

2026-02-18

Envar rapporterade för det fjärde kvartalet 2025 en nettoomsättning om 20,9 MSEK (23,7), motsvarande en minskning om 11,8 %. EBITDA uppgick till -0,1 MSEK (9,2) och EBIT till -0,3 MSEK (9,0), vilket motsvarar en EBIT-marginal om -1,6 % (38,0 %). Det svagare kvartalet ska dock ses i ljuset av ett starkt helår. För 2025 som helhet ökade nettoomsättningen med 30,2 % till 95,2 MSEK (73,1) och EBIT steg till 16,6 MSEK (13,3), motsvarande en marginal om 17,5 % (18,3 %), vilket innebär att bolaget levererade sitt hittills starkaste år i både omsättning och resultat trots en hög investeringstakt. Balansräkningen är fortsatt stark med en nettokassa om cirka 49 MSEK vid årsskiftet och inga räntebärande skulder.

Svagare kvartal till följd av lägre beställningsvolym och hög investeringstakt

Den svagare utvecklingen i Q4 förklaras främst av lägre beställningsvolym under december, då flera större kunder arbetat med planering inför 2026. Fluktuationer mellan kvartal är en naturlig del av affärsmodellen, där vissa perioder präglas av hög leveranstakt och andra av planeringsarbete hos kunderna. Samtidigt har Envar fortsatt att investera i seniora resurser, IT-säkerhet samt marknadsföring kopplad till Witchspire, vilket belastade resultatet i ett kvartal med lägre omsättning. Under perioden kommunicerades även den rekordstora ordern om cirka 23 MSEK över 12 månader, vilket stärker visibiliteten framåt. I vår intervju betonade VD Atey Ghailan att bolaget är fullbokade och att orderingen ser bra ut inför 2026.

Witchspire närmar sig viktiga milstolpar inför 2026

Utvecklingen inom Envar Games fortskrider enligt plan mot Early Access-lansering i slutet av Q2 2026, ett år som Ghailan beskriver som avgörande för bolaget. Under kvartalet släpptes en gameplay teaser och bolaget har därefter öppnat upp för playtest på Steam, vilket ger spelare möjlighet att prova en begränsad del av spelet och lämna feedback inför kommande demo och lansering. Nästa viktiga milstolpe är deltagandet i Steam Next Fest och lanseringen av det publika demot, vilket väntas ge ökad synlighet inför Early Access. Perioden i Early Access bedöms pågå i minst ett år och ger möjlighet till löpande uppdateringar innan en full 1.0-lansering. En viktig indikator på marknadsintresset är att Witchspire passerade 100 000 wishlists den 10 december 2025 och att antalet followers därefter fortsatt att öka, vilket indikerar ett växande intresse inför 2026. Spelet lanseras utan extern publisher, vilket innebär att Envar behåller fullt ägande av IP:t och därmed hela det potentiella värdeskapandet vid en framgångsrik lansering.

Outlook

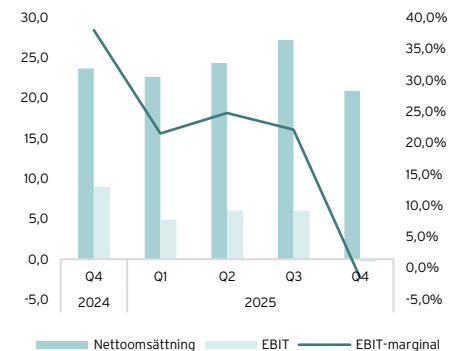
Envar kombinerar en stabil och lönsam outsourcingverksamhet med en tydlig värdedrivare i form av det kommande spelsläppet Witchspire. Bolaget går in i 2026 med en stark finansiell position, bevisad förmåga att växa under lönsamhet över tid och en fortsatt strukturell trend där spelstudior i högre grad efterfrågar flexibel outsourcing. Efter ett svagare Q4 ser vi helhetsbilden som intakt, där ordern på cirka 23 MSEK och Ghailans kommentarer om beläggning ger stöd åt en stabil utveckling framåt, även om kvartalsvis volatilitet kan förekomma. Witchspire utgör samtidigt en tydlig värdedrivare under året och kan vid en lyckad Early Access-lansering även skapa förutsättningar för löpande intäkter framåt via uppdateringar, expansioner och DLC. Ghailan nämnde även långsiktiga optioner kopplat till att bredda verksamheten ytterligare, där förvärv kan vara en möjlighet framöver, vilket adderar en extra dimension till tillväxtagendan. På våra estimat ser vi en uppsida på 66,4 % för 2026E vid en multipel om 15x EBIT. Vid en multipel om 20x EBIT ökar potentialen markant och ger en uppsida om 121,8 %. Osäkerheten i estimaten är hög inför ett första spelsläpp, men den potentiella uppsidan vid en lyckad lansering är betydande.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	114,7
Envar Games	n/a	n/a	n/a	n/a	39,3
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	154,0
Tillväxt y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	61,8%
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	193,7
EV/S	8,1	6,7	5,9	4,6	2,8
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	90,9
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	59,0%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-77,0
Tillväxt y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	37,7%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,6	53,7
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	34,8%
EV/EBIT	21,7	220,9	33,6	26,9	8,4

Fakta

VD	Atey Ghailan
Lista	First North
Ticker	ENVAR
Aktiekurs (SEK)	38,70
Antal aktier (Miljoner)	12,5
Börsvärde (MSEK)	483,8
Nettoskuld (MSEK)	-49,0
EV (MSEK)	434,8
Insiderägande	80,1%
Nästa rapport	2025-05-11

Kvartalsutveckling

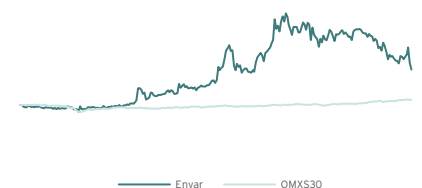


Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Kursutveckling sedan notering



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Envar	-27,8	-30,1	+104,8

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.

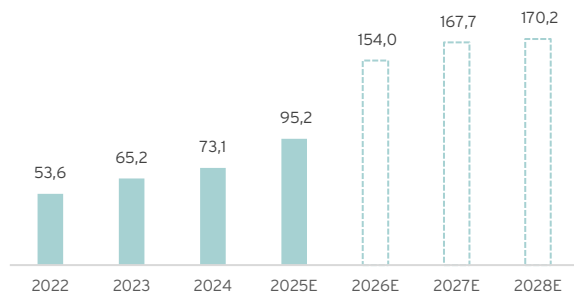
Högre kostnadsnivåer i samband med expansion

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.

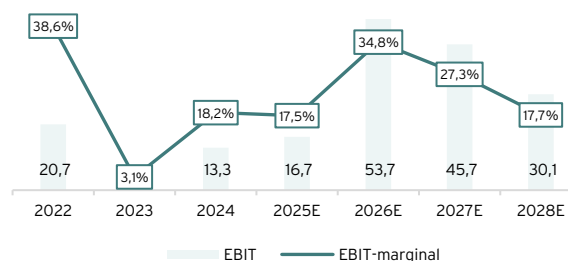
Osäkerhet kring kapitalbehov vid större satsningar

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, 2022-2028E



EBIT och EBIT-marginal, 2022-2028E



Svag tillväxt och lönsamhet på grund av lägre beställningsvolym

Nettoomsättningen för det fjärde kvartalet uppgick till 20,9 MSEK (23,7), en minskning med 11,8 % jämfört med samma period föregående år. Den svagare utvecklingen förklaras främst av lägre beställningsvolym under december, då flera större kunder arbetat med planering inför 2026. Fluktuationer mellan kvartal är en naturlig del av affärsmodellen, där större kunder antingen intensifierar projektleveranser inför årsskiftet eller pausar för planeringsarbete, vilket medför variationer i omsättning och lönsamhet. Samtidigt har bolaget fortsatt att investera i seniora resurser, IT-säkerhet samt marknadsföring kopplad till det kommande spelsläppet Witchspire. Dessa kostnader, som inte kan aktiveras enligt tillämplade redovisningsprinciper, belastade resultatet under kvartalet. Flera av Envars kunder är även lokaliserade i USA och Envar har haft valutatomtvind i kvartalet och under året.

EBITDA uppgick till -0,1 MSEK (9,2), motsvarande en marginal om -0,4 % (38,9), medan EBIT uppgick till -0,3 MSEK (9,0), motsvarande en marginal om -1,6 % (38,0). Den svagare lönsamheten är således främst hänförlig till temporärt lägre omsättning i slutet av kvartalet i kombination med ökade kostnader kopplade till organisationsutökning, IT-säkerhet och marknadsföring för Witchspire.

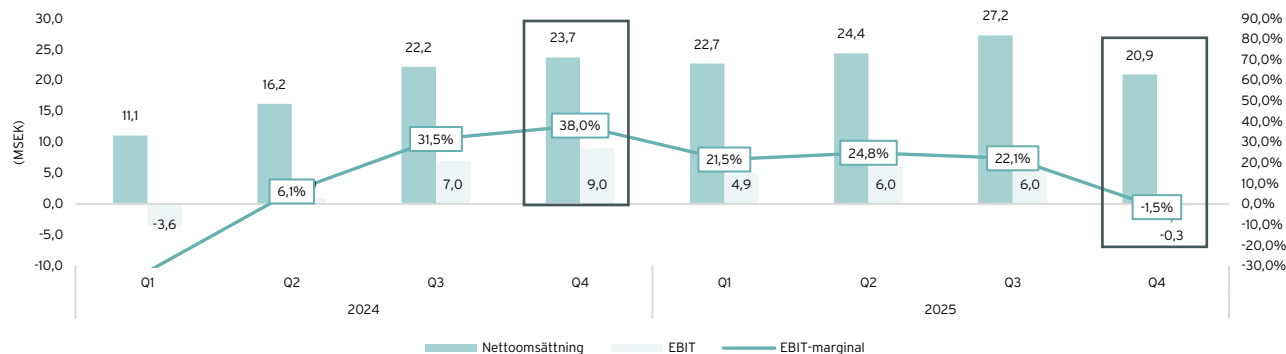
För helåret 2025 uppgick nettoomsättningen till 95,2 MSEK (73,1), en ökning med 30,2 %. EBIT steg till 16,6 MSEK (13,3), motsvarande en EBIT-marginal om 17,5 % (18,3). Trots omfattande investeringar i organisation, IT-infrastruktur och spelutveckling levererade Envar därmed sitt starkaste år hittills i både omsättning och resultat. Investeringarna under året har varit strategiska och syftat till att rusta organisationen inför det viktiga 2026, där både konsultverksamheten och lanseringen av Witchspire väntas spela en central roll. Bolaget avslutade året med en nettokassa om cirka 49 MSEK och utan räntebärande skulder, vilket ger finansiell flexibilitet inför 2026.

Outsourcingverksamheten i Envar Entertainment fortsatte att utvecklas väl under året, med tre kommunicerade rekordordrar inom Battle Royale och MOBA-segmenten. I oktober tecknades ett förlängt avtal med en befintlig global kund värt cirka 23,0 MSEK över 12 månader, vilket är bolagets största enskilda order hittills. Enligt Ghailan är kapaciteten inom outsourcingverksamheten fortsatt välbelagd inför 2026.

Utvecklingen inom Envar Games fortskrider enligt plan. Det egenutvecklade spelet Witchspire har annonserats internationellt och utvecklingen följer den kommunicerade tidslinjen med Early Access-lansering planerad till slutet av Q2'26. Under det fjärde kvartalet släpptes en gameplay teaser och bolaget lanserade i februari 2026 ett playtest som ger spelare möjlighet att tidigt prova en mindre del av spelet och ge feedback till utvecklarna. Den 10:e december hade Witchspire passerat 100 000 wishlists på Steam, vilket är en viktig indikator på marknadsintresse inför lanseringen. Vid det tillfället uppgick antalet followers till 7 700 och den 15 februari 2026 uppgick followers till cirka 12 400, vilket innebar en fortsatt god utveckling.

Sammanfattningsvis visar helåret 2025 att Envar lyckats kombinera tillväxt och god lönsamhet inom outsourcing med en offensiv investeringstakt i organisation och eget IP, samtidigt som balansräkningen förblir stark inför det strategiskt viktiga lanseringsåret 2026, då Early Access-lanseringen av Witchspire planeras till Q2.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis



Utfall vs estimat

Kvartalets nettoomsättning utföll väsentligt under våra estimat, då vi hade räknat med en fortsatt stabil tillväxt inom outsourcingverksamheten i linje med tidigare kvartal under året. Även aktiverade utvecklingskostnader var lägre än våra prognoser. Rörelsekostnaderna kom däremot in något under våra antaganden, då vi i våra estimat hade tagit höjd för ytterligare nyrekryteringar samt ökade satsningar inom IT-säkerhet och marknadsföring kopplad till Witchspire. Den svagare omsättningen fick dock en tydlig genomslagseffekt på resultatet, vilket innebar att våra förväntningar om fortsatt god lönsamhet inte infriades. Bolaget redovisade därmed negativ EBITDA och EBIT för kvartalet, vilket låg under våra prognoser.

Utfall vs estimat Q4'25

(MSEK)	Utfall	Estimat	Differens
Nettoomsättning	20,9	28,4	-26,4%
Tillväxt $y-o-y$	-11,8%	20,0%	-31,8pp
Aktiverat arbete	5,9	7,7	-23,4%
Summa intäkter	29,2	38,5	-24,2%
Kostnader	-29,3	-31,3	-6,4%
EBITDA	-0,1	7,3	neg.
EBITDA-marginal	-0,4%	25,6%	-26,0pp
EBIT	-0,3	7,1	neg.
EBIT-marginal	-1,6%	24,9%	-26,3pp

Envar Entertainment - stabil intäktsbas med globala kunder

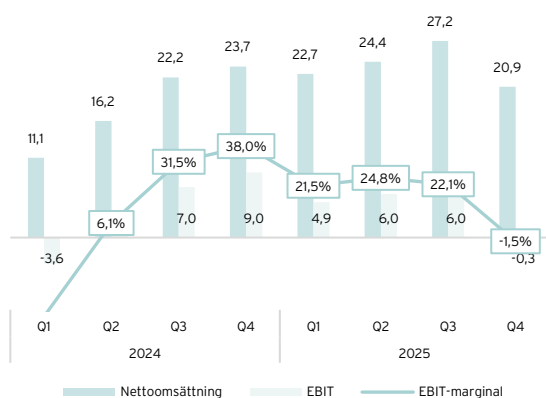
Envar Entertainment utgör koncernens konsultverksamhet och stod för 100 % av koncernens nettoomsättning under 2025. Bolaget har på kort tid etablerat sig som en ansedd aktör inom outsourcing och co-development för den globala spel- och underhållningsindustrin. Envar ansvarar för delar av utvecklingsprocessen eller hela projekt och levererar grafisk design, 3D-grafik, illustration, animation, VFX, UI/UX och visual development till några av världens mest välkända varumärken, däribland Riot Games, Netflix, EA Games, Blizzard, Tencent, Sony och Epic Games. Flera av dessa är återkommande kunder, vilket skapar stabila och repetitiva intäktsflöden och fungerar som en motvikt till den högre risk som förknippas med renodlad spelutveckling.

Nettoomsättningen under det fjärde kvartalet uppgick till 20,9 MSEK (23,7), en minskning om 11,8 % jämfört med samma period föregående år. Minskningen förklaras främst av lägre beställningsvolymerna under december då flera större kunder befunnit sig i planeringsfas inför 2026. Enligt bolaget var nedgången relaterad till timing och inte minskad efterfrågan, och orderingen under inledningen av 2026 beskrivs som god med fortsatt hög beläggning för konsultverksamheten. EBIT uppgick till -0,3 MSEK (9,0), motsvarande en EBIT-marginal om -1,6 % (38,0 %). Den svaga kvartalslönsamheten var en följd av lägre intäkter i slutet av perioden i kombination med fortsatta investeringar i senior kompetens, IT-säkerhet och monitorering samt marknadsföringskostnader kopplade till Witchspire, vilka belastar koncernen men inte är direkt hänförliga till den rena konsultaffären. Sammantaget indikerar detta att den redovisade koncernmarginalen i Q4 inte fullt ut speglar den underliggande lönsamheten i Envar Entertainment, vilken enligt Ghailan fortsatt är god.

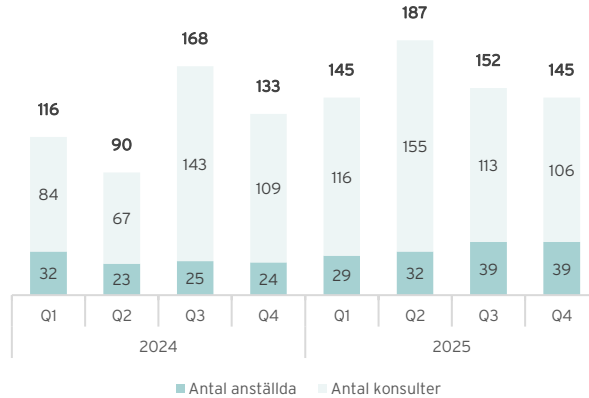
För helåret 2025 uppgick nettoomsättningen till 95,2 MSEK (73,1), motsvarande en tillväxt om 30,2 %. EBIT uppgick till 16,6 MSEK (13,3), motsvarande en EBIT-marginal om 17,5 % (18,3 %). Trots betydande investeringar under andra halvåret levererade bolaget därmed sitt starkaste år hittills i både omsättning och resultat. Under året tecknades flera större ordrar, däribland ett förlängt avtal värt cirka 23,0 MSEK över 12 månader, vilket stärker visibiliteten inför 2026. Ledningen bedömer samtidigt att den långsiktiga trenden mot ökad outsourcing inom spelindustrin kvarstår, då större studior i allt högre grad efterfrågar flexibel och kostnadseffektiv projektkapacitet snarare än att bygga upp fasta interna team.

Envar har en flexibel och skalbar organisationsmodell som möjliggör snabb anpassning av kapaciteten efter projektens omfattning. Enligt Ghailan ska konsulter alltid vara fullt belagda och bolaget har ingen strukturell överbemanning. Denna modell bedömer vi vara en central förklaring till den historiskt höga EBIT-marginalen om omkring 30 % inom Envar Entertainment, även om 2025 års koncernmarginal tillfälligt påverkats av investeringar och kostnader utanför den rena konsultverksamheten. Under året har organisationen dessutom förstärkts med senior kompetens inom projektledning, affärsutveckling och kvalitetsstyrning, vilket enligt ledningen är en strukturell förstärkning inför nästa tillväxtfas snarare än en temporär kostnadsökning.

Nettoomsättning och EBIT, kvartalsvis 2024-2025



Antal anställda, kvartalsvis 2023-2025



Arbetet med att fördjupa och expandera befintliga kundrelationer fortsatte att ge resultat under det fjärde kvartalet. Den 1 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 löper över tolv månader och innebär ett fortsatt förtroende från kunden. Ordern bekräftar den starka efterfrågan på Envars tjänster och understryker bolagets position som preferred partner hos flera av spelindustrins största aktörer.

Kunden har inte namngivits, men givet Envars etablerade relation inom Battle Royale-genren bedömer vi att det med hög sannolikhet rör sig om Epic Games och Fortnite. Ett fördjupat samarbete med en sådan aktör är strategiskt betydelsefullt då det ytterligare stärker Envars renommé som en preferred partner inom outsourcing och co-development. Vi bedömer även att affären kan fungera som en kvalitetsstämpel och potentiell 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.

Envar Games genererar 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.

I närtid är fokus riktat mot lanseringen av demot och deltagandet i Steam Next Fest, som äger rum den 23 februari till 2 mars 2026. Steam Next Fest är ett viktigt marknadsföringstillfälle för kommande titlar och ger utvecklare möjlighet att nå en bred publik genom exponering direkt på Steam-plattformen.

Playtest är nu öppet på Steam, vilket innebär att spelare redan i dagsläget kan prova en begränsad del av Witchspire och lämna feedback till utvecklingsteamet. Detta är ett strategiskt steg både för att kvalitetssäkra spelupplevelsen inför demot och Early Access samt för att fortsätta bygga community och engagemang runt spelet.

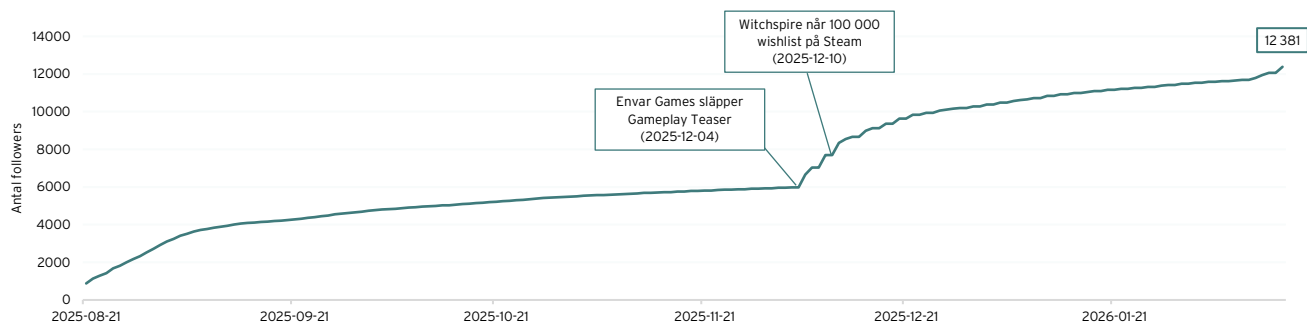
Antalet followers och wishlists utvecklas väl.

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

Den 10 december 2025 meddelade Envar att Witchspire passerat 100 000 wishlists. Vid samma tidpunkt uppgick antalet followers till cirka 7 700, vilket implicerar en relation om cirka 13x wishlists per follower. Detta kan sättas i relation till att antalet followers uppgick till 4 847 vid publiceringen av vår initialanalys den 2025-10-09. Per den 15 februari 2026 uppgick antalet followers till cirka 12 400, vilket visar på en fortsatt stark utveckling efter milstolpen om 100 000 wishlists. Appliceras 13x wishlists per follower på nuvarande nivå implicerar det cirka 160 000 wishlists, vilket indikerar fortsatt bra momentum.

Vi estimerar 30 000 followers vid lansering och har god tro att bolaget kan öka antalet markant kommande månader. Den kommande demon och exponeringen under Steam Next Fest kan bli viktiga katalysatorer för ökad synlighet, fler followers och accelererad wishlist-tillväxt. Utfallet från dessa aktiviteter samt utvecklingen i antalet followers blir därmed centralt att följa inför Early Access-lanseringen i slutet av Q2'26.

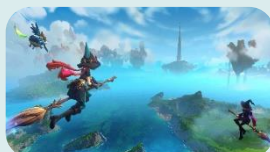
Utvecklingen av antalet followers



Witchspire - det första egenutvecklade spelet

Witchspire är Envar Games första egenutvecklade titel och markerar starten på koncernens satsning på egna IP. Spelet utspelar sig i en färgstark och magisk värld där spelaren som häxa eller trollkarl utforskar omgivningar till fots, genom portaler eller flygandes på kvast. Världen är rik på föremål, varelser och miljöer, och flera av de mystiska varelserna kan tämjas och bli allierade som hjälper i strid eller 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.



Viktiga rekryteringar utförda under 2025

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 cirka 38 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 Access-versionen.

Viktig milstolpe med Early Access-lansering under Q2'26

Den första milstolpen är Steam Next Fest och lanseringen av demot. Därefter närmar sig lanseringen via Steam Early Access, där spelare får tillgång till en tidig version till reducerat pris samtidigt som Envar kan iterera baserat på feedback. Modellen möjliggör både tidiga intäkter och community-byggande inför den slutliga lanseringen. Enligt Atey Ghailan följer utvecklingen plan och 2026 beskrivs som ett avgörande år för bolaget.

Under Early Access 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 bolaget undersöker även möjligheten till konsolversioner.

Vi bedömer lanseringsstrategin som väl avvägd. Early Access minskar risken, skapar engagemang och förbättrar chansen till en långsiktig 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 samt beslutet att undvika mer hardcore-element såsom hunger, törst och vapenförslitning, vilket kan 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 Palworld but wanted a more cozy version, then Witchspire may be your perfect match! This looks like a huge and polished project so I'm really excited!"



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



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

- Katie Wickens, PCGamer



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

- Lexi Luddy, Shacknews

Finansiell ställning

Vid utgången av Q3'25 uppgick Envars anläggningstillgångar till totalt 43,1 MSEK, varav immateriella tillgångar stod för 38,4 MSEK, materiella tillgångar för 2,7 MSEK och finansiella anläggningstillgångar för 2,0 MSEK. Omsättningstillgångarna uppgick till 15,6 MSEK, där posten främst utgjordes av kundfordringar på 8,7 MSEK samt interimfordringar om 5,1 MSEK.

Likvida medel uppgick till 49,0 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 15,1 MSEK, främst leverantörsskulder (4,5 MSEK) och skatteskulder (3,8 MSEK).

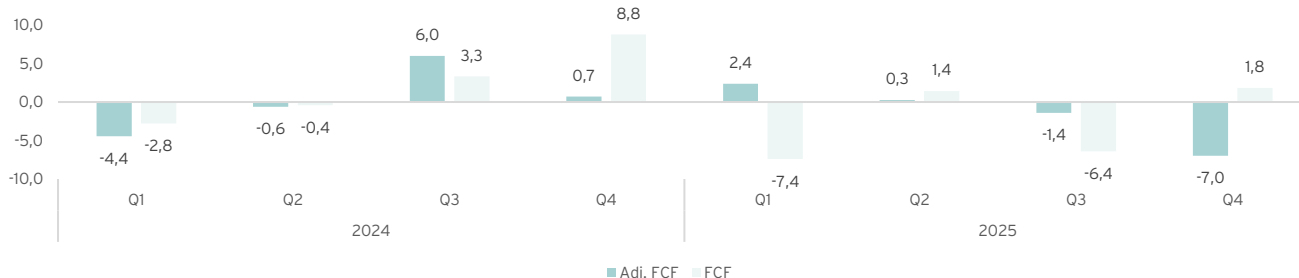
Översikt Q4'25

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
38,4 MSEK	2,7 MSEK	83,4%
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
49,0 MSEK	0,0 MSEK	49,0 MSEK

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

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

Fritt kassaflöde, kvartalsvis, 2023-2025



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.

En viktig datapunkt är hur många som har spelet i sin wishlist på Steam. Detta kan fungera som underlag för att estimera 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. När Envar kommunicerade att Witchspire uppnått 100 000 wishlist var antalet followers ca 7 700, vilket påvisade att antalet wishlists var 13x högre. Vi har därför valt att använda oss av 13x framåt för konverteringen followers till wishlists. För närvarande följer cirka 12 400 Witchspire på Steam, vilket indikerar att över 160 000 har det på wishlists.

Under de kommande månaderna kommer marknadsföringsinsatserna att intensifieras, demot lanseras i samband med Steam Next Fest och nytt material publiceras löpande. Kommande betyg och recensioner blir viktiga att följa, då högre betyg generellt innebär bättre konvertering från wishlist till faktiska köp. En annan viktig faktor är Steams algoritmer. Om antalet followers och wishlists ökar kraftigt tenderar spelet att få ökad organisk exponering, vilket i sin tur kan skapa en positiv spiral med ytterligare synlighet och fler följare.

Våra estimat baseras därför på antalet followers inför lansering, som konverteras till wishlists och därefter till försäljning. I basscenarioet räknar vi med cirka 30 000 followers inför lansering, vilket motsvarar omkring 390 000 wishlists. Antagandet grundas på att Witchspire redan nått 12 400 followers före demo och intensifierad marknadsföring. Som jämförelse har vi analyserat 16 spel inom samma kategori samt ett urval Indie/AA-titlar i prisspannet 12,99-39,99 €. Medianen i urvalet uppgick till 46 100 followers, med ett spann mellan 9 649 och 342 426, vilket gör 30 000 followers till ett rimligt och försiktigt basscenario.

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

	Followers	Followers/Wishlist	Est. wishlist
Nuläge	12 381	13x	160 953
Estimat inför lansering	30 000	13x	390 000
	Est. wishlist	Wishlist/sales conversion	Sålda spel
Vecka 1	390 000	22,0%	85 800
Månad 1	390 000	27,0%	105 300

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

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

Sålda spel, vecka 1	85 800
<i>År 1 sales i relation till Vecka 1</i>	<i>3,16x</i>
Sålda spel, år 1	271 128
Pris per spel (USD)	30,0
Total försäljning, år 1 (USD)	8 133 840
<i>Stears (Valve) revenue share</i>	<i>30%</i>
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	5 693 688
<i>USD/SEK</i>	<i>8,96</i>
Total försäljning (SEK)	51 039 927

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 51,0 M SEK (5,7 M USD) 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 M USD med 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic), där medianintäkter i Early Access låg på 7,3 M USD. I vårt urval uppgick medianen för antal sålda spel Year 1 till cirka 250 000 sålda spel, vilket är i linje med våra estimat för Witchspire. Detta är vårt basscenario, vilket kan komma att ändras framöver när recensioner och betyg inkommer, mer information om spelet släpps och mer marknadsföring har genomförts. Vi har räknat med att försäljningen är relativt framtung och att en majoritet av försäljningen Year 1 sker under de sex första månaderna.

Antaganden för lansering 1.0 (Year 2)

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

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

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

Est. Early Access försäljning	271 128
<i>1.0 vs Early Access</i>	<i>0,70</i>
Sålda spel, år 2	189 790
Pris per spel (USD)	27
Total försäljning, år 2 (USD)	5 124 319
Stears (Valve) revenue share	30%
Försäljning efter avgifter till Steam (USD)	3 587 023
<i>USD/SEK</i>	<i>8,9643</i>
Total försäljning, år 2 (SEK)	32 155 154

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

Intäkter från DLC:s

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

Översikt, DLC:s

Lansering	DLC 1 Q1'28	DLC 2 Q4'28
Antal sålda spel vid lansering	403 981	490 918
Andel köper DLC	10%	10%
Antal sålda DLC:s	40 398	49 092
Pris per DLC (USD)	9,99	9,99
Totala intäkter (USD)	403 577	490 427
Steams (Valve) revenue share	30%	30%
Försäljning efter avgifter till Steam	282 504	343 299
<i>USD/SEK</i>	8,96	8,96
Total försäljning (SEK)	2 532 448	3 077 432

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 91,3 MSEK i intäkter från grundspelet och ytterligare cirka 5,6 MSEK från DLC-försäljning. Totalt motsvarar det intäkter på cirka 96,9 MSEK fram till 2028.

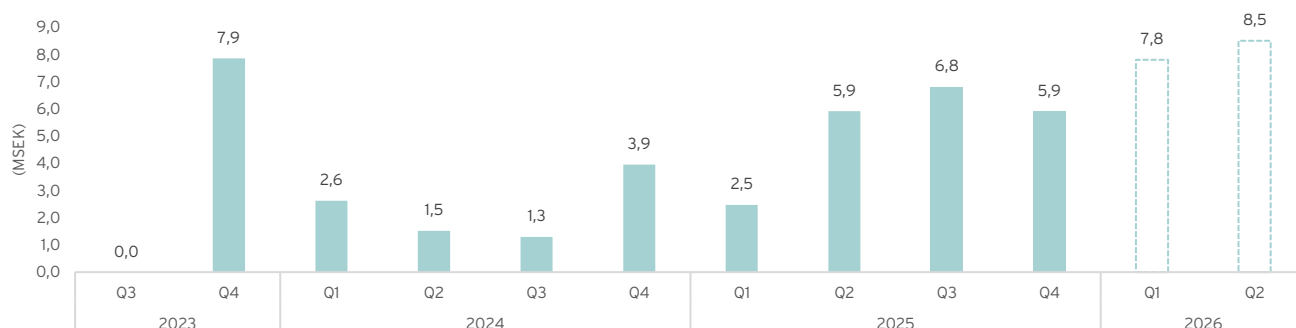
Våra estimat indikerar en total försäljningsvolym på omkring 525 000 exemplar av Witchspire, vilket sätts i relation till antalet sålda spel i vårt urval om 79 spel inom Open World Survival (via Gamalytic) med en median om 462 000 sålda spel. Sammantaget pekar våra antaganden på en lyckad och stabil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

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

Utvecklingskostnader för Witchspire

Sedan Q4'23 har Envar aktiverat utvecklingskostnader om totalt cirka 38 MSEK, men innan dess kostnadsfördes utvecklingskostnaderna direkt över resultaträkningen. Enligt våra antaganden kommer totalt cirka 55 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. Vi estimerar även att aktiveringarna kommer att fortsätta efter detta, då arbetet inför lansering av 1.0 samt utveckling av DLC:s påbörjas.

Aktiverade utvecklingskostnader, Witchspire



Marknadsföringskostnader och kostnader för Unreal Engine

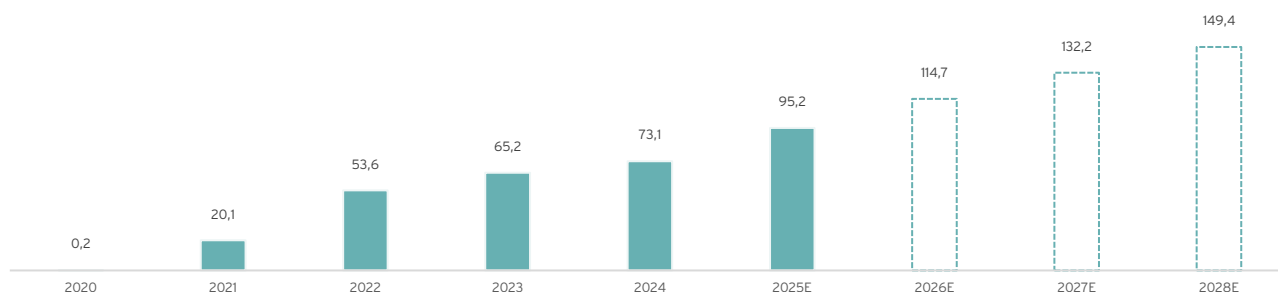
Enligt flertalet källor ligger marknadsföringskostnaderna ofta i intervallet 25-50% av totala produktionskostnader för spelet. Detta är pengar som ska användas till att bygga synlighet globalt, delta på större mässor, köra kampanjer med influencers med mera. Envar har ett partnersamarbete med en aktör 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 2026-2027, 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 närmar sig 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/Steams andel) och exklusive försäljningskatter/moms. Det innebär att om Envar tjänar mindre än 1,0 MUSD på ett spel under ett år betalas ingen royalty. När gränsen passerar 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 51,0 MSEK efter Valve/Steams 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 under 2025 omsatt 95,2 MSEK, vilket motsvarade en tillväxt om cirka 30 % jämfört med 2024. Vi tror på en fortsatt positiv utveckling för konsultverksamheten framgent, där omsättningen på kvartalsbasis kan vara varierat likt Q4'25 men utvecklas stabilt på helårsbasis.

Nettoomsättningsutveckling, 2020-2028E



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

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

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

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

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

Värdering

Key stats

Antal aktier	12 500 000	Börsvärde (MSEK)	483,8
Aktiekurs (SEK)	38,7	Nettoskuld (MSEK)	-49,0
		Enterprise value (MSEK)	434,8

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	95,2 MSEK	EV/S	4,6
EBIT	16,6 MSEK	EV/EBIT	26,1
Vinst	12,2 MSEK	P/E	39,5
Adj. FCF	-5,7 MSEK	EV/FCF	<i>neg.</i>

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
44,6%	18,3%	17,5%	12,9%
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
13,2%	<i>neg.</i>	13,6%	28,1%

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 utvecklare titlar. Genom co-funded projekt och work-for-hire-samarbeten positionerar sig Beyond Frames som en partner i tillväxtsegmentet XR.
Enad Global 7	Enad Global 7 (EG7) är en svensk spelkoncern med 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	125	116	0,8	9,2	20,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Embracer	12 107	9 743	0,5	0,7	15,6	2,1	1,6	3,1	3,3	3,8
Enad Global 7	1 154	1 111	0,7	4,1	2,4	neg.	neg.	neg.	0,6	neg.
Goodbye Kansas	52	53	0,3	-1,8	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Jumpgate	25	20	0,4	-1,6	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Nitro Games	36	51	0,6	2,9	0,2	20,0	9,7	24,1	12,3	neg.
Paradox Interactive	12 368	11 158	5,1	8,4	11,9	76,4	45,8	98,4	59,5	35,9
PlaySide Studios Ltd	63	59	2,2	-15,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Remedy Entertainment	198	187	3,1	16,5	26,0	neg.	neg.	neg.	neg.	74,9
Starbreeze B	163	71	0,3	1,2	0,9	neg.	0,0	neg.	0,0	neg.
Thunderful	224	294	0,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Snitt			1,3	2,4	11,1	32,8	14,3	41,9	15,1	38,2
Median			0,6	2,0	11,9	20,0	5,7	24,1	3,3	35,9
Envar	483	435	4,6	25,1	24,9	26,4	26,1	39,8	39,5	18,8

Estimat för 2026E

Vi gör vissa justeringar på våra estimat framåt där vi justerar nettoomsättningen för Envar Entertainment något inför 2026 samt tar höjd för de högre personalkostnaderna som tillkommer från rekryteringarna av flertalet seniora resurser. Detta medför sammantaget att EBIT justeras ned för 2026E. Fortsatt finns det en stor option i att lanseringen av Witchspire blir mer lyckosam än vad vi räknat med samt att marknadsföringskostnaderna blir något lägre än prognosticerat.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E
Envar Entertainment	53,6	65,2	73,1	95,2	114,7
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	20,5%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	n/a	n/a	39,3
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoomsättning	53,6	65,2	73,1	95,2	154,0
% y-o-y	166,8%	21,7%	12,1%	30,2%	61,8%
Aktiverat arbete	0,0	7,9	9,4	21,1	30,5
Övriga rörelseintäkter	1,4	2,1	4,7	9,1	9,2
Summa intäkter	54,9	75,2	87,2	125,4	193,7
EV/S	8,4	6,9	6,1	4,7	2,9
KSV	-21,3	-29,5	-32,5	-52,8	-63,1
Bruttoresultat	32,3	35,7	40,6	42,4	90,9
Bruttomarginal	60,2%	54,8%	55,6%	44,6%	59,0%
% y-o-y	152,6%	10,8%	13,6%	4,4%	114,4%
Rörelsekostnader	-12,9	-43,7	-41,4	-55,9	-77,0
% y-o-y	422,0%	237,8%	-5,3%	35,1%	37,7%
EBIT	20,7	2,0	13,3	16,6	53,7
EBIT-marginal	38,6%	3,1%	18,2%	17,5%	34,8%
% y-o-y	98,3%	-90,2%	557,1%	25,1%	221,4%
EV/EBIT	21,7	220,9	33,6	26,9	8,4

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	53,7	804,8	64,4
Säkerhetsmarginal (30%)	15	37,6	563,4	45,1

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

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	%	CAGR	Faktor	%	CAGR
2026E	1,66	66,4%	66,4%	1,16	16,5%	16,5%

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

EBITx	Känslighetsanalys					
	Huvudscenario 2026E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	536,6	42,9	10,9%	375,6	30,0	-22,4%
11	590,2	47,2	22,0%	413,1	33,1	-14,6%
12	643,9	51,5	33,1%	450,7	36,1	-6,8%
13	697,5	55,8	44,2%	488,3	39,1	0,9%
14	751,2	60,1	55,3%	525,8	42,1	8,7%
15	804,8	64,4	66,4%	563,4	45,1	16,5%
16	858,5	68,7	77,5%	600,9	48,1	24,2%
17	912,1	73,0	88,6%	638,5	51,1	32,0%
18	965,8	77,3	99,6%	676,1	54,1	39,8%
19	1 019,5	81,6	110,7%	713,6	57,1	47,5%
20	1 073,1	85,8	121,8%	751,2	60,1	55,3%

Estimat för 2027E och long-tail 2028E

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

Intäkterna från Witchspire antas följa ett long tail mönster, där försäljningen avtar successivt men fortsätter över tid. De starkaste åren väntas bli 2026E och 2027E, där Early Access och 1.0 lanseringen driver huvuddelen av volymen, medan de efterföljande åren i högre grad stöds av fortsatt grundförsäljning samt två DLC lanseringar. Vid utgången av 2028 har Witchspire funnits på marknaden i cirka 2,5 år och enligt våra antaganden motsvarar det cirka 525 000 sålda spelkopior och cirka 90 000 sålda DLC.

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

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

<i>(MSEK)</i>	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Envar Entertainment	73,1	95,2	114,7	132,2	149,4
% y-o-y	12,1%	30,2%	20,5%	15,3%	13,0%
Envar Games (Witchspire)	n/a	n/a	39,3	35,5	20,8
% y-o-y	n/a	n/a	n/a	-9,7%	-41,3%
Nettoomsättning	73,1	95,2	154,0	167,7	170,2
% y-o-y	12,1%	30,2%	61,8%	8,9%	1,5%
Aktiverat arbete	9,4	21,1	30,5	28,5	28,5
Övriga rörelseintäkter	4,7	9,1	9,2	9,8	10,6
Summa intäkter	87,2	125,4	193,7	206,0	209,3
EV/S	6,1	4,7	2,9	2,7	2,6
KSV	-32,5	-52,8	-63,1	-72,7	-82,2
Bruttoresultat	40,6	42,4	90,9	95,0	88,0
Bruttomarginal	55,6%	44,6%	59,0%	56,6%	51,7%
% y-o-y	13,6%	4,4%	114,4%	4,4%	-7,3%
Rörelsekostnader	-41,4	-55,9	-77,0	-87,5	-97,0
% y-o-y	-5,3%	35,1%	37,7%	13,7%	10,8%
EBIT	13,3	16,6	53,7	45,7	30,1
EBIT-marginal	18,2%	17,5%	34,8%	27,3%	17,7%
% y-o-y	557,1%	25,1%	221,4%	-14,8%	-34,1%
EV/EBIT	33,6	26,9	8,4	9,8	14,9

Disclaimer

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

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

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

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av analys, samt i 48 timmar efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

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