IP. Fokus ligger framåt på fortsatt utveckling av Witchspire mot en fullständig 1.0-version och på att bygga spelet över en längre livscykel.

Under kvartalet lanserades även Envar Publishing, där bolaget ska agera publishing- och utvecklingspartner åt externa spelprojekt genom hela processen från utveckling och produktion till lansering och fortsatt kommersialisering. Affärsområdet breddar Envars exponering mot spelmarknaden och skapar ytterligare möjligheter att dra nytta av koncernens befintliga kompetens inom bland annat utveckling, grafik, marknadsföring och publishing. Parallellt fortsätter satsningen på Envar Blue, som ska komplettera större projekt som Witchspire med mindre indie-titlar utvecklade av mindre team och med lägre budgetar. Ambitionen är att skapa tätare spelsläpp och en bredare spelportfölj, där Envar Blue på sikt ska kunna lansera en ny titel ungefär var 12:e till 15:e månad.

Den finansiella positionen är fortsatt stark. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 10,5 MSEK under kvartalet och likvida medel uppgick vid periodens utgång till 39,5 MSEK. Bolaget saknar fortsatt räntebärande skulder. En del av intäkterna från Witchspire hade dessutom ännu inte betalats ut av tredjepartsleverantörer vid balansdagen, vilket påverkade rörelsekapitalet.

Vår bild är att Q2'26 är ett viktigt kvartal för Envar eftersom båda huvuddelarna av investeringscasen nu bidrar tydligt. Witchspire har genomfört en framgångsrik lansering och stod för en betydande del av kvartalets resultat, även om försäljningen naturligt kan antas vara mer framtung kring själva releasen. I vår intervju efter rapporten beskrev VD Atey Ghailan starten som en succé och lyfte samtidigt fram att den här typen av spel ofta har en längre försäljningssvans, där ambitionen är att Witchspire ska kunna fortsätta vara aktivt och generera försäljning under flera år. Envar Entertainment levererar parallellt sitt starkaste kvartal hittills och fortsätter därmed att utgöra den stabila grunden i caset. Med Witchspire i kommersialiseringssfas och nya optioner genom Envar Blue och Publishing har Envar tagit ytterligare steg mot en bredare spelkoncern. Den viktiga frågan framåt blir hur väl försäljningen av Witchspire håller i sig efter den initiala lanseringsperioden.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Utfall vs estimat

Kvartalets nettoomsättning inkom avsevärt högre än våra estimat, drivet av ett högre bidrag från Witchspire men framför allt av en överraskande stark utveckling inom Envar Entertainment. Konsultverksamheten omsatte cirka 36,9 MSEK, jämfört med vårt estimat om 27,5 MSEK, och nådde därmed ett nytt rekordkvartal. Den högre omsättningen medförde även att EBITDA och EBIT överträffade våra estimat, medan EBITDA- och EBIT-marginalerna var i linje med våra förväntningar.

Utfall vs estimat Q2'26			
(MSEK)	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	53,7	40,3	+33,3%
Tillväxt y-o-y	120,3%	46,5%	+73,8pp
Aktiverat arbete	7,3	8,5	-14,1%
Summa intäkter	63,8	50,9	+25,3%
Kostnader	-42,8	-35,5	+20,6%
EBITDA	21,0	15,5	+35,5%
EBITDA-marginal	39,1%	38,3%	+0,8
EBIT	19,3	14,7	+31,3
EBIT-marginal	36,0%	36,4%	-0,4pp

Envar Entertainment – rekordkvartal och fördjupade kundrelationer

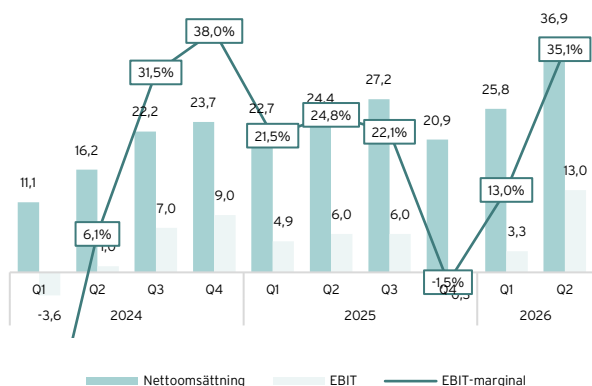
Envar Entertainment utgör koncernens outsourcing- och co-development-verksamhet och är fortsatt den stabila intäktsbasen i Envar. Bolaget arbetar med flera av världens största spelaktörer, däribland Riot Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games, där en stor del av affären består av återkommande uppdrag från befintliga kunder. Den lönsamma och skalbara konsultverksamheten fungerar samtidigt som en motvikt till den högre risk som förknippas med koncernens egen spelutveckling.

Envar Entertainment levererade ett rekordstarkt Q2'26. Nettoomsättningen uppgick till cirka 36,9 MSEK, jämfört med 24,4 MSEK motsvarande kvartal föregående år, motsvarande en tillväxt på drygt 50 %. Utfallet var även klart högre än vårt estimat om 27,5 MSEK. Utifrån Witchspires uppgivna EBIT-bidrag uppskattar vi EBIT för Envar Entertainment till cirka 13,0 MSEK (6,0), motsvarande en EBIT-marginal på omkring 35 % (24,8 %). Det innebär att EBIT mer än fördubblades jämfört med samma period föregående år, samtidigt som marginalen stärktes tydligt.

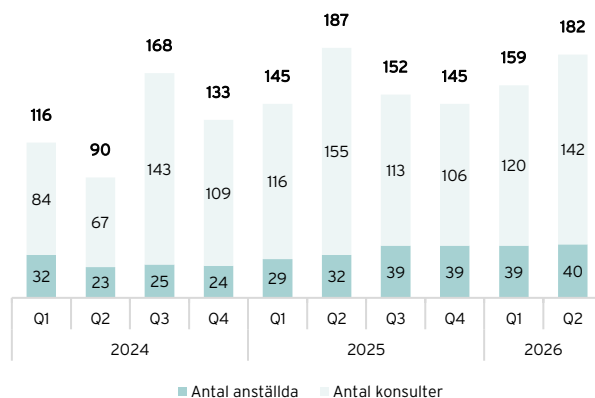
En viktig drivkraft är enligt ledningen den fortsatta förändringen i spelindustrin, framför allt i USA. Efter omfattande personalneddragningar hos flera större spelstudior ligger fokus i högre grad på kostnadseffektivitet och flexibilitet, där externa utvecklingspartners kan användas för att skala resurser efter projektens behov utan att bygga upp samma fasta kostnadsbas. Ghailan beskrev i intervjun hur spelbolag i USA blivit mer försiktiga med permanenta anställningar, vilket i stället gynnar konsultlösningar. Detta ligger väl i linje med den strukturella outsourcingtrend som Envar lyft under de senaste åren och som enligt vår mening nu börjar synas allt tydligare i bolagets finansiella utveckling.

Envars organisationsmodell är flexibel och skalbar, där kapaciteten kan anpassas efter kundprojektens omfattning. Vid utgången av Q2'26 hade koncernen 40 anställda och 142 konsulter, jämfört med 32 respektive 155 motsvarande period föregående år. Bolaget beskriver Entertainment som inne i en ny tillväxtfas och har under kvartalet förstärkt organisationen med ytterligare en rekryterare och en affärsutvecklare. I vår intervju uppgav Ghailan att Envar nu har stora delar av den organisatoriska infrastrukturen på plats och kan ta emot betydligt större kundvolymen utan att behöva öka bemanningen på ledningsnivå i motsvarande omfattning. Den främsta begränsningen ligger enligt honom snarare i hur mycket arbete kunderna väljer att lägga ut externt. Det bör enligt vår mening skapa god operationell hävstång om efterfrågan fortsätter att utvecklas positivt.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis 2024-2026



Antal anställda, kvartalsvis 2024-2026



Arbetet med att fördjupa 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 fortsatt att det med hög sannolikhet rör sig om Epic Games och Fortnite. Affären var bolagets största kommunicerade order hittills och illustrerar hur relationer som inleds med mindre uppdrag successivt kan växa i både omfattning och avtalslängd.

Utvecklingen i Q2'26 ger ytterligare stöd åt den bilden. Enligt Ghailan var det framför allt existerande kunder som ökade sina beställningar under kvartalet, snarare än att tillväxten drevs av någon enskild ny kund. Det är enligt vår mening särskilt positivt eftersom det indikerar att Envar successivt tar en större del av utvecklingsbudgeten hos redan etablerade kunder. Ghailan betonade samtidigt att efterfrågan från kunderna fortfarande är den faktor som Envar har minst kontroll över. På den egna sidan uppgav han däremot att bolaget har organisation, personal och arbetssätt på plats för att kunna ta emot betydligt större kundvolymen. Den främsta osäkerheten ligger därmed snarare i hur mycket arbete kunderna väljer att lägga ut externt.

Vi uppskattar EBIT till cirka 13,0 MSEK (6,0) utifrån Witchspires uppgivna EBIT, vilket motsvarar en EBIT-marginal på omkring 35 % (24,8 %). I intervjun pekade Ghailan inte på något enskilt större projekt eller någon tydlig engångseffekt bakom kvartalets starka utveckling, utan beskrev snarare verksamheten som inne i en ny fas. Han var samtidigt försiktig med att betrakta rekordkvartalet som en ny normalnivå och betonade att spelindustrin kan vara volatil från kvartal till kvartal. Vår tolkning är därför att kvartalet tydligt visar skalbarheten i modellen och vilken intjäning som är möjlig vid höga kundvolymen, men att det vore för tidigt att extrapolera Q2 rakt framåt.

Envar Games - Witchspire har gått från utvecklingsprojekt till intäktsgenererande IP

Envar Games är koncernens spelutvecklingsstudio med fokus på egna spel och IP:n. Den första egenutvecklade titeln är Witchspire, ett survival-crafting adventure som lanserades i Steam Early Access den 10 juni 2026. Spelet har utvecklats internt och publicerats genom Envar Publishing, vilket innebär att Envar behåller intäkterna efter bland annat Steams distributionsavgift i stället för att dela ekonomin med en extern publisher. Det ger en högre exponering mot en lyckad titel, men innebär också att Envar själv står för utvecklings-, marknadsförings- och lanseringsrisken.

Lanseringen innebär ett tydligt skifte för Envar Games, som under flera år varit en ren investeringsverksamhet men nu för första gången genererar egna intäkter och resultat. Under de 20 försäljningsdagar som ingick i Q2'26 uppgick nettoomsättningen från Witchspire till 16,8 MSEK och bidraget till EBIT till cirka 6,4 MSEK, motsvarande en EBIT-marginal på omkring 38 %. Bolaget beskriver lanseringen som framgångsrik och den 18 juni kommunicerades att Witchspire hade passerat 100 000 sålda exemplar. Från lanseringen den 10 juni har Envar även börjat skriva av den aktiverade utvecklingstillgången för Witchspire över tre år, vilket framåt kommer att belasta EBIT inom Games.

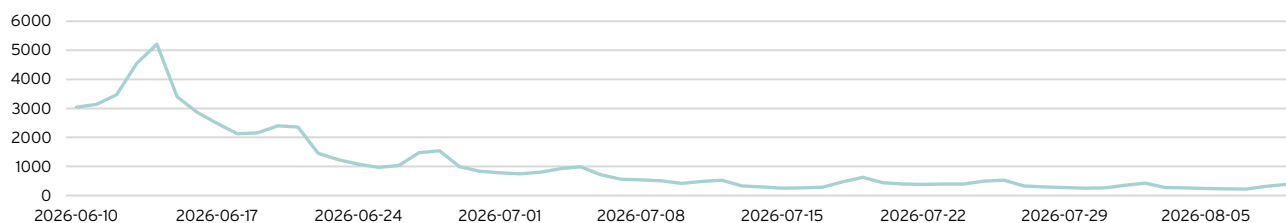
Witchspire lanserades till ett ordinarie pris om 22,99 USD i USA och 22,99 euro i stora delar av Europa, med 15 % rabatt under lanseringsperioden. Det slutliga priset blev därmed lägre än vårt tidigare antagande om 30 USD i våra estimat. I vår intervju efter rapporten förklarade Ghailan att prissättningen sattes utifrån mängden innehåll och den spelupplevelse som erbjuds i Early Access, där bolaget ville hitta en rimlig nivå i förhållande till antalet speltimmar. Priset är samtidigt inte tänkt att vara permanent, utan väntas höjas i samband med den framtida 1.0-lanseringen när Witchspire innehåller mer material och erbjuder en mer omfattande spelupplevelse.

I vår intervju efter rapporten beskrev VD Atey Ghailan lanseringen som en succé och uppgav att bolaget är mycket nöjt med den kommersiella starten, även om ambitionen naturligt är att sälja mer. Han betonade samtidigt att konkurrensen inom spelmarknaden är mycket hög och att relativt få nya titlar lyckas ta sig över den första tröskeln och etablera en spelarbas. För Envar blir den initiala försäljningen ett första kommersiellt kvitto på att bolaget har lyckats utveckla, marknadsföra och lansera ett eget spel, medan den långsiktiga ekonomin blir beroende av hur väl Witchspire kan behålla och återaktivera spelare över tid.

Spelaraktiviteten har fallit tillbaka efter lanseringen

Som ofta är fallet för nya spel var spelaraktiviteten som högst i direkt anslutning till lanseringen. Witchspire nådde en topp om 6 629 samtidiga spelare, CCU, den 14 juni. Genomsnittligt antal samtidiga spelare uppgick till cirka 2 277 under juni, för att därefter falla till 484 under juli och cirka 362 under augusti hittills. Nedgången är tydlig, men följer också den försäljnings- och aktivitetsprofil som ofta uppstår efter lanseringen av ett nytt spel.

Genomsnittligt antal samtidiga spelare (CCU)

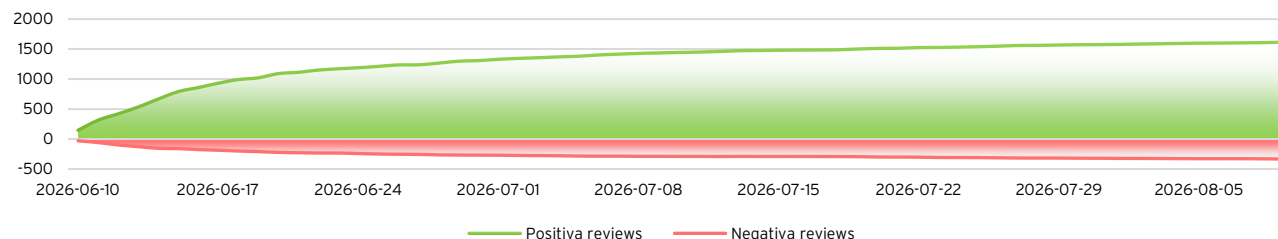


Ghailan beskrev i vår intervju hur försäljningen och spelaraktiviteten normalt är framtung kring själva lanseringen och därefter planar ut. Utvecklingen väntas dock inte vara linjär. Rabatter, större uppdateringar och nytt innehåll kan återkommande skapa nya försäljningstoppar och få tidigare spelare att återvända. Envars klart viktigaste kommande milstolpe är den fullständiga 1.0-versionen av Witchspire, vilken Ghailan beskriver som nästa större kommersiella push för spelet. Något datum för 1.0 har ännu inte kommunicerats. En viktig del av strategin är därför att bygga en lång livscykel snarare än att enbart maximera försäljningen under de första veckorna. Enligt Ghailan finns mycket innehåll som teamet fortsatt vill addera och ambitionen är att spelare som tar paus ska få anledning att återvända i samband med större uppdateringar. Hans långsiktiga vision är att Witchspire ska kunna erbjuda omkring hundra timmars speltid och potentiellt förbli ett aktivt spel under flera år. Hur väl Envar lyckas skapa denna long tail blir enligt vår mening en av de viktigaste datapunkterna att följa framåt.

Positivt mottagande från spelarna

Mottagandet från spelarna har hittills varit positivt. Av totalt 1 945 recensioner på Steam är 82,9 % positiva. Det är en betydligt mer relevant datapunkt än de previews och recensioner vi följde inför lanseringen, eftersom betyget nu baseras på feedback från faktiska kunder som har spelat Early Access-versionen.

Witchspire - fördelning positiva och negativa Steam-recensioner



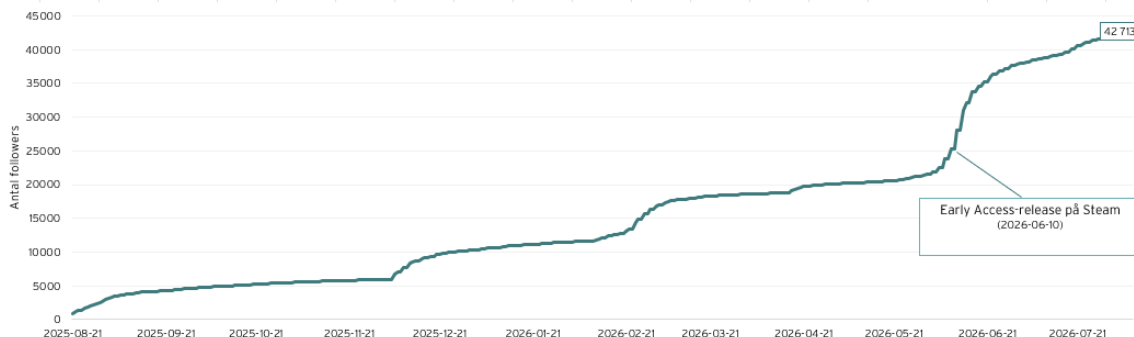
Ghailan lyfte i intervjun fram Steam-betyget som särskilt viktigt och uppgav att nivån över 80 % är något bolaget är nöjt med. Feedbacken används samtidigt aktivt i den fortsatta utvecklingen. Fokus ligger inte enbart på enskilda önskemål utan på att identifiera återkommande synpunkter bland spelarna och prioritera förbättringar som stärker spelupplevelsen för en bredare del av communityn. Den fortsatta utvecklingen mot 1.0 blir därför central. Early Access-modellen innebär att Witchspire fortfarande är under utveckling och Envar kan löpande förbättra innehåll, spelmekanik och balans utifrån faktisk användardata och

spelarfeedback. Det minskar enligt vår mening betydelsen av att produkten är komplett redan vid Early Access-lanseringen, men ställer samtidigt krav på att Envar håller uppe utvecklingstakten och successivt ger spelarna skäl att återvända.

Intresset kring Witchspire fortsätter att växa

Även antalet followers på Steam har fortsatt öka efter lanseringen. Vid lanseringstillfället den 10 juni hade Witchspire 25 235 followers, vilket låg i princip exakt i linje med vårt estimat om 25 300 inför lanseringen. Den 8 augusti hade antalet ökat till 42 819, jämfört med 19 428 när bolaget i april kommunicerade att Witchspire hade passerat 300 000 wishlists. Före lanseringen använde vi utvecklingen av followers som proxy för antalet wishlists, medan datapunkten efter release snarare blir ett mått på hur spelets publik och community utvecklas över tid.

Utvecklingen av antalet followers



Followers är fortsatt relevant eftersom en växande följarskara ger Envar en större publik att nå vid kommande uppdateringar, rabatter och den framtida 1.0-lanseringen. Samtidigt är faktisk försäljning, spelaraktivitet och recensioner mer direkta mått på spelets kommersiella utveckling efter release. Kombinationen av 100 000 sålda exemplar kort efter lanseringen, ett positivt Steam-betyg och en fortsatt tydlig ökning av antalet followers visar att Witchspire etablerat en publik kring spelet. Den viktiga frågan framåt blir i vilken utsträckning Envar lyckas aktivera denna publik genom nytt innehåll och omsätta det fortsatta intresset i ytterligare försäljning och spelaraktivitet.

Från Witchspire mot en bredare spelportfölj

Efter lanseringen har fokus inom Envar Games breddats. Witchspire-teamets främsta uppgift är fortsatt att utveckla spelet mot version 1.0, men bolaget lägger parallellt grunden för nästa större AA-projekt. Ledningen utvärderar flera alternativ och har ännu inte kommunicerat vilken titel som blir nästa större interna produktion. Witchspire blir därmed inte tänkt som ett enskilt experiment utan som första steget i ambitionen att bygga en återkommande portfölj av egenutvecklade spel.

Envar har även fått förfrågningar från större aktörer inom underhållningsindustrin kring möjligheten att utveckla spel baserade på redan etablerade IP:n. Det öppnar potentiellt ytterligare en väg för Games, där Envar kan använda sin egen utvecklingsorganisation för större projekt utan att nödvändigtvis bära hela IP-risken. Än så länge befinner sig detta dock i ett tidigt skede och vi inkluderar ingen sådan potential i våra prognoser.

Parallellt byggs Envar Blue upp som ett komplement till de större AA-projekten. Blue ska arbeta med mindre titlar, kortare utvecklingstider och betydligt lägre budgetar. I vår intervju uppgav Ghailan att ett typiskt Blue-projekt väntas ha en total budget på omkring 10-12 MSEK inklusive både utveckling och marknadsföring. Kärnteamet består av omkring fyra heltidsanställda personer, med möjlighet att använda externa resurser från övriga Envar vid behov. Strategin skiljer sig därmed tydligt från Witchspire. Ett Blue-spel kan vara en betydligt kortare spelupplevelse, prissätts under 10 USD och behöver därför inte nå samma försäljningsnivå för att bli ekonomiskt attraktivt. Den första titeln planeras att lanseras under 2027 och ambitionen är därefter ungefär ett nytt spel var 12:e till 15:e månad. Vi ser detta som ett intressant sätt att utnyttja Envars befintliga kompetens och samtidigt minska beroendet av att varje intern produktion kräver flera års utveckling och stora investeringar.

Ett ytterligare ben i strategin är Envar Publishing, som etablerades under Q2'26. Affärsområdet ska agera publishing- och utvecklingspartner åt externa spelprojekt och kan bidra med bland annat utvecklingsstöd, grafik, branding, marknadsföring och kommersialisering genom hela spelens livscykel. Initialt används i huvudsak befintlig kompetens inom koncernen, vilket enligt vår mening begränsar den fasta kostnadsrisken i uppstartsfasen. Efter lansering ska intäkterna först täcka Envar Publishings kostnader och därefter fördelas enligt respektive avtal med utvecklaren. Intresset har varit tydligt redan i uppstartsfasen, där bolaget enligt Ghailan fått in över 100 spelpitchar på kort tid. Den finansiella potentialen är ännu svår att bedöma, men modellen ger Envar möjlighet att få exponering mot fler spel och IP:n utan att själv behöva finansiera och utveckla samtliga projekt från grunden.

Ghailans långsiktiga ambition är betydligt större. I intervjun beskrev han en vision där Envar över tid ska kunna nå omkring fyra kvalitativa spelsläpp per år genom en kombination av egna titlar och Publishing. Han betonade att det inte finns någon tidsplan för när den nivån kan nås. Ambitionen illustrerar däremot tydligt riktningen från ett bolag med ett enskilt egenutvecklat spel mot en bredare och mer kontinuerlig spelverksamhet.

Witchspire behöver nu bevisa sin long tail

Vår bild är att Witchspire-lanseringen hittills kan beskrivas som framgångsrik utan att försäljningsutfallet för den skull placerar titeln bland de största framgångarna i genren. De första 20 dagarna gav ett betydande bidrag till både omsättning och resultat och visar att Envar kan skapa lönsamhet även inom egen spelutveckling. Samtidigt har spelaraktiviteten, som väntat, fallit tydligt från den initiala lanseringstoppen.

Nästa fas blir därför minst lika viktig som själva releasen. Uppdateringar, rabatter och framför allt den framtida 1.0-lanseringen behöver skapa nya försäljnings- och aktivitetstoppar om Witchspire ska utvecklas till den långsiktiga intäktskälla som Envar siktar på. Det positiva mottagandet från spelarna och den växande följarskaran ger en bra grund, men det är fortfarande tidigt att bedöma spelets totala kommersiella potential. En viktig fråga blir även hur snabbt Witchspire kan återbetala den samlade utvecklings- och marknadsföringsinvesteringen, vilket i hög grad kommer att bero på försäljningen under resten av Early Access-perioden och utvecklingen kring 1.0. Samtidigt innebär etableringen av Envar Blue och arbetet med nästa AA-titel att Envar på sikt försöker minska beroendet av enskilda större spelsläpp.

Antaganden för Early Access (Year 1)

Witchspire lanserades i Steam Early Access den 10 juni 2026 och vi har därmed gått från att estimeras lanseringen utifrån ledande indikatorer som followers och wishlists till att kunna basera våra prognoser på faktisk försäljning, spelaraktivitet och mottagande. Osäkerheten kring den långsiktiga försäljningen är fortsatt hög, men informationsläget är betydligt bättre än inför lanseringen.

Vår tidigare modell utgick från antalet followers inför lanseringen, vilka konverterades till estimerade wishlists och därefter till försäljning genom historiska wishlist-to-sales-konverteringar. Modellen gav en träffsäker bild av intresset inför release. Vi estimerade cirka 25 300 followers vid lanseringen, medan det faktiska utfallet den 10 juni blev 25 235. Däremot blev det slutliga priset lägre än vårt antagande, samtidigt som den initiala försäljningen utvecklades bättre än vår tidigare prognos.

Lanseringsantaganden	Tidigare estimat	Utfall
Followers vid lansering	25 300	25 235
Est. Wishlists vid lansering	Ca 391 000	Ej kommunicerat*
Sålda exemplar första veckan	Ca 86 000	>100 000 efter 8 dagar
Ordinarie pris	30 USD	22,99 USD i USA / 22,99 EUR i Europa
Lanseringsrabatt	-	15%

*300 000 wishlists 19 april 2026

Den 18 juni, åtta dagar efter lanseringen, kommunicerade Envar att Witchspire hade passerat 100 000 sålda exemplar. Det var högre än vårt tidigare estimat om cirka 86 000 exemplar under den första veckan och innebär att den initiala försäljningsvolymen utvecklades bättre än vårt basscenario. Prissättningen blev däremot lägre än vi tidigare räknat med. Witchspire kostar 22,99 USD i USA och 22,99 euro i stora delar av Europa, medan priset varierar mellan marknader genom Steams regionala prissättning. Spelet lanserades dessutom med 15 % rabatt, vilket motsvarade cirka 19,54 USD på den amerikanska marknaden. Någon lanseringsrabatt är inte längre aktiv, men vi räknar med att Witchspire kommer att delta i ytterligare kampanjer och reor under Early Access-perioden. Det faktiska genomsnittliga försäljningspriset kommer därför att påverkas både av den geografiska försäljningsmixen och framtida rabatter. Det europeiska priset bör inte heller konverteras direkt till USD och användas som globalt pris, eftersom regional prissättning och skatter skiljer sig mellan marknader. Mot denna bakgrund använder vi ett genomsnittligt försäljningspris om 20 USD i vårt basscenario, jämfört med 30 USD i vår tidigare prognos.

Justerad metodik efter lanseringen

Efter lanseringen ser vi inte längre samma värde i att låta followers och wishlists direkt styra försäljningsprognosen. Dessa datapunkter är fortsatt viktiga för att följa hur intresset och communityn utvecklas, men faktisk försäljning, rapporterade intäkter och spelaraktivitet ger nu ett bättre underlag för estimaten. Antalet followers har fortsatt öka från 25 235 vid lanseringen till 42 819 den 8 augusti, medan 82,9 % av Steam-recensionerna är positiva. Det visar att Witchspire fortsatt bygger en publik efter release. Samtidigt har spelaraktiviteten fallit tydligt från den initiala lanseringstoppen, vilket talar för att försäljningen är framtung och att den fortsatta utvecklingen i hög grad kommer att bero på spelets long tail, kommande innehållsuppdateringar och framtida kampanjer. Inför lanseringen använde vi data från GameDiscoverCo som visade att försäljningen under det första året för jämförbara spel historiskt uppgått till omkring 3,16x den initiala försäljningen i median. Den 18 juni, en dryg vecka efter lanseringen, kommunicerade Envar att Witchspire hade passerat 100 000 sålda exemplar. Vi använder därför cirka 100 000 exemplar som approximation för den initiala veckoförsäljningen och medianmultiplern om 3,16x som utgångspunkt för vårt Year 1-estimat.

Försäljningsantaganden, Year 1	Tidigare estimat	Nytt estimat
Sålda spel, vecka 1	85 948	100 000
År 1 sales i relation till Vecka 1	3,16x	3,16x
Sålda spel, Year 1	271 596	316 000
Ordinarie pris	ca 30 USD	22,99 USD i USA / 22,99 EUR i Europa
Est. genomsnittligt försäljningspris	30,0 USD	20,0 USD
Bruttoförsäljning, MUSD	8,1	6,3
Steam revenue share	30 %	30 %
Försäljning efter Steam, MUSD	5,7	4,4
USD/SEK	9,24	9,54
Nettoomsättning, MSEK	52,7	42,2

Applicerat på omkring 100 000 sålda exemplar under den första dryga veckan indikerar medianmultiplern om 3,16x cirka 316 000 sålda exemplar under Year 1. Det innebär en uppjustering från vårt tidigare estimat om cirka 272 000 exemplar. Utfallet ska dock ses som ett basscenario snarare än en exakt prognos, eftersom den fortsatta försäljningen kan påverkas betydligt av innehållsuppdateringar, rabatter, mottagandet från spelarna och tidpunkten för den framtida 1.0-lanseringen. Vi har dessutom fått en viktig datapunkt då Witchspire genererade 16,8 MSEK i nettoomsättning under de 20 försäljningsdagar som föll inom kvartalet. En exakt försäljningsvolym för juni har inte kommunicerats, men intäkterna gör det möjligt att uppskatta storleksordningen.

Uppskattad försäljning i första 20 dagarna

Rapporterad nettoomsättning	16,8 MSEK/1,76 MUSD
Steam revenue share	30 %
Antagen bruttoförsäljning	24,0 MSEK/2,5 MUSD
Antaget genomsnittligt bruttopris	19-22 USD
Implicerat antal sålda exemplar	ca 114 000-132 000
Mittpunkt vid 20 USD ASP	ca 125 000

Beräkningen är indikativ eftersom det faktiska genomsnittspriset påverkas av regional prissättning, lanseringsrabatten och försäljningsmixen mellan olika marknader. Witchspire kostar 22,99 USD i USA och 22,99 euro i stora delar av Europa, medan priserna varierar på andra marknader. Spelet hade dessutom 15 % rabatt vid lanseringen. Vi bedömer därför att ett genomsnittligt försäljningspris omkring 20 USD är en rimlig utgångspunkt för modellen. Med detta antagande implicerar Q2-intäkterna omkring 125 000 sålda exemplar fram till utgången av juni. Det innebär i så fall att cirka 40 % av vårt estimerade Year 1-volyutfall redan skulle ha realiserats under de första 20 försäljningsdagarna.

Utifrån ett Year 1-estimat om cirka 316 000 exemplar återstår därmed indikativt omkring 190 000 exemplar att sälja under perioden juli 2026 till juni 2027. Detta motsvarar cirka 25,4 MSEK försäljning efter Steams avgifter. Försäljningen väntas dock inte utvecklas linjärt. Den initiala lanseringen var tydligt framtung, medan den löpande basnivån sannolikt blir lägre. Större uppdateringar, Steam-reor och nytt innehåll kan däremot skapa nya försäljningstoppar och återaktivera både tidigare och nya spelare.

Antaganden för lansering 1.0 (Year 2)

Enligt GameDiscoverCo påverkar tiden i Early Access konverteringen vid 1.0-lansering. För spel som varit kortare än ett år i Early Access ligger 1.0-försäljningen i relation till Early Access på cirka 0,72x, medan motsvarande nivå för spel som varit mellan ett och två år i Early Access är cirka 0,62x. Även skalan påverkar multipeln och i intervallet 100 000-500 000 sålda exemplar ligger medianen omkring 0,68x. Mot denna bakgrund behåller vi vårt antagande om 0,70x mellan Early Access-försäljningen och försäljningen under Year 2.

Med vårt uppdaterade Year 1-estimat om cirka 316 000 sålda exemplar indikerar detta omkring 221 000 sålda exemplar under Year 2. Vi antar att 1.0 lanseras under Q3'27, även om något lanseringsdatum ännu inte har kommunicerats av bolaget. Envar har däremot tydligt kommunicerat att version 1.0 är nästa stora fokus för Witchspire.

Prissättningen väntas samtidigt bli högre vid 1.0 än under Early Access. Ghailan uppgav i vår intervju att priset ska höjas i takt med att spelet får mer innehåll och erbjuder en större spelupplevelse. Vi använder därför ett genomsnittligt försäljningspris om 27 USD under Year 2, jämfört med 20 USD under Year 1. Antagandet tar hänsyn till ett högre ordinarie pris vid 1.0, men också till att regional prissättning och kampanjer fortsatt väntas påverka det faktiska snittpriset.

Vi räknar samtidigt med att försäljningen även under Year 2 är tydligt framtung, där en stor del av volymen kommer i direkt anslutning till 1.0-lanseringen. Därefter väntas försäljningen falla tillbaka till en lägre long-tail-nivå, med möjlighet till nya tillfälliga lyft i samband med kampanjer, större uppdateringar och eventuellt nytt innehåll.

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

Est. Early Access-försäljning, Year 1	316 000
1.0 vs Early Access	0,70x
Sålda spel, Year 2	221 200
Est. genomsnittligt försäljningspris	27,0 USD
Bruttoförsäljning	6,0 MUSD
Steam revenue share	30%
Försäljning efter Steam	4,2 MUSD
USD/SEK	9,54
Nettoomsättning	39,9 MSEK

Intäkter från DLC:s

Envar har tidigare kommunicerat att Witchspire ska kunna generera återkommande intäkter genom expansioner och nedladdningsbart innehåll efter lanseringen. I bolagets tidigare material har både gratis och betalda expansioner diskuterats, där betalda DLC indikerats kunna prissättas inom intervallet 5-20 USD.

I våra estimat antar vi att Witchspire lämnar Early Access och lanseras i version 1.0 under Q3'27. Därefter räknar vi med två betalda DLC-släpp, det första under Q1'28 och det andra under Q4'28. Tidpunkterna är våra egna prognosantaganden och har inte kommunicerats av bolaget.

Enligt GameDiscoverCo säljer DLC i genomsnitt motsvarande cirka 5-8 % av antalet sålda exemplar av grundspelet, medan större expansioner i vissa fall kan nå betydligt högre konvertering. Vi använder fortsatt ett antagande om 10 %, vilket ligger något över det historiska genomsnittet men är rimligt om Witchspire lyckas bygga en engagerad spelarbas fram till 1.0 och därefter. Vi behåller samtidigt ett prisantagande om 9,99 USD per DLC.

Med våra uppdaterade försäljningsantaganden räknar vi med cirka 316 000 sålda exemplar under Year 1 och ytterligare cirka 221 000 under Year 2. Vid lanseringen av DLC 1 estimerar vi att Witchspire har sålt cirka 471 000 exemplar, baserat på Year 1-försäljningen samt omkring 70 % av den estimerade Year 2-försäljningen. Vid DLC 2 i Q4'28 räknar vi med en installerad bas om cirka 602 000 exemplar, inklusive fortsatt long-tail-försäljning efter Year 2. De två antagna DLC-släppen skulle därmed tillsammans bidra med cirka 7,2 MSEK i nettoomsättning efter Steams avgift. Utfallet är dock tydligt beroende av hur stor installerad spelarbas Witchspire lyckas bygga fram till respektive lansering samt hur attraktivt innehållet i expansionerna uppfattas.

Översikt DLC:s

Lansering	DLC 1 Q1'28	DLC 2 Q4'28
Sålda grundspel vid lansering	470 840	602 000
Andel som köper DLC	10%	10%
Sålda DLC	47 084	60 200
Pris per DLC, USD	9,99	9,99
Bruttointäkter, MUSD	0,5	0,6
Steam revenue share	30%	30%
Försäljning efter avgifter till Steam (MUSD)	0,33	0,42
USD/SEK	9,54	9,54
Nettoomsättning, MSEK	3,1	4,0

Marknadsföringskostnader och kostnader för Unreal Engine

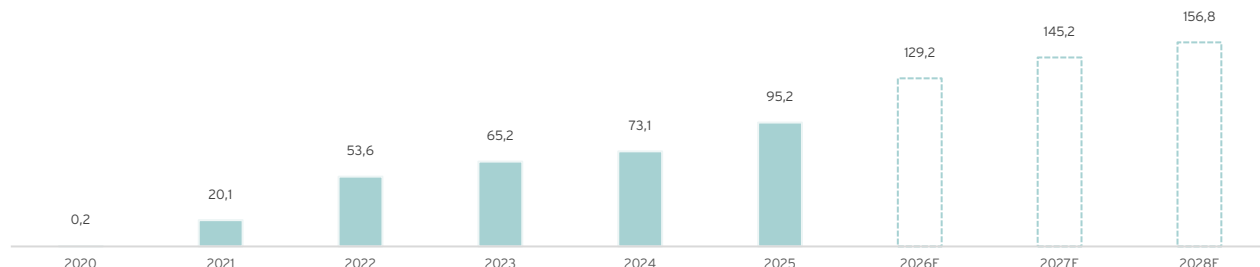
Utvecklingen och kommersialiseringen av Witchspire innebär kostnader även efter Early Access-lanseringen. Envar fortsätter att investera i marknadsföring, community-arbete och innehåll inför kommande uppdateringar och den framtida 1.0-lanseringen. Vi räknar därför fortsatt med marknadsföringskostnader även under resten av 2026 och 2027, där en större del väntas koncentreras kring större innehållsuppdateringar och 1.0-lanseringen. I våra tidigare estimat antog vi totalt cirka 30 MSEK i marknadsföringskostnader under 2026-2027, varav cirka 16 MSEK under 2026 och 14 MSEK under 2027. Vi behåller tills vidare detta som vårt prognosantagande, men ser större osäkerhet kring kostnadsnivån än tidigare eftersom marknadsföringsintensiteten framåt sannolikt kommer att anpassas efter spelets försäljningsutveckling, mottagandet av kommande uppdateringar och tidpunkten för 1.0-lanseringen.

Witchspire är utvecklat i Unreal Engine, vilket innebär att Envar även belastas av royaltykostnader till Epic Games. Enligt Epics standardvillkor uppgår royaltyn till 5 % av den del av ett spels worldwide gross revenue som överstiger 1,0 MUSD i livstidsintäkter. Royaltyn beräknas på Epics definition av worldwide gross revenue, vilket i normalfallet innebär försäljningsintäkter före avdrag för Steams distributionsavgift. Med vårt uppdaterade Year 1-estimat om cirka 316 000 sålda exemplar och ett genomsnittligt försäljningspris om 20 USD motsvarar bruttoförsäljningen cirka 6,3 MUSD. Med standardroyaltyn om 5 % innebär detta en royaltykostnad på omkring 0,27 MUSD på den del av bruttointäkterna som överstiger 1,0 MUSD, motsvarande cirka 2,5 MSEK med en USD/SEK-kurs om 9,54. Den faktiska royaltykostnaden kan avvika beroende på försäljningsutvecklingen och vilka licensvillkor som är tillämpliga för Witchspire. Vi använder därför 5 % som ett konservativt antagande i våra estimat.

Intäkter för Envar Entertainment

Envar Entertainment utgör koncernens outsourcing- och co-development-verksamhet och har historiskt varit Envars huvudsakliga intäkts- och kassaflödesgenerator. Verksamheten har vuxit snabbt sedan starten och omsatte 95,2 MSEK under 2025. Efter det starka utfallet under första halvåret 2026 har vi skruvat upp våra estimat och räknar nu med en nettoomsättning om 129,2 MSEK för helåret 2026, följt av 145,2 MSEK 2027 och 156,8 MSEK 2028.

Nettoomsättningsutveckling, 2020-2028E



Vår tidigare prognos utgick från en mer normaliserad tillväxttakt om cirka 10-15 % per år. Utfallet i Q2'26 visar dock att verksamheten för närvarande växer snabbare än så. Envar Entertainment omsatte cirka 36,9 MSEK under kvartalet, jämfört med 24,4 MSEK motsvarande period föregående år, vilket motsvarar en tillväxt på drygt 50 %. Det var bolagets starkaste kvartal hittills och klart över våra tidigare förväntningar.

Utvecklingen drevs enligt bolaget framför allt av fördjupade relationer med befintliga kunder och ett större behov av kvalificerade konsulttjänster. Ledningen beskriver Entertainment som inne i en ny tillväxtfas och har under kvartalet förstärkt organisationen med ytterligare en rekryterare och en affärsutvecklare för att kunna möta den ökade efterfrågan.

En viktig strukturell drivkraft är den fortsatta omställningen i spelindustrin, framför allt i USA. Efter omfattande personalneddragningar hos flera större spelstudior ligger fokus i högre grad på kostnadseffektivitet, flexibilitet och mätbara resultat. Det ökar attraktiviteten i externa utvecklingspartners som kan skala resurser upp och ned efter projektens behov utan att kunden behöver bygga upp samma fasta kostnadsbas. Envar har lyft denna utveckling under flera år och Q2'26 ger enligt vår mening ytterligare stöd för att outsourcingtrenden nu får ett tydligare genomslag i den finansiella utvecklingen.

I vår intervju efter rapporten beskrev Atey Ghailan hur tillväxten i Q2 främst kom från existerande kunder som ökade sina beställningar, snarare än från någon enskild ny kund. Det är enligt vår mening särskilt positivt eftersom det indikerar att Envar successivt tar en större del av utvecklingsbudgeten hos redan etablerade kunder. Ghailan framhöll också att bolaget nu har stora delar av den organisatoriska infrastrukturen på plats och kan ta emot betydligt större kundvolymer utan att behöva öka bemanningen på ledningsnivå i motsvarande omfattning.

Det är mot denna bakgrund vi höjer estimatet för 2026 till 129,2 MSEK. Vi väljer däremot att inte extrapolera Q2 rakt framåt. Ghailan betonade i intervjun att spelindustrin kan vara volatil från kvartal till kvartal och att efterfrågan från kunderna är den faktor Envar har minst kontroll över. Våra estimat för 2027 och 2028 bygger därför på en successiv normalisering av tillväxttakten till omkring 12 % respektive 8 %, snarare än att rekordtakten från Q2 består.

Vår bedömning är fortsatt att Envar Entertainment är den stabila grunden i investeringscasen. Den flexibla kostnadsbasen, de återkommande kundrelationerna och den ökade efterfrågan på outsourcing ger goda förutsättningar för fortsatt tillväxt, samtidigt som modellen bör kunna ge tydlig operationell hävstång när kundvolymer ökar. Q2'26 visar enligt vår mening vilken intjäningsnivå verksamheten kan nå vid hög beläggning, men vi ser det ännu inte som en ny normalnivå för varje enskilt kvartal.

Finansiell ställning

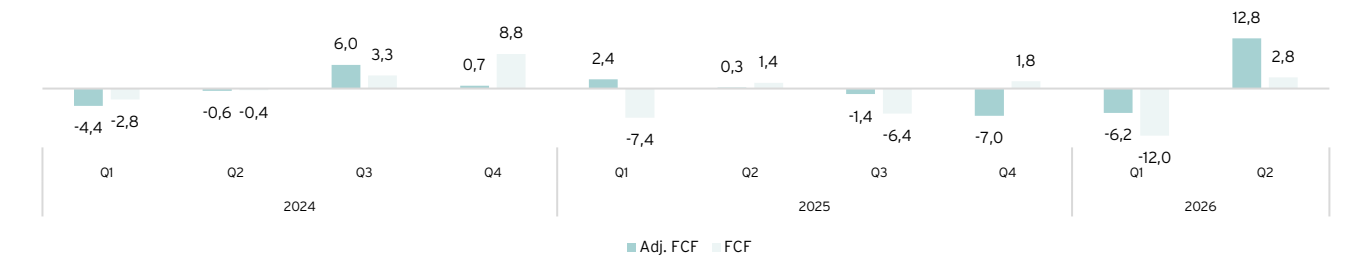
Vid utgången av Q2'26 uppgick Envars anläggningstillgångar till totalt 56,7 MSEK, varav immateriella tillgångar utgjorde 51,6 MSEK. Därutöver uppgick materiella anläggningstillgångar till 3,1 MSEK och finansiella anläggningstillgångar till 2,0 MSEK. Omsättningstillgångarna uppgick till 42,8 MSEK, där posten upparbetad men ej fakturerad intäkt ökade tydligt under kvartalet.

Vid kvartalets utgång hade Envar likvida medel om 39,5 MSEK och fortsatt inga räntebärande skulder. Det ger enligt vår mening bolaget god finansiell flexibilitet för den fortsatta utvecklingen av Witchspire mot 1.0, satsningarna på Envar Blue och Publishing samt fortsatt expansion inom Envar Entertainment. 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 28,7 MSEK, där leverantörsskulder om 7,7 MSEK, skatteskulder om 6,3 MSEK och interimsskulder om 12,1 MSEK utgjorde de största posterna.

Under Q2'26 förbättrades Envars kassaflödesgenerering tydligt. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 20,5 MSEK, jämfört med 6,3 MSEK motsvarande kvartal föregående år. Efter investeringar om 7,7 MSEK, huvudsakligen hänförliga till fortsatt aktivering av utvecklingskostnader för Witchspire, uppgick det justerade fria kassaflödet före förändringar i rörelsekapital till cirka 12,8 MSEK. Rörelsekapitalet band samtidigt betydande kapital under kvartalet, framför allt genom en kraftig ökning av kortfristiga fordringar. Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick därför till 10,5 MSEK. Efter investeringar landade det fria kassaflödet på cirka 2,8 MSEK.

Utvecklingen markerar ett skifte jämfört med tidigare perioder, då investeringarna i Witchspire huvudsakligen finansierades av kassaflöden från Envar Entertainment utan något intäktsbidrag från Games. Witchspire började under Q2'26 generera både intäkter och resultat, samtidigt som Entertainment levererade sitt starkaste kvartal hittills. Det stärker enligt vår mening koncernens förmåga att finansiera den fortsatta utvecklingen mot 1.0, Envar Blue och Publishing med internt genererade kassaflöden. Envar Entertainment utgör fortsatt den stabila kassaflödesbasen i koncernen, men efter lanseringen av Witchspire är bilden mer balanserad än tidigare. Games har gått från att enbart kräva investeringar och belasta kassaflödet till att också bidra med intäkter och kassaflöde. Samtidigt kommer fortsatt utveckling av Witchspire och nya interna spelprojekt att kräva investeringar, vilket innebär att fritt kassaflöde även framåt kan variera tydligt mellan kvartalen.

Fritt kassaflöde, kvartalsvis, 2024-2026



Värdering

Key stats			
Antal aktier	12 500 000	Börsvärde (MSEK)	647,5
Aktiekurs (SEK)	51,80	Nettoskuld (MSEK)	-39,5
		Enterprise value (MSEK)	608,0

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	127,6 MSEK	EV/S	4,8
EBITDA	30,7 MSEK	EV/EBITDA	19,8
EBIT	28,4 MSEK	EV/EBIT	21,4
Vinst	21,9 MSEK	P/E	29,5
Adj. FCF	-1,7 MSEK	EV/adj. FCF	neg.

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

Källa: Börsdata

Nyckeltal, R12			
Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
46,7%	24,1%	22,3%	17,2%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
12,4%	neg.	20,4%	31,0%

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-funded 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 ett parallellt 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 Goat Simulator, Valheim, Deep Rock Galactic och Satisfactory. 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 fortsatt inte lönsamma på EBIT-nivå, vilket begränsar användbarheten i en ren multipeljämförelse. Bland de lönsamma bolagen ligger EV/EBIT generellt över den multipel vi applicerar på Envar, medan Envar själv handlas kring 21x EV/EBIT på rullande tolv månader. Vår bedömning är därför att 15x EBIT på 2026E är en rimlig multipel i vårt basscenario, med hänsyn till både den starka lönsamheten inom Entertainment och osäkerheten kring Witchspires long tail och den framtida intjäningen från Games. På EBITDA-nivå blir jämförelsen mindre relevant eftersom aktiverade utvecklingskostnader och efterföljande avskrivningar kan ge en missvisande bild av den underliggande lönsamheten. Börsvärde och EV anges nedan i lokal valuta (MSEK om inget annat anges).

Bolagsnamn	Börsvärde	EV	EV/S		EV/EBITDA		EV/EBIT	
			R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år
Beyond Frames	28	20	0,2	0,7	1,4	7,7	neg.	neg.
Coffee Stain	3 817	3 112	3,0	3,7	6,0	7,4	45,7	61,1
Embracer	15 997	12 687	0,8	1,0	3,3	16,5	neg.	0,3
Enad Global 7	1 816	1 761	1,2	0,8	6,5	4,5	neg.	neg.
Goodbye Kansas	57	61	0,3	0,3	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumpgate	36	33	0,6	0,7	-3,0	neg.	neg.	neg.
Nitro Games	58	68	0,8	0,7	3,7	3,2	24,6	18,8
Paradox Interactive	14 206	13 396	6,0	7,1	9,7	11,4	90,2	67,9
PlaySide Studios Ltd (MAUD)	19	11	0,5	1,3	neg.	1,3	neg.	4,6
Remedy Entertainment (MEUR)	240	229	4,4	3,7	44,9	44,4	neg.	neg.
Starbreeze B	194	157	0,9	0,6	16,2	6,8	neg.	neg.
Snitt			1,7	1,9	9,9	11,5	53,5	30,6
Median			0,8	0,8	6,0	7,4	45,7	18,8
Envar	648	608	4,8	4,2	19,8	20,2	21,4	21,5

Estimat för 2026E

Vi gör flera större justeringar i våra estimat för 2026E efter Q2'26. Den viktigaste förändringen är den klart starkare utvecklingen inom Envar Entertainment, där rekordkvartalet i Q2 och ledningens kommentarer kring fördjupade kundrelationer och fortsatt god efterfrågan motiverar en tydlig uppjustering av våra intäktsantaganden. Vi höjer därför estimatet för Envar Entertainment, vilket bidrar till att koncernens nettoomsättning för 2026E justeras upp från 150,4 MSEK till 168,4 MSEK.

För Envar Games gör vi samtidigt flera förändringar efter lanseringen av Witchspire. Den initiala försäljningsvolymen har utvecklats något bättre än vårt tidigare basscenario och vårt Year 1-estimat höjs från cirka 272 000 till omkring 316 000 sålda exemplar. Det faktiska försäljningspriset blev däremot lägre än vårt tidigare antagande, där vi nu räknar med ett genomsnittligt försäljningspris om cirka 20 USD jämfört med tidigare 30 USD. Det innebär att vårt intäktsestimater för Envar Games under 2026 justeras ned marginellt från 40,6 MSEK till 39,3 MSEK.

Trots den tydliga uppjusteringen av omsättningen sänker vi vårt EBIT-estimat för 2026E från 50,9 MSEK till 46,3 MSEK. Den främsta förklaringen är att Envar från lanseringen den 10 juni skriver av Witchspires aktiverade utvecklingskostnader över tre år, vilket innebär en högre löpande avskrivningsbelastning än i våra tidigare estimat. Därutöver räknar vi med något högre övriga kostnader under året. EBIT-marginalen justeras därmed ned till cirka 27,5 % från tidigare 33,9 %. Våra estimat inkluderar fortsatt inget intäktsbidrag från Envar Blue eller Envar Publishing för 2026.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	129,2
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	35,7%
Envar Games	n/a	n/a	n/a	n/a	39,3
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	168,4
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	76,9%
Aktiverat arbete	0,0	7,9	9,4	21,1	28,8
Övriga rörelseintäkter	1,4	2,1	4,7	9,1	10,2
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	207,5
EV/S	11,3	9,3	8,3	6,4	3,6
KSV	-21,3	-29,5	-32,5	-52,8	-79,4
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	89,0
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	52,9%
% y-o-y	152,6%	10,8%	13,6%	4,4%	109,9%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-81,8
% y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	46,3%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,7	46,3
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	27,5%
% y-o-y	98,3%	-90,2%	557,1%	25,1%	177,2%
EV/EBIT	29,4	299,5	45,6	36,4	13,1
EBITDA	21,0	2,7	14,2	17,4	56,9
EBITDA-marginal	39,1%	4,1%	19,4%	18,3%	33,8%
% y-o-y	100,9%	-87,1%	423,5%	23,3%	226,2%
EV/EBITDA	29,0	224,9	42,9	34,8	10,7

Vi värderar Envar till 15x EBIT på våra estimat för 2026E, vilket vi bedömer som en rimlig utgångspunkt i vårt basscenario. Till detta adderar vi den nettokassa som vi bedömer byggs upp under andra halvåret 2026. Med ett estimerat FCF på 25,9 MSEK under Q3-Q4'26 och en FCF/EBITDA-konvertering på 80 % uppskattar vi nettokassan vid årsskiftet till cirka 65,4 MSEK. Justerat för kassauppbyggnaden motsvarar dagens värdering omkring 12,6x EBIT på våra 2026E-estimat.

	2026E
Est. FCF, Q3'26-Q4'26	25,9
FCF/EBITDA konvertering	80%
Est. nettoskuld 26E	-65,4
EV just. för kassauppbyggnad	582,1
EV/EBIT	12,6

Nedan visas den potentiella avkastningen på våra estimat för 2026E vid en EV/EBIT-multipel om 15x, vilket utgör vår utgångspunkt i basscenariot. Värderingen inkluderar vår prognostiserade nettokassa vid utgången av 2026 och indikerar en potentiell avkastning om 12,7 %. För en investerare som bedömer att Envars tillväxtprofil, lönsamma outsourcingverksamhet och ökade exponering mot egen IP motiverar en högre multipel kan 20x EBIT vara ett alternativt antagande, vilket ligger närmare bolagets bakåtblickande värdering. Vid denna multipel uppgår den potentiella uppsidan till cirka 47 %.

	2026E
Antagen EV/EBIT-multipel	15
Est. EBIT	46,3
Enterprise Value	694,2
Est. nettoskuld 26E	-65,4
Börsvärde	759,6
Antal aktier efter utspädning	13,0 miljoner
Pris per aktie	58,4
Potentiell avkastning	12,7%

Estimat för 2027E och 2028E

För 2027E och 2028E räknar vi med att Envar Entertainment fortsätter växa, men i en mer normaliserad takt än under 2026. Nettoomsättningen för Entertainment estimeras till 145,2 MSEK 2027 och 156,8 MSEK 2028, vilket motsvarar tillväxt om cirka 12 % respektive 8 %. Verksamheten väntas därmed fortsatt utgöra den stabila basen i koncernen.

För Envar Games speglar estimaten den fortsatta försäljningen av Witchspire efter den initiala Early Access-perioden, inklusive vårt antagande om 1.0-lansering under Q3'27, efterföljande long-tail-försäljning samt DLC:s under 2028. Vi räknar med 30,0 MSEK i nettoomsättning 2027 och 21,5 MSEK 2028, där 1.0-lanseringen enligt vårt antagande ger ett tydligt försäljningslyft innan intäkterna successivt faller tillbaka. Den lägre intäktsnivån från Witchspire är också den främsta förklaringen till att EBIT sjunker från 46,3 MSEK 2026E till 35,0 MSEK 2027E och 24,6 MSEK 2028E, trots fortsatt tillväxt inom Entertainment.

Våra estimat inkluderar inget intäktsbidrag från Envar Blue eller Envar Publishing. Vi bedömer att informationsunderlaget i nuläget är för begränsat för att göra tillförlitliga prognoser för vare sig lanseringstakt, försäljningsvolym eller intäktsdelning inom Publishing. Eventuella bidrag från dessa satsningar utgör därför uppsida utanför vårt basscenario. Prognosen för 2027-2028 ska därmed främst ses som en illustration av hur koncernen utvecklas om Entertainment fortsätter växa samtidigt som Witchspire går från lanseringsfas till en mer normaliserad long tail.

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Envar Entertainment	73,1	95,2	129,2	145,2	156,8
% y-o-y	12,1%	30,2%	35,7%	12,4%	8,0%
Envar Games	n/a	n/a	39,3	30,0	21,5
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-23,5%	-28,5%
Nettoomsättning	73,1	95,2	168,4	175,2	178,3
% y-o-y	12,1%	30,2%	76,9%	4,0%	1,7%
Aktiverat arbete	9,4	21,1	28,8	28,5	28,9
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,1	10,2	9,8	10,6
Summa intäkter	87,2	125,4	207,5	213,5	217,8
EV/S	8,3	6,4	3,6	3,5	3,4
KSV	-32,5	-52,8	-79,4	-82,8	-89,4
Bruttoresultat	40,6	42,4	89,0	92,5	88,9
Bruttomarginal	55,6%	44,6%	52,9%	52,8%	49,9%
% y-o-y	13,6%	4,4%	109,9%	3,9%	-3,9%
Rörelsekostnader	-41,4	-55,9	-81,8	-95,8	-103,8
% y-o-y	-5,3%	35,1%	46,3%	17,1%	8,3%
EBIT	13,3	16,7	46,3	35,0	24,6
EBIT-marginal	18,2%	17,5%	27,5%	20,0%	13,8%
% y-o-y	557,1%	25,1%	177,2%	-24,4%	-29,6%
EV/EBIT	45,6	36,4	13,1	17,4	24,7
EBITDA	14,2	17,4	56,9	52,6	42,2
EBITDA-marginal	19,4%	18,3%	33,8%	30,0%	23,7%
% y-o-y	423,5%	23,3%	226,2%	-7,6%	-19,7%
EV/EBITDA	42,9	34,8	10,7	11,6	14,4

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