

ENVAR: RAPPORTKOMMENTAR Q2'26

Envar rapporterade för det andra kvartalet 2026 en nettoomsättning om 53,7 MSEK (24,4), motsvarande en tillväxt om 120,3 %. EBITDA uppgick till 21,0 MSEK (6,2) och EBIT till 19,3 MSEK (6,0), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 39,1 % (25,5) samt en EBIT-marginal om 36,0 % (24,8). Witchspire bidrog med 16,8 MSEK i nettoomsättning och cirka 6,4 MSEK i EBIT under de 20 försäljningsdagar som ingick i kvartalet, medan Envar Entertainment omsatte cirka 36,9 MSEK och levererade sitt starkaste kvartal hittills. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 10,5 MSEK och Envar hade 39,5 MSEK i kassa och inga räntebärande skulder vid kvartalets utgång.

Rekordkvartal i Entertainment och tydlig operationell hävstång

Envar Entertainment växte med drygt 50 % jämfört med motsvarande kvartal föregående år och överträffade tydligt vårt estimat om 27,5 MSEK. Enligt VD Atey Ghailan drevs tillväxten framför allt av befintliga kunder som ökade sina beställningar, snarare än av någon enskild ny kund. Det stärker bilden av att Envar successivt tar en större del av utvecklingsbudgeten hos redan etablerade kunder. Ledningen beskriver verksamheten som inne i en ny tillväxtfas och pekar samtidigt på en strukturell förändring i spelindustrin, där större studios efter omfattande neddragningar blivit mer försiktiga med permanenta anställningar och i högre grad efterfrågar flexibel extern kapacitet. Envar bedömer sig dessutom ha stora delar av den organisatoriska infrastrukturen på plats för att kunna hantera högre kundvolymerna utan motsvarande ökning av ledningsorganisationen. Vi höjer därför vårt estimat för Entertainment till 129,2 MSEK för 2026E, men väljer att inte extrapolera rekordtakten rakt framåt. För 2027 och 2028 räknar vi med en successiv normalisering av tillväxten till omkring 12 % respektive 8 %.

Witchspire har lanserats och fokus flyttas mot 1.0

Witchspire lanserades i Steam Early Access den 10 juni och passerade 100 000 sålda exemplar kort därefter. Spelet genererade 16,8 MSEK i nettoomsättning under de första 20 försäljningsdagarna och gav därmed Envar sitt första tydliga kommersiella bidrag från ett egenutvecklat IP. Mottagandet från spelarna är positivt med 82,9 % positiva Steam-recensioner, samtidigt som antalet followers ökat från 25 235 vid lanseringen till 42 819 den 8 augusti. Spelaraktiviteten har däremot fallit tydligt från toppen om 6 629 samtida spelare, vilket understryker att försäljningen är framtung och att kommande uppdateringar, rabatter och framför allt 1.0-lanseringen blir avgörande för hur stark long tail Witchspire kan bygga. Vi höjer vårt Year 1-estimat från cirka 272 000 till omkring 316 000 sålda exemplar, men sänker det genomsnittliga försäljningspriset från 30 till 20 USD. Parallellt breddar Envar spelverksamheten genom Envar Blue och Publishing. Blue ska möjliggöra mindre projekt med kortare utvecklingscykler, medan Publishing ger exponering mot externa titlar utan att Envar behöver bära hela utvecklingsrisken. Vi inkluderar ännu inget intäktsbidrag från dessa verksamheter i våra estimat.

Outlook

Q2'26 förändrar bilden av Envar på två tydliga sätt. Entertainment visar en klart högre

intjäningsförmåga än vi tidigare räknat med, samtidigt som Witchspire gått från utvecklingsprojekt till faktisk intäktskälla. Vi höjer därför koncernens nettoomsättningsestimat för 2026E från 150,4 MSEK till 168,4 MSEK. EBIT sänks däremot från 50,9 MSEK till 46,3 MSEK, främst till följd av högre avskrivningar när Witchspires aktiverade utvecklingskostnader nu skrivs av över tre år. På längre sikt räknar vi med fortsatt tillväxt inom Entertainment, medan Games successivt går över i en mer normaliserad försäljningsfas efter Early Access och vår antagna 1.0-lansering under Q3' 27. Det innebär att EBIT i våra estimat faller 2027–2028 trots fortsatt tillväxt i konsultverksamheten. Samtidigt inkluderar vi ännu inget bidrag från Envar Blue eller Publishing, vilket gör att eventuell framgång där utgör uppsida utanför basscenariot. Caset har därmed blivit bredare än inför Witchspire-lanseringen, men den närmaste tiden avgörs framför allt av om Entertainment kan hålla en hög aktivitetsnivå och om Witchspire lyckas bygga den long tail som krävs för att bli en återkommande intäktskälla över flera år. På våra estimat för 2026E indikerar 15x EBIT en potentiell uppsida om cirka 13 % från dagens kurs, inklusive vår prognostiserade nettokassa vid årets utgång. Vid 20x EBIT, vilket ligger närmare bolagets bakåtblickande värdering, ökar den potentiella uppsidan till cirka 47 %.

Läs hela vår analys **[här](#)**!

För mer information, vänligen kontakta:

Mattias Folkesson, vd (mattias.folkesson@fairvalue.se)

Albin Eriksson, analytiker (albin@kalqyl.se)

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

Gustav Gabinus, analytiker (gustav@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.