

2025-11-14

Envar rapporterade för det tredje kvartalet 2025 en nettoomsättning om 27,2 MSEK (22,2), motsvarande en tillväxt om 22,8 %. Rörelseresultatet (EBIT) uppgick till 6,0 MSEK (7,0), motsvarande en EBIT-marginal på 22,1 % (31,5). Lönsamheten tyngdes något av rekryteringar av senior personal samt investeringar i IT-säkerhet, men nivåerna är fortsatt på en hög nivå. Ackumulerat för årets första nio månader ökade omsättningen med 50,0 % till 74,3 MSEK och EBIT steg till 17,0 MSEK (4,3), motsvarande en marginal på 22,8 %. Balansräkningen är fortsatt stark, och kassan uppgick vid periodens slut till 47,7 MSEK och Envar har inga räntebärande skulder.

Fortsatt stark utveckling för Envar Entertainment och rekordorder

Outsourcingverksamheten fortsätter att vara koncernens intäktsmotor och visar på en fortsatt stark efterfrågan från framför allt befintliga globala kunder. Under Q3'25 presenterade Envar en rekordstor order om cirka 23 MSEK från en ledande aktör inom Battle Royale, vilket var bolagets största avtal någonsin. Ordern sträcker sig över 12 månader och bekräftar också Envars starka position som preferred partner hos några av spelindustrins mest etablerade bolag. Bolaget har även intensifierat sin närvaro på internationella spelevent som Gamescom, PAX West och XDS, vilket stärker varumärket och möjligheterna till nya affärer och nya kunder. Kombinationen av en skalbar global konsultmodell med växande projektvolym är en av hörnstenarna bakom Envars uthålliga tillväxt och lönsamhet.

Witchspire - bolagets första spel närmar sig viktiga milstolpar

Envar Games fortsätter att utvecklas enligt plan mot lanseringen av Witchspire i Early Access under Q2'26. Utvecklingen befinner sig nu i slutfasen av "Feature Complete", och arbetet har övergått mot "Content Complete" i linje med tidsplanen. Under kvartalet fortsatte bolaget sin marknadsaktivitet kring spelet, och viktiga milstolpar framöver blir en Gameplay Teaser innan årsskiftet samt ett första publikt demo som väntas släppas under Q1'26. Med ett fullt bemannat utvecklingsteam och en etablerad produktionsstruktur har Envar Games nu en stabil grund som inte bara stödjer lanseringen av Witchspire, utan även möjliggör vidareutveckling av IP:t och framtida titlar.

Outlook

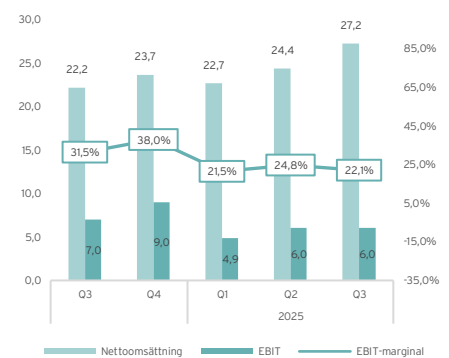
Envar kombinerar en stabil och lönsam outsourcingverksamhet med en tydlig värde drivare i form av det kommande spelsläppet Witchspire. Omsättningen har stigit från 20 MSEK 2021 till nära 100 MSEK på rullande basis 2025E, samtidigt som EBIT-marginalen varit hög. Med en nettokassa om 47,7 MSEK, fortsatt stark ordergång och en bransch i snabb rörelse mot ökad outsourcing ser vi goda förutsättningar för fortsatt tillväxt under lönsamhet. Witchspire utgör dessutom en betydande option på ytterligare värde under 2026 och även framåt genom lanseringen av 1.0 och möjligheten till expansioner, DLC och framtida titlar. På våra estimat ser vi en uppsida på 30,5 % för 2026E och 27,6 % för 2027E vid en multipel om 15x EBIT. Vid en multipel om 20x EBIT ökar potentialen markant och ger en uppsida om 74,0 % respektive 70,2 %. Osäkerheten i estimaten är hög inför ett första spelsläpp, men den potentiella uppsidan vid en lyckad lansering är betydande.

(MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Envar Entertainment	65,2	73,1	102,7	119,0	130,3
Envar Games	n/a	n/a	n/a	39,2	35,4
Nettoomsättning	65,2	73,1	102,7	158,2	165,7
Tillväxt y-o-y	21,7%	12,1%	40,5%	54,1%	4,7%
Summa intäkter	75,2	87,2	134,7	196,6	201,9
EV/S	10,1	9,0	6,4	4,2	4,0
Bruttoresultat	35,7	40,6	47,2	98,7	100,5
Bruttomarginal	54,8%	55,6%	46,0%	62,4%	60,7%
Rörelsekostnader	-43,7	-41,4	-55,2	-75,8	-76,8
Tillväxt y-o-y	237,8%	-5,3%	33,3%	37,4%	1,3%
EBIT	2,0	13,3	24,0	61,3	60,0
EBIT-marginal	3,1%	18,2%	23,4%	38,8%	36,2%
EV/EBIT	323,8	49,3	27,3	10,7	11,0

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	56,4
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	705,0
Nettoskuld (MSEK)	-47,7
EV (MSEK)	657,3
Insiderägande	80,1%
Nästa rapport	2025-02-16

Helårsutveckling



Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling sedan notering



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Envar	-8,4%	+83,1%	-

Kort om Envar

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



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



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

Investeringscase

Lönsam och skalbar outsourcingverksamhet som grund

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

Starka och långsiktiga kundrelationer med globala speljättar

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

Betydande uppsida genom egen IP - Witchspire som första trigger

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

Diversifierad affärsmodell som kombinerar stabilitet och option på tillväxt

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

Stark finansiell ställning som möjliggör fortsatt expansion

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

Strukturell tillväxt i branschen

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

Konkurrensfördel inom stylized art

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

Långsiktig vision att bli en global hub inom underhållning

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

Motargument

Förlust av större kund/er

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

Beroende av ett lyckat släpp av Witchspire

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

Konkurrensutsatt marknad med många aktörer

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

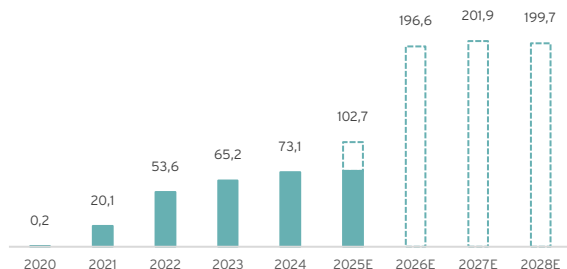
Högre kostnadsnivåer i samband med expansion

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

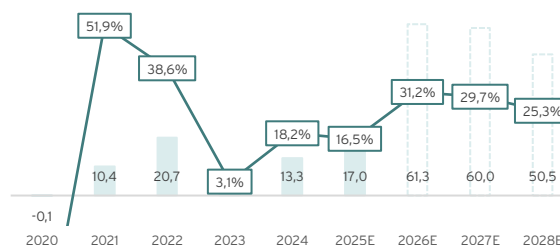
Osäkerhet kring kapitalbehov vid större satsningar

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

Nettoomsättning, 2020-2028E



EBIT och EBIT-marginal, 2020-2028E



Fortsatt stark tillväxt och stabil lönsamhet under tredje kvartalet

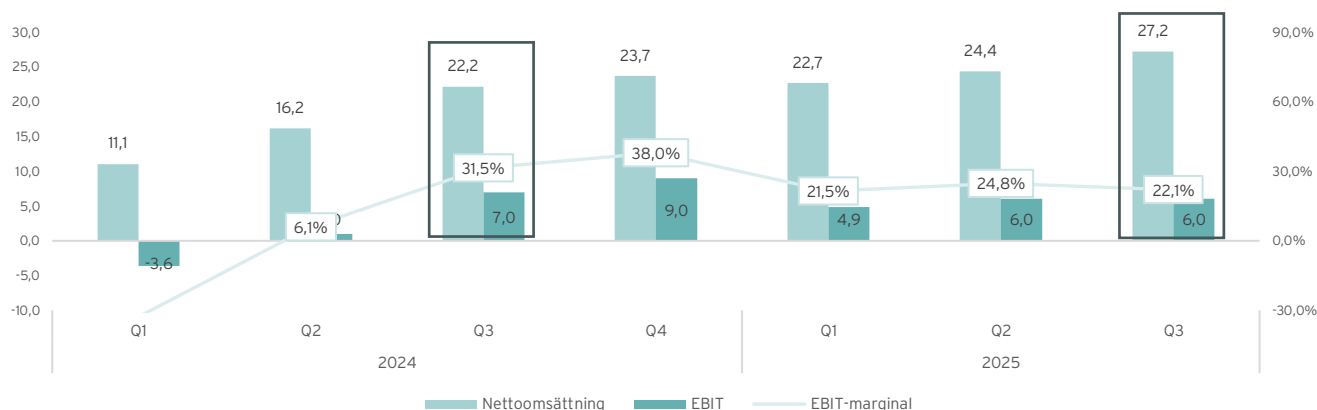
Nettoomsättningen för det tredje kvartalet uppgick till 27,2 MSEK (22,2), en ökning med 22,8 % jämfört med samma period föregående år. Tillväxten drevs i första hand av fortsatt stark efterfrågan från befintliga kunder inom outsourcingverksamheten Envar Entertainment, där flera långvariga samarbeten växt i omfattning. Samtidigt arbetar Envar aktivt med att bredda kundbasen genom ökad närvaro på internationella spelevent och riktade säljinsatser, vilket successivt stärker möjligheterna till nya affärer. EBITDA uppgick till 6,2 MSEK (7,2), vilket motsvarade en EBITDA-marginal om 22,9 % (32,4). EBIT uppgick till 6,0 MSEK (7,0), motsvarande en marginal på 22,1 % (31,5). Den något lägre marginalen beror på satsningar inom IT-säkerhet och rekrytering av bland annat seniora medarbetare som ska stärka leveranskapaciteten inför nästa tillväxtfas. Rekryteringar har också gjorts i Envar Games under 2025, och från och med augusti är teamet fullt rekryterat.

Akkumulerat för årets första nio månader uppgick omsättningen till 74,3 MSEK (49,4), en ökning med 50,3 %, medan EBIT steg till 17,0 MSEK (4,3), motsvarande en marginal på 22,8 % (8,8). Den starka utvecklingen visar att Envar lyckats kombinera tillväxt med stabil lönsamhet samtidigt som organisationen fortsätter expandera globalt.

Utvecklingen inom Envar Games fortskrider enligt plan, där det egenutvecklade spelet Witchspire nu nått fasen "Feature Complete", vilket innebär att alla grundläggande spelmekaniker och funktioner är på plats. Under kvartalet arbetade teamet vidare med innehållsproduktion och förberedelser inför en kommande spelbar demo som väntas släppas under Q1'26. Innan året är slut planeras också en lansering av en Gameplay Teaser. Den planerade Early Access-lanseringen på Steam Q2'26 kvarstår, vilket blir en stor milstolpe för Envar.

I oktober tecknade Envar dessutom ett förlängt avtal med en befintlig kund som är en global aktör inom Battle Royale-segmentet värt cirka 23,0 MSEK, vilket är bolagets största order hittills. Avtalet bekräftar bolagets starka kundrelationer och ger ett bra bidrag till den fortsatta tillväxten under 2026.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Utfall vs estimat

Nettoomsättningen inkom cirka 5 % högre än våra estimat, men något lägre aktiverade utvecklingskostnader gjorde att summa intäkter var i stort sett i linje med våra förväntningar. Kostnaderna var något högre än beräknat, främst kopplat till nyrekryteringar och satsningar på IT-säkerhet, vilket medförde en något lägre lönsamhet än estimerat. Vår bedömning är att dessa kostnader är en naturlig del av Envars tillväxtfas. Att attrahera rätt kompetens är avgörande för att kunna leverera på den ökade efterfrågan och för att bygga en långsiktigt skalbar organisation. Vi ser därför inte kostnadsökningen som något avvikande utan snarare som ett nödvändigt steg för att stärka bolagets operativa kapacitet inför nästa expansionsfas.

Utfall vs estimat Q3'25

(MSEK)	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	27,2	26,0	+4,6%
Tillväxt y-o-y	22,8%	17,0%	+5,8pp
Aktiverat arbete	6,8	7,4	-8,1%
Summa intäkter	36,3	35,7	+1,7%
Kostnader	-30,1	-27,8	+8,3%
EBITDA	6,2	7,8	-20,5%
EBITDA-marginal	22,9%	30,2%	7,3pp
EBIT	6,0	7,6	-21,0%
EBIT-marginal	22,1%	29,5%	-7,4pp

Envar Entertainment - stabil intäktsbas med globala kunder

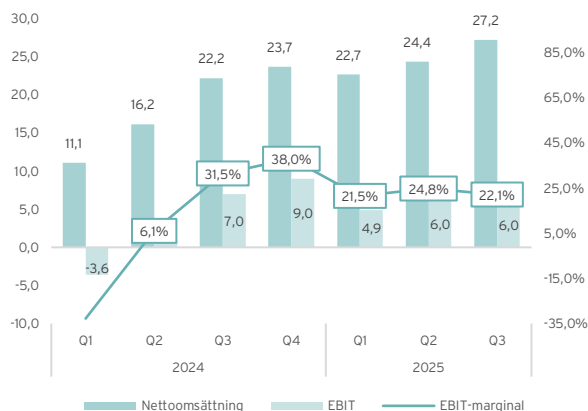
Envar Entertainment utgör koncernens konsultverksamhet och har på kort tid etablerat sig som en ansedd aktör inom outsourcing och co-development för den globala spel- och underhållningsindustrin. Bolaget ansvarar för delar av utvecklingsprocessen eller hela projekt och levererar grafisk design, 3D-grafik,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

Nettoomsättningen uppgick under kvartalet till 27,2 MSEK (22,2), motsvarande en tillväxt om 22,8 procent jämfört med samma period föregående år. Tillväxten speglar den starka efterfrågan på Envars tjänster och bedöms vara ett resultat av bolagets arbete med att utveckla befintliga kundrelationer samt ökad synlighet genom internationella spelevent såsom Pax West (USA), XDS (Kanada) och Gamescom.

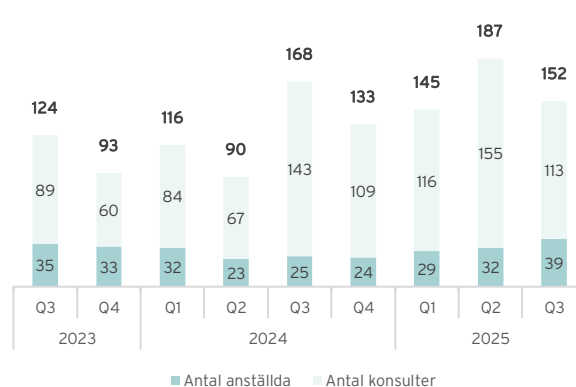
Envar har en flexibel och skalbar organisationsmodell som gör det möjligt att snabbt anpassa kapaciteten efter projektens omfattning. Denna struktur skapar förutsättningar för effektiv tillväxt i perioder av stark efterfrågan, men också för att snabbt kunna reducera kostnadsbasen vid lägre aktivitet. Ghailan har betonat att alla konsulter alltid ska vara 100 % belagda och bolaget har aldrig konsulter som sitter och väntar på uppdrag. Vi bedömer att denna anpassningsförmåga är en central förklaring till den historiskt höga EBIT-marginalen om cirka 30 % inom Envar Entertainment.

Under det tredje kvartalet 2025 hade bolaget totalt 152 medarbetare, varav 39 anställda och 113 konsulter. EBIT uppgick till 6,0 MSEK (7,0), motsvarande en marginal om 22,1 % (32,5). Den något lägre lönsamheten förklaras främst av satsningar på IT-säkerhet samt strategiska rekryteringar av senior kompetens inom bland annat affärsutveckling. Enligt vd Atey Ghailan är IT-säkerhet ett prioriterat område och en nödvändig förutsättning för att hantera framtida tillväxt. Han framhåller även att de nyrekryterade resurserna är en investering i organisationens skalbarhet inför nästa expansionsfas under 2026 och framåt

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis 2024-2025



Antal anställda, kvartalsvis 2021-2025



Arbetet med att fördjupa och expandera befintliga kundrelationer fortsatte att ge resultat under kvartalet. I början av oktober tecknade Envar en rekordstor order om cirka 23 MSEK med en befintlig kund som är en globalt ledande aktör inom Battle Royale-segmentet. Avtalet sträcker sig över tolv månader och innebär ett fortsatt förtroende. Ordern bekräftar inte bara den starka efterfrågan på Envars tjänster utan understryker även bolagets position som preferred partner hos flera av spelindustrins största aktörer.

Kunden har inte namngivits, men givet Envars etablerade relationer inom genren bedömer vi att det med hög sannolikhet rör sig om Epic Games och Fortnite. Ett fördjupat samarbete med en sådan kund skulle vara strategiskt betydelsefullt, då det ytterligare stärker Envars renommé i premiumsegmentet för outsourcing och co-development. Vi bedömer också att affären kan fungera som en dörröppnare för nya uppdrag.

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

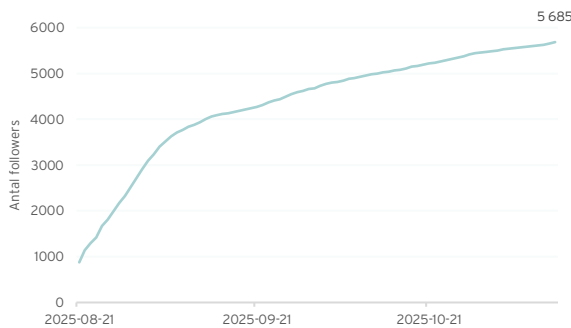
Envar Games - Early Access-lansering av Witchspire i Q2'26 närmar sig

Envar Games grundades 2022 och är koncernens renodlade spelutvecklingsstudio som ansvarar för utvecklingen av bolagets egna IP, och den första egenutvecklade speltiteln är Witchspire. Witchspire placerar sig genremässigt inom survival-crafting adventure, likt titlar som Minecraft, Valheim och Palworld. Spelet presenterades på Future Games Show under Gamescom 2025, vilket gav det internationell exponering redan i ett tidigt skede. Witchspire planeras att 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. En datapunkt som är intressant att följa är antalet followers Witchspire har och antalet uppgår nu till 5 685. För kontext uppgick antal followers till 4 847 vid publiceringen av vår initialanalys 2025-10-09, vilket innebär ytterligare cirka 840 followers på en månad. Det är dock tidigt fortsatt och vår förväntan är att vi kommer få se en mer kraftig ökning när marknadsföringen ökar och Gameplay-trailers och demo lanseras.

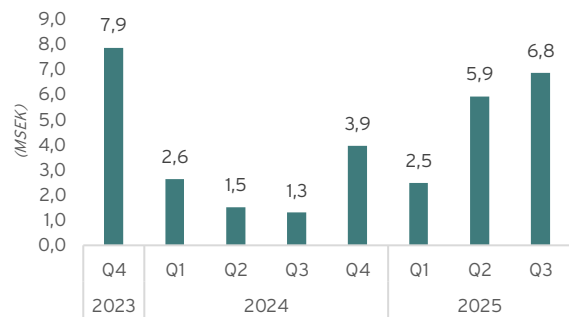
Envar Games genererar således inga intäkter i dagsläget, utan allt fokus ligger på utvecklingen och lanseringen av Witchspire. Utvecklingen finansieras huvudsakligen av de stabila kassaflödena från Envar Entertainment, men också av kapitalet från emissionen i samband med börsnoteringen. Detta innebär att Envar Games och Witchspire är en egenfinansierad satsning med bibehållet ägande av IP, vilket innebär att Envar behåller hela värdeskapandet från sina egna titlar och samtidigt kan styra över strategi, tidsplan och kommersiella beslut.

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. Målet framåt är att utveckla fler spel som kan etablera sig som starka franchises över tid. 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. Sedan Q4'23 har Envar aktiverat utvecklingskostnader om totalt 32,5 MSEK, men innan dess kostnadsfördes utvecklingskostnaderna direkt över resultaträkningen. Vi estimerar att utvecklingsbudgeten totalt sett kommer att landa på cirka 70,0 MSEK för Early Acces-versionen.

Utveckling av followers



Aktiverade utvecklingsutgifter, 2023-2025



Witchspire - det första egenutvecklade spelet

Witchspire är Envar Games första egenutvecklade titel och markerar starten på koncernens satsning på egna IP. Utvecklingen befinner sig nu i slutfasen av "Feature complete", då alla spelmekaniker och funktioner finns på plats och spelet fungerar som helhet. Nu följer fasen "Content Complete", där fokus ligger på att bygga ut innehåll.

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

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

Witchspire med Early Access-lansering under Q2'26



Lanseringen sker via Steam Early Access där spelare får tillgång till en tidig version till reducerat pris och Envar kan iterera baserat på feedback. Modellen ger både tidiga intäkter och möjliggör community byggande inför den slutliga lanseringen. Under utvecklingen planeras löpande uppdateringar med nya varelser, magisystem, storyelement och miljöer. Enligt information på Steam väntas Early Access perioden pågå i minst ett år. Spelet släpps initialt till PC men Envar undersöker även konsolversioner.

Vi bedömer lanseringsstrategin som väl avvägd. Early Access minskar risken, skapar engagemang och förbättrar chansen till en långsiktigt hållbar produkt. Samtidigt innebär satsningen en tydlig uppsida. Om Witchspire blir en framgång ser vi potential för betydande intäkter, återkommande innehåll i form av expansioner och DLC samt möjlighet att bygga spelet till en franchise. Vår samlade bedömning är att Witchspire utgör en asymmetrisk option med hög potential. Projektet innebär risk men kan vid ett lyckat genomslag bli definierande för Envar Games och skapa betydande värden över tid.

Då Witchspire ännu inte släppts är antalet recensioner begränsat, men tidiga intryck från Gamescom har varit positiva. Flera preview skribenter lyfter fram spelets visuella stil, känslan av äventyr och beslutet att undvika mer hardcore-element som hunger, törst och vapenförsliktning. Det bedöms göra spelet mer tillgängligt för en bredare målgrupp.

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."

- Lauren Bergin, PCGamesN



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



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

Finansiell ställning

Vid utgången av Q3'25 uppgick Envars anläggningstillgångar till totalt 36,8 MSEK, varav immateriella tillgångar stod för 32,5 MSEK, materiella tillgångar för 2,3 MSEK och finansiella anläggningstillgångar för 2,0 MSEK. Omsättningstillgångarna uppgick till 23,8 MSEK, där posten främst utgjordes av kundfordringar på 5,3 MSEK samt upparbetad men ej fakturerad intäkt om 13,9 MSEK.

Likvida medel uppgick till 47,7 MSEK, och har inga räntebärande skulder. På skuldsidan redovisade Envar långfristiga skulder om 2,8 MSEK, bestående av uppskjuten skatteskuld på 1,6 MSEK och övriga långfristiga skulder om 1,2 MSEK (huvudsakligen uppskjuten skatteskuld), samt kortfristiga skulder på 15,3 MSEK, främst leverantörsskulder (5,4 MSEK) och skatteskulder (4,7 MSEK).

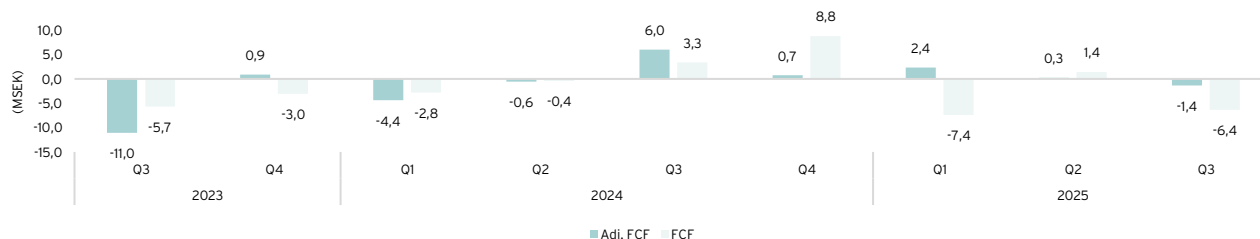
Översikt Q3'25

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
32,5 MSEK	2,3 MSEK	83,3%
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
47,7 MSEK	0,0 MSEK	47,7 MSEK

Under 2025 har Envar redovisat ett negativt fritt kassaflöde på -12,4 MSEK (0,1), men justerat för förändringar i rörelsekapital var kassaflödet positivt med 1,3 MSEK (1,0). Sedan etableringen av Envar Games och satsningen på utvecklingen av Witchspire har bolagets OPEX ökat, vilket tillfälligt pressat lönsamhet och kassaflöde. Utöver detta har Envar även utökat organisationen inför nästa tillväxtfas, vilket också ökat OPEX. Trots att Witchspire ännu inte genererar intäkter är likviditeten stark och kassaflödena relativt stabila. Vår bedömning är att Envar är väl 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



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 2024. 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 2023.

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 månader. 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 veckor.

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 %. 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-20x. Det är fortsatt väldigt tidigt och det var nyligen Envar annonserade Witchspire, men enligt SteamDB så följer 5 650 personer Witchspire och detta placerar spelet på plats 524. Detta skulle indikera 70 000 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 köp. 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 5 685 followers på kort tid, trots att marknadsföringen inte inletts på allvar och vare sig 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	5 685	12,37	70 323
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 Stams 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.

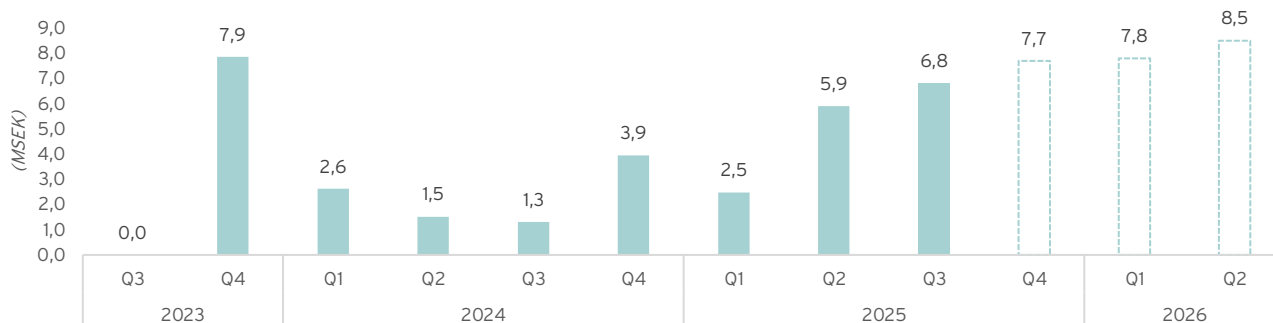
Våra estimat indikerar en total försäljningsvolym på omkring 500 000 exemplar av Witchspire, vilket sätts i relation till antalet sålda spel i vårt urval om 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic) med en median om 462 000 sålda spel. Sammantaget pekar våra antaganden på en lyckad och stabil 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 32,4 MSEK, men innan dess kostnadsfördes utvecklingskostnaderna direkt över resultaträkningen. Enligt våra antaganden kommer totalt cirka 56,0 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 spel, 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 MUSD 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 kopior. 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

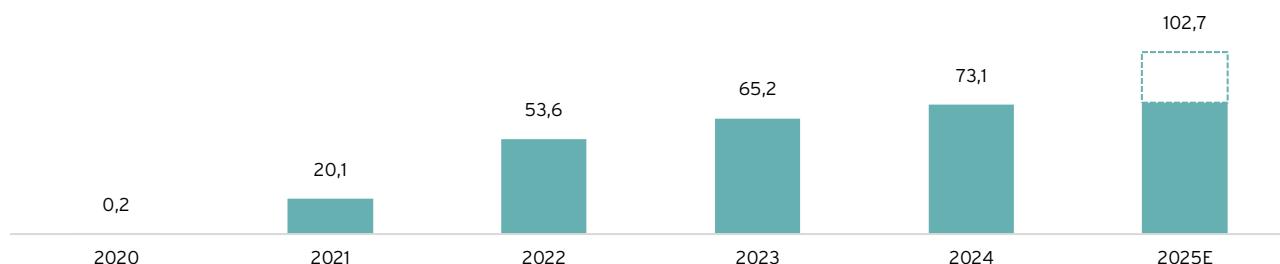
Enligt flertalet källor ligger marknadsföringskostnaderna ofta i intervallet 25-50% av totala produktionskostnader för spelet. Detta är pengar som ska användas till att bygga synlighet globalt, delta på större mässor, köra kampanjer med influencers med mera. Envar har ett partnersamarbete med en aktör för att driva marknadsföring och PR för spelet. Samarbetet innebär bland annat förberedelser av en butikside 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 98,0 MSEK (Q4'24-Q3'25). Enligt våra estimat kan Envar under 2025E uppnå en omsättning på 102,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 40,5 % 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, och tillväxttakten i Q3'25 uppgick till 22,8 %. Detta tog vi hänsyn till i våra estimat, och nettoomsättningen inkom något högre än vad vi hade räknat med. För Q4'25 räknar vi med en tillväxttakt om 20,0%, vilket är något lägre än under Q3'25.

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 sex 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, och 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.

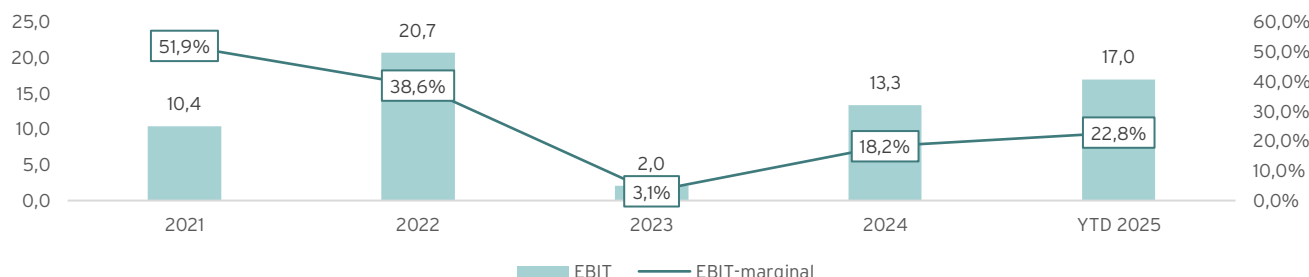
Översikt större orders, 2025

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)	727,5
Aktiekurs (SEK)	58,20	Nettoskuld (MSEK)	-47,7
		Enterprise value (MSEK)	679,8

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	98,0 MSEK	EV/S	6,9
EBIT	26,0 MSEK	EV/EBIT	26,2
Vinst	20,4 MSEK	P/E	35,7
FCF	2,0 MSEK	EV/FCF	347,5

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
77,9%	27,3%	26,5%	20,8%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
17,2%	-3,7%	22,6%	45,0%

Källa: Börsdata

Peers

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

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

Noterade peers

Bolag	Beskrivning
PlaySide Studios	PlaySide Studios är ett australiensiskt spelutvecklings- och publishingbolag med bas i Melbourne, grundat 2012. Bolaget utvecklar spel för mobil, PC, konsol samt VR/MR och har en portfölj med över 70 titlar. Verksamheten bedrivs inom två affärsben: Original IP, med varumärken som Dumb Ways to Die, Age of Darkness: Final Stand och Kill Knight, samt Work for Hire, där PlaySide levererar helhetslösningar i nära samarbete med AAA-studios och större teknikbolag som Activision Blizzard, Meta, Netflix Games och Take-Two.
Jumpgate	Jumpgate är en svensk spelkoncern som producerar och förlägger egna titlar men också utvecklar spel och digitala produkter på uppdrag av externa partners. Genom bolagen i koncernen har Jumpgate etablerade samarbeten med ledande industripartners och en bred produktportfölj med internationell distribution.
Starbreeze	Starbreeze är en svensk utvecklare, förläggare och distributör av PC- och konsolspel med studios i Stockholm, Barcelona, Paris och London. Med varumärket <i>PAYDAY</i> som kärna utvecklar bolaget både egna och licensierade titlar. Starbreeze arbetar även med externa partners i work-for-hire-projekt, vilket gör affärsmodellen relevant i jämförelse med Envar.
Beyond Frames	Beyond Frames Entertainment är ett svenskt bolag baserat i Stockholm som fokuserar på spel för PC, konsol och XR, inklusive VR, AR och MR. Bolaget driver egna studios, såsom Cortopia, Moon Mode och Odd Raven, och kombinerar detta med publishing av externa utvecklare titlar. Genom co-fundat projekt och work-for-hire-samarbeten positionerar sig Beyond Frames som en partner i tillväxtsegmentet XR.
Enad Global 7	Enad Global 7 (EG7) är en svensk spelkoncern med 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 tjänstefokuset en parallell till Envars modell.
Remedy Entertainment	Remedy Entertainment är en finsk spelutvecklare grundad 1995, känd för sina berättardrivna och visuellt starka actiontitlar som <i>Control</i> , <i>Alan Wake</i> och <i>Max Payne</i> . Bolaget utvecklar även sin egen Northlight-motor. Förutom egna IP samarbetar Remedy med stora publishers som Epic Games och 505 Games i projektbaserade partnerskap, och har byggt upp stor kompetens för outsourcing, vilket gör dem till en relevant jämförelse trots större skala.
Thunderful Group	Thunderful Group är en svensk koncern med två affärssegment. Förlagsverksamheten fokuserar på utveckling, marknadsföring, distribution och kommersialisering av digitala spel, både från interna och externa studios. Samutvecklings- och tjänstesegmentet erbjuder utvecklings- och förlagstjänster åt externa partners, med fokus på co-development, projektledning och publishingstöd. Kombinationen av egna IP och samutveckling gör Thunderful delvis jämförbart med Envar.
Nitro Games	Nitro Games är ett finskt spelutvecklings- och publishingbolag med bas i Kotka och Helsingfors. Bolaget utvecklar främst action- och shooterspel för mobil och PC, med fokus på live-operations och free-to-play-modeller. Verksamheten kombinerar egna IP:n, som <i>Autogun Heroes</i> , med samarbeten och work-for-hire, där Nitro levererat projekt för internationella varumärken som <i>NERF: Superblast</i> . Nitro Games är noterat på Nasdaq First North Growth Market i Stockholm.
Embracer	Embracer Group är en svensk 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	145	136	0,9	1,5	9,8	20,2	neg.	neg.	neg.	neg.
Embracer	20 734	17 091	0,8	1,0	1,2	15,8	3,6	2,1	4,6	3,8
Enad Global 7	1132	114	0,7	0,5	4,1	2,6	neg.	neg.	neg.	neg.
Goodbye Kansas	73	83	0,4	0,4	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumpgate	27	23	0,4	0,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nitro Games	34	62	0,6	0,7	4,0	0,5	neg.	neg.	neg.	neg.
Paradox Interactive	17 924	17 079	8,4	8,6	14,3	13,9	21,7	27,4	28,1	35,9
PlaySide Studios Ltd	55	47	1,7	2,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Remedy Entertainment	184	191	3,2	4,3	14,9	25,3	103,8	17,6	288,0	74,9
Starbreeze B	195	103	0,5	0,4	1,7	1,1	neg.	0,0	neg.	neg.
Thunderful	84	154	0,4	0,3	neg.	0,0	neg.	neg.	0,0	neg.
Snitt	3 690	3 280	1,6	1,9	7,1	9,9	43,1	11,8	80,2	38,2
Median	145	136	0,7	0,7	4,1	8,3	21,7	9,9	16,3	35,9
Envar	688	640	6,5	4,6	23,9	18,7	24,6	19,4	33,8	18,8

Estimat för 2026E

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	102,7	119,0
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	40,5%	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	102,7	158,2
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	40,5%	54,1%
Aktiverat arbete	0,0	7,9	9,4	22,9	29,2
Övriga rörelseintäkter	1,4	2,1	4,7	9,0	9,2
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	134,7	196,6
EV/S	12,3	10,1	9,0	6,4	4,2
KSV	-21,3	-29,5	-32,5	-55,5	-59,5
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	47,2	98,7
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	46,0%	62,4%
% y-o-y	152,6%	10,8%	13,6%	16,3%	109,0%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,2	-75,8
% y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	33,3%	37,4%
EBIT	20,7	2,0	13,3	24,0	61,3
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	23,4%	38,8%
% y-o-y	98,3%	-90,2%	557,1%	80,2%	155,2%
EV/EBIT	31,8	323,8	49,3	27,3	10,7

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

Värdering

	Multipel	EBIT	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	15	61,3	920,0	73,6
Säkerhetsmarginal (30%)	15	42,9	644,0	51,5

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

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	%	CAGR	Faktor	%	CAGR
2026E	1,30	30,5%	23,7%	0,91	-8,7%	-7,0%

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

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	613,3	49,1	-13,0%	429,3	34,3	-39,1%
11	674,7	54,0	-4,3%	472,3	37,8	-33,0%
12	736,0	58,9	4,4%	515,2	41,2	-26,9%
13	797,3	63,8	13,1%	558,1	44,7	-20,8%
14	858,7	68,7	21,8%	601,1	48,1	-14,7%
15	920,0	73,6	30,5%	644,0	51,5	-8,7%
16	981,3	78,5	39,2%	686,9	55,0	-2,6%
17	1 042,7	83,4	47,9%	729,9	58,4	3,5%
18	1 104,0	88,3	56,6%	772,8	61,8	9,6%
19	1 165,3	93,2	65,3%	815,7	65,3	15,7%
20	1 226,7	98,1	74,0%	858,7	68,7	21,8%

Estimat för 2027E och long-tail 2028E

Vi har valt att estimeras 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	102,7	119,0	130,3	140,1
% y-o-y	12,1%	40,5%	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	102,7	158,2	165,7	160,6
% y-o-y	12,1%	40,5%	54,1%	4,7%	-3,1%
Aktiverat arbete	9,4	22,9	29,2	26,4	28,5
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,0	9,2	9,8	10,6
Summa intäkter	87,2	134,7	196,6	201,9	199,7
EV/S	9,0	6,4	4,2	4,0	4,1
KSV	-32,5	-55,5	-59,5	-65,2	-70,0
Bruttoresultat	40,6	47,2	98,7	100,5	90,6
Bruttomarginal	55,6%	46,0%	62,4%	60,7%	56,4%
% y-o-y	13,6%	16,3%	109,0%	1,8%	-9,9%
Rörelsekostnader	-41,4	-55,2	-75,8	-76,8	-79,1
% y-o-y	-5,3%	33,3%	37,4%	1,3%	3,1%
EBIT	13,3	24,0	61,3	60,0	50,5
EBIT-marginal	18,2%	23,4%	38,8%	36,2%	31,5%
% y-o-y	557,1%	80,2%	155,2%	-2,2%	-15,7%
EV/EBIT	49,3	27,3	10,7	11,0	13,0

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	899,7	72,0
Säkerhetsmarginal (30%)	15	42,0	629,8	50,4
2028E	15	50,5	758,1	60,6
Säkerhetsmarginal (30%)	15	35,4	530,7	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	1,28	27,6%	11,4%	0,89	-10,7%	-4,9%
2028E	1,08	7,5%	2,3%	0,75	-24,7%	-8,4%

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