

ENVAR: RAPPORTKOMMENTAR Q1'26

Envar rapporterade för det första kvartalet 2026 en nettoomsättning om 25,8 MSEK (22,7), motsvarande en tillväxt om 13,6 %. EBITDA uppgick till 3,5 MSEK (5,1) och EBIT till 3,3 MSEK (4,9), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 13,7 % (22,3) samt en EBIT-marginal om 13,0 % (21,5 %). Den lägre lönsamheten jämfört med föregående år förklaras främst av investeringar i organisation, IT-infrastruktur och marknadsföring inför lanseringen av Witchspire. Under kvartalet belastades EBIT av 1,1 MSEK i marknadsföringskostnader kopplade till Witchspire, vilka enligt tillämpade redovisningsprinciper inte kan aktiveras. Balansräkningen är fortsatt stark med en nettokassa om 37,2 MSEK.

Tillbaka till tillväxt efter svagare Q4

Efter ett svagare fjärde kvartal återgick Envar till positiv tillväxt i Q1. Kvartalets försäljning drevs främst av arbete med illustrationer till ett kortspel för en av koncernens största kunder samt arbete med speltrailers. Vi bedömer att kortspelet sannolikt avser Legends of Runeterra från Riot Games, vilket tillsammans med VD Atey Ghailans kommentar om att Sony var den kund som procentuellt ökade sina beställningsvolymerna mest under kvartalet visar att Envar fortsätter att fördjupa relationerna med flera av världens största spelaktörer. Orderingen från befintliga kunder beskrivs som mycket god och vid utgången av kvartalet hade Envar Entertainment 120 frilansare och 39 anställda. Vår bild är att Envar fortsatt stärker sin position som preferred partner inom outsourcing och co-development, där större spelstudior i allt högre grad efterfrågar flexibla externa utvecklingsresurser.

Witchspire lanseras den 10 juni och Envar Blue ska bredda spelportföljen

Den viktigaste närliggande milstolpen är lanseringen av Witchspire i Steam Early Access den 10 juni 2026. Spelet befinner sig enligt bolaget i den avslutande polish-fasen och lanseras utan extern publisher, vilket innebär att Envar behåller fullt ägande av IP:t och därmed hela det potentiella värdeskapandet vid en framgångsrik lansering. Under Q1 deltog Witchspire i Steam Next Fest med en publik demo, vilket gav spelet ökad exponering men också viss användarfeedback kring att demot upplevdes som tidigt, med begränsat innehåll och behov av mer polish. Detta är enligt vår mening viktigt att följa, men bör samtidigt ses i kontexten av att spelet lanseras i Early Access, där syftet är att iterera produkten tillsammans med communityn inför en full 1.0-lansering. Under kvartalet presenterades även Envar Blue, ett nytt internt utvecklingsteam med fokus på mindre indie-titlar och kortare utvecklingscykler. Ambitionen är att komplettera större projekt som Witchspire med tätare spelsläpp, lägre utvecklingsbudgetar och bredare exponering mot olika målgrupper. När Envar Blue når full produktion är målsättningen att lansera en ny titel var 12:e till 15:e månad. Detta breddar caset från att enbart handla om Witchspire till att även omfatta en möjlig mer kontinuerlig IP-portfölj över tid.

Outlook

Envar går in i årets viktigaste period med en stark finansiell position, en växande konsultaffär och ett första egenutvecklat spel bara veckor från lansering. Tryggheten i caset finns fortsatt i Envar

Kalqyl

Entertainment, där outsourcingverksamheten skapar stabila kassaflöden. Samtidigt utgör Witchspire en tydlig värdedrivare. Vid en lyckad Early Access-lansering kan spelet skapa intäkter under flera år genom 1.0-lansering, long-tail-försäljning, expansioner och DLC. Utvecklingen inför lanseringen följer dessutom hittills vårt basscenario relativt väl. Baserat på antalet followers på Steam bedömer vi att Witchspire i dagsläget sannolikt har över 310 000 wishlists, och vi ser fortsatt goda möjligheter att spelet når vårt estimat om cirka 390 000 wishlists. Vi ser även ökade möjligheter till breddning av verksamheten. Envar Blue innebär att fler spelsläpp kan komma snabbare än tidigare väntat, och ledningen har tidigare öppnat för att koncernen på sikt kan breddas både genom organiska satsningar och förvärv. Detta adderar en extra dimension till tillväxtagendan och stärker bilden av Envar som mer än en konsultstudio. Vår samlade bedömning är att bolaget står inför ett potentiellt transformativt 2026, där en stabil outsourcingverksamhet kombineras med en betydande option i Witchspire och en växande intern spelportfölj. På våra estimat ser vi en uppsida om 42,5 % för 2026E vid en multipel om 15x EBIT. Med en säkerhetsmarginal om 30 % är nedsidan i princip neutral mot dagens kurs, vilket enligt vår mening ger en attraktiv risk/reward inför lanseringen. Osäkerheten är fortsatt hög inför Envars första spelsläpp, men vid ett positivt mottagande av Witchspire kan både estimat och multipel revideras upp.

Läs hela analysen [här!](#)

För mer information, vänligen kontakta:

Albin Eriksson, analytiker (albin@kalqyl.se)

Erik Lundberg, analytiker (erik.lundberg@kalqyl.se)

Pontus Fredriksson, analytiker (pontus@kalqyl.se)

Om Kalqyl

Kalqyl är ett nytänkande analysbolag med en snabbväxande plattform och en unik räckvidd bland nordiska investerare. Med djup expertis och fokus på kvalitativt innehåll levererar vi analyser och intervjuer som engagerar och skapar värde.