

Från outsourcing till eget spelsläpp

2025-10-09

Vi inleder bevakning på Envar Holding, en outsourcing- och utvecklingsstudio inom spel- och underhållningsindustrin. Bolaget levererar grafisk design, 3D-grafik, animationer och illustrationer till några av världens största spelföretag. Verksamheten bedrivs genom två dotterbolag: Envar Entertainment, som är en ledande aktör inom outsourcing och co-development, samt Envar Games, som utvecklar bolagets första egenproducerade spel Witchspire med planerad Early Access-lansering under Q2'26. Envar kombinerar lönsam outsourcing med potential från egen spelutveckling. Med starka kundrelationer, global närvaro genom ett nätverk av över 150 konsulter i 20 länder och ett växande spelutvecklingsteam är bolaget väl positionerat för att ta del av den ökande trenden mot extern utveckling inom spelbranschen och potentialen med egna IP:n.

Stabil och lönsam outsourcing-verksamhet

Envar Entertainment utgör kärnan i koncernen och har etablerat sig som en preferred partner till flera av världens största spelföretag, däribland Riot Games, Tencent och Blizzard. Verksamheten levererar grafisk design, 3D-grafik, animation och illustration genom ett globalt nätverk av över 150 konsulter i mer än 20 länder. Detta har resulterat i återkommande stororders, som under H1'25 uppgick till totalt drygt 16 MSEK, varav en förlängde under H2'25 till ett värde om cirka 23,0 MSEK. Outsourcingbenet ger stabila kassaflöden och utgör grunden för Envars långsiktiga strategi, och möjliggör att Envar kan finansiera utvecklingen av sitt första spel.

Intressant option med Witchspire

Envar Games driver bolagets satsning på egen IP och presenterade under 2025 Witchspire, ett survival-crafting adventure med planerad Early Access-lansering på Steam under Q2'26. Spelet positioneras som en AA-titel och har redan fått internationell uppmärksamhet genom Gamescom. Witchspire representerar en betydande investering, men också en potentiellt värdedrivande trigger. Lyckas Envar etablera Witchspire som franchise finns stora möjligheter till återkommande intäkter via expansioner och uppföljare, samtidigt som bolaget stärker sin position som spelstudio.

Outlook

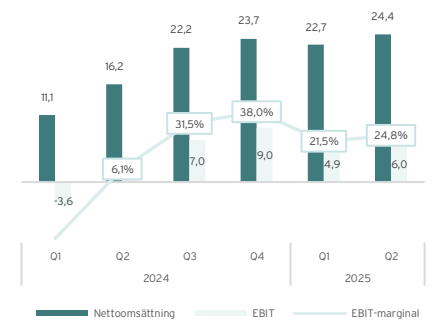
Envar har visat förmåga att kombinera lönsamhet med stark tillväxt, där omsättningen ökat från 20 MSEK 2021 till närmare 100 MSEK estimerat 2025E. Bolaget har en solid finansiell position med nettokassa på 54 MSEK, inga räntebärande skulder och stabila kassaflöden från outsourcingverksamheten. Detta ger trygghet inför lanseringen av Witchspire och skapar utrymme för fortsatt expansion. Med en växande trend mot outsourcing i branschen, en stark kundbas och ett kommande egenutvecklat spelsläpp ser vi Envar som väl positionerat för att fortsätta leverera tillväxt under lönsamhet. Vår bedömning är att kombinationen mellan den stabila outsourcingverksamheten i Envar Entertainment och potentialen i spelsläppet Witchspire via Envar Games utgör ett intressant investeringscase. På våra estimat finns en god uppsida på 36,4 % för 2026E och 33,4 % för 2027E, givet en värdering på 15x EBIT. Vid en multipel om 20x EBIT ökar uppsidan till 81,9 % för 2026E och 77,9 % för 2027E. Estimaterna är dock osäkra kring Witchspire i ett sådant här tidigt skede, men potentialen är hög vid en lyckad lansering.

(MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Envar Entertainment	65,2	73,1	101,0	117,0	128,1
Envar Games	n/a	n/a	n/a	39,2	35,4
Nettoomsättning	65,2	73,1	101,0	156,2	163,5
Tillväxt y-o-y	21,7%	12,1%	38,1%	54,7%	4,7%
Summa intäkter	75,2	87,2	133,6	194,6	199,7
EV/S	9,5	8,5	6,1	4,0	3,8
Bruttoresultat	35,7	40,6	50,4	97,7	99,5
Bruttomarginal	54,8%	55,6%	49,9%	62,5%	60,8%
Rörelsekostnader	-43,7	-41,4	-55,9	-74,7	-75,6
Tillväxt y-o-y	237,8%	-5,3%	35,0%	33,8%	1,2%
EBIT	2,0	13,3	27,1	61,4	60,0
EBIT-marginal	3,1%	18,2%	26,9%	39,3%	36,7%
EV/EBIT	305,8	46,5	22,9	10,1	10,3

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	54,0
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	675,0
Nettoskuld (MSEK)	-54,3
EV (MSEK)	620,7
Insiderägande	80,1%
Nästa rapport	2025-11-25

Helårsutveckling

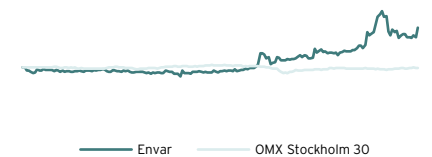


Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling sedan notering



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Envar	+36,7%	+107,7%	-

Key Insights



Lansering av Witchspire

En tydlig värde drivare i Envar är den planerade lanseringen av Witchspire i Q2'26, bolagets första egenutvecklade speltitel och IP. Spelet marknadsförs som ett survival-crafting adventure och släpps initialt i Steam Early Access, vilket ger möjlighet att bygga community, generera tidiga intäkter och successivt vidareutveckla produkten baserat på spelarnas feedback. Lanseringen blir en avgörande milstolpe för Envar Games och utgör en central trigger i investeringscasen.



Stabilitet inom outsourcing

Envar Entertainment utgör bolagets kärna och har visat stark tillväxt under god lönsamhet. Verksamheten har etablerat långsiktiga kundrelationer med flera av världens ledande spelutvecklare, däribland Riot Games, Tencent och Blizzard. Den stabila orderboken och den växande trenden mot outsourcing och co-development i branschen skapar goda förutsättningar för fortsatt expansion. Detta gör Envar Entertainment till en pålitlig intäktsmotor som bidrar med kassaflöden för att finansiera koncernens långsiktiga satsning på egen spelutveckling.



Tillväxt under lönsamhet

Sedan det första hela räkenskapsåret 2021 har Envar varit lönsamt och samtidigt uppvisat stark tillväxt. Omsättningen har ökat från 20,1 MSEK med en EBIT på 10,4 MSEK år 2021 till 73,1 MSEK med en EBIT på 13,3 MSEK år 2024. Bolaget har därmed etablerat sig som en preferred partner inom outsourcing och co-development, med flera av världens ledande spelutvecklare som återkommande kunder.

" Under årets första halvår har det lagts ett stort fokus på att öka Envars synbarhet på den internationella arenan genom deltagandet på internationella och nationella spelevent för att bredda kundbasen och öka försäljningstakten samt för varumärkesbyggnad."

- Atey Ghailan, VD Envar

Investeringscase

- Etablerad och lönsam verksamhet
- Preferred partner inom outsourcing och co-development
- Trend mot ökad outsourcing och co-development
- Skalbar affärsmodell med flexibel resursorganisation
- Trigger i första egenutvecklade spelet Witchspire
- Diversifierad verksamhet med outsourcing och spelutveckling
- Stark kundbas med stora globala speljättar
- Bevisad förmåga att växa med kunderna
- Möjligheter till fler egenutvecklade spel och DLC:s i framtiden
- Stark finansiell position

Kort om bolaget

Envar Holding AB är en svensk outsourcing- och utvecklingsstudio med inriktning på grafisk design, 3D-grafik, animation och illustration för spel- och underhållningsindustrin. Bolaget har byggt upp en stark position som partner till flera av världens största aktörer inom spelbranschen, däribland Riot Games, Netflix, EA Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games. Koncernen består av två helägda dotterbolag: Envar Entertainment och Envar Games.



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



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



Genom kombinationen av en lönsam outsourcingverksamhet och en satsning på egen IP-utveckling positionerar sig Envar som både en stabil tjänsteleverantör inom Gaming-sektorn och en spelstudio. Bolaget har idag över 30 anställda och 150 konsulter i över tjugo länder. Ledningens långsiktiga vision är att etablera Envar som en global hub inom underhållning med fokus på högkvalitativ spelgrafik, innovativa spelupplevelser och ett starkt varumärke.

Från Atey till en global koncern

Envar grundades 2020 av Atey Majeed Ghailan som efter flera år på Riot Games återvände till Sverige från Los Angeles för att starta en egen studio. Han hade då arbetat som illustratör och konceptutvecklare för några av världens mest kända speltitlar, däribland League of Legends, Assassin's Creed Unity, Star Citizen, Runeterra, Arcane och Valorant. Erfarenheten från Riot, där han var en del av teamet bakom Valorants grafiska och spelmässiga koncept, lade grunden för en förståelse av hur framgångsrika globala spel byggs och lanseras.

Bolaget inleddes i liten skala men växte snabbt till en internationell organisation med kreatörer i över tjugo länder. Från början låg fokus enbart på outsourcing och co-development genom Envar Entertainment, vilket gav tidiga samarbeten med aktörer som Riot Games, Blizzard och Netflix. Under 2022 tog Ghailan initiativ till att bredda verksamheten med egen spelutveckling, vilket ledde till bildandet av Envar Games. I dag kombinerar koncernen en stabil tjänsteverksamhet inom spelgrafik med utvecklingen av egna spel och har på kort tid etablerat sig som en internationell aktör med höga ambitioner. Bolaget noterades på Nasdaq First North Growth Market i december 2024 och har sedan dess levererat stark tillväxt. Nästa stora milstolpe är bolagets lansering av det egenutvecklade spelet Witchspire i Early Access på Steam under Q2'26.



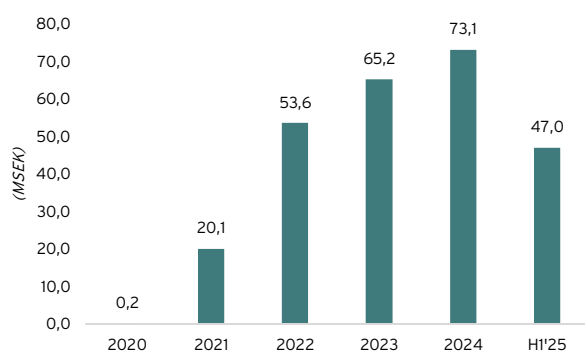
Lönsam tillväxt sedan start

Envar har sedan det första hela verksamhetsåret 2021 visat en tydlig förmåga att kombinera tillväxt med lönsamhet. Under 2021 uppgick omsättningen till cirka 20 MSEK med en EBIT på drygt 10 MSEK, vilket redan från början visade styrkan i affärsmodellen. Året därpå mer än fördubblades omsättningen till nästan 55 MSEK och rörelseresultatet steg till 21 MSEK.

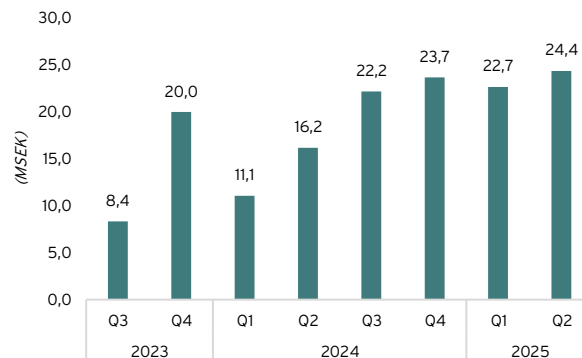
Expansionen fortsatte under 2023 när koncernen nådde en omsättning på drygt 75 MSEK. Det året inleddes dock en mer kapitalkrävande satsning på egen spelutveckling genom Envar Games, vilket tillfälligt pressade lönsamheten och EBIT sjönk till cirka 2 MSEK. År 2024 markerade ett nytt steg i bolagets utveckling med noteringen på Nasdaq First North Growth Market. Trots en fortsatt hög investeringsnivå levererade Envar sitt starkaste år hittills avseende intäkter med 87 MSEK i omsättning och 13 MSEK i EBIT.

Envar har också inlett 2025 starkt med god tillväxt och säkrandet av två stororders om 7,3 respektive 9,1 MSEK. Detta följdes också upp med en avtalsförlängning 1 oktober med ett ordervärde om cirka 23,0 MSEK under 12 månader. Under det första halvåret ökade omsättningen med 73 % jämfört med året innan till 47 MSEK och EBIT steg till närmare 11 MSEK, motsvarande en marginal på drygt 23 %. Envar har också en god finansiell ställning med en kassa om 54 MSEK och inga räntebärande skulder. Detta i kombination med en lönsam outsourcing- och co-development-verksamhet i Envar Entertainment, medför goda förutsättningar att finansiera lanseringen av sitt första egenutvecklade spel under Q2'26 och ändå fortsätta växa under lönsamhet.

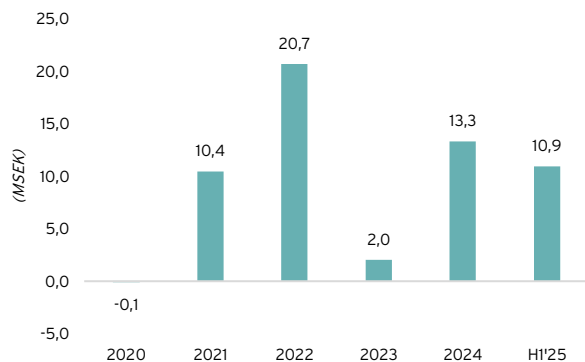
Nettoomsättning, årsvis, 2020-2025



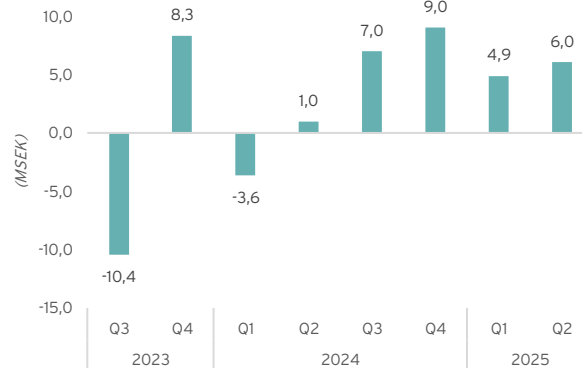
Nettoomsättning, kvartalsvis, 2023-2025



EBIT, årsvis, 2020-2025



EBIT, kvartalsvis, 2023-2025



Affärsmodell

Envar Holding driver en diversifierad affärsmodell som kombinerar stabila intäkter från outsourcing och co-development med den långsiktiga värdepotentialen i egen spelutveckling. Genom dotterbolaget Envar Entertainment levereras grafisk design, 3D-grafik, animation och illustration till några av världens största spelbolag, vilket skapar återkommande kassaflöden och starka kundrelationer. Verksamheten är skalbar genom ett globalt nätverk av konsulter och frilansare, vilket gör att bolaget kan anpassa kapaciteten efter projektens omfattning. Intäktsmodellen är ett traditionellt work for hire.

Parallellt driver dotterbolaget Envar Games utvecklingen av bolagets egna IP, där det första spelet Witchspire planeras lanseras i Early Access Q2'26. Genom att kombinera en lönsam tjänsteverksamhet med satsningar på egen spelutveckling skapar Envar en affärsmodell som både minskar risken och erbjuder betydande uppsida om de egna spelsatsningarna blir framgångsrika. Utöver direkta intäkter har Witchspire också potential att etablera en långsiktig franchise som kan expandera genom framtida DLC, uppföljare och spin-offs.

Witchspire kommer att följa en traditionell intäktsmodell med en engångsbetalning på cirka 30 USD för grundspelet. För att hålla kvar engagemanget och generera återkommande intäkter planerar Envar att löpande släppa expansioner och nedladdningsbart innehåll (DLC). Dessa kommer att variera mellan gratis och betalda paket, där de betalda väntas kosta mellan 5-20 USD, vilket gör att alla spelare kan fortsätta ta del av uppdateringar oavsett om de köper tillägg eller inte.

I ett internationellt perspektiv kan Envar jämföras med större outsourcingbolag som Keywords Studios och Virtuos, vilka byggt sina affärsmodeller på återkommande intäkter från outsourcing kombinerat med selektiva satsningar på IP och co-development. Skillnaden är att Envar, tack vare sin mindre storlek och mer fokuserade organisation, kan agera snabbare och med större kreativ frihet. Samtidigt innebär det att bolaget är mer beroende av en lyckad lansering av sitt första egenutvecklade spel för att etablera sig som ett spelutvecklingsbolag. De finns även mindre nordiska peers som har liknande modell med fokus på både co-development och outsourcing samt egna IP, så som Starbreeze, Enad Global 7, Coffee Stain Studios (del av Embracer) samt i viss mån Remedy.

Kunder

Envar har på kort tid etablerat sig som en pålitlig partner till några av de mest välkända aktörerna inom den globala spel- och underhållningsindustrin. Bland kunderna återfinns branschjättar som Riot Games, Blizzard, Tencent, Netflix, EA Games, Sony, Nickelodeon och Epic Games. Kundbasen är både internationell och diversifierad, men kännetecknas av långvariga samarbeten där uppdragen successivt växt i omfattning. Sedan 2021 har exempelvis intäkterna från Envars största kund, Riot Games, ökat med över 400 %, vilket illustrerar bolagets förmåga att skala upp relationer över tid. Ytterligare bevis på detta var de två stororders som kommunicerades under H1'25, där två befintliga kunder valde att förlänga avtalen med Envar. En av dessa kunder valde också att förlänga avtalet med ytterligare 12 månader i oktober 2025 efter det att de initiala 6 månaderna passerat till ett ordervärde om 23,0 MSEK. Detta bekräftar Envars position som en långsiktig och pålitlig partner till några av spelindustrins största aktörer.

Kundrelationerna bygger på hög kvalitet, leveranssäkerhet och anpassningsförmåga. Genom Envar Entertainments breda erbjudande inom grafisk design, 3D-grafik och animation kan bolaget leverera flexibla lösningar som ofta utgör en viktig del i större spelsatsningar. Det globala nätverket av kreatörer i över 20 länder gör det möjligt att snabbt skala upp resurser efter projektens behov, vilket är en konkurrensfördel i en bransch där outsourcing blir allt vanligare.

Samtidigt är kundbasen koncentrerad till ett antal större återkommande kunder, vilket innebär att en betydande del av intäkterna är knuten till långsiktiga samarbeten. Det gör relationerna både strategiskt viktiga och svåra för konkurrenter att ersätta, men innebär också en kundberoenderisk. Envars starka meritlista och referenser hos globala varumärken har dock skapat en position som preferred partner, vilket stärker möjligheterna att bredda kundbasen ytterligare.

Urval av kunder



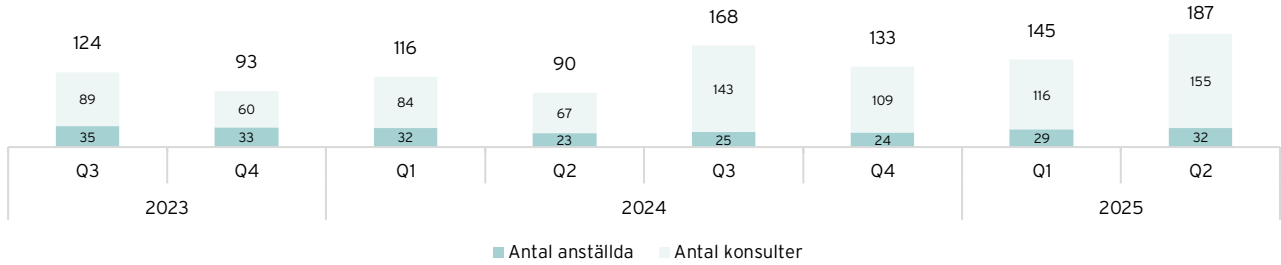
Envar Entertainment - stabil intäktsbas med globala kunder

Envar Entertainment är bolaget grundpelare och har snabbt blivit en ansedd aktör inom outsourcing och co-development för den globala spel- och underhållningsindustrin, där de ansvarar för delar av utvecklingsprocessen eller större projekt. Bolaget levererar grafisk design, 3D-grafik, illustration, animation, VFX, UI/UX och visual development till några av världens mest välkända varumärken, däribland Riot Games, Tencent och Blizzard. Verksamheten genererar stabila och återkommande intäkter och utgör därmed en viktig motvikt till den högre risk som är förknippad med renodlad spelutveckling, där framgången i hög grad avgörs av enskilda lanseringar.

Tillväxten har varit kraftig och i Q2'25 hade Envar ett globalt nätverk om 187 anslutna medarbetare. Genom långsiktiga kundrelationer har bolaget fått förtroendet att ta en allt större roll i kundernas projekt, vilket illustreras av de två stororders från befintliga kunder som offentliggjordes under 2025 med ett sammanlagt värde över 16 MSEK. En av dessa valde också att förlänga avtalet med ytterligare 12 månader i oktober 2025 efter det att de initiala 6 månaderna passerat, en order med ett värde om cirka 23,0 MSEK. Detta understryker Envars position som preferred partner hos flera av industrins största aktörer.

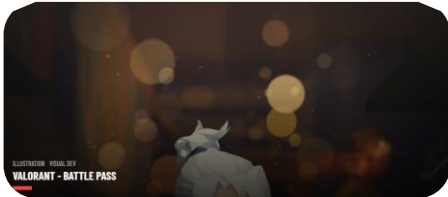
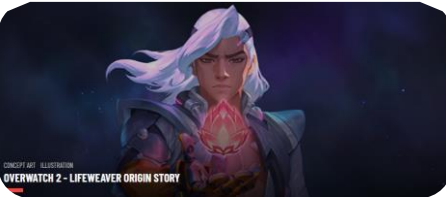
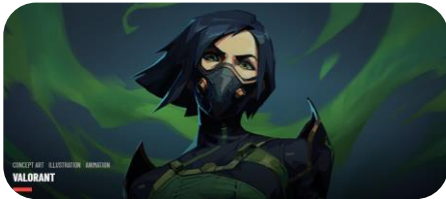
Vi ser den flexibla och skalbara organisationsmodellen som en av bolagets tydligaste konkurrensfördelar. Med kreatörer spridda över mer än 20 länder kan Envar snabbt anpassa kapaciteten efter projektens omfattning, vilket innebär styrkan att växa i goda tider men också att minska kostymen vid svagare efterfrågan. Denna anpassningsförmåga är enligt vår mening en central faktor bakom den höga lönsamheten. Bolagets satsningar på vidareutbildningar, konferenser och interna program har dessutom bidragit till att behålla nyckelkompetens och attrahera nya talanger, något vi bedömer som en viktig framgångsfaktor i en hårt konkurrensutsatt bransch. Antalet medarbetare och konsulter har vuxit snabbt. Under 2021 var Envar cirka 30 medarbetare för att under Q2'25 nå 187 konsulter och anställda.

Personalutveckling



Vår samlade bedömning är att den resa Envar gjort på bara några år är mycket imponerande. Från det första hela verksamhetsåret 2021 har bolaget etablerat en kundbas som inkluderar flertalet av de största aktörerna globalt. Vi anser att framgången kan i hög grad tillskrivas grundaren och VD Atey Ghailan, vars erfarenhet och nätverk har spelat en avgörande roll i att bygga både organisation och kundrelationer. Nedan finns ett urval av de projekt som Envar varit delaktiga i, och här återfinns spel som League of Legends och Valorant som är internationellt välkända med stora aktiva spelarbaser.

Urval av projekt



Envar Games - nästa tillväxtfas med egen spelutveckling

Envar Games är koncernens renodlade spelutvecklingsstudio och ansvarar för utvecklingen av bolagets egna IP. Bolaget grundades 2022 för att särskilja spelutvecklingen från outsourcingverksamheten i Envar Entertainment och har sedan dess byggt upp ett dedikerat team med fokus på att skapa långsiktiga värden genom egenutvecklade titlar. Visionen är att utveckla engagerande spelupplevelser som kan etablera sig som starka franchises över tid. Under 2024 och 2025 har studion förstärkts med flera nyckelrekryteringar inom programmering, 3D-art och ljuddesign, vilket bidragit till att bygga en organisation med kapacitet för större produktioner. I Q2'25-rapporten uppgav Ghailan att från och med augusti är utvecklingsteamet fullt rekryterat. Teamet består av vd Atey Ghailan, men också nyckelpersoner i form av Lead Producer Liam O'Neill med erfarenhet från Fatshark och Raw Fury samt Game Director Oliver Granlund med erfarenhet från Hazelight Studios.

Spelutvecklingen finansieras huvudsakligen av de stabila kassaflödena från Envar Entertainment, men också av kapitalet från emissionen i samband med börsnoteringen, vilket möjliggör en egenfinansierad satsning med bibehållet ägande av IP. Detta innebär att Envar behåller hela värdeskapandet från sina egna titlar och samtidigt kan styra över strategi, tidsplan och kommersiella beslut. Den första satsningen är Witchspire, ett open world survival-spel med planerad lansering i Early Access under Q2'26. Envar Games positionerar Witchspire som ett AA-spel, vilket markerar satsningen på att bygga en mellanstor, kvalitativ titel och etablera bolaget som en AA-studio.

Witchspire - det första egenutvecklade spelet

Witchspire är Envar Games första egenutvecklade speltitel och markerar startskottet för koncernens satsning på egna IP. Spelet presenterades på Future Games Show under Gamescom 2025, vilket gav det internationell exponering redan i ett tidigt skede. Witchspire planeras lanseras i Early Access på Steam under Q2'26 och positioneras som ett AA-spel. Lanseringen kommer att ske utan publishers, då Envar gjort bedömningen att de har kompetensen in-house.

Genremässigt placerar sig Witchspire inom survival-crafting adventure, likt titlar som Minecraft, Valheim och Palworld. Spelarna tar rollen som häxor och trollkarlar i en magisk och färgstark fantasivärld, som kan utforskas till fots, via portaler eller flygandes på en kvast. Världen är rik på magiska föremål och miljöer, och spelaren möter mystiska varelser som kan bli allierade och ge stöd i både strid och basbyggande. Magin är det centrala och genomsyrar allt du kan göra: bygga bas, utforska, samla, strida och utveckla förmågor och utrustning som vapen, kläder och amuletter. En central mekanik är Astral Projection som gör det möjligt att lämna kroppen och bygga fritt utan begränsningar. Spelet kan spelas både solo och i co-op-online med initialt upp till fyra spelare.

Lista över funktioner i Witchspire

I'm looking for... Survival	I'm looking for... Creature Collecting	I'm looking for... Adventure
Build freely with Astral Projection	Form bonds and level them	Explore gorgeous hand-crafted biomes
Master a cosmos of upgrades	Discover unique and rare variants	Traverse the skies by Broom
Magically conjure and harvest resources	Assign tasks to your Familiars	Play solo or in co-op
Craft and loot useful gear	Use special abilities in combat	Travel in style with magic
Battle wild and corrupted creatures	Unique creatures to different biomes	Adventure through ancient ruins

Till skillnad från många andra titlar i genren, som ofta utspelas i dystopiska miljöer, vill Witchspire skapa en mer färgstark och upplevelserik värld med inslag av både äventyr, magi och utforskning. Ambitionen är att attrahera en bredare publik inom survival-segmentet, där framgångar som Valheim och Palworld tydligt visat den kommersiella potentialen för väl genomförda Early Access-lanseringar.

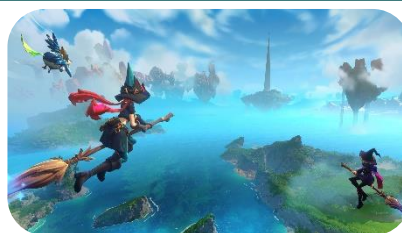
Lanseringsstrategin bygger på Early Access, där spelare får tillgång till en tidig version till reducerat pris samtidigt som Envar Games kan samla in feedback och bygga en community inför den fullständiga lanseringen. Under utvecklingen planeras kontinuerliga uppdateringar med fler varelser, magiska system, storyelement och nya miljöer. Modellen är etablerad i genren och gör det möjligt att iterera baserat på användarnas preferenser, vilket ökar chansen till långsiktig framgång.

Vi bedömer detta som en klok strategi som kombinerar tidig intäktsgenerering med ett närmare samarbete med spelarna. Enligt community-notes på Steam förväntas Witchspire befinna sig i Early Access i minst ett år, men inte mycket längre än så. Spelet kommer att lanseras på PC via Steam, men konsolversioner undersöks också inför den slutgiltiga lanseringen⁵⁸.

Spelet utvecklas i Unreal Engine 5, vilket möjliggör hög grafisk kvalitet och ett visuellt tilltalande uttryck. Envar har dessutom knutit till sig erfarna röstskådespelare, däribland Victoria Atkin och Matthew Mercer, kända från spel som Assassin's Creed respektive Overwatch.

Vi ser Witchspire som ett potentiellt genombrottsprojekt för Envar Games. Om lanseringen blir lyckosam kan detta innebära stora intäkter och det finns sedan även betydande möjligheter till framtida intäktsströmmar genom till exempel expansioner och DLC. Om Witchspire skulle slå stort finns det möjligheter att etablera titeln som en franchise med framtida uppföljare. Samtidigt är satsningen förenad med risk, då det är bolagets första egenutvecklade titel och konkurrensen inom gaming generellt och även survival-genren specifikt är hård. Sammantaget bedömer vi att Witchspire utgör en option på betydande framtida tillväxt och en satsning som kan bli definierande för Envars utveckling som spelutvecklingsbolag.

Witchspire med Early Access-lansering under Q2'26



Recensioner och initiala reaktioner

Witchspire har ännu inte släppts, då Early Access-lansering sker först under Q2'26, så därför finns det inte så många recensioner och betyg att tillgå än. Flera recensenter/preview-skribenter har varit positiva efter att ha sett spelet på Gamescom. Flera har ställt sig positiva till att Witchspire plockat bort vissa delar som är vanliga inom survival-genren, som till exempel hunger, törst och att vapen slits.

Urval av kommentarer från recensenter/preview-skribenter



*"I hate the survival genre, but Witchspire may just change my mind. Blending the vibrant visuals of Genshin Impact with the creature-catching survival elements of Palworld, Witchspire is my Gamescom favorite."*¹⁹

- Lauren Bergin, PCGamesN



*"If you were interested to try out Valheim or Palworld but wanted a more cozy version, then Witchspire may be your perfect match! This looks like a huge and polished project so I'm really excited!"*²⁰



*"If you're drawn to survival games with soul, whimsy, and wonders to tame, Witchspire is one to watch."*²¹

Marknaden för external development

Den största verksamhetsdelen inom Envar är för närvarande Envar Entertainment, som fokuserar på outsourcing och co-development. Nedan är en kort genomgång om vad de båda begreppen innebär. Ofta används external development (outsourcing) som ett paraplybegrepp, där co-development är en underkategori, och omfattar hela spektrumet av samarbeten med externa aktörer.

External development/Outsourcing

Outsourcing, eller external development, innebär att en spelstudio lägger ut vissa delar av utvecklingen på en extern partner. Det kan handla om uppgifter som grafisk produktion, kvalitetskontroll (QA), lokalisering, portning eller teknisk utveckling. Syftet är ofta att tillföra specialiserad kompetens, öka flexibiliteten och kunna skala upp eller ner projekt beroende på behov, utan att bygga samma kapacitet internt.

Co-development

Co-development går ett steg längre och innebär ett djupare och mer långsiktigt samarbete. I stället för att bara bidra med enskilda resurser eller timmar, tar den externa partnern ansvar för hela funktioner, spelsegment eller till och med plattformar, och bygger dessa tillsammans med inhouse-teamet. På så sätt integreras partnern i utvecklingsprocessen och blir en aktiv del av kärnproduktionen.

Spelutveckling har de senaste åren blivit mer omfattande och komplex. Projekt som tidigare kunde färdigställas på cirka tre till fyra år kräver idag betydligt fler personer och en utvecklingstid på fyra till sju år. Det beror både på att spelen blivit större och att de tekniska kraven har ökat. Detta har gjort att external development blivit allt vanligare där delar av utvecklingen läggs ut på externa aktörer. Samtidigt växer distributed development som innebär att flera team på olika platser i världen arbetar tillsammans på samma projekt¹⁻².

Både external och distributed development svarar mot de krav som dagens spel ställer i form av avancerad grafik, komplex spelmekanik och realistisk fysik. Det gör det också möjligt för utvecklare att möta den höga takten av spelsläpp som konsumenter numera förväntar sig. Stora aktörer som Ubisoft och Activision använder redan globala nätverk av studios för att utveckla sina viktigaste titlar, samtidigt som även mindre aktörer använder externa partners för att tillföra specialiserad kompetens¹⁻².

Prognoser för den framtida marknadstillväxten varierar, med uppskattade årliga tillväxttal (CAGR) i intervallet 7,5-17,1 %. En rimlig utgångspunkt är dock medianprognosen på omkring 7,9 %, som ligger närmast en branschgemensam konsensus. När det gäller marknadsstorlek för external development beräknas denna under 2025 uppgå till cirka 0,7-1,5 miljarder USD, även om bedömningarna skiljer sig åt mellan olika marknadsanalyser.

Analyshus	Period	CAGR
360iResearch ³	2025-2030	7,5%
ResearchAndMarkets ⁴	2025-2030	7,5%
Market.us ⁵	2025-2034	17,1%
Exactitude Consultancy ⁶	2024-2034	7,5%
Valuates Reports ⁷	2024-2030	7,9%
Verified Market Reports ⁸	2026-2033	10,5%
DataHorizzon Research ⁹	2025-2033	14,1%
Median		7,9%
Snitt		10,3%

Outsourcing av spelgrafik, innehåll och mobilspelutveckling framstår som de tydligaste tillväxtmotorerna, där prognoserna pekar på fortsatt stark tvåsiffrig utveckling inom dessa delsegment. Tillväxten drivs både av den ökade efterfrågan på stora mängder nytt material till live service-spel och av mobilmarknadens höga releasefrekvens med korta utvecklingscykler.

Samtidigt används extern utveckling i högre grad som ett strategiskt verktyg för att hantera kostnader och risker i en osäker marknad, vilket gör outsourcing till en flexibel lösning för skalbarhet. Trenden pekar också mot en förskjutning från renodlade produktionsuppdrag till mer omfattande co-development-partnerskap, där leverantörer tar större ansvar genom hela utvecklingscykeln. Nya teknologier som avancerade spelmotorer och realtidsrendering höjer kvalitetskraven och gör det svårt för enskilda studios att själva täcka hela kompetensbehovet, vilket ytterligare stärker behovet av externa samarbeten.

Sammantaget väntas co-development och outsourcing förbli en grundpelare i spelindustrin, där kostnadsoptimering, flexibilitet och tillgång till nischad expertis blir avgörande drivkrafter. Samtidigt skapar AI nya möjligheter för spelutveckling, men bidrar samtidigt till osäkerhet kring framtidens arbetsfördelning mellan interna och externa resurser¹⁻⁹.

“Even amidst a cautious market, external development spending is sustained, indicating its increasing strategic value within the game development industry.”

- XDS, 2025 Insights on external development for the video game industry

Den globala spelmarknaden

Enligt Newzoos "Games Market Report 2025" så förväntas 2025 uppvisa en måttlig men stabil tillväxt i både antal spelare och betalande användare. Marknaden bedöms dock fortfarande befinna sig i en mognadsfas. Fokus fortsätter att skifta mot att behålla spelare och utveckla mer innovativa former av intäktsgenerering. Antalet betalande användare växer snabbare än intäkterna, vilket innebär att den genomsnittliga konsumtionen per betalande spelare väntas minska något fram till 2028²².

Enligt Newzoo beräknas den globala spelarbasen uppgå till omkring 3,6 miljarder spelare år 2025, en tillväxt om 4,4% y-o-y. Detta motsvarar 61,5% av världens internetanvändare, och andelen spelare i relation till den totala onlinepopulationen väntas därefter stagnera. Newzoo uppgav att Generation Alpha (födda 2010 och senare) utgör en allt större andel av spelarbasen, och då särskilt på PC. Antalet Steam-spelare kommer fortsätta växa snabbare än den bredare PC-populationen, särskilt i Kina och Japan²².

Segmentsfördelning av 3,6 miljarder spelare globalt (2025)²²

PC	Konsol	Mobil
936 miljoner spelare <i>+3,1% y-o-y</i>	645 miljoner spelare <i>+2,5% y-o-y</i>	3 miljarder spelare <i>+4,5% y-o-y</i>

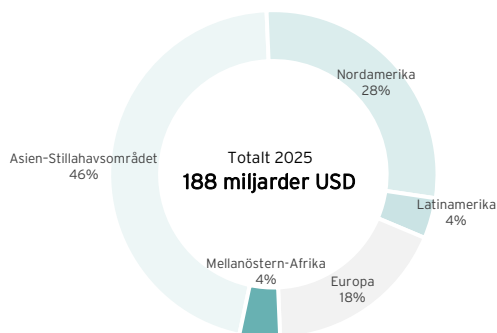
De globala spelintäkterna förväntas upp till 188,8 miljarder USD år 2025, vilket var en ökning med 3,4% y-o-y. Den högsta andelen av intäkterna kommer från mobil följt av konsol och PC. PC-intäkterna väntas uppgå till 39,9 miljarder USD under 2025, en ökning med 2,5%, drivet av fortsatt spelartillväxt i framför allt Kina och Japan samt en stark lanseringsplan under årets första hälft och flera större titlar under andra halvan. Konsolintäkterna prognostiseras till 45,9 miljarder USD, motsvarande en ökning med 5,5%, där tillväxten främst förklaras av lanseringen av ny hårdvara som Nintendo Switch 2, högre mjukvarupriser och flera stora spelsläpp. Mobilintäkterna beräknas samtidigt nå 103,0 miljarder USD, en ökning med 2,9%, med den starkaste tillväxten i mobilfokuserade tillväxtregioner men en lägre ökningstakt i Asien-Stillahavsområdet. I de västerländska marknaderna pågår en anpassning till nya direkt-till-konsument-modeller, samtidigt som regulatoriska förändringar påverkar branschen globalt²².

Intäktsfördelning mellan plattformar (2025)²²

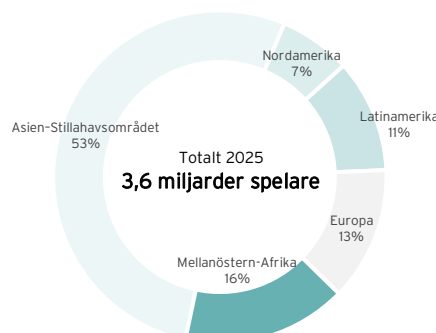
PC	Konsol	Mobil
39,9 miljarder USD <i>+2,5% y-o-y</i>	45,9 miljarder USD <i>+5,5% y-o-y</i>	103,0 miljarder USD <i>+2,9% y-o-y</i>

Enligt Newzoos prognoser väntas den globala spelmarknaden växa med en årlig genomsnittlig tillväxttakt (CAGR) på omkring 3,4 % mellan 2025 och 2028, motsvarande en ökning från 188,8 miljarder USD till 206,5 miljarder USD. Konsolmarknaden förväntas stå för den snabbaste tillväxten med en CAGR på 4,7 %, drivet av ny hårdvara och stora spelsläpp. PC-marknaden väntas växa med 3,3 % årligen, främst tack vare fortsatt expansion i Kina och Japan, medan mobilmarknaden beräknas öka med mer måttliga 2,2 % per år. Jämfört med perioden 2022-2025, då PC växte med 4,1 %, mobil med 2,7 % och konsol med 2,0 %, innebär detta en tydlig förskjutning där konsolsegmentet tar över som den främsta tillväxt drivaren²².

Geografisk intäktsfördelning²²



Geografisk spelarfördelning²²
























Konkurrenssituation

Envar Games - egen spelutveckling

Konkurrensen inom spelutveckling är väldigt hög och präglas av en stor bredd av aktörer, från mindre indieutvecklare till globala jättar som Activision Blizzard, Tencent, Nintendo, EA och Ubisoft med flera. Enligt Statista finns det över 89 000 spel tillgängliga på Steam, där över 15 000 spel publicerades bara under 2024²³.

Urval av spelutvecklare

AAA-spel	       
AA-spel	       
A-spel	    

För ett nytt IP som Witchspire innebär det att Envar konkurrerar om både spelarnas uppmärksamhet och pengar, i en marknad där etablerade varumärken ofta har starka distributionsnätverk och stora marknadsföringsbudgetar. Samtidigt finns det en trend där nischade titlar från mindre studios kan nå bred framgång globalt, vilket exempelvis Palworld och Valheim visar. Envars utmaning blir att positionera Witchspire som ett unikt spel som skiljer sig från andra titlar och nå ut brett med marknadsföring. Givetvis är kvaliteten och spelupplevelsen avgörande för att spelet ska bli lyckosamt, men marknadsföringen är väldigt viktig för att nå igenom brusets.

Jämförbara titlar inom survival-genren

Survival-crafting kännetecknas av resursinsamling, basbyggande och progression genom utforskning. Spel som Minecraft, Valheim och ARK: Survival Evolved har visat att genren kan attrahera massmarknaden. Framgångarna för nyare titlar som Palworld och Enshrouded understryker att intresset är fortsatt starkt. Witchspire skiljer sig mot många titlar i genren, då mycket fokus ligger på magi och färgstarka miljöer, snarare än dystopiska och dystra spelmiljöer. Det finns som sagt många lyckosamma lanseringar i genren, men konkurrensen är hård. Det är dock en intressant genre som kan attrahera stora spelarbaser om Witchspire skulle bli en lyckosam lansering.

Urval av titlar inom survival-crafting

Spel	Utvecklare	Utgivning	Kort om spelet	Försäljning/spelare
Palworld	Pocketpair	2024 (EA)	Survival-crafting med fångst/tämning av "Pals", basbyggande och co-op.	32 miljoner spelare under första året (feb, 2025) ¹⁰
Valheim	Iron Gate Studio	2021 (EA)	Co-op survival i nordisk mytologi; biomer, bossar, basbyggande.	Över 12 miljoner sålda ex (sep, 2025) ¹¹
ARK: Survival Evolved	Studio Wildcard	2017	Dino-survival med tämning, baser och stora öppna kartor.	76,5 miljoner installationer, inkl. 38,4 miljoner från gratis kampanjer (juni 2022) ¹²
Grounded	Obsidian Entertainment	2022	Co-op survival där du är förminskad i en trädgård; utforskning och basbyggande.	Över 15 miljoner spelare (dec, 2022) ¹³
Enshrouded	Keen Games	2024 (EA)	Fantasy-survival med magi, byggande och upp till 16-spelars co-op.	Över 4 miljoner sålda exemplar (april, 2025) ¹⁴
V Rising	Stunlock Studios	2022 (EA)	Vampyr-survival med basbyggande, bossar och progression.	Över 5 miljoner sålda exemplar (jan, 2025) ¹⁵
Core Keeper	Pugstorm	2022 (EA)	Co-op sandbox/mining-survival med resurser, crafting och bossar.	Över 3 miljoner sålda exemplar (sept, 2025) ¹⁶
Minecraft	Mojang Studios	2011	Block-sandbox med survival-läge, crafting och enorm kreativ frihet.	Över 350 miljoner sålda exemplar (2025) ¹⁷
Outward	Nine Dots Studio	2019	Survival-RPG med magi, co-op och tuffa resurshanteringsval.	Över 1 miljon sålda exemplar (dec, 2020) ¹⁸

Envar Entertainment - outsourcing och co-development

På outsourcingmarknaden är konkurrensen också hög. Här möter Envar både stora internationella studios med global leveranskapacitet och mindre nischade aktörer som konkurrerar med pris eller specialisering. Marknaden präglas av en strukturell trend där fler spelutvecklare lägger ut arbete externt, vilket skapar tillväxtmöjligheter men lockar också fler leverantörer. För att behålla konkurrenskraften krävs därför att Envar fortsätter leverera hög kvalitet och flexibilitet, faktorer som enligt XDS Insights är de främsta urvalsparametrarna vid val av partners². Envars etablerade relationer med aktörer som Riot Games, Tencent och Blizzard visar på en stark position, men konkurrensen om stora kontrakt är fortsatt hård och riskerna består i att andra leverantörer kan erbjuda lägre pris eller mer specialiserad kapacitet.

Några av de främsta konkurrenterna inom outsourcing och co-development är onoterade idag, där Keywords Studios och Virtuos är de två största. Keywords Studios var länge noterade men köptes upp för £2,2 miljarder under 2024 av EQT, Temasek och CPP Investments. Bolaget har gjort över 50 förvärv under 2013-2021 och vår bedömning är att bolaget kommer att fortsätta konsolidera branschen. Virtuoso och Room 8 Group har också gjort flertalet strategiska förvärv, men inte alla i samma omfattning som Keywords Studios. En konsolidering sker i branschen, vilket skapar fler och fler större aktörer.

Konsolideringen i branschen innebär både risker och möjligheter för Envar. När stora aktörer växer genom förvärv kan de vinna de mest omfattande projekten, dra nytta av skalfördelar och därigenom pressa priserna samtidigt som de har större resurser att investera i till exempel utveckling, säkerhet och compliance. Detta skapar en hårdare konkurrenssituation för mellanstora studios. Samtidigt finns en tydlig möjlighet för Envar att fortsätta profilera sig som en specialiserad partner som levererar högkvalitativt arbete med stor flexibilitet. I takt med att publishers söker både bredd och spets kan Envars styrka ligga i att kombinera kreativa specialisttjänster med nära kundrelationer.

Onoterade konkurrenter

Bolag	Huvudkontor	Anställda (ca)
Keywords Studios ²⁴	Irland	13 000+
Virtuos ²⁵	Singapore	4 200+
Weta FX ²⁶	Nya Zeeland	2 000+
Room 8 Group ²⁷	UK/USA/Kanada	1 100+
Starloop Studios ²⁸	Spanien	1 000+
Lakshya Digital ²⁹	Indien	800+
Technicolor Games ³⁰	Storbritannien	450+
Pingle Studio ³¹	Cypern	400+
Kevuru Games ³²	Ukraina	300+
Streamline Studios ³³	USA/Malaysia	300+
Juego Studios ³⁴	Indien	300+
N-iX Games ³⁵	Malta	210+
EJAW ³⁶	Estland/USA	100+
Whimsy Games ³⁷	UK	75+

Det finns begränsat med peers som är noterade, men vi har valt ut de som vi anser vara mest lika Envar. Det bolag som är mest jämförbart av de noterade bolagen och kan ses som en konkurrent är enligt oss PlaySide. Övriga bolag är i viss mån konkurrenter och erbjuder co-development, outsourcing och work-for-hire, men enligt vår bedömning utgör de inte några direkta konkurrenter. Vår bedömning är att de främsta konkurrenterna återfinns bland de onoterade bolagen.

Noterade konkurrenter

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 PAYDAY 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.
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 Control, Alan Wake och Max Payne. 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.

Envar - Från outsourcing till eget spelsläpp

Realistic vs. stylized art

Inom spelutveckling kan grafisk design ofta kategoriseras i två huvudsakliga inriktningar: realistic art och stylized art. Realistic art syftar till att återge verkligheten med hög detaljrikedom och trovärdighet, ibland i en så hög grad att det benämns som hyperrealism. Denna estetik kännetecknas av avancerad 3D-modellering, fotorealistiska texturer samt sofistikerad ljussättning och animationer som tillsammans skapar en känsla av realism. Storspel som Call of Duty, Red Dead Redemption och The Last of Us är typiska exempel där målet är att förmedla en så verklighetstrogen spelupplevelse som möjligt⁵⁶.

I motsats till detta bygger stylized art på konstnärlig tolkning snarare än direkt avbildning. Här används ofta handmålade texturer, cel-shading, överdrivna proportioner och färgstarka paletter för att skapa världar som är mer uttrycks- och fantasifulla än realistiska. Exempel på denna inriktning är The Legend of Zelda: Breath of the Wild och Cuphead. Även Envar har profilerat sig inom detta segment, med särskild spetskompetens inom stylized art, där färg, form och lekfullhet används för att skapa starka visuella identiteter för både kunduppdrag och även den egna titeln Witchspire⁵⁶.

I en intervju har Ghailan framhållit att Envar Entertainment valt att specialisera sig inom stylized art, där konkurrensen enligt honom är lägre än inom realistic art⁵⁷. Vi har inte funnit några oberoende källor som entydigt bekräftar eller motsäger detta påstående, men det är tydligt att många AAA-produktioner drivs mot hyperrealism. Hyperrealism är både kostnads- och resurskrävande, och därmed ofta förknippad med större budgetar och längre produktionscykler. Vår bedömning är att detta gör att outsourcingbolag i allt högre grad söker positionera sig inom det realistiska segmentet, då det innebär större intäktsmöjligheter och ökad trygghet genom längre kontrakt.

Även om realism ställer höga krav på tekniska färdigheter och avancerade produktionsflöden, är stylized art i högre grad beroende av konstnärlig kompetens och skapande förmåga. Till skillnad från de tekniska kompetenser som kan läras in och förfinas genom träning, är förmågan att skapa stilerad grafik nära knuten till konstnärlig talang och känsla för form, färg och uttryck. Detta gör att det stylized-segmentet i högre grad blir personberoende och svårare att standardisera, men samtidigt utgör en strategisk fördel för aktörer som Envar, som har specialiserat sig inom denna nisch och kan leverera högkvalitativt innehåll. Vår bedömning är att detta är något av en dold konkurrensfördel för Envar, då vi tror att det är svårare att nischas ut och locka till sig den typen av kreativ kompetens. Vi bedömer också att stylized art är mer skyddat från prispress från aktörer i låglöneländer på grund av detta, då det är svårare att hitta den här typen av kompetens.

Realistisk/hyperrealistisk



Stiliserad



Fördelar och nackdelar

	Realistisk/hyperrealistisk	Stiliserad
<p>Fördelar</p> <p>✓</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Stark inlevelse och känslomässig tyngd • Visuell wow-effekt • Passar genrer där realism är viktigt (t.ex. simulatorer, krigsspel, sport osv) 	<ul style="list-style-type: none"> • Tidlös estetik, åldras långsammare • Kreativ frihet och unik identitet • Lägre tekniska krav, fungerar på fler plattformar • Förbättrad spelbarhet genom tydliga visuella signaler
<p>Nackdelar</p> <p>✗</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dyrt och tidskrävande att producera • Kräver kraftfull hårdvara, risk för prestandaproblem • Snabbt daterat i takt med teknisk utveckling • "Uncanny valley" om inte perfekt (stel mimik, konstiga ögon etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kan uppfattas som "barnsligt" av vissa spelare • Risk för smalare målgrupp • Kräver hög konstnärlig kompetens och konsekvent stil

AI - hot eller en möjlighet?

I XDS rapport "Insights on external development for the videogame industry 2025" uppgav 15 % av publishers och 22 % av service providers att AI är ett av de största framtida hoten mot branschen, vilket fångar osäkerheten kring AI och hur det kan komma att påverka efterfrågan på extern utveckling/outsourcing. Samtidigt har användningen av AI tagit fart, där 78 % av publishers använder eller planerar att använda AI det kommande året jämfört med 56 % av service providers. I en intervju med Ghailan arbetar Envar idag aktivt med cirka 20 projekt och inget av dessa använder AI. Ingen kund har bitt Envar att använda AI, utan tvärtom så får de inte använda AI. Detta på grund av compliance-skäl och att Envar till 100% måste äga det de skapat⁵⁷.

Topp 5 bästa användningsområdena för AI just nu *(genomsnitt publishers och service providers)*

1. Mötesanteckningar - 61 %
2. Visual development - 45 %
3. Översättning - 32 %,
4. Lokalisering - 20 %
5. Programmering - 18 %.

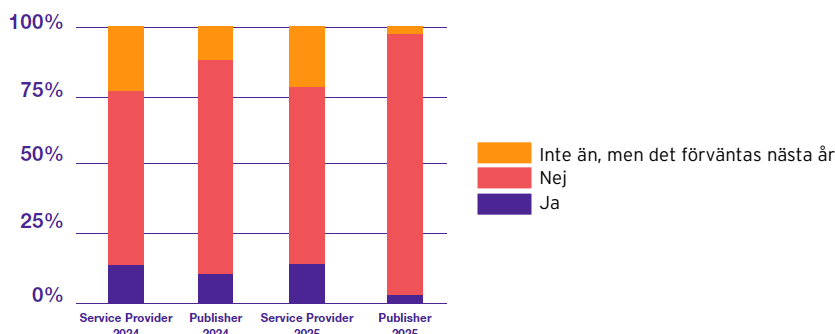
Topp 3 bästa användningsområdena framgent

- | Publischers | Service providers |
|---------------------------------|---|
| 1. Idé-generering - 23 % | 1. Automatiskt-/Procedurgenererat innehåll - 16 % |
| 2. Concept Art - 18 % | 2. Programmering - 14 % |
| 3. QA (kvalitetssäkring) - 15 % | 3. Concept Art - 11% |

Enligt rapporten används AI främst inom enklare områden som mötesanteckningar och översättning, men att användningsområdena förväntas breddas. Det råder som sagt osäkerhet om hur AI kommer att påverka branschen och framtidens spelutveckling framåt, men att AI kommer användas brett och få en central roll framgent är nog ingen vild gissning om man får tro rapporten. I XDS-rapport uppgav 40 % av service providers och 32 % av utvecklare/publishers jobbförskjutning som en av de största riskerna med AI inom extern utveckling.

Varken effekten på efterfrågan eller hur AI kommer påverka kostnaden för utveckling är självklar. Konsensus enligt rapporten är att man ännu inte vet hur kostnadsutvecklingen kommer att påverkas framgent. AI verkar ännu inte ha påverkat efterfrågan på extern utveckling/outsourcing i någon högre utsträckning. Service providers såg ingen större förändring på efterfrågan relaterat till AI under 2025 jämfört med 2024. Färre publishers uppgav till och med att AI påverkat efterfrågan negativt. Sammanfattningen är egentligen att AI kommer att vara en viktig faktor i branschen, men ingen vet i dagsläget exakt vilken roll AI kommer att ha eller hur det kommer att påverka.

Upplevd arbetsminskning till följd av AI



Den grundläggande logiken bakom external development är oförändrad. För spelutvecklare och publishers är den främsta drivkraften i samarbeten med externa partners möjligheten att flexibelt skala upp eller ned kompetens efter behov.

Undersökningen visar också att kvalitet fortsatt är den avgörande urvalsparametern vid val av leverantör, något som 75 procent av respondenterna framhåller som viktigast. Detta understryker att även om kostnadseffektivitet och tillgång till resurser är viktiga faktorer, så är leveransförmåga och hög kvalitet det som ytterst avgör valet av partner.

Varför utvecklare och publishers arbetar med tjänsteleverantörer

1. Flexibilitet att skala upp eller ned kompetens - 73 %
2. Att bygga mer innehåll och fler funktioner - 63 %
3. Kostnadsbesparingar - 63 %
4. Tillgång till specialistkompetens - 40 %
5. Innehåll för live services - 25 %

För Envar innebär utvecklingen kring AI både potentiella risker och möjligheter. XDS Insights pekar ut Concept Art som ett av de områden där AI väntas få störst genomslag framöver, vilket kan innebära viss press på delar av bolagets erbjudande. Samtidigt frigör tekniken resurser som gör det möjligt att ta större projekt inom co-development med kunder. Envars styrka ligger i att bolaget redan har långvariga relationer med ledande internationella aktörer, vilket signalerar hög kvalitet i leveranserna. Det är också i linje med XDS data som visar att kvalitet är den viktigaste urvalsparametern för 75 % av utvecklare/publishers vid val av externa partners. Utifrån vad Ghailan uppgav i intervjun verkar AI inte vara ett hot överhuvudtaget i nuläget, då Envar inte får använda AI i sina kundprojekt i dagsläget⁵⁷. Förändras detta har Envar kompetensen att kombinera sin spetskompetens och innovation med AI för att öka effektiviteten utan att kompromissa på kvalitet. Detta innebär att AI inte nödvändigtvis är ett hot mot Envars affärsmodell, utan snarare en strukturell förändring som kan förstärka bolagets position om det lyckas kapitalisera på tekniken och samtidigt vårda sina starka kundrelationer.

Finansiell ställning

Vid utgången av Q2'25 uppgick Envars anläggningstillgångar till totalt 29,4 MSEK, varav immateriella tillgångar stod för 25,6 MSEK, materiella tillgångar för 1,8 MSEK och finansiella tillgångar för 2,0 MSEK. Omsättningstillgångarna uppgick till 19,2 MSEK, där posten främst utgjordes av kundfordringar på 4,3 MSEK, övriga fordringar och upplupna intäkter på cirka 14,9 MSEK samt skattefordringar på 0 MSEK.

Likvida medel uppgick till 54,3 MSEK, vilket ger en stark nettokassa då bolaget saknar räntebärande skulder. På skuldsidan redovisade Envar långfristiga skulder om 2,8 MSEK (huvudsakligen uppskjuten skatteskuld), samt kortfristiga skulder på 14,5 MSEK, främst leverantörsskulder (5,6 MSEK) och upplupna kostnader (3,9 MSEK).

Översikt Q2'25

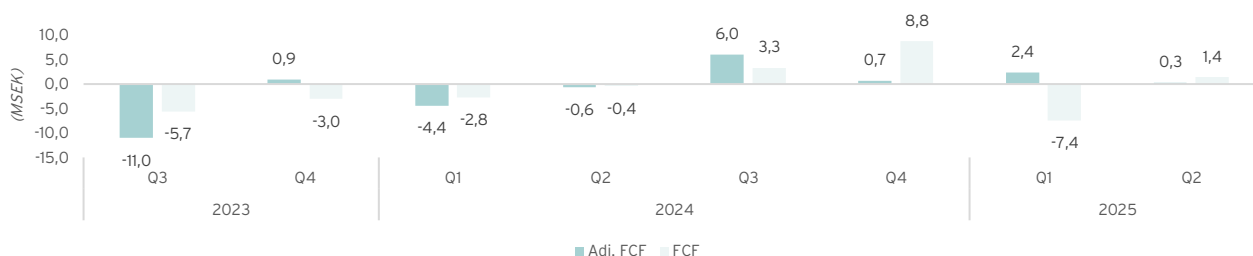
Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
25,6 MSEK	1,8 MSEK	83,2%
Kassa	Räntebärande skulder	Nettoskuld
54,3 MSEK	0,0 MSEK	54,3 MSEK

Under första halvåret 2025 redovisade Envar ett negativt fritt kassaflöde på -6,0 MSEK (-3,2), men justerat för förändringar i rörelsekapital var kassaflödet positivt med 2,6 MSEK (5,0). I samband med noteringen under Q4'24 tillfördes bolaget 44,8 MSEK, vilket bidrog till att kassan vid utgången av Q2'25 uppgick till 54,3 MSEK.

Sedan etableringen av Envar Games och satsningen på utvecklingen av Witchspire har bolagets OPEX ökat, vilket tillfälligt pressat lönsamhet och kassaflöde. Trots att Witchspire ännu inte genererar intäkter är likviditeten stark och kassaflödena relativt stabila. Vår bedömning är att Envar är väl rustat för att finansiera färdigställande och marknadsföring inför den planerade lanseringen i Q2'26.

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

Fritt kassaflöde, kvartalsvis, 2023-2025



Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
12 500 000	51,6 SEK	645,0 MSEK
Antal aktieägare	Insynsägande	Free float
812	80,1%	19,9%

Bolaget har totalt 12 500 000 utestående aktier och antalet aktier efter utspädning anges vara 13 014 780, vilket innebär att 514 780 optioner är utestående. Grundare och vd Atey Ghailan innehar hela 80,0% av de utestående aktierna. Bland övriga insynspersoner återfinns styrelseordförande Emil Daugaard med 15 772 aktier (0,13%) och styrelseledamot Ewelina Petterson med 755 aktier (0,01%). Näst största ägare är Måns Flodberg med 8,6% av kapitalet, mest känd som grundare och vice VD på Modular Finance. Övriga ägare är privatpersoner med mindre andelar.

Ägare	Antal aktier (m)	Kapital	Röster
1. Atey Ghailan	10,00	80,0%	80,0%
2. Måns Flodberg	1,07	8,6%	8,6%
3. Avanza Pension	0,47	3,8%	3,8%
4. Gunnar Gillberg	0,10	0,8%	0,8%
5. Nordnet Pensionsförsäkring	0,08	0,7%	0,7%
6. Erik Wehtje	0,08	0,6%	0,6%
7. Stefan Hermansson	0,06	0,5%	0,5%
8. Nordnet Livsförsäkring AS	0,06	0,5%	0,5%
9. Klaus Scherrer	0,05	0,4%	0,4%
10. John Bäck	0,05	0,4%	0,4%

Organisation

Styrelse

Emil Daugaard, styrelseordförande och operativ rådgivare sedan 2024



Bakgrund: Magisterexamen i företagsekonomi och Filosofiekandidatexamen i rättsvetenskap vid Örebro universitet samt studier vid Stockholms universitet och University of Essex, UK.

Pågående uppdrag: Ledamot och ordförande i Reklambyrån Liljedals AB, Mintec Paper AB, Staga Sweden AB, Kredlo AB, Captea Markets AB och Captea Holding AB.

Innehav: 15 772 aktier samt kvalificerade personaloptioner

Inte oberoende i förhållande till Bolaget och dess ledning, inte oberoende i förhållande till större aktieägare.

Ewelina Pettersson, styrelseledamot sedan 2024



Bakgrund: Master i International Business Administration, Linköpings universitet. Ewelina är för närvarande Head of IR på Humana AB och har tidigare arbetat på Spotlight Stock Markets informationsövervakning och notering samt arbetat med IR på Autoliv Inc.

Pågående uppdrag:

Innehav: 755 aktier

Oberoende i förhållande till Bolaget och dess ledning, oberoende i förhållande till större aktieägare.

Amanda Bergerståhl, styrelseledamot sedan 2024



Bakgrund: Jur.kand, Uppsala universitet 2009. Amanda har tidigare varit Head of Legal på Humana AB.

Pågående uppdrag: Ledamot i High Coast Advisory AB.

Innehav: 0 aktier

Oberoende i förhållande till Bolaget och dess ledning, oberoende i förhållande till större aktieägare

Ledning

Atey Ghailan, VD sedan 2022



Bakgrund: Kurs på LTU i skapande i form och bild samt flertalet onlinekurser på Schoolism och CGMA academy. Atey har erfarenhet inom spelutveckling och grafisk formgivning från Riot Games.

Pågående uppdrag:

Innehav: 10 000 000 aktier

Emma Wikblom, CFO sedan 2024



Bakgrund: Examen som redovisningskonsult vid Stockholms internationella handelshögskola. Emma är auktoriserad redovisningskonsult sedan 25 november 2021 via SRF Konsulterna.

Pågående uppdrag: VD och ledamot i WI Account AB samt ledamot i Wist & Partners AB och Wist & Partners Group AB.

Innehav: 0 aktier

Risker

Kundberoende

Envar har ett begränsat antal stora internationella kunder som står för en betydande del av omsättningen. Bland dessa återfinns aktörer som Riot Games, Tencent och Blizzard. Dessa kunder fungerar inte bara som viktiga intäktskällor utan även som referenser som stärker Envars marknadsposition. Förlusten av en eller flera nyckelkunder skulle därför få en betydande negativ effekt på både intäkter och bolagets förmåga att vinna nya uppdrag.



Medel

Misslyckad lansering av Witchspire

Envars långsiktiga tillväxtstrategi bygger i stor utsträckning på att Witchspire, bolagets första egenutvecklade speltitel, blir en framgång. Spelet representerar en betydande investering och är centralt för att etablera Envar som en AA-studio på den globala marknaden. Om lanseringen inte tas emot väl, försenas eller inte lever upp till spelarnas förväntningar kan det leda till uteblivna intäkter, försämrat kassaflöde och svårigheter att finansiera framtida projekt. Ett misslyckande skulle även kunna urholka marknadsförtroende för Envars förmåga att bygga egna IP, vilket gör detta till den enskilt största strategiska risken för bolaget.



Hög

Konkurrens

Spel- och outsourcingmarknaden är mycket konkurrensutsatt med aktörer i olika regioner och storlekar, från mindre studios till globala jättar. Envar konkurrerar både inom outsourcingtjänster och i spelutveckling, där Witchspire ska etableras i en genre med hög konkurrens. För att behålla sin position måste bolaget leverera hög kvalitet och innovation. Misslyckanden här kan leda till pressade marginaler, minskad marknadsandel och svårigheter att attrahera nya kunder och spelare.



Hög

Personal- och talangförsörjning

Envar är beroende av tillgången på kvalificerade utvecklare, designers och artister. Bolaget anlitar i dagsläget över 150 konsulter och ett 30-tal anställda globalt. Brist på kompetens eller svårigheter att attrahera nyckelpersoner kan försena projekt, försämma leveranskvaliteten och påverka relationen till kunder negativt.



Låg

Valutarisker

Envar bedriver verksamhet på en global marknad och har både intäkter och kostnader i flera olika valutor. Den största exponeringen finns mot USD, eftersom en stor del av bolagets kunder är internationella spelutvecklare som faktureras i dollar. Förändringar i växelkurser, särskilt mellan USD och SEK, kan därför få en direkt påverkan på rapporterade resultat och nyckeltal, även om en stor del av betalflödena sker i samma valuta och därmed delvis neutraliserar effekten.



Medel

Kapitalbehov vid fortsatt expansion

Trots en stark kassaposition (54,3 MSEK per Q2 2025) kommer utvecklingen och lanseringen av Witchspire att kräva fortsatt kapital. Om intäkterna från outsourcing inte utvecklas enligt plan, eller om utvecklingen av Witchspire blir mer kostsam än beräknat, kan bolaget behöva ta in ytterligare externt kapital. Det finns en risk att detta sker på villkor som är ogynnsamma för befintliga aktieägare, men vi bedömer denna risk som låg.



Låg

Beroende av nyckelperson

Envar är i hög grad förknippat med sin grundare och VD, Atey Ghailan, som både byggt upp bolagets nätverk av internationella kunder och drivit den kreativa visionen bakom Witchspire. Hans bakgrund från Riot Games och starka renommé i branschen har varit avgörande för att etablera bolaget som en trovärdig partner till ledande aktörer. Om Atey skulle lämna bolaget eller minska sitt engagemang finns en risk att kundrelationer, varumärkesvärde och den långsiktiga strategiska riktningen påverkas negativt. Envar arbetar för att bredda ledningsgruppen och minska personberoendet, men beroendet av nyckelpersoner är fortsatt en risk.



Låg

Antaganden för Early Access (Year 1)

Witchspire kommer att lanseras som Early Access under Q2'26, men exakt lanseringsdatum har ännu inte fastställts. Envar har uppgett att priset kommer att ligga runt 30 USD. Det är osäkert att göra estimat för hur en lansering kommer att mottas av spelarna och hur många som faktiskt kommer att köpa spelet, speciellt i ett sådant här tidigt skede. Antagandena blir teoretiska, men utgör vårt basscenario.

Utfallsintervallet för spellanseringar är väldigt brett och det gäller även för survival- och crafting-genren. Genren har de senaste åren visat sig vara ett av de mest expansiva segmenten på PC-marknaden, där flera spel som Minecraft, ARK: Survival Evolved och Palworld blivit globala succéer med miljontals spelare. Andra lyckosamma lanseringar, men inte i samma magnitud som ovan nämnda, är Enshrouded och V Rising. Enshrouded från Keen Games nådde över 2 miljoner spelare inom en månad efter sin Early Access-release i början av 2024³⁸. V Rising, utvecklat av svenska Stunlock Studios, har i sin tur byggt en långsiktig försäljningssvans och passerade 5 miljoner spelare mellan 2022-2025⁴⁰. I det övre spannet återfinns Sons of the Forest, uppföljaren till kultspelet The Forest, som sålde över 2 miljoner exemplar på bara 24 timmar efter lanseringen i februari 2023³⁹.

Andra spel i samma genre är Planet Crafter och Abiotic Factor, utvecklade av de mindre studiorna Miju Games och Deep Field Games. Abiotic Factor sålde 250 000 kopior de första åtta dagarna och nådde 600 000 sålda exemplar efter tre månader⁴¹. The Planet Crafter sålde totalt 730 000 exemplar under Early Access (cirka 2 år), vilket kan sättas i relation med att 241 000 hade spelet i wishlist på Steam innan Early Access-lansering och 750 000 i slutet av Early Access-perioden. Sedan när 1.0 lanserades såldes ytterligare 337 000 kopior på åtta veckor⁴².

Översikt för The Planet Crafter

	Early Access	1.0
Wishlist före lansering	241 000	750 000
Wishlist	750 000 (i slutet av EA)	984 000 (8 veckor efter lansering av 1.0)
Sålda kopior		
Dag 1	33 000	37 000
Vecka 1	102 000	135 000
Månad 1	240 000	260 000
Sålda kopior totalt	730 000 under EA	1 070 000 totalt (8 veckor efter lansering av 1.0)

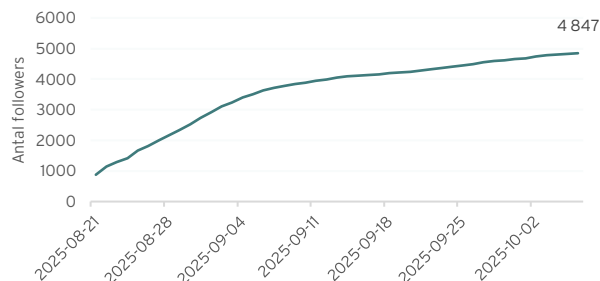
Followers, Wishlist och konvertering till försäljning

En viktig datapunkt är hur många som har spelet i sin wishlist på Steam. Detta kan fungera som underlag för att estimerar försäljningen under den första tiden via Steam wishlists/sales ratio. Gamalytic har studerat ungefär 700 spel med minst 5 000 wishlists och minst 500 sålda exemplar under första månaden. Enligt Gamalytic konverteras i genomsnitt 22 % av wishlists till köp under första veckan och 27 % under första månaden. För Early Access-spel ligger siffran lägre, runt 20 %, medan fulla releaser ofta når närmare 30 %⁴³. Det förekommer stor variation även här och konvertering beror också på priset på spelet och även vilka betyg/recensioner spelet får.

Det går dock inte att se hur många som har spel på sin wishlist, men däremot kan man se hur många som följer ett spel. Followers är dock inte detsamma som antalet personer med spelet på wishlist. GameDiscovers och GameWorldObservers data visar att wishlists för icke-lanserade spel i snitt är cirka 12,37x högre än followers, med ett spann på 7x-20x⁴⁵⁻⁴⁶. Det är fortsatt väldigt tidigt och det var nyligen Envar annonserade Witchspire, men enligt SteamDB så följer 4 847 personer Witchspire och detta placerar spelet på plats 583⁴⁴. Detta skulle indikera 50 000-60 000 wishlists i nuläget sedan spelet annonserades 21 augusti. Detta kommer var en intressant datapunkt att följa framåt när marknadsföring startar och mer information samt material lanseras. Kommande betyg och recensioner kommer också vara viktigt att följa då högre betygsatta spel tenderar att konvertera fler från wishlist till faktiska köp⁴³. En annan aspekt är att om antalet followers och wishlists ökar kraftigt, kommer detta att fångas upp av Steams algoritmer och ge spelet ytterligare exponering, vilket i sin tur kan leda till ännu större synlighet samt fler followers och wishlists.

Våra estimat bygger således på antalet followers inför lansering, som sedan konverteras till wishlist för att sedan estimerar försäljning. Vi har i vårt basscenario räknat med cirka 30 000 followers inför lansering, vilket skulle innebära en estimerad wishlist om 371 100.

Siffran baseras på att Witchspire redan har uppnått 4 847 followers på kort tid, trots att marknadsföringen inte inletts på allvar och varken demo eller gameplay-trailer har släppts. Som jämförelse har vi analyserat antalet följare inför lansering för 16 spel inom samma kategori, samt ett urval av Indie/AA-titlar i priskategorin 12,99-39,99 €. Medianvärdet i urvalet uppgick till 46 100 followers, med ett spann mellan 9 649 och 342 426.



Jämförelse followers inför lansering

Spel	Utvecklare	Lansering	1.0 Direkt	Followers D1	Followers W1	Followers M1	Followers
Manor Lords	Slavic Magic / Hooded Horse	2024-04-26	Nej	342 426	407 722	441 118	533 983
Palworld	Pocketpair	2024-01-19	Nej	176 165	361 217	482 969	601 507
Gray Zone Warfare	Madfinger	2024-04-30	Nej	142 305	182 589	197 180	227 256
Hades 2	Supergiant Games	2024-05-06	Nej	139 657	185 486	204 152	263 488
Enshrouded	Keen Games	2024-01-24	Nej	132 180	197 107	245 655	352 340
Bodycam	Reissad Studio	2024-06-07	Nej	97 792	140 670	181 888	267 454
Helldivers 2	Arrowhead / Sony	2024-02-08	Ja	62 883	106 878	227 656	475 008
Pacific Drive	Ironwood / Kepler	2024-02-22	Ja	47 264	66 041	76 416	109 553
V Rising	Stunlock Studios	2022-05-17	Nej	44 936	101 496	147 485	293 598
Grounded	Obsidian Entertainment	2020-07-28	Nej	32 748	73 556	106 754	324 946
The Planet Crafter	Miju Games	2022-03-24	Nej	23 504	43 442	64 444	165 023
Abiotic Factor	Deep Field / Playstack	2024-05-03	Nej	17 948	34 202	51 236	117 479
Core Keeper	Pugstorm	2022-03-08	Nej	16 136	40 079	65 041	158 888
Valheim	Iron Gate	2021-02-02	Nej	16 098	90 306	234 993	503 747
Balatro	LocalThunk / Playstack	2024-02-20	Ja	10 169	19 063	32 797	99 159
Another Crab's Treasure	Aggro Crab	2024-04-25	Ja	9 649	18 138	28 659	44 747
Snitt				81 991	129 250	174 278	283 636
Median				46 100	95 901	164 687	265 471
<i>Ökning followers från D1</i>					<i>108,0%</i>	<i>257,2%</i>	<i>475,9%</i>

Vi utgår i våra estimat att Witchspire uppnår 30 000 followers inför lansering, vilket ligger till grund för våra estimat i vårt basscenario. Detta är något lägre än medianvärdet för jämförelsegruppen. Detta ger följande estimat framåt.

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

	Followers	Followers/Wishlist	Est. wishlist
Nuläge	4 847	12,37	59 957
Estimat inför lansering	30 000	12,37	371 100
	Est. wishlist	Wishlist/sales conversion	Sålda spel
Vecka 1	371 100	22,0%	81 642
Månad 1	371 100	27,0%	100 197

Enligt data från GameDiscoverCo för spel lanserade mellan 2020 och 2023 varierade förhållandet mellan försäljning under den första veckan och helårsintäkterna (År 1) betydligt, från under 2x till över 6x. Medianvärdet uppgick till cirka 3,16x, vilket innebär att ett spels totala försäljning under det första året i genomsnitt var drygt tre gånger så höga som försäljningen från lanseringsveckan⁴⁷. Detta skulle indikera 343 985 sålda spel under första året. Priset vi räknar med kommer att vara 29,99 USD, vilket är i linje med prisbilderna som kommunicerats.

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

Sålda spel, vecka 1	81 642
<i>År 1 sales i relation till Vecka 1</i>	<i>3,16x</i>
Sålda spel, år 1	257 989
Pris per spel (USD)	30,0
Total försäljning, år 1 (USD)	7 739 662
<i>Stams (Valve) revenue share</i>	<i>30%</i>
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	5 417 763
<i>USD/SEK</i>	<i>9,4</i>
Total försäljning (SEK)	50 926 973

Enligt flertalet källor tar Steam (Valve) 30% av den totala försäljningen via Steam Distribution Agreement⁴⁸. Valve har dock fått kritik att detta är alldeles för högt, då exempelvis Epic Games tar en lägre andel. Detta har medfört att Valve sett över sin modell och deras andel numera kan sänkas till 25% och 20% om spelet säljer för över 10 MUSD respektive 50 MUSD⁴⁹.

Sammanfattningsvis innebär våra estimat att Witchspire kommer att generera cirka 50,9 MSEK (5,4 MUSD) första året i Early Access efter Steams avgifter. Utifrån bolagets kommunikation kommer spelet att befinna sig i Early Access i cirka 1 år, så detta blir även intäktsgenereringen för Early Access-perioden som helhet. Vi jämförde våra estimerade intäkter i Early Access om 5,4 MUSD med 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic), där medianintäkter i Early Access låg på 7,3 MUSD. I vårt urval uppgick medianen för antal sålda spel Year 1 till cirka 250 000 sålda spel, vilket är i linje med våra estimat för Witchspire. Detta är vårt basscenario, vilket kan komma att ändras framöver när recensioner och betyg inkommer, mer information om spelet släpps och mer marknadsföring har genomförts. Vi har räknat med att försäljningen är relativt framtung och att en majoritet av försäljningen Year 1 sker under de sex första månaderna.

Antaganden för lansering 1.0 (Year 2)

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

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

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

Est. Early Access försäljning	257 989
<i>1.0 vs Early Access</i>	0,7x
Sålda spel, år 2	180 592
Pris per spel (USD)	27,0
Total försäljning, år 2 (USD)	4 875 987
Steam (Valve) revenue share	30%
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	3 413 191
<i>USD/SEK</i>	<i>9,4</i>
Total försäljning, år 2 (SEK)	32 083 993

Vi har räknat med att försäljningen är relativt framtung och att 70% av försäljningen Year 2 sker under de sex första månaderna, och majoriteten av intäkterna inkommer 2027. Under 2028 kommer också försäljning att ske, som kan ses som en long-tail-försäljning. Vi estimerar att denna försäljning kommer att hamna på cirka 60 000 spel under H2'28, där vi drar ner snittpriset mot 20,0 USD på grund av rabatter och kampanjer.

Intäkter från DLC:s

Envar planerar att lansera två DLC:s under de första 18 månaderna efter 1.0-lanseringen, vilket vi bedömer kommer att stärka intäkterna under 2028. Vi räknar med lansering av den första DLC:n under Q1 '28 och den andra under Q4'28. Enligt GamesDiscoverCo säljer DLC:s i genomsnitt motsvarande 5-8 % av antalet sålda spelkopior⁶³. Utfallet varierar dock kraftigt beroende på innehåll och omfattning, där större DLC:s i vissa fall har uppnått en konverteringsgrad på upp till 25 %. Vår bedömning utgår från en mer konservativ konverteringsgrad på 10 %. Vid Q1 '28 estimerar vi att antalet sålda spel uppgår till cirka 384 000 vid lanseringen av den första DLC:n och omkring 468 000 vid lanseringen av den andra DLC:n i Q4'28.

Översikt, DLC:s

Lansering	DLC 1 Q1'28	DLC 2 Q4'28
Antal sålda spel vid lansering	384 403	468 581
Andel köper DLC	10%	10%
Antal sålda DLC:s	38 440	46 858
Pris per DLC (USD)	9,99	9,99
Totala intäkter (USD)	384 019	468 112
Steam (Valve) revenue share	30%	30%
Försäljning efter avgifter till Steam	268 813	327 679
<i>USD/SEK</i>	<i>9,4</i>	<i>9,4</i>
Total försäljning (SEK)	2 526 844	3 080 179

Detta innebär att de två planerade DLC:s tillsammans skulle generera cirka 5,6 MSEK efter avgifter till Valve/Steam. Sammantaget innebär dessa antaganden att Witchspire inbringar omkring 90,9 MSEK i intäkter från grundspelet och ytterligare cirka 5,6 MSEK från DLC-försäljning. Totalt motsvarar det intäkter på cirka 96,5 MSEK fram till 2028.

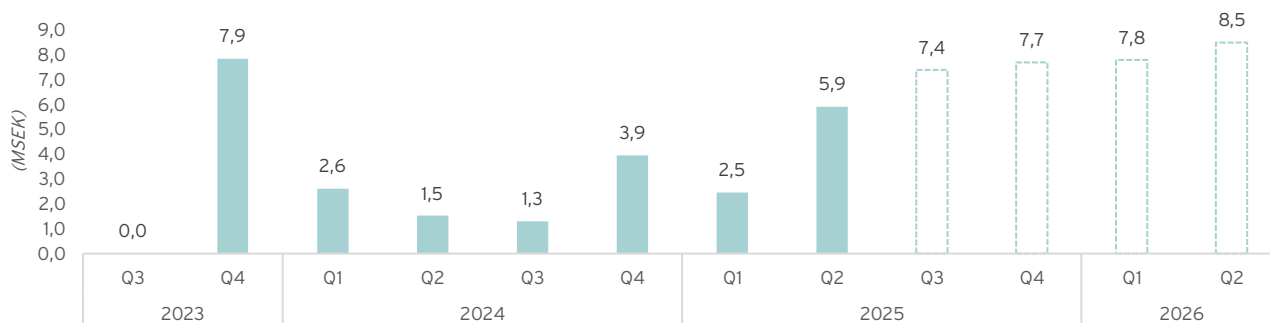
Våra estimat indikerar en total försäljningsvolym på omkring 500 000 exemplar av Witchspire, vilket sätts i relation till antalet sålda spel i vårt urval om 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic) med en median om 462 000 sålda spel. Sammantaget pekar våra antaganden på en lyckad och stabil lansering för ett första spel, även om den förväntade prestationen inte når upp till nivåerna hos de mest framgångsrika titlarna inom genren.

Det bör samtidigt understrykas att utfallsintervallet är brett. I ett svagare scenario kan försäljningen understiga 100 000 exemplar, medan ett mer optimistiskt scenario innebär potential för en hit med 1-5 miljoner sålda exemplar.

Utvecklingskostnader för Witchspire

Sedan Q4'23 har Envar aktiverat utvecklingskostnader om totalt 25,6 MSEK, men innan dess kostnadsfördes utvecklingskostnaderna direkt över resultaträkningen. Enligt våra antaganden kommer totalt cirka 57,0 MSEK att ha aktiverats fram till Q2'26, vilket i vårt scenario ungefär motsvarar produktionsbudgeten för Witchspire från start till Early Access-lansering. Detta innebär ökade aktiveringar kommande kvartal nu när teamet är komplett och slutfasen i att färdigställa spelet inför Early Access-lansering inleds. I en intervju uppgav Ghailan att produktionsbudgeten ungefär kommer att landa på 70,0 MSEK för Early Access-versionen, och våra antaganden om aktiverade utvecklingsutgifter i kombination med tidigare kostnadsförda utvecklingskostnader landar ungefär i den häraden.

Aktiverade utvecklingskostnader, Witchspire



Det finns ingen specifik definition för AA-spel och vad produktionsbudgeten brukar ligga på. Digital Bros uppger att deras produktionsbudget för AA-spel ligger mellan 10-30 MEURO, vilket är relativt högt jämfört med andra källor vi hittat. Flera källor menar att AA-spel ofta har en budget på 2-8 MUSD, men sällan över 10 MUSD⁵⁰. Thunderful Group har uppgett att deras utvecklingskostnader för AA-spel uppgår till 2-8 MEURO per spel⁵¹, vilket stämmer överens med tidigare källa.

Ett exempel på ett spel med mindre utvecklingsbudget i samma genre som Envar är Palworld, som hade utvecklingskostnader på 6,8 MUSD⁵² och nådde 32 miljoner spelare under första året. Ett annat exempel är spelet Dave the Diver med produktionskostnader under 10 MUSD som var det bäst säljande spelet på Steam under två veckor (juli, 2023) och sålde över 3 miljoner kopior⁵³. Det finns givetvis en rad exempel på framgångsrika titlar som utvecklats med relativt begränsade produktionsbudgetar, liksom flera projekt som inte nått framgång. Dessa exempel ska därför främst ses som jämförelsepunkter. Mot den bakgrunden framstår ett antagande om cirka 70 MSEK i produktionskostnader för Witchspire fram till Early Access som en rimlig nivå, och stämmer väl överens vad Ghailan kommunicerat. I grafiken ovan visar vi våra antaganden fram till Early Access-lansering. Vi estimerar även att aktiveringarna kommer att fortsätta efter detta, då arbetet inför lansering av 1.0 samt utveckling av DLC:s påbörjas.

Marknadsföringskostnader och kostnader för Unreal Engine

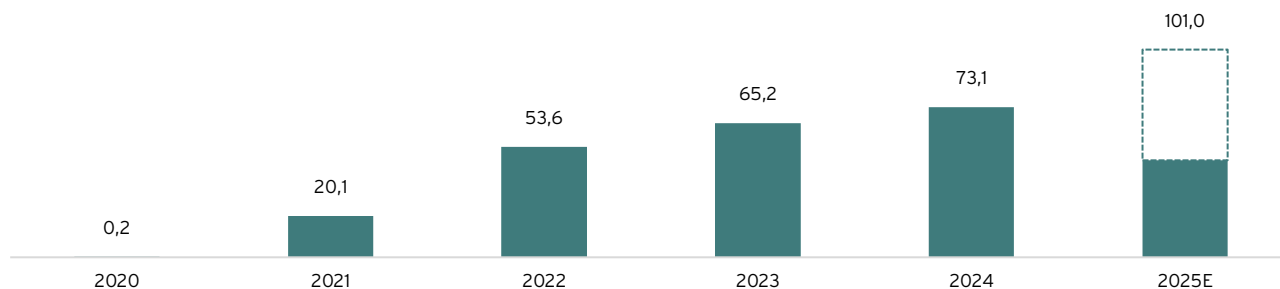
Enligt flertalet källor ligger marknadsföringskostnaderna ofta i intervallet 25-50% av totala produktionskostnader för spelet⁵⁴⁻⁵⁵. Detta är pengar som ska användas till att bygga synlighet globalt, delta på större mässor, köra kampanjer med influencers med mera. Envar har ett partnersamarbete med en aktör för att driva marknadsföring och PR för spelet. Samarbetet innebär bland annat förberedelser av en butiksida och presskontakter till spelets annonsering som genomfördes på världens största spelmässa, Gamescom, som gick av stapeln i augusti 2025. Med en antagen produktionskostnad om 70 MSEK är en rimlig marknadsföringsbudget inför Early Access inom intervallet 17,5 och 35 MSEK. Vi väljer att anta att Envar väljer att pusha på med marknadsföring och då placerar sig i det högre spannet om cirka 30 MSEK under 2025-2026, varav cirka 16 MSEK spenderas under 2026 och 14 MSEK under 2027. Detta baseras på vår bedömning att Envar kommer att satsa på marknadsföring både inför Early Access- och 1.0-lanseringen, samt planerar att delta på flera mässor och aktivt bygga upp Envar Games som varumärke. Detta medför att Envar når break-even för utvecklingskostnaden och marknadsföringskostnaderna 2028, och att efterföljande framtida long-tail-försäljning och DLC-försäljning blir rena intäkter. Marknadsföringskostnaderna kan möjligen ligga något högt, men vår bedömning är att Envar avser att investera i att etablera sina varumärken och sätta Envar Games på kartan, där Witchspire utgör den första milstolpen.

Witchspire är byggt på Unreal Engine, vilket innebär att Envar betalar Royalty till Unreal. Unreal tar 5 % royalty på bruttointäkterna från spelet, men först när intäkterna överstiger 1,0 MUSD per spel och kalenderår. Med brutto avses här intäkter efter plattformavgifter (t.ex. Valve/Stears andel) och exklusive försäljningsskatter/moms. Det innebär att om Envar tjänar mindre än 1,0 MUSD på ett spel under ett år betalas ingen royalty. När gränsen passerats betalar Envar 5 % endast på den del som överstiger 1,0 MUSD, inte på hela summan. Detta innebär att royaltys kommer att uppgå till cirka 2,1 MSEK under Early Access i vårt scenario med en försäljning om cirka 50,9 MSEK efter Valve/Stears avgifter.

Intäkter för Envar Entertainment

Envar Entertainment är det verksamhetsben som är intäktsbringande idag, då Envar Games ännu inte lanserat något spel. Tillväxten har varit stark sedan start och bolaget har på rullande 12 månader omsatt 92,9 MSEK (Q3'24-Q2'25). Enligt våra estimat kan Envar under 2025E uppnå en omsättning på 101,0 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 38,2 % jämfört med 2024. Detta efter ett starkt H1'25, där bolaget uppvisade en tillväxt om 104,9% under Q1'25 respektive 50,8% under Q2'25. Envar går dock upp mot svårare jämförelsekvartal i H2'25, vilket medför att vi estimerar en lägre tillväxttakt procentuellt under H2'25.

Nettoomsättningsutveckling, 2020-2025E



Envar har mottagit två stora orders under H1'25 från två befintliga kunder om 9,1 MSEK respektive 7,3 MSEK. Avtalslängden uppgick till 6 månader där första startade i april och andra under Q2'25. Den första ordern om 9,1 MSEK var mer än en fördubbling jämfört med föregående år, och kommer vara en tillväxt drivare under H2'25. Intressant är att den 1 oktober kommunicerade Envar om rekordstor order värd 23,0 MSEK från en ledande utvecklare inom Battle Royale som sträcker sig över ett år. Detta verkar vara en avtalsförlängning från avtalet som kommunicerades 23 mars. Detta är mycket positivt ur både ett intäktsperspektiv, men också att det bekräftar Envars position som en långsiktig och pålitlig partner till några av spelindustrins största aktörer. Det är dock svårt att avgöra hur mycket dessa orders i sig kommer att påverka intäkterna, då intäkterna är beroende av den underliggande aktiviteten.

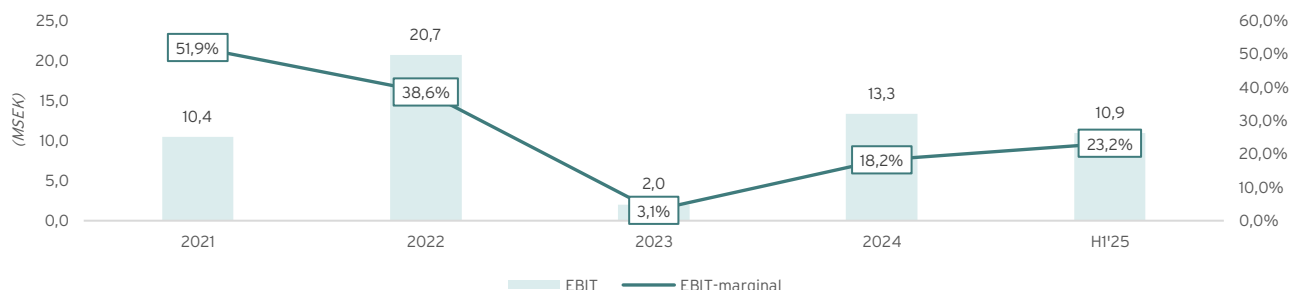
Översikt större orders, 2025

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

Utvecklingen av *Witchspire* inleddes 2022, och året därpå grundades Envar Games för att driva satsningen vidare. Under 2021 och 2022 uppvisade bolaget höga EBIT-marginaler, men investeringarna i egen spelutveckling tyngde lönsamheten under 2023, då EBIT föll från 20,7 MSEK till 2,0 MSEK. Detta berodde på att spelutvecklingskostnaderna då kostnadsfördes direkt över resultaträkningen.

Under Q4'23 påbörjade Envar aktiveringen av spelutvecklingsutgifter, vilket tillsammans med ökade intäkter bidrog till att lönsamheten förbättrades under 2024 och 2025. Vår bedömning är att Envar Entertainment, som fristående enhet, uppvisar en stark lönsamhet med EBIT-marginaler kring 30 %. Det indikerar att segmentet sannolikt genererar omkring 30 MSEK i EBIT under 2025E, även om detta delvis maskeras av satsningen på Envar Games. Eftersom bolaget numera aktiverar utvecklingsutgifter för *Witchspire* ger EBIT under 2025E en mer rättvisande bild av den underliggande lönsamheten, exklusive Envar Games som ännu inte bidrar med intäkter.

EBIT- och marginalutveckling, 2020-2025



Värdering

Key stats

Antal aktier	12 500 000	Börsvärde (MSEK)	675,0
Aktiekurs (SEK)	54,0	Nettoskuld (MSEK)	-54,3
		Enterprise value (MSEK)	620,7

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	92,9 MSEK	EV/S	6,7
EBIT	26,9 MSEK	EV/EBIT	23,1
Vinst	21,8 MSEK	P/E	30,9
FCF	9,3 MSEK	EV/FCF	66,4

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

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

Källa: Börsdata

Nyckeltal, R12

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
77,5%	29,8%	29,0%	23,5%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
21,8%	6,6%	25,5%	64,1%

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-funderat 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 bas i Stockholm. Bolaget utvecklar och publicerar spel för PC, konsol och mobil, och har en portfölj bestående av 11 live-spel med både egna och tredjeparts-IP:n. Verksamheten bedrivs genom fem operativa enheter: Daybreak Games (MMO och publishing), Big Blue Bubble (casual- och mobilspel), Fireshine Games (fysisk och digital distribution), Piranha Games (action- och FPS-titlar) samt Petrol (marknadsföring och kampanjstrategi). EG7 kombinerar original-IP med co-development och work-for-hire, och har medverkat i lanseringen av över 2 000 globala titlar, däribland Call of Duty, Doom, Diablo 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 indie- 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 spel- och underhållningskoncern med bas i Karlstad. Verksamheten bedrivs genom tre huvudområden: <i>Coffee Stain & Friends</i> , med fokus på indie- och free-to-play-spel; <i>Middle-earth Enterprises & Friends</i> , som samlar AAA-utveckling och starka IP som <i>The Lord of the Rings</i> och <i>Tomb Raider</i> ; samt <i>Asmodee</i> , en global ledare inom bräd- och kortspel. Kombinationen av egna IP, brett publiceringsnätverk och samutveckling gör Embracer till en mångfacetterad aktör med både digital och fysisk närvaro.
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.

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

Bolagsnamn	Börsvärde	EV	EV/S		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
			R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år	R12	Snitt 3år
Beyond Frames	183	174	1,2	1,6	12,6	21,2	neg.	neg.	neg.	neg.
Embracer	23 953	19 675	0,8	1,0	1,4	23,0	3,8	0,6	5,9	1,4
Enad Global 7	1 308	1 242	0,7	0,5	3,2	2,3	neg.	neg.	neg.	neg.
Goodbye Kansas	70	73	0,4	0,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumpgate	26	22	0,4	0,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nitro Games	38	67	0,6	0,7	3,7	0,4	76,6	28,1	neg.	neg.
Paradox Interactive	18 062	17 088	8,3	8,6	13,6	13,6	20,9	27,1	27,2	35,5
PlaySide Studios Ltd	25	16	0,6	2,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Remedy Entertainment	193	201	3,4	4,4	15,6	25,6	108,9	19,5	302,6	80,3
Starbreeze B	247	139	0,6	0,5	2,1	1,2	neg.	neg.	neg.	neg.
Thunderful	89	190	0,4	0,3	neg.	0,1	neg.	neg.	0,0	neg.
Snitt	4 017	3 535	1,6	1,9	7,4	10,9	52,6	18,8	83,9	39,1
Median	183	174	0,6	0,7	3,7	8,0	48,8	23,3	16,5	35,5
Envar	675	621	6,7	4,6	22,4	17,5	23,1	18,2	30,9	17,5

*Siffror på 2026e pga omstruktureringen

Estimat för 2026E

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	101,0	117,0
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	38,1%	15,9%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	n/a	n/a	39,2
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	101,0	156,2
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	38,1%	54,7%
Aktiverat arbete	0,0	7,9	9,4	23,5	29,2
Övriga rörelseintäkter	1,4	2,1	4,7	9,1	9,2
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	133,6	194,6
EV/S	11,6	9,5	8,5	6,1	4,0
KSV	-21,3	-29,5	-32,5	-50,6	-58,5
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	50,4	97,7
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	49,9%	62,5%
% y-o-y	152,6%	10,8%	13,6%	24,1%	93,9%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-74,7
% y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,0%	33,8%
EBIT	20,7	2,0	13,3	27,1	61,4
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	26,9%	39,3%
% y-o-y	98,3%	-90,2%	557,1%	103,4%	126,2%
EV/EBIT	30,0	305,8	46,5	22,9	10,1

Vi har valt att värdera Envar baserat på en multipel om 15x EBIT för helåret 2026E. Multipeln ligger något under värderingsnivån för jämförbara bolag, men det är samtidigt få aktörer i peer-gruppen som uppvisar lönsamhet på EBIT-nivå. Nivån är även i linje med den värdering Envar hittills har handlats till på børsen. Baserat på detta erhålls ett indikativt börsvärde och en motiverad aktiekurs beräknat på 2026E. Vi har även valt att presentera en värdering där en säkerhetsmarginal om 30 % appliceras på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBIT	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	15	61,4	920,9	73,7
Säkerhetsmarginal (30%)	15	43,0	644,6	51,6

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

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	%	CAGR	Faktor	%	CAGR
2026E	1,36	36,4%	23,0%	0,96	-4,5%	-3,0%

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

Känslighetsanalys

	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)			
	EBITx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10		613,9	49,1	-9,0%	429,8	34,4	-36,3%
11		675,3	54,0	0,0%	472,7	37,8	-30,0%
12		736,7	58,9	9,1%	515,7	41,3	-23,6%
13		798,1	63,9	18,2%	558,7	44,7	-17,2%
14		859,5	68,8	27,3%	601,7	48,1	-10,9%
15		920,9	73,7	36,4%	644,6	51,6	-4,5%
16		982,3	78,6	45,5%	687,6	55,0	1,9%
17		1 043,7	83,5	54,6%	730,6	58,4	8,2%
18		1 105,1	88,4	63,7%	773,6	61,9	14,6%
19		1 166,5	93,3	72,8%	816,5	65,3	21,0%
20		1 227,9	98,2	81,9%	859,5	68,8	27,3%

Estimat för 2027E och long-tail 2028E

Vi har valt att estimerar längre fram i tiden för att få en tydligare bild av hur intäkterna från Witchspire kan utvecklas över tid, i kombination med en fortsatt stabil tillväxt inom Envar Entertainment. Tillväxttakten framåt i Envar Entertainment bedömer vi kommer att vara stabil, men lägre än den historiska nivån.

I våra estimat ingår inga ytterligare spelsläpp, men däremot en 1.0-lansering samt två planerade DLC:s. Intäkterna från Witchspire och Envar Games antas följa ett long-tail-mönster, där försäljningen successivt avtar men fortsätter över tid. De starkaste åren väntas bli 2026E och 2027E, som gynnas av Early Access- respektive 1.0-lanseringen, medan de efterföljande åren stöds av försäljningen av två DLC:s.

I slutet av 2028 har Witchspire funnits på marknaden i cirka 2,5 år och enligt våra estimat sålt omkring 500 000 kopior samt cirka 85 000 DLC:s. Syftet med estimaten är främst att illustrera hur ett spel kan generera intäkter över en längre livscykel snarare än att intäkterna upphör kort efter lansering.

Vi bedömer att Envar Games med hög sannolikhet kommer att initiera nya spelutvecklingsprojekt som kan driva tillväxten vidare efter Witchspire. Sammantaget indikerar våra estimat en lyckad lansering, men inte fullt i paritet med de mest framgångsrika spelen i genren. Estimat som sträcker sig så långt fram i tiden är naturligtvis förenade med osäkerhet och bygger på flera antaganden kring Witchspire, men de ger ändå en indikation på hur titeln kan bidra till Envars intäkter och lönsamhet över tid.

<i>(MSEK)</i>	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Envar Entertainment	73,1	101,0	117,0	128,1	137,7
% y-o-y	12,1%	38,1%	15,9%	9,5%	7,5%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	39,2	35,4	20,5
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-9,7%	-42,0%
Nettoomsättning	73,1	101,0	156,2	163,5	158,2
% y-o-y	12,1%	38,1%	54,7%	4,7%	-3,2%
Aktiverat arbete	9,4	23,5	29,2	26,4	28,5
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,1	9,2	9,8	10,6
Summa intäkter	87,2	133,6	194,6	199,7	197,3
EV/S	8,5	6,1	4,0	3,8	3,9
KSV	-32,5	-50,6	-58,5	-64,1	-68,9
Bruttoresultat	40,6	50,4	97,7	99,5	89,4
Bruttomarginal	55,6%	49,9%	62,5%	60,8%	56,5%
% y-o-y	13,6%	24,1%	93,9%	1,8%	-10,1%
Rörelsekostnader	-41,4	-55,9	-74,7	-75,6	-77,9
% y-o-y	-5,3%	35,0%	33,8%	1,2%	3,0%
EBIT	13,3	27,1	61,4	60,0	50,6
EBIT-marginal	18,2%	26,9%	39,3%	36,7%	32,0%
% y-o-y	557,1%	103,4%	126,2%	-2,2%	-15,7%
EV/EBIT	46,5	22,9	10,1	10,3	12,3

Estimaten ovan illustrerar våra antaganden för den underliggande verksamheten inklusive Witchspire, där vi ser en stabil intjäning under 2026E och 2027E. Intäkterna väntas därefter avta under 2028E, då long tail-försäljningen inte kan matcha försäljningsnivåerna vid 1.0-lanseringen. Vår bedömning är att ett nytt spel potentiellt kan lanseras under H2'28 och därmed ta vidare tillväxten. 2028E bör därför främst ses som ett mått på den underliggande verksamheten givet att inga nya spelsläpp sker från Envar Games. I vår värdering har vi antagit en multipel om 15x EBIT för både 2027E och 2028E.

Värdering

	Multipel	EBIT	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	15	60,0	900,7	72,1
Säkerhetsmarginal (30%)	15	42,0	630,5	50,4
2028E	15	50,6	759,5	60,8
Säkerhetsmarginal (30%)	15	35,4	531,6	42,5

Nedan följer potentiell avkastning på 2027E och 2028E om Envar utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning

	Huvudscenariot			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	%	CAGR	Faktor	%	CAGR
2027E	1,33	33,4%	12,2%	0,93	-6,6%	-2,7%
2028E	1,13	12,5%	3,4%	0,79	-21,2%	-6,6%

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB 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 och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

En eller flera på FairValue och Kalqyl äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys

Källor

1. <https://www.gamesindustry.biz/why-external-and-distributed-development-is-the-future-of-aaa-games>
2. https://xdsummit.com/wp-content/uploads/2025/04/XDS_Insights-Report_2025.pdf
3. <https://www.360iresearch.com/library/intelligence/game-outsourcing-services>
4. <https://www.researchandmarkets.com/reports/6016101/game-outsourcing-services-market-global?srsId=AfmBOopl50bOnqL4eie2LQkF8obZSUWII89fwsQRoLzJEpZIDhpPFF3h>
5. <https://market.us/report/game-outsourcing-services-market/>
6. <https://exactitudeconsultancy.com/pt/reports/60730/global-game-outsourcing-services-market>
7. <https://reports.valuates.com/market-reports/QYRE-Auto-16G16284/global-game-outsourcing-services>
8. <https://www.verifiedmarketreports.com/product/game-outsourcing-service-market/>
9. <https://datahorizonresearch.com/game-outsourcing-service-market-38216>
10. <https://gameworldobserver.com/2025/02/19/palworld-32-million-players-first-year-indie-games>
11. <https://irongate.se/about>
12. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1886894/000110465922100894/tm2128835-10_drssa.htm
13. <https://news.xbox.com/en-us/2022/12/08/the-backyard-is-home-to-over-15-million-players/>
14. <https://techraptor.net/gaming/news/enshrouded-sales-4m-update-6>
15. <https://mplst.com/news/v-rising-expansion-arriving-year-title-surpasses-5-million-copies-sold>
16. <https://www.gamesradar.com/games/survival/core-keeper-dev-celebrates-going-from-being-called-a-fat-nerd-as-a-child-to-making-maps-for-heroes-3-and-warcraft-3-to-now-having-a-game-that-has-more-than-3-million-players/>
17. <https://en.wikipedia.org/wiki/Minecraft>
18. <https://gamesbeat.com/outwards-freedom-and-challenge-helped-the-rpg-sell-over-1-million-copies/>
19. <https://www.pcgamesn.com/witchspire/gamescom-2025-preview>
20. <https://berryyangirlmode.com/2025/08/23/be-a-witch-in-a-survival-game-in-witchspire-launching-in-early-access-in-2026/>
21. https://tech.yahoo.com/gaming/articles/witchspire-where-magical-survival-meets-143934927.html?quccounter=1&quce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xLmNvbS8&quce_referrer_sig=AQAAANw-rJ3Y7jHIBIA128H8PrBI47fiJ-1NY-x8dDJ9MZRfKC9NeKqYFxsZsUtqYK5cz-%20Xmew_cHwHqo-cJiWCTfifwrMnZJYuFQGgMtJZoFu_iNv3GSFr8fAHC10_rqiVdrjvDsdHcVwSr8Z5POdFA_OOX5YIbEnkeQEFtMtZKju
22. <https://newzoo.com/resources/trend-reports/newzoo-global-games-market-report-2025>
23. <https://www.statista.com/topics/4282/steam/#:~:text=There%20are%20over%2089%2C000%20games,2.4%20million%20simultaneous%20players%20worldwide.>
24. <https://www.keywordsstudios.com/en/about-us/global-offer/>
25. <https://www.virtuosgames.com/>
26. <https://www.wetafx.co.nz/about>, <https://www.1news.co.nz/2025/08/01/around-100-roles-under-threat-at-weta-fx-mostly-in-wellington/#:~:text=W%20C4%93t%20C4%81%20F%20currently%20has%20approximately,facing%20the%20global%20entertainment%20industry%22>
27. <https://room8group.com/about-us/>
28. <https://starloopstudios.com/company/>
29. <https://lakshyadigital.com/about-us/>
30. <https://www.technicolorgames.com/who-we-are/>
31. <https://pinglestudio.com/>
32. <https://kevrugames.com/about-company/>
33. <https://www.streamline-studios.com/en/who-we-are>
34. <https://www.iuegostudio.com/>
35. <https://gamestudio.n-ix.com/>
36. <https://ejaw.net/>
37. <https://whimsygames.co/>
38. <https://www.pcgamer.com/enshrouded-hits-2-million-players-and-those-players-have-over-2600-new-feature-requests/>
39. <https://gamingbolt.com/sons-of-the-forest-sold-over-2-million-copies-in-first-24-hours-of-early-access-launch>
40. <https://bloody-disgusting.com/video-games/3850168/v-rising-surpasses-5-million-copies-sold-new-update-detailed-for-2025/>
41. <https://newsletter.gamediscover.co/p/how-abiatic-factor-sold-600k-copies>
42. <https://newsletter.gamediscover.co/p/how-the-planet-crafter-hit-1-million>
43. <https://gamalytic.com/blog/exploring-steam-wishlist-sale-ratio>
44. <https://steamdb.info/stats/mostwished/>
45. <https://newsletter.gamediscover.co/p/why-your-steam-follower-to-wishlist>
46. <https://gameworldobserver.com/2023/06/22/how-to-count-wishlists-steam-followers-multiplier>
47. <https://newsletter.gamediscover.co/p/revealed-the-state-of-steam-wishlist>
48. <https://medium.com/@koneteo.stories/how-much-money-does-steam-take-from-developers-b7ae6a6e587b>
49. <https://www.gamesindustry.biz/valve-adds-revenue-share-tiers-for-developers>
50. <https://www.guru.com/blog/what-is-the-average-cost-of-game-development/>
51. Thunderful Group: Conference Call Q4'23 och Q2'24
52. <https://note.com/pocketpair/n/n54f674cccc40#cede3b56-17b3-4811-9c38-3e08a7a34b1b>
53. Playside H1'24: Conference Call
54. <https://www.iuegostudio.com/blog/indie-game-development-cost>
55. <https://gameifyouare.com/2019/10/23/what-should-my-indie-game-marketing-budget-be/>
56. <https://gamestudio.n-ix.com/realistic-vs-stylized-art-in-video-game-development/>
57. <https://tradevenue.se/artiklar/envar-vd-intervju-med-atey-ghailan-i-podden-gott-tjot-om-aktier-92894>
58. <https://www.invglobal.com/articles/19628/witchspire-revealed-by-envar-games-known-for-work-with-riot-and-blizzard>
59. <https://newsletter.gamediscover.co/p/will-your-steam-10-launch-outpace>
60. <https://newsletter.gamediscover.co/p/case-study-steam-deal-of-the-day>