Envar

Rapportkommentar Q3’26

2026-11-16

Envar ökade nettoomsättningen med 71 % till 46,5 MSEK (27,2) i Q3’26. Witchspire bidrog med 12,7 MSEK under sitt första hela kvartal, och Envar Entertainment växte med 24 % till 33,8 MSEK. EBITDA uppgick till 17,1 MSEK (6,2) och EBIT fördubblades till 12,3 MSEK (6,0), motsvarande en EBIT-marginal om 26,5 % (22,1). Utfallet landade i princip exakt på våra estimat, men under ytan var kvartalet något starkare. Aktiverat arbete blev 2,2 MSEK lägre än vi räknat med, och EBIT nådde ändå vår nivå tack vare lägre kostnader och högre övriga rörelseintäkter. Justerat för aktiverat arbete blev EBIT 7,4 MSEK (−0,8), och resultatet bars därmed inte längre upp av aktiveringar. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 15,1 MSEK (1,2), och Envar hade 50,8 MSEK i kassa och inga räntebärande skulder vid kvartalets slut.

Entertainment växer vidare efter rekordkvartalet

Entertainment backade från rekordnivån 36,9 MSEK i Q2, men vi ser det som en normalisering snarare än ett trendbrott. Enligt VD Atey Ghailan kommer tillväxten främst från befintliga kunder som lägger ut mer arbete, och trenden mot extern utveckling håller i sig. Kvaliteten i leveranserna och investeringarna i IT- och informationssäkerhet är viktiga förklaringar till att relationerna fördjupas. Rekordordern om cirka 23 MSEK avslutades i september, och Q4 blir därför ett test av hur mycket av volymen som ersätts av nya projekt. Enligt ledningen klarar organisationen betydligt större volymer utan att de fasta kostnaderna ökar i samma takt, och kapaciteten byggs främst med frilansare. På längre sikt vill Ghailan bredda verksamheten mot interaktiva tjänster och andra närliggande områden. Vi lämnar estimaten för Entertainment oförändrade, med 129,2 MSEK för 2026E och 145,2 MSEK för 2027E. En breddning ingår inte i estimaten.

Witchspire har spelat hem halva investeringen och fler spel är på väg

Witchspire har sålt för 29,4 MSEK och drygt 200 000 exemplar sedan lanseringen i juni, och enligt Ghailan har spelet spelat hem ungefär halva investeringen på fem månader. Spelaraktiviteten stiger vid varje större uppdatering, och före årsskiftet släpps Frozen Tundra, den största hittills. Därefter riktas fokus mot 1.0, som enligt O’Neill kan komma före sommaren 2027. Antalet followers på Steam har ökat från 25 235 vid lanseringen till 46 716, vilket med förhållandet före lanseringen motsvarar drygt 700 000 wishlists inför 1.0. Spelet säljs nu också i omkring 200 butiker via Green Man Gaming. Från januari flyttas omkring 70 % av teamet till nästa spel, och fram till 1.0 vilar försäljningen främst på Frozen Tundra och kampanjer. Samtidigt breddar Envar spelverksamheten. Envar Red inleder under 2027 produktionen av AA-spelet Medusa, Envar Blue planerar att släppa skräckspelet Osiris i Q4’27 och Envar Publishing har tecknat avtal för Hera och Poseidon inför 2028. Publishing investerar omkring 10 MSEK per titel och delar intäkterna med utvecklaren från första sålda exemplaret. Det ger Envar fler chanser till en hit till en känd kostnad. Enligt Ghailan har även större bolag med etablerade varumärken hört av sig om att låta Envar utveckla spel på deras IP. Enligt bolaget kan de egna spelen finansieras med den kassa som redan finns.

Outlook

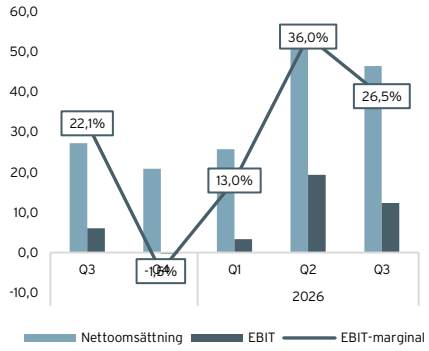
Kvartalet ger inget skäl att ändra bilden på kort sikt. Vi sänker EBIT för 2026E till 44,2 MSEK (46,3), främst på grund av högre råvarukostnader och en lägre försäljning av Witchspire i Q4, och höjer EBIT för 2027E till 36,5 MSEK (35,0) efter uppdaterade antaganden för Witchspire och en högre valutakurs. EBIT sjunker 2027 på våra estimat jämfört med 2026 när avskrivningarna på Witchspire slår igenom under hela året. På 15x EBIT för 2026E, inklusive den nettokassa vi räknar med vid årets slut, får vi ett motiverat värde om cirka 55 kr per aktie, en uppsida om cirka 13 %. På våra estimat för 2027E och samma multipel blir det motiverade värdet cirka 48 kr, i nivå med dagens kurs. Osäkerheten ligger därmed främst i 2027, och utfallet beror till stor del på hur 1.0 tas emot och om Entertainment kan växa vidare. Uppsidan i vårt huvudscenario är begränsad, men vi ser flera sätt som värdet kan lyftas på. Envar har i snitt värderats till drygt 20x EBIT sedan noteringen, och vid 20x ökar uppsidan till cirka 48 %. Våra estimat inkluderar inga intäkter från Osiris, Medusa eller Publishing, trots att Osiris ska lanseras redan i Q4’27. För 1.0 räknar vi med en försäljning motsvarande 70 % av Year 1, och fler followers och ett starkt mottagande av Frozen Tundra skulle kunna ge en bättre lansering än så. Det stora testet kommer sedan 2028, när flera spel ska lanseras under samma år.

(MSEK)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
Envar Entertainment	65,2	73,1	95,2	129,2	145,2
Envar Games	n/a	n/a	n/a	38,4	37,5
Nettoomsättning	65,2	73,1	95,2	167,6	182,7
Tillväxt y-o-y	*21,7%*	*12,1%*	*30,2%*	*76,1%*	*9,0%*
Summa intäkter	75,2	87,2	125,4	205,4	221,0
EV/S	*8,6*	*2,4*	*5,0*	*3,4*	*3,1*
Bruttoresultat	35,7	40,6	42,4	86,2	95,6
Bruttomarginal	*54,8%*	*55,6%*	*44,6%*	*51,4%*	*52,3%*
Rörelsekostnader	-43,7	-41,4	-55,9	-80,0	-97,4
Tillväxt y-o-y	*237,8%*	*-5,3%*	*35,1%*	*43,1%*	*21,8%*
EBITDA	2,7	14,2	17,4	55,6	55,7
EBITDA-marginal	*4,1%*	*19,4%*	*18,3%*	*33,2%*	*30,5%*
EV/EBITDA	*207,7*	*12,6*	*27,1*	*10,1*	*10,1*
EBIT	2,0	13,3	16,7	44,2	36,5
EBIT-marginal	*3,1%*	*18,2%*	*17,5%*	*26,4%*	*20,0%*
EV/EBIT	*276,7*	*13,3*	*28,5*	*12,7*	*15,4*
EV/EBIT inkl kassauppb.	-	-	-	*12,6*	*14,7*

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	49,00
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	612,5
Nettoskuld (MSEK)	-50,8
EV (MSEK)	561,7
Insiderägande	80,5%
Nästa rapport	2027-02-16

Kvartalsutveckling

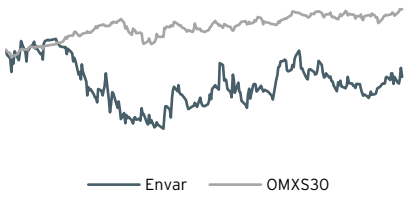


Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**12 m**
Envar	-14,5	-4,7	-13,7

Detta är en uppdragsanalys. Mer information och disclaimer finns på sista sidan.

Kort om Envar

Envar Holding är ett svenskt spelbolag vars kärna är en outsourcing- och utvecklingsstudio inom grafisk design, 3D-grafik, animation och illustration. Kunderna är några av världens största spelbolag, däribland Riot Games, Netflix, EA Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games. Teamet består av medarbetare, huvudsakligen frilansare, i över 20 länder.

Kassaflödet från outsourcingverksamheten har, tillsammans med pengarna från noteringen 2024, finansierat satsningen på egna spel. Det första egenutvecklade spelet, Witchspire, lanserades i Steam Early Access i juni 2026. Genom Envar Blue ska bolaget ge ut en mindre indietitel under 2027, och Envar Publishing tecknade under Q3’26 sina två första avtal med externa utvecklare.

ENVAR ENTERTAINMENT

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

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
Etablerad och lönsam verksamhet med återkommande order och en flexibel global resursmodell.

Starka och långsiktiga kundrelationer med globala speljättar
Preferred partner till flera av världens största spelutvecklare, med återkommande uppdrag och växande ordervolymer.

Uppsida genom egen IP
Witchspire har gett Envar egna spelintäkter om 29,4 MSEK under januari–september 2026.

Diversifierad affärsmodell med stabilitet och tillväxtoption
Kassaflödet från outsourcing kan finansiera egen spelutveckling och nya satsningar.

Stark finansiell ställning möjliggör fortsatt expansion
Nettokassa om 50,8 MSEK och inga räntebärande skulder per Q3’26.

Strukturell tillväxt i outsourcing och co-development
Spelbolagen väljer i allt högre grad flexibla konsultlösningar framför att bygga stora interna organisationer.

Konkurrensfördel inom stylized art
Specialistområde med höga kvalitetskrav och relativt få etablerade aktörer.

Fler ben inom spel och IP skapar framtida optioner
Envar Blue, Publishing och nästa AA-titel kan ge fler titlar, tätare släpp och en bredare intäktsbas.

Motargument

Förlust av större kund/er
En stor del av intäkterna kommer från ett fåtal globala kunder som Riot Games, Tencent och Blizzard. Att förlora en av dem skulle slå hårt mot omsättning och resultat.

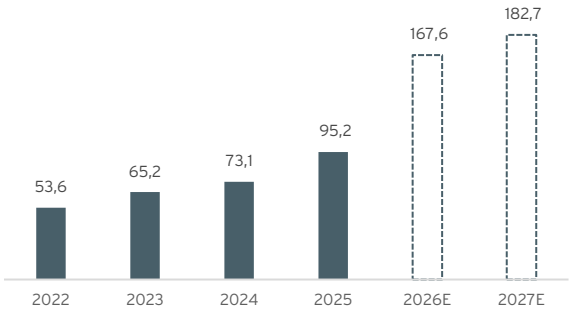
Beroende av fortsatt framgång för Witchspire
Spelförsäljningen uppgick till 12,7 MSEK under hela Q3’26, mot 16,8 MSEK under de 20 första dagarna efter lanseringen i Q2. Om uppdateringarna och 1.0-lanseringen inte återaktiverar spelarna kan intäkterna från Games bli lägre än väntat.

Konkurrensutsatt marknad med många aktörer
Den snabba tillväxten inom outsourcing och co-development har lockat fler internationella studios. Om Envar inte kan hålla kvaliteten och priserna konkurrenskraftiga kan marginal och tillväxt pressas.

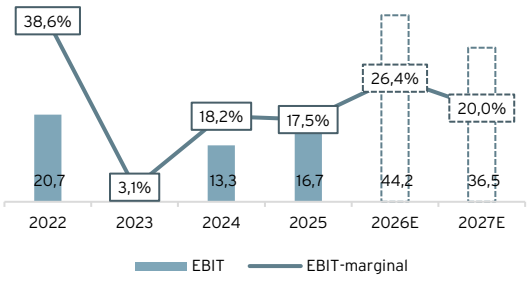
Högre kostnadsnivåer i samband med expansion
Under 2025 ökade kostnaderna genom seniora rekryteringar och satsningar på IT-säkerhet och utvecklingsverktyg. Liknande investeringar krävs sannolikt framåt och kan ge perioder av lägre marginaler.

Osäkerhet kring kapitalbehov vid större satsningar
Spelutveckling kräver mycket kapital över tid. Om kostnaderna för Witchspire 1.0 eller nästa AA-titel blir högre än planerat kan ytterligare finansiering behövas. I en svag marknad kan detta innebära utspädning eller mer begränsade investeringsmöjligheter.

Nettoomsättning, 2022-2027E



EBIT och EBIT-marginal, 2022-2028E

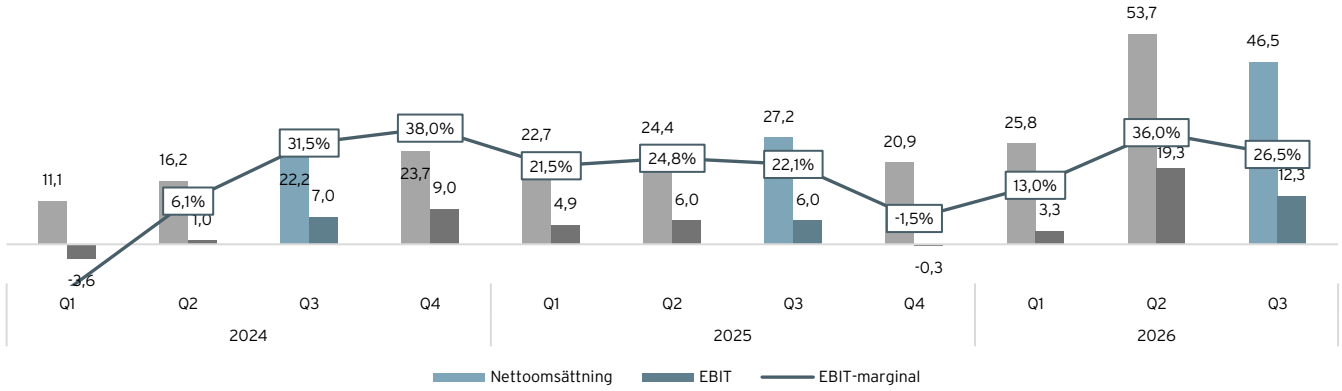


Witchspire lyfter omsättningen och EBIT fördubblas

Nettoomsättningen ökade med 71 % till 46,5 MSEK (27,2). Ungefär två tredjedelar av ökningen kom från Witchspire, som sålde för 12,7 MSEK under sitt första hela kvartal. Entertainment växte med 24 % till 33,8 MSEK men backade från rekordnivån 36,9 MSEK i Q2. Vi ser kvartalet som en normalisering efter ett ovanligt starkt Q2 snarare än som ett trendbrott.

EBIT fördubblades till 12,3 MSEK (6,0), vilket motsvarar en marginal på 26,5 % (22,1). Avskrivningarna steg till 4,8 MSEK (0,2) när Witchspire för första gången skrevs av under ett helt kvartal. Avskrivningen av Witchspire löper fram till mitten av 2029. Det viktigaste i kvartalet är att resultatet inte längre bärs upp av aktiveringar. Justerat för aktiverat arbete blev EBIT 7,4 MSEK, mot −0,8 MSEK för ett år sedan och negativa nivåer i både Q4’25 och Q1’26.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Alla belopp i MSEK.

Utfall vs estimat

Q3’26 landade i princip exakt på våra estimat. Nettoomsättningen blev 46,5 MSEK, precis som vi räknat med, och EBIT 12,3 MSEK mot förväntade 12,2 MSEK. Entertainment omsatte 33,8 MSEK, en ökning med 24 % jämfört med Q3’25 men en nedgång från rekordnivån 36,9 MSEK i Q2. Witchspire bidrog med 12,7 MSEK under sitt första hela kvartal. Aktiverat arbete blev 4,9 MSEK, 2,2 MSEK lägre än vi räknat med. EBIT nådde ändå vår nivå eftersom kostnaderna blev 1,8 MSEK lägre och övriga rörelseintäkter 0,9 MSEK högre. En mindre del av resultatet kommer alltså från aktiverade utvecklingstimmar än i våra estimat, och det underliggande resultatet var därför något starkare än tabellen visar.

Eftersom utfallet ligger så nära estimaten ger kvartalet inget skäl att ändra den kortsiktiga bilden. Frågorna som avgör caset framåt är i stället om Entertainment kan återta Q2-nivån och hur väl Witchspire håller försäljningen fram till 1.0-lanseringen.

Utfall vs estimat Q3'26

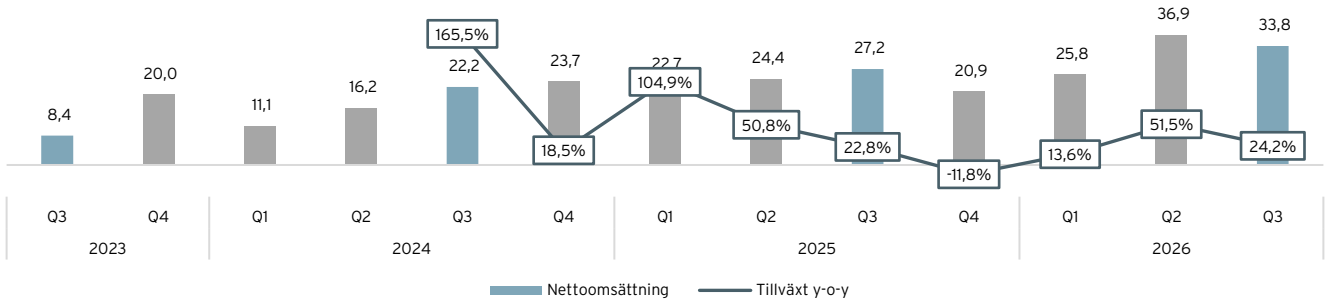
(MSEK)	**Q3’25**	**Q4’25**	**Q1’26**	**Q2’26**	**Q3’26A**	**Q3’26E**	**Differens**
Envar Entertainment	27,2	20,9	25,8	36,9	33,8	33,8	+0,1%
Envar Games	–	–	–	16,8	12,7	12,7	-0,2%
Nettoomsättning	**27,2**	**20,9**	**25,8**	**53,7**	**46,5**	**46,5**	**+0,0%**
Tillväxt y-o-y	*22,8%*	*-11,8%*	*13,6%*	*120,3%*	*70,7%*	*70,7%*	*+0,0pp*
Aktiverat arbete	6,8	5,9	7,3	7,3	4,9	7,1	*-30,8%*
Summa intäkter	**36,3**	**29,2**	**35,9**	**63,8**	**54,7**	**56,0**	**-2,4%**
Rörelsekostnader	**-30,1**	**-29,3**	**-32,4**	**-42,8**	**-37,6**	**-39,4**	**-4,6%**
Tillväxt y-o-y	75,0%	36,9%	45,0%	63,0%	24,9%	30,9%	-6,0pp
EBITDA	**6,2**	**-0,1**	**3,5**	**21,0**	**17,1**	**16,6**	***+2,9%***
EBITDA-marginal	*22,9%*	*-0,4%*	*13,7%*	*39,1%*	*36,8%*	*35,8%*	*+1,0pp*
Tillväxt y-o-y	*-13,2%*	*-100,8%*	*-30,2%*	*237,4%*	*174,3%*	*166,4%*	*+7,9pp*
EBIT	**6,0**	**-0,3**	**3,3**	**19,3**	**12,3**	***12,2***	**+0,8%**
EBIT-marginal	*22,1%*	*-1,5%*	*13,0%*	*36,0%*	*26,5%*	*26,3%*	*+0,2pp*
Tillväxt y-o-y	*-13,7%*	*-103,6%*	*-31,5%*	*220,0%*	*104,2%*	*102,7%*	*+1,5pp*

Envar Entertainment – kunderna lägger ut allt mer arbete

Omsättningen i Entertainment ökade med 24 % till 33,8 MSEK (27,2) i Q3'26. Det är lägre än rekordnivån 36,9 MSEK i Q2, men intäkterna varierar mellan kvartalen och Q2 var ovanligt starkt. Enligt Ghailan kommer tillväxten främst från befintliga kunder som lägger ut mer arbete på Envar, även om några nya kunder har tillkommit. Bakom det ligger samma trend som tidigare: spelbolagen, främst i USA, vill ha färre anställda på plats och skickar i stället mer arbete till externa partners. Ghailan ser ingen förändring i den trenden. Flera aktörer i branschen säger samtidigt upp personal och avvecklar verksamheter. Enligt VD-ordet i rapporten har Envars större kunder hittills visat motståndskraft, till stor del tack vare sin starka finansiella ställning.

Envar har investerat mycket i IT- och informationssäkerhet, något som enligt Ghailan få andra konsultbolag har gjort. Han menar att en säker arbetsmiljö i dag väger nästan lika tungt som kvaliteten för kunderna. Tillsammans med kvaliteten i leveranserna är säkerheten en viktig förklaring till att relationerna med de befintliga kunderna fördjupas.

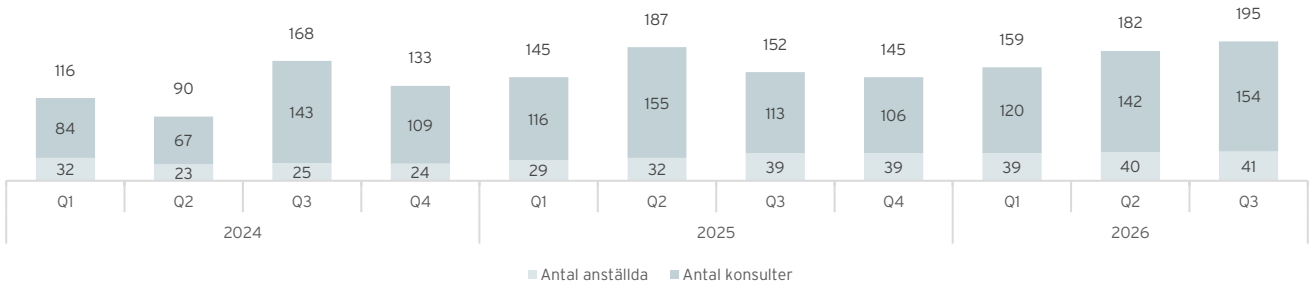
Envar Entertainment - nettoomsättning och tillväxt



Alla belopp i MSEK.

För att möta efterfrågan bygger Envar ut kapaciteten främst med frilansare. Vid kvartalets slut anlitade koncernen 154 (113) konsulter och hade 41 (39) anställda. Båda siffrorna avser hela koncernen, inklusive Envar Games. Enligt ledningen klarar organisationen betydligt större volymer utan att de fasta kostnaderna ökar i samma takt. Det går dock inte att se i siffrorna, eftersom bolaget inte redovisar EBIT separat för Entertainment och Games.

Utveckling av antalet anställda och konsulter



Rekordordern om cirka 23 MSEK löpte i tolv månader till slutet av september och är nu avslutad. Den motsvarade ungefär 5–6 MSEK per kvartal, eller cirka 15–18 % av Entertainments omsättning i Q3. Envar arbetar vidare med kunden i andra projekt, men bolaget har inte sagt hur stor del av volymen som ersätts. För Q4'26 räknar vi med 32,7 MSEK, i nivå med Q3, vilket förutsätter att det mesta av volymen ersätts. Q4 blir därför ett viktigt test av om tillväxten håller utan den stora ordern.

Vi lämnar prognoserna för Entertainment oförändrade. Vi räknar med 129,2 MSEK 2026, en ökning med 36 %, följt av 145,2 MSEK 2027. Trenden mot extern utveckling håller i sig, och den viktigaste drivkraften är att relationerna med de befintliga kunderna fortsätter att fördjupas. Envar har den kvalitet och säkerhet som kunderna kräver och en organisation som ska kunna växa utan att de fasta kostnaderna följer med. Efterfrågan varierar dock mellan kvartalen, och vi räknar med att tillväxten avtar till omkring 12 % 2027.

På längre sikt vill Ghailan bredda Entertainment. I VD-brevet från den 27 oktober skriver han att bolaget ser möjligheter inom interaktiva tjänster och andra närliggande områden. I intervjun beskriver han Envars position i den egna nischen som "ganska dominant", men marknaden är stor och det finns många områden som bolaget aldrig har rört. Enligt Ghailan undersöker Envar aktivt vilka nya tjänster som kan bidra till tillväxten inom Entertainment. Vilka det rör sig om kunde han ännu inte precisera. En möjlighet är enligt oss att Envar tar ett större utvecklingsansvar åt befintliga kunder, exempelvis genom att utveckla hela spellägen eller löpande producera säsongsinnehåll till redan lanserade spel. En sådan breddning ingår inte i våra estimat förrän bolaget har något konkret att visa.

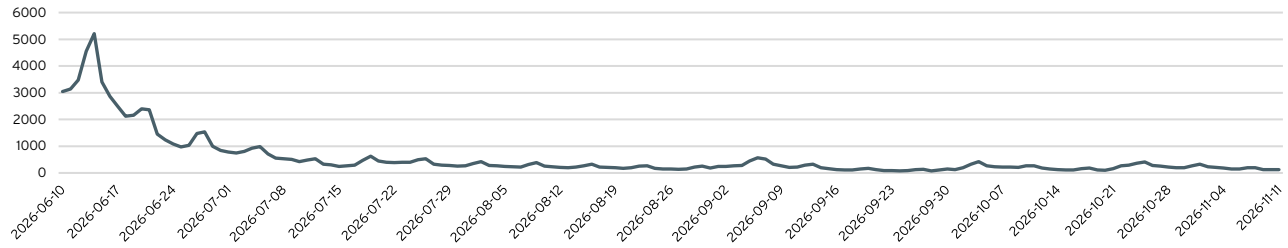
Envar Games – Witchspire har spelat hem halva investeringen

Witchspire omsatte 12,7 MSEK i Q3'26, spelets första hela kvartal, efter 16,8 MSEK under de 20 försäljningsdagarna i Q2. Totalt hade spelet sålt för 29,4 MSEK vid utgången av september och enligt O'Neill drygt 200 000 exemplar. Envar ger ut spelet själv och behåller därför intäkterna efter Steams avgift, men bär också hela kostnaden. Ghailan uppger att spelet har spelat hem ungefär halva investeringen på fem månader, i linje med vad bolaget hade hoppats. Den aktiverade delen av utvecklingen uppgick till drygt 50 MSEK vid lanseringen och skrivs av över tre år. Avskrivningarna uppgår till cirka 4,8 MSEK per kvartal, varav huvuddelen avser Witchspire. Därutöver har marknadsföringen och de tidiga utvecklingskostnaderna kostnadsförts löpande. Räknat på intäkterna fram till september pekar Ghailans uppgift på en total investering om omkring 60 MSEK, och med försäljningen efter kvartalet i storleksordningen 60–70 MSEK. I Dataspelsbranschens Spelutvecklarindex 2026 ligger Witchspire åtta bland de svenska spel som släppts under året, rankat efter intäkter enligt Alinea Analytics.

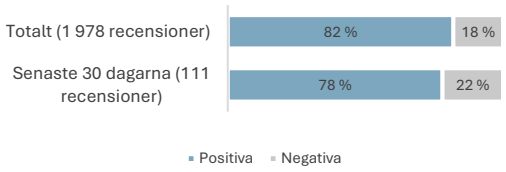
Uppdateringar ger toppar i spelaraktiviteten

Spelaraktiviteten följer det mönster vi väntade oss efter lanseringen. Efter uppdateringarna Haunted Magick och Dormant Powers i oktober steg antalet samtidiga spelare enligt SteamDB från omkring 125 i snitt till drygt 250, med toppar kring 400. Därefter har det fallit tillbaka till omkring 125, vilket O'Neill beskriver som helt naturligt. Många spelar Witchspire intensivt i ett 20-tal timmar, tar paus och kommer tillbaka vid större uppdateringar. Envar räknar med att spelet ska ge intäkter i flera år och fortsätter att delta i kampanjer, bundles och event. Genom ett utökat samarbete med Green Man Gaming säljs spelet nu också i omkring 200 butiker världen över.

Genomsnittligt antal samtidiga spelare (CCU)



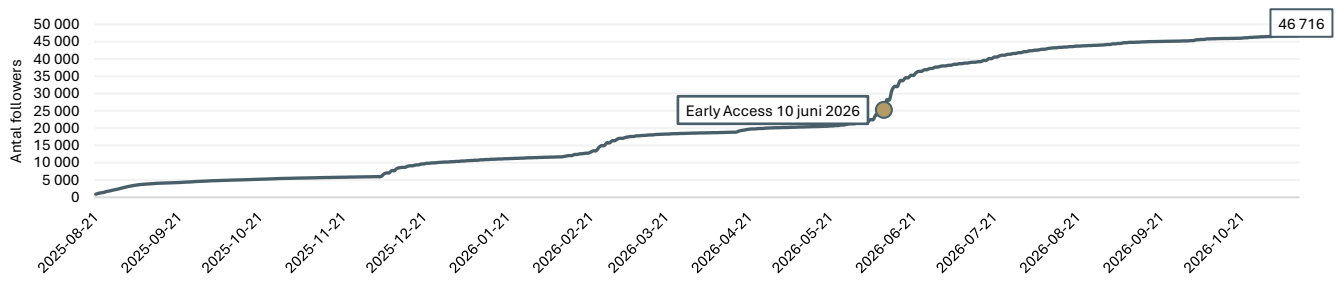
Totalt är 82 % av Steam-recensionerna positiva och de senaste 30 dagarna är andelen något lägre, 78 %. Bland de engelskspråkiga ligger andelen positiva enligt O'Neill på 86–87 %. O'Neill förklarar skillnaden med att spelare i dag förväntar sig mer av ett Early Access-spel än för några år sedan, och med att vissa regioner generellt betygsätter hårdare. Så länge totalbetyget ligger kring 80 % ser vi det inte som ett problem, men utvecklingen är värd att följa inför 1.0. Betalningsviljan bland kärnpubliken är hög enligt Envar, då omkring 10 % av köparna väljer den dyrare Founder's Edition, vars extra innehåll främst är kosmetiskt.



Enligt O'Neill går spelutvecklingen snabbare än planerat. Bolaget hade tänkt sprida ut berättelsen över flera uppdateringar men samlar den nu i Frozen Tundra. Det blir den största uppdateringen hittills och ska släppas före årsskiftet, med ett nytt område, en ny vapentyp i form av stavar och avslutningen på storyn. Därefter går teamet över till polishing inför 1.0. Något datum finns inte, men O'Neill säger att det inte vore otippat med en lansering före sommaren 2027. Priset höjs möjligen med ett par euro men hamnar inte över 30 euro enligt O'Neill. Efter 1.0 kan det bli aktuellt med expansioner, DLC och konsolversioner, men inget är beslutat.

Vi ser 1.0 som den viktigaste händelsen för Witchspire framåt. Enligt O'Neill ökar antalet wishlists med varje uppdatering, och Ghailan säger att många av dem som varit intresserade väntar på den fullständiga versionen innan de köper. O'Neill tror att 1.0 kommer att kännas nästan som ett nytt spel för dem som spelade i början, och det är precis det som behövs för att få tillbaka tidigare spelare. Wishlists redovisas inte, men antalet followers på Steam ger en fingervisning. Det har ökat från 25 235 vid lanseringen till 46 716 den 11 november. Med samma förhållande mellan wishlists och followers som när spelet nådde 300 000 wishlists, 15,4x, motsvarar det drygt 700 000 wishlists. Sambandet är osäkrare efter lanseringen, eftersom även köpare följer spelet, men det visar att publiken inför 1.0 är stor. Vägen dit blir lugnare. Från januari flyttas omkring 70 % av Witchspire-teamet till nästa spel, och efter Frozen Tundra handlar det främst om mindre uppdateringar och finslipning. Fram till 1.0 vilar försäljningen därmed på Frozen Tundra och kampanjer.

Utvecklingen av antalet followers



Fem spel i utveckling
Witchspire har gett Envar både intäkter och självförtroende att bygga vidare. Envar Red, teamet bakom Witchspire, inleder i januari full produktion av nästa spel, med kodnamnet Medusa. Det blir ett AA-spel med co-op precis som Witchspire men med ett mörkare tema. O’Neill siktar på 2028 men utesluter inte Q1’29. Som det ser ut nu släpps Medusa direkt som 1.0. Enligt O’Neill väntar allt fler spelare på en komplett release, då lansering i Early Access inte är lika populärt som tidigare. Witchspire behövde Early Access eftersom spelet är så stort och kräver mycket feedback, men för kommande planerade titlar ser Envar det inte som nödvändigt.

Envar Blue ska göra kortare spel för spelare som vill ha något att klara på en helg. Det första spelet, Osiris, är ett single player-spel inom skräck med en modern, nästan sci-fi-inspirerad miljö, och lanseringen är planerad till Q4’27. Även Osiris släpps direkt som 1.0. Budgeten har landat på omkring 9–10 MSEK, något lägre än de 10–12 MSEK som tidigare nämnts. Teamet leds av en tidigare game director från Avalanche. Om modellen fungerar vill Envar släppa ett Blue-spel per år och kanske bygga ett andra Blue-team.

Finansieringen ser inte ut att vara en flaskhals. Enligt O’Neill kan Envar, även med en försiktig prognos, bygga både Medusa och Osiris med de pengar bolaget redan har. Kassan uppgick till 50,8 MSEK vid kvartalets slut, bolaget saknar räntebärande skulder och Entertainment genererar löpande kassaflöde.

Witchspire har också öppnat nya dörrar. Enligt Ghailan har större bolag med etablerade varumärken hört av sig om att låta Envar utveckla spel baserade på deras IP, och O’Neill menar att nästan alla skulle känna igen dem. Ett känt varumärke gör spelet lättare att marknadsföra och ger tillgång till en publik som redan finns, vilket kan minska den kommersiella risk som Envar i dag bär själv. Hur ett sådant samarbete skulle vara upplagt, och vem som skulle bära utvecklingskostnaden, är ännu inte känt. Det befinner sig i ett tidigt skede och ingår inte i våra estimat.

Envars spelportfölj

Titel	Team/partner	Genre	Modell	Planerad lansering	Budget
Witchspire	Envar Red	Survival-crafting, co-op	Early Access, därefter 1.0	EA juni 2026, 1.0 2027	Drygt 50 MSEK aktiverat*
Osiris	Envar Blue	Skräck, single player	Direkt 1.0	Q4’27	Ca 9–10 MSEK
Medusa	Envar Red	AA, co-op, mörkare tema	Direkt 1.0	2028, ev. Q1’29	Ej kommunicerad
Hera	Clifftop Games & Faravid Interactive (Publishing)	Skräck, retroestetik	Publishing, tidig testning med communityn	2028	Ca 10 MSEK**
Poseidon	Two Weeks at Home (Publishing)	Ej kommunicerad	Publishing	2028	Ca 10 MSEK**

*Aktiverad del av utvecklingskostnaden enligt Envars balansräkning. Tidiga utvecklingskostnader och marknadsföring har kostnadsförts löpande och ingår inte.
**Ledningens uppgift om ungefärlig investering per publishingtitel, inklusive marknadsföring och QA.

Envar Publishing har tecknat avtal för två spel
Envar Publishing startades för att sprida riskerna i spelutvecklingen. Enligt Ghailan startar fler utvecklare egna projekt än någonsin, bland annat för att det är svårt att hitta jobb i branschen, och det ger gott om erfarna team att välja bland. Envar finansierar projekten och tar hand om bland annat QA, översättning, portning och marknadsföring men lägger sig inte i den kreativa visionen. O’Neill ser det som en fördel att Envar dessutom har egna utvecklingsteam och Entertainment, som kan bidra med design, grafik och branding, samtidigt som publishingteamet är litet.

Envar Publishing har gått igenom över 200 pitchar sedan maj och tecknat avtal för två. Hera utvecklas av Clifftop Games och Faravid Interactive. O’Neill har arbetat med dem tidigare under sin tid på Raw Fury, och de ligger bakom point-and-click-spel med upp till 96 % positiva recensioner på Steam. O’Neill beskriver det som det snabbaste avtal han har tecknat under sin karriär. Det nya spelet är ett skräckspel med retroestetik, och teamet planerar att låta sin befintliga community testa tidiga versioner. Poseidon kommer från Two Weeks at Home, ett ungt team som har byggt spelet som hobbyprojekt på kvällar och helger. Enligt O’Neill håller grafiken samma nivå som Envars egen. Båda planeras till 2028.

Affärsmodellen skiljer sig från den traditionella, där förläggaren får tillbaka hela sin investering innan utvecklaren får några royalties. Envar delar intäkterna från första sålda exemplaret. Envar får en större andel tills investeringen är återbetald, och därefter vänds fördelningen till utvecklarens fördel. Envar får alltså tillbaka sina pengar något långsammare, men O’Neill menar att det krävs för att locka de bästa utvecklarna. Enligt honom är det största misstaget en förläggare kan göra att haka upp sig på ett enskilt spel. Målet är långa samarbeten där utvecklaren kommer tillbaka med nästa titel, eftersom något av teamens spel förr eller senare kan bli en stor hit. Investeringen ligger enligt Ghailan på omkring 10 MSEK per titel inklusive marknadsföring och QA. Envar vill hellre teckna avtal för ett fåtal spel med stor potential än för många billiga. Efter lanseringen har Envar inga ytterligare kostnader, och ett projekt som går dåligt kan avbrytas under utvecklingen. Publishing ger Envar fler chanser att få fram en hit, i en bransch där få spel blir stora, till en begränsad och känd kostnad per titel.

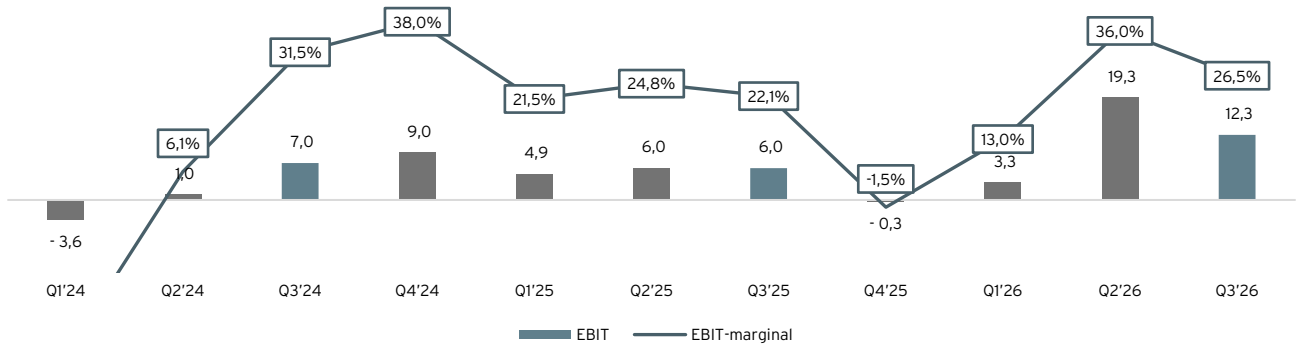
Osiris först, sedan ett tätt 2028
Ghailan beskriver sin dröm som att Envar ska bli ett underhållningsbolag. Envar började som konsultbolag, blev spelutvecklare och är nu även förläggare, och nästa steg är att lansera spel mer regelbundet. Med Witchspire, Osiris, Medusa, Hera och Poseidon har Envar fem spel i aktiv utveckling. Enligt VD-brevet planeras fem nya lanseringar de kommande två åren, en 2027 och fyra 2028. Fyra av dem är kända, och Medusa kan komma först i början av 2029. Det långsiktiga målet är fyra titlar per år. Med flera spel på gång behöver Envar enligt O’Neill hitta sätt att marknadsföra hela portföljen, och han vill gärna presentera titlarna vid ett större event under 2027.

Witchspire har visat att Envar kan utveckla och ge ut ett spel. Hur långt spelet bär återstår att se, och svaret kommer med 1.0. Portföljen gör Envar mindre beroende av en enskild titel, och de egna spelen kan finansieras utan att bolaget behöver ta in kapital. Nästa steg är att visa att framgången går att upprepa. Det första beskedet väntas när Osiris enligt plan lanseras i slutet av 2027, men det stora testet blir 2028, när flera spel ska lanseras under samma år.

Kostnaderna växer långsammare än omsättningen

EBIT fördubblades till 12,3 MSEK (6,0), och EBIT-marginalen steg till 26,5 % (22,1). Omsättningen ökade med 71 %, medan rörelsekostnaderna före avskrivningar steg med 25 % till 37,6 MSEK (30,1). Den största posten, råvaror och förnödenheter, ökade med 40 % till 22,8 MSEK (16,2), i takt med att Envar har anlitat fler frilansare. Personalkostnaderna steg med 10 % till 7,9 MSEK (7,2), medan övriga externa kostnader minskade något till 5,9 MSEK (6,1). De fasta kostnaderna växer alltså långsamt, och Witchspire lyfter marginalen ytterligare.

EBIT och EBIT-marginal, kvartalsvis, 2024-2026



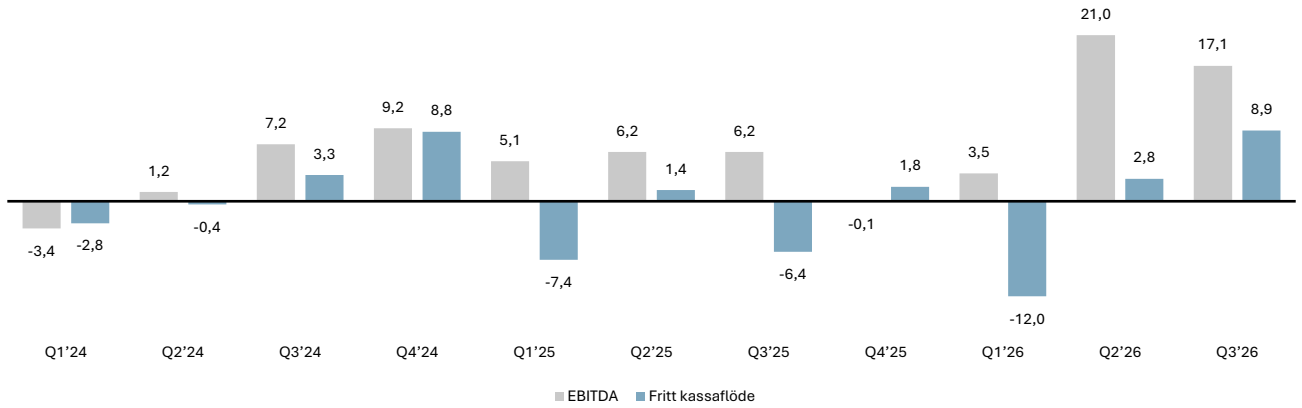
Alla belopp i MSEK.

Starkare fritt kassaflöde och fortsatt stabil balansräkning

Envar hade likvida medel om 50,8 MSEK vid utgången av Q3’26 (39,5 vid utgången av Q2) och inga räntebärande skulder. Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital uppgick till 16,3 MSEK (6,2). Rörelsekapitalet påverkas av att plattformarna betalar ut spelintäkterna med fördröjning, och av att faktureringen i verksamheterna släpar. Försäljningen av Witchspire i Q2 betalades därför ut först under Q3, medan kundfordringarna ökade med 11,1 MSEK. Netto var rörelsekapitalet i stort sett neutralt, och kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 15,1 MSEK (1,2). Efter investeringar om 6,2 MSEK, främst aktiverad spelutveckling, blev det fria kassaflödet 8,9 MSEK.

Vår bedömning är att Witchspire har förändrat bilden. Tidigare finansierades spelutvecklingen av kassaflödet från Entertainment och pengarna från noteringen, och nu bidrar Games med både intäkter och kassaflöde. Under 2027 räknar vi med en fortsatt låg kassakonvertering. Sedan Envar började investera i egna spel har kassaflödet till stor del gått tillbaka in i utvecklingen, och endast en liten del av EBITDA har blivit fritt kassaflöde. I våra estimat aktiveras omkring 28 MSEK i spelutveckling under 2027, främst för Medusa och Osiris. Det är pengar som lämnar bolaget men inte syns i EBITDA. Därtill kommer investeringarna i Publishing, omkring 10 MSEK per titel, för de två spel som ska lanseras 2028. Kassan räcker gott för detta, men det fria kassaflödet blir lägre och mer ojämnt än vad EBITDA antyder.

Fritt kassaflöde vs EBITDA, kvartalsvis, 2024-2026



Alla belopp i MSEK.

Värderingsmultipel om 15x EBIT

Vi jämför Envar med nordiska spelbolag som i varierande grad arbetar med uppdrag åt andra och med egen spelutveckling, samt med australiska PlaySide Studios. Som jämförelse är peer-gruppen dock svag. De flesta bolagen är olönsamma på R12, och skillnaderna i storlek och affärsmodell är relativt stora. Tabellen visar även konsensusestimat från S&P för de bolag där sådana finns, men vi utgår främst från Envars egen värdering.

Envar handlas i dag till 16,2x EV/EBIT på R12, mot ett snitt om drygt 20x sedan noteringen. Vi värderar bolaget till 15x EBIT. Envar är lönsamt, har en nettokassa och står inför lanseringen av Witchspire 1.0. Bolaget håller också på att bygga en bredare spelverksamhet, med flera nya titlar under utveckling och ett eget förlag. Vi vet ännu lite om projekten och räknar inte med dem i våra estimat, men de utgör en option som marknaden kan välja att värdera. Med tanke på osäkerheten kring både projekten och Witchspires long tail väljer vi en multipel under såväl dagens nivå som snittet sedan noteringen. 15x kan därmed ses som ett försiktigt antagande. Värderar marknaden Envar närmare det historiska snittet blir uppsidan betydligt större, vilket framgår av känslighetsanalysen.

Peers

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S R12	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2026E	EV/EBIT 2027E
Coffee Stain	4 408	3 629	3,4	113,3	14,2	9,1
Embracer	22 992	19 725	1,1	neg.	11,3	8,8
Enad Global 7	1 365	1 390	0,8	neg.	–	–
Goodbye Kansas	44	49	0,2	neg.	6,2	2,9
Jumpgate	34	26	0,6	neg.	–	–
Nitro Games	31	37	0,5	2,7	–	–
Paradox Interactive	15 833	15 159	6,7	84,8	20,6	16,9
PlaySide Studios Ltd (AUD)	19	11	0,5	neg.	neg.	6,2
Remedy Entertainment (EUR)	208	201	2,2	neg.	251,7	19,6
Starbreeze B	155	150	1,2	neg.	neg.	neg.
Median			**1,0**	**84,8**	**14,2**	**9,0**
Envar	**613**	**562**	**3,8**	**16,2**	**12,7**	**15,4**
Envar, snitt sedan notering			**4,4**	**20,6**		

R12 och snitt sedan notering enligt Börsdata. Estimat för peers är S&P-konsensus via Börsdata; Embracer och PlaySide har brutna räkenskapsår. Envars estimat är Kalqyls.

Underlag för estimat och estimatförändringar

Q3'26 landade i linje med våra estimat, och förändringarna för 2026E är små. Det aktiverade arbetet blev lägre än vi räknat med, men det motsvaras av lägre kostnader och påverkar därför inte resultatet. Vi flyttar samtidigt en del av försäljningen av Witchspire från Q4'26 till Q1'27, vilket sänker Envar Games något för 2026E. Råvaror och förnödenheter, som främst består av kostnader för frilansare, motsvarade 65–67 % av Entertainments omsättning i Q2–Q3. Vi räknar med 60 % framåt, mot 57 % för 2027E i vår förra analys. Nettoomsättningen justeras till 167,6 MSEK (168,4), och EBIT sänks till 44,2 MSEK (46,3).

För 2027E höjer vi nettoomsättningen med 4,3 % till 182,7 MSEK och EBIT med 4,3 % till 36,5 MSEK. Entertainment är oförändrat, och höjningen av omsättningen kommer från Envar Games, där vi nu räknar med 37,5 MSEK (30,0). Det förklaras av den högre valutakursen och av våra uppdaterade antaganden för Witchspire, som beskrivs i bilagan. Den högre kostnadsandelen i Entertainment tar ut en del av effekten på resultatet. EBITDA blir i stort sett oförändrad mot 2026E, medan EBIT sjunker. Den främsta förklaringen är avskrivningarna, som ökar från cirka 11 till cirka 19 MSEK när Witchspire skrivs av under hela året. Avskrivningen på Witchspire löper till mitten av 2029, och när Osiris och Medusa lanseras tillkommer avskrivningar även på dem. Skillnaden mellan EBITDA och EBIT blir därför större framöver än före lanseringen.

Vi sträcker inte längre våra estimat till 2028. Det blir sannolikt ett händelserikt år. Envar planerar fyra lanseringar, varav tre är kända: Medusa, Hera och Poseidon. Bolaget har dock ännu inte kommunicerat budgeten för Medusa, intäktsdelningen i Publishing eller vilka volymer det räknar med, och underlaget är därför för tunt för meningsfulla prognoser. Våra estimat inkluderar inte heller några intäkter från Envar Blue eller Publishing, så Osiris, som enligt plan lanseras i Q4'27, utgör uppsida mot 2027E. Antagandena bakom estimaten för Witchspire beskrivs i bilagan.

Estimatförändringar under prognosperioden

	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**	**2026E**	**2027E**
Envar Entertainment	129,2	145,2	129,2	145,2	0,0%	0,0%
Envar Games	38,4	37,5	39,3	30,0	-2,2%	25,1%
Nettoomsättning	**167,6**	**182,7**	**168,4**	**175,2**	**-0,4%**	**4,3%**
Tillväxt y-o-y	*76,1%*	*9,0%*	*76,9%*	*4,0%*	*-0,8pp*	*5,0pp*
Aktiverat arbete	26,6	28,5	28,8	28,5	-7,5%	0,0%
Övriga rörelseintäkter	11,1	9,8	10,2	9,8	8,5%	0,0%
Summa intäkter	**205,4**	**221,0**	**207,5**	**213,5**	**-1,0%**	**3,5%**
Bruttoresultat	**86,2**	**95,6**	**89,0**	**92,5**	**-3,2%**	**3,4%**
Bruttomarginal	*51,4%*	*52,3%*	*52,9%*	*52,8%*	*-1,4pp*	*-0,5pp*
Tillväxt y-o-y	*103,2%*	*10,9%*	*109,8%*	*3,9%*	*-6,7pp*	*7,0pp*
Rörelsekostnader	**-80,0**	**-97,4**	**-81,8**	**-95,8**	**-2,2%**	**1,7%**
Tillväxt y-o-y	*43,1%*	*21,8%*	*46,4%*	*17,1%*	*-3,3pp*	*4,7pp*
EBITDA	**55,6**	**55,7**	**56,9**	**52,6**	**-2,2%**	**5,9%**
EBITDA-marginal	*33,2%*	*30,5%*	*33,8%*	*30,0%*	*-0,6pp*	*0,5pp*
Tillväxt y-o-y	*218,8%*	*0,1%*	*226,1%*	*-7,6%*	*-7,3pp*	*7,7pp*
EBIT	**44,2**	**36,5**	**46,3**	**35,0**	**-4,6%**	**4,3%**
EBIT-marginal	*26,4%*	*20,0%*	*27,5%*	*20,0%*	*-1,1pp*	*0,0pp*
Tillväxt y-o-y	*164,7%*	*-17,4%*	*177,3%*	*-24,4%*	*-12,6pp*	*7,0pp*

Estimat

(MSEK)	2024	2025	Q1'26	Q2'26	Q3'26	Q4'26E	2026E	2027E
Envar Entertainment	**73,1**	**95,2**	**25,8**	**36,9**	**33,8**	**32,7**	**129,2**	**145,2**
% y-o-y	*12,1%*	*30,2%*	*13,6%*	*51,5%*	*24,2%*	*56,4%*	*35,7%*	*12,4%*
Envar Games	**n/a**	**n/a**	**0,0**	**16,8**	**12,7**	**9,0**	**38,4**	**37,5**
% y-o-y	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*-2,4%*
Nettoomsättning	**73,1**	**95,2**	**25,8**	**53,7**	**46,5**	**41,7**	**167,6**	**182,7**
% y-o-y	*12,1%*	*30,2%*	*13,6%*	*120,3%*	*70,7%*	*99,5%*	*76,1%*	*9,0%*
Aktiverat arbete	9,4	21,1	7,3	7,3	4,9	7,1	26,6	28,5
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,1	2,5	2,8	3,3	2,5	11,1	9,8
Summa intäkter	**87,2**	**125,4**	**35,6**	**63,8**	**54,7**	**51,3**	**205,4**	**221,0**
EV/S	*2,4*	*5,0*	*5,1*	*5,1*	*3,8*	*3,4*	*3,4*	*3,1*
KSV	-32,5	-52,8	-15,0	-24,1	-22,8	-19,6	-81,5	-87,1
Bruttoresultat	**40,6**	**42,4**	**10,8**	**29,6**	**23,7**	**22,1**	**86,2**	**95,6**
Bruttomarginal	*55,6%*	*44,6%*	*41,9%*	*55,1%*	*51,0%*	*52,9%*	*51,4%*	*52,3%*
% y-o-y	*13,6%*	*4,4%*	*-12,3%*	*165,5%*	*114,5%*	*179,5%*	*103,2%*	*10,9%*
Rörelsekostnader	**-41,4**	**-55,9**	**-17,6**	**-20,3**	**-19,6**	**-22,5**	**-80,0**	**-97,4**
% y-o-y	*-5,3%*	*35,1%*	*45,0%*	*54,0%*	*39,0%*	*36,4%*	*43,1%*	*21,8%*
EBIT	**13,3**	**16,7**	**3,3**	**19,3**	**12,3**	**9,2**	**44,2**	**36,5**
EBIT-marginal	*18,2%*	*17,5%*	*13,0%*	*36,0%*	*26,5%*	*22,0%*	*26,4%*	*20,0%*
% y-o-y	*557,1%*	*25,1%*	*-31,5%*	*220,0%*	*104,0%*	*n/a*	*164,7%*	*-17,4%*
EV/EBIT	*13,3*	*28,5*	*33,0*	*22,7*	*16,2*	*12,7*	*12,7*	*15,4*
EBITDA	**14,2**	**17,4**	**3,5**	**21,0**	**17,1**	**14,0**	**55,6**	**55,7**
EBITDA-marginal	19,4%	18,3%	13,7%	39,1%	36,8%	33,5%	33,2%	30,5%
% y-o-y	423,5%	23,3%	-30,2%	237,4%	174,3%	n/a	218,8%	0,1%
EV/EBITDA	12,6	27,1	31,3	21,0	13,5	10,1	10,1	10,1
FCF	**8,9**	**-10,5**	**-12,0**	**2,8**	**8,9**	**7,0**	**6,7**	**16,7**
FCF/EBITDA-konvertering	63,0%	neg.	neg.	13,6%	52,1%	50,0%	12,1%	30,0%
Estimerad nettoskuld	-	-	-	-	-	-57,8	-57,8	-74,5
EV inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	-	554,7	554,7	538,0
EV/EBIT inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	-	12,6	12,6	14,7

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Med 15x EBIT för 2026E, inklusive den nettokassa vi räknar med vid årets slut, får vi ett motiverat värde om cirka 55 kr per aktie, en uppsida om cirka 13 % mot dagens kurs om 49 kr. På våra estimat sjunker EBIT 2027 jämfört med 2026 när avskrivningarna på Witchspire slår igenom under hela året, och med samma multipel blir det motiverade värdet för 2027E cirka 48 kr, i nivå med dagens kurs. Osäkerheten ligger därmed främst i 2027, och utfallet beror till stor del på hur 1.0 tas emot och om Entertainment kan växa vidare. Uppsidan i vårt huvudscenario är begränsad, men det finns flera sätt som värdet kan lyftas på. Envar har i snitt värderats till drygt 20x EBIT sedan noteringen. Våra estimat inkluderar inga intäkter från Osiris, Medusa eller Publishing, trots att Osiris ska lanseras redan i Q4'27. För 1.0 räknar vi med en försäljning motsvarande 70 % av Year 1, och fler followers och ett starkt mottagande av Frozen Tundra skulle kunna ge en bättre lansering än så.

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
Multipel (EV/EBIT)	15	15
EBIT	44,2	36,5
Enterprise Value	662,8	547,5
Nettoskuld	-57,8	-74,5
Börsvärde	720,6	622,0
Motiverat värde per aktie	**55,4**	**47,8**
Potentiell avkastning	13,0%	-2,5%

Motiverat värde per aktie beräknas på 13 014 780 aktier efter full utspädning från personaloptionsprogrammet 2024/2027 (teckning 6–30 december 2027 till kvotvärdet).

Känslighetsanalys

Valet av multipel betyder mycket för värdet. Tabellen visar hur motiverat värde och potentiell avkastning förändras mellan 10x och 20x EBIT, med oförändrade estimat och nettokassa. Vid 20x, nära snittet sedan noteringen, uppgår den potentiella uppsidan till cirka 48 %.

	Huvudscenario 2026E			Huvudscenario 2027E		
EV/EBITx	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
10	499,7	38,4	-21,6%	439,5	33,8	-31,1%
11	543,9	41,8	-14,7%	476,0	36,6	-25,4%
12	588,0	45,2	-7,8%	512,5	39,4	-19,6%
13	632,2	48,6	-0,9%	549,0	42,2	-13,9%
14	676,4	52,0	6,1%	585,5	45,0	-8,2%
15	**720,6**	**55,4**	**13,0%**	**622,0**	**47,8**	**-2,5%**
16	764,8	58,8	19,9%	658,5	50,6	3,3%
17	809,0	62,2	26,9%	695,0	53,4	9,0%
18	853,2	65,6	33,8%	731,5	56,2	14,7%
19	897,4	69,0	40,7%	768,0	59,0	20,4%
20	941,6	72,3	47,6%	804,5	61,8	26,2%

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 aktieägande 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

Bilaga

Witchspire – antaganden bakom estimaten

Volymantagandena för Year 1 är oförändrade. Vi räknar nu med USD/SEK 10,04, mot tidigare 9,54.

	Year 1 (Early Access)	Year 2 (1.0)
Period	Jun 2026-jun 2027	Q3’27–Q2’28
Underlag	100 000 vecka 1 × 3,16	0,70 × Year 1
Sålda exemplar	316 000	221 200
Genomsnittligt pris, USD	20	27
Bruttoförsäljning, MUSD	6,32	5,97
Steams andel	30 %	30 %
Försäljning efter Steam, MUSD	4,42	4,18
USD/SEK	10,04	10,04
Nettoomsättning, MSEK	**44,4**	**42,0**

Källa: Kalqyl, GameDiscoverCo

Year 1

Vi utgår från drygt 100 000 sålda exemplar under den första veckan och en multipel om 3,16x, som enligt GameDiscoverCo är medianen för jämförbara spels försäljning under det första året i förhållande till den första veckan. Witchspire har hittills omsatt 29,4 MSEK. Enligt O’Neill har spelet sålt drygt 200 000 exemplar efter fem månader, vilket ligger väl i linje med vårt estimat om 316 000 exemplar under Year 1. Resterande cirka 110 000 exemplar fördelar vi med 9,0 MSEK i Q4’26, 4,0 MSEK i Q1’27 och 2,5 MSEK i Q2’27. I Q4’26 räknar vi med ett lyft från uppdateringen Frozen Tundra. Vi räknar med 20 USD per exemplar för den återstående försäljningen, eftersom en större del väntas ske under reor och kampanjer. Hittills har intäkten per exemplar varit något högre, och Year 1 summerar därför till cirka 45 MSEK.

Year 2

Enligt GameDiscoverCo motsvarar försäljningen vid 1.0 i median 0,72x Early Access-försäljningen för spel som legat mindre än ett år i Early Access, och 0,62x för spel som legat ett till två år. Vi behåller 0,70x. Vi antar att 1.0 lanseras under Q3’27. Enligt O’Neill kan det bli före sommaren, vilket i så fall flyttar försäljning från Q3 till Q2’27 utan att nämnvärt påverka helåret. Priset höjs vid 1.0 men hamnar enligt O’Neill inte över 30 euro, och vi räknar med 27 USD i snitt. Försäljningen väntas vara framtung, och vi lägger drygt hälften av Year 2 i lanseringskvartalet, 23,0 MSEK i Q3’27.

Totalt räknar vi med att Witchspire omsätter 38,4 MSEK 2026E och 37,5 MSEK 2027E. För 2027E är det en höjning från 30,0 MSEK i vår förra analys, som förklaras av den högre valutakursen, av att en del av försäljningen flyttas från Q4’26 till Q1’27 och av att Year 2 baseras på 221 200 sålda exemplar. Två betalda DLC-släpp och fortsatt long tail under 2028 finns i vår modell men ingår inte i estimaten eller värderingen.

Envar särredovisar inte marknadsföringen för Witchspire. Vi räknar med fortsatta marknadsföringskostnader under 2026 och 2027, främst kring större uppdateringar och 1.0. Royaltyn till Epic för Unreal Engine är 5 % av bruttointäkterna före Steams avgift på den del som överstiger 1 MUSD, omkring 2,5–3 MSEK per år med våra antaganden. Båda ingår i övriga externa kostnader.