



# COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Mai, 29, 2005



**Rating:** Unveränd. **KAUF**  
**Ereignis:** Update Q1-Zahlen  
**Coverage:** Seit Q1 2004

**VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS**  
 Software / Technology

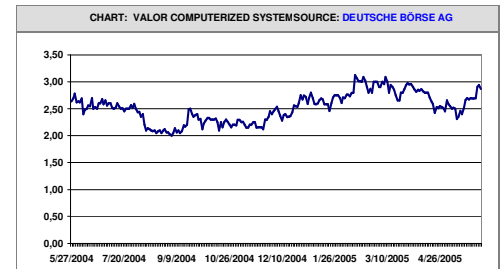
**Letzer Preis:** € 2,67  
**Fairer Preis:** € 4,45

## Spezialisierung zahlt sich aus

- **Asien weiterhin als größtes Umsatzpotential**
- **Marktnischen mit hohen Gewinnmargen**
- **Starke Bilanz und hoher Kassenbestand**
- **Positive langfristige Aussichten**

### COMPANYDESCRIPTION

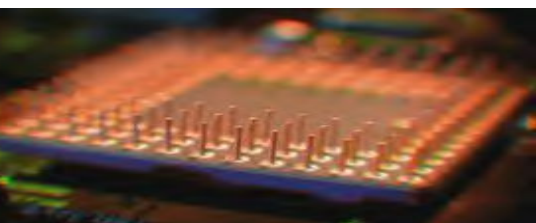
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ist führender Anbieter von produktivitätssteigernden Software-Lösungen für die Elektronikindustrie. Die Lösungen von VALOR decken die Entwicklung, Fertigung und Bestückung ab. VALOR kreierte einen internationalen Standard für Datenaustausch auf höchster Ebene. Die Produkte helfen Unternehmen, ihre Produktivität zu steigern und Fehler zu minimieren.



Dr. Norbert Kalliwoda  
 CEFA/DVFA-Analyst  
 +49 (69) 97205853  
 k@kalliwoda.com  
 www.kalliwoda.com

Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,09	0,15	0,19
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,16	0,18
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	35,5	48,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	1,6	2,8	3,4
net cash per share	0,8	1,6	1,5	1,7	1,7
net Cash	14,0	29,9	27,6	32,0	32,0
Free Cash Flow	3,0	8,8	12,3	2,3	1,9
P/E	-	25,6	30,2	17,7	14,3
P/S	-	1,9	1,6	1,4	1,0
Price (curr)	2,67				
52w high	3,45				
52w low	1,87				
Market Cap (mln)	48,9				
Last Dividend	0,07				
Sales CAGR 02-06	21%				
Web Page	www.valor.com				
Shares out (mln)					18,33
6M Avrg Vol (000s)					15,5
Free Float (in %)					39,2%
Weight in Prime All Share					0,005%
Reuters code					VCR
Bloomberg					VCR
WKN					928731

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



---

## CONTENTS

<b>1.</b>	<b>FINANCIALS</b> .....	<b>3</b>
1.1	Erfolgreiches 1. Quartal 2005: Erneut Umsatzrekord .....	3
1.2	Entwicklung der operativen Cash Flows .....	4
1.3	Ausblick.....	6
<b>2.</b>	<b>VALUATION</b> .....	<b>6</b>
2.1	Unveränd. Kursziel von US\$ 5.6 und US\$ 113 Million Marktkapitalisierung.....	6
2.2.	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren.....	6
2.3	Sensitivitätsanalyse.....	7
2.4	Gewinn- und Verlust-Rechnung bis 2008 .....	8
3.5	Bilanz und Cash Flow-Statement bis 2008.....	9
<b>3.</b>	<b>VALOR WACHSTUMSTREIBER</b> .....	<b>10</b>
<b>4.</b>	<b>SWOT-ANALYSIS</b> .....	<b>11</b>
<b>5.</b>	<b>APPENDIX</b> .....	<b>12</b>
<b>6.</b>	<b>CONTACT</b> .....	<b>13</b>
<b>7.</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>14</b>

# 1. FINANCIALS

## 1.1 Erfolgreiches 1. Quartal 2005: Erneut Umsatzrekord

Valor Computerized Systems hat seinen Wachstumskurs auch im 1. Quartal 2005 fortgesetzt und dabei Umsatz- und Ergebnis deutlich gesteigert. Der Umsatz konnte im 1. Quartal 2005 mit US\$ 8,7 Millionen gegenüber dem Vorjahresquartal (US\$ 7,15 Millionen) um 22% gesteigert werden. Dabei stiegen die Produktverkäufe überproportional um 27%, während die Wartungserlöse um 13% zunahmen. Erstmals wurden die Quartalszahlen von Valor unter Einbeziehung der neuen International Financial Reporting Standards, IFRS 2, erstellt und entsprechend um sogenannte "Share-Based Payments" ergänzt. Der Q1/2005-Gewinn vor aktienbezogenen Zahlungen war mit US\$ 0,823 Millionen gegenüber dem Vorjahresquartal (US\$ 0,295 Millionen) fast dreimal so hoch. Nach Einbeziehung aktienbezogener Zahlungen belief sich der Q1-Gewinn auf US\$ 0,631 Millionen, woraus ein Ergebnis je Aktie (voll verwässert) von US\$ 0,03 resultiert (Vorjahresquartal US\$ 0,01). Die folgende Tabelle zeigt die einzelnen Quartale der letzten beiden Geschäftsjahre und unsere Schätzung für das zweite Quartal 2005.

	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004	total 2003	Change to total2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005e	Q2 2004	Change to Q2 2004
<b>Revenues</b>															
Product Sales and Related Services	5,08	3,95	26,55%	5,435	4,42	23,05%	19,899	16,22	22,71%	5,840	4,61	26,63%	6,20	4,77	29,90%
Maintenance	2,72	2,40	13,42%	2,821	2,39	18,03%	10,763	9,40	14,51%	2,965	2,54	16,75%	2,95	2,68	10,12%
<b>Total Revenues</b>	<b>7,80</b>	<b>6,35</b>	<b>22%</b>	<b>8,256</b>	<b>6,81</b>	<b>21%</b>	<b>30,662</b>	<b>25,62</b>	<b>20%</b>	<b>8,705</b>	<b>7,15</b>	<b>22%</b>	<b>9,15</b>	<b>7,45</b>	<b>23%</b>
<b>Cost of Revenues</b>															
Product Sales	0,86	0,20	329,35%	0,846	0,32	164,38%	2,83	1,01	180,50%	0,849	0,28	200,00%	0,90	0,84	7,02%
Maintenance	0,21	0,18	15,93%	0,142	0,21	-31,07%	0,705	0,86	6,17%	0,299	0,20	52,55%	0,25	0,16	60,26%
<b>Total Costs of Revenues</b>	<b>1,07</b>	<b>0,38</b>	<b>180%</b>	<b>0,988</b>	<b>0,53</b>	<b>88%</b>	<b>3,538</b>	<b>1,87</b>	<b>111%</b>	<b>1,148</b>	<b>0,48</b>	<b>140%</b>	<b>1,15</b>	<b>1,00</b>	<b>15%</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>6,73</b>	<b>5,97</b>	<b>13%</b>	<b>7,268</b>	<b>6,28</b>	<b>16%</b>	<b>27,124</b>	<b>23,94</b>	<b>13%</b>	<b>7,557</b>	<b>6,67</b>	<b>13%</b>	<b>8,00</b>	<b>6,46</b>	<b>24%</b>
Research and Development Costs	2,44	1,96	24,53%	2,742	1,90	44,09%	10,303	7,40	39,15%	2,810	2,66	5,72%	2,90	2,46	17,84%
Selling and Marketing Expenses	3,49	2,97	17,71%	3,451	3,30	4,64%	13,729	12,45	10,32%	3,617	3,34	8,42%	3,70	3,45	7,18%
General and Administrative Expenses	0,45	0,49	-7,16%	0,473	0,37	28,18%	1,923	1,67	15,01%	0,612	0,57	7,75%	0,72	0,43	68,22%
<b>Total Operating Costs and Expenses</b>	<b>6,39</b>	<b>5,42</b>	<b>18%</b>	<b>6,666</b>	<b>5,57</b>	<b>20%</b>	<b>25,955</b>	<b>21,52</b>	<b>21%</b>	<b>7,039</b>	<b>6,56</b>	<b>7%</b>	<b>7,32</b>	<b>6,34</b>	<b>15%</b>
Impairment (loss) earnings															
<b>Profit from Operations</b>	<b>0,34</b>	<b>0,55</b>	<b>-38,34%</b>	<b>0,60</b>	<b>0,72</b>	<b>-15,92%</b>	<b>1,169</b>	<b>2,42</b>	<b>-51,69%</b>	<b>0,518</b>	<b>0,11</b>	<b>362,50%</b>	<b>0,55</b>	<b>0,11</b>	<b>385,09%</b>
Financial Income, net	0,10	0,28	-65,23%	0,213	0,38	-43,65%	0,772	1,21	-36,09%	0,113	0,24	-52,92%	0,20	0,22	-9,91%
<b>Profit before Taxes on Income</b>	<b>0,44</b>	<b>0,83</b>	<b>-47%</b>	<b>0,815</b>	<b>1,09</b>	<b>-26%</b>	<b>1,941</b>	<b>3,63</b>	<b>-46%</b>	<b>0,631</b>	<b>0,35</b>	<b>79%</b>	<b>0,75</b>	<b>0,34</b>	<b>124%</b>
Taxes on Income	0,04	-0,02	-268,76%	0,190	1,42	-86,66%	0,319	1,72	-81,40%	0,000	0,06	-100,00%	0,10	0,04	165,71%
<b>Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution</b>	<b>0,40</b>	<b>0,85</b>	<b>-53%</b>	<b>0,625</b>	<b>0,29</b>	<b>113%</b>	<b>1,622</b>	<b>1,91</b>	<b>-15%</b>	<b>0,631</b>	<b>0,30</b>	<b>114%</b>	<b>0,65</b>	<b>0,301</b>	<b>117%</b>
Income Tax due to Dividend Distribution	0,00	0,00		0,000	1,31		0,000								
<b>Net Profit (Loss)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,85</b>		<b>0,625</b>	<b>0,97</b>	<b>-36%</b>	<b>1,622</b>	<b>1,91</b>	<b>-16%</b>	<b>0,631</b>	<b>0,30</b>	<b>114%</b>	<b>0,65</b>	<b>0,30</b>	<b>117%</b>
Basic Earnings (Losses) per Share	0,02	0,05	-56,41%	0,03	0,06	-43,39%	0,09	0,11	-16,13%	0,03	0,02	72,12%	0,04	0,02	115,99%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,02	0,04	-50,41%	0,03	0,06	-48,43%	0,07	0,10	-29,22%	0,03	0,01	215,31%	0,03	0,01	226,30%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,40	18,08	1,78%	18,400	18,08	1,77%	18,40	18,08	1,77%	18,331	18,15	1,00%	18,33	18,26	0,41%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	20,22	19,48	3,76%	20,200	19,48	3,70%	20,20	19,48	3,70%	20,012	19,96	0,24%	20,01	20,60	-2,84%

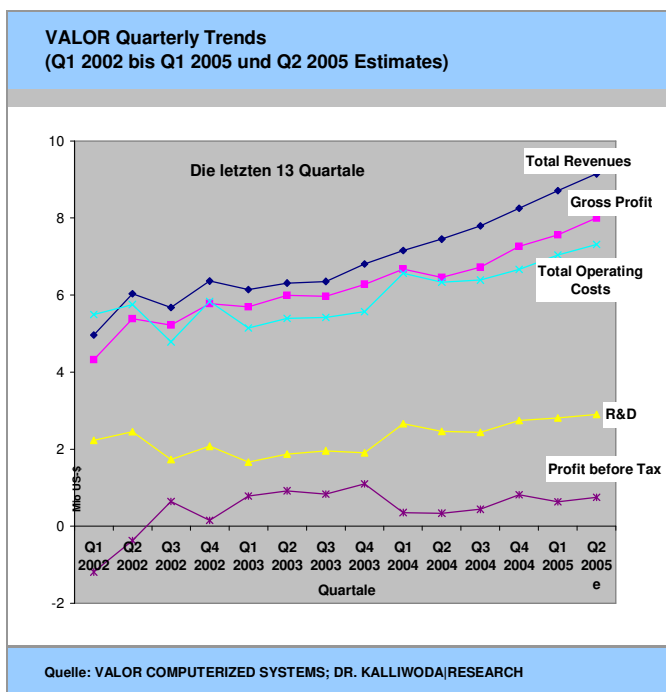
Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA/Research

Valor erzielt ein EBIT in Q1 2005 von US\$ 0,518 Millionen. Die Aufwendungen für Forschung&Entwicklung erhöhten sich um 5,7% auf US\$ 2,810. Die Anzahl der Mitarbeiter (zum Periodenende Q1 2005) ist im Zuge der Unternehmensexpansion primär in Asien um 10,6% von 199 im Vorjahresquartal auf 220 angestiegen. Für Valor hat das Geschäftsjahr gut begonnen. Der Wachstumskurs hält unverändert an. Dem Unternehmen gelingt es, Nischenmärkte zu durchdringen. Zahlreiche neue Geschäftsabschlüsse konnten erzielt werden. Viele Kunden davon sind Fortune-500 Unternehmen. Die Gründe für die Ergebnissteigerung liegen in der weiteren Umsatzausweitung und der weiteren Effizienzverbesserung im operativen Geschäft begründet.

Für das laufende zweite Quartal gehen wir von einem weiteren Anstieg des Umsatzes von US\$ 9,15 Millionen aus. Das EBIT schätzen wir auf US\$ 0,55 Millionen und das EBT auf

US\$ 0,75 Millionen (inkl. Einem positiven Finanzergebnis von US\$ 0,2 Millionen). Wir begründen die weitere Verbesserung der Unternehmensresultate mit dem qualifizierten Management und mit den Skaleneffekten, die Valor mit ihren Software-Lösungen erzielen kann. Insbesondere die hohen Rohertragsmargen führen bei steigenden Umsätzen zu einer Erhöhung der operativen Profitabilität.

Die folgende Graphik zeigt die Unternehmensleistung der letzten drei Jahre mit unserer Schätzung für das zweite Quartal 2005. Der Umsatz und das Brutto-Ergebnis und das Ergebnis vor Steuern ist in jedem Quartal des Geschäftsjahres 2004 kontinuierlich angestiegen während die Gesamtkosten (Total Operating Costs) verringert werden konnten. Zwar fiel der Vorsteuergewinn im Geschäftsjahr 2004 mit US\$ 1,94 Millionen im Vergleich zu 2003 mit US\$ 3,63 Millionen deutlich niedriger aus, jedoch wurde im Jahr 2004 verstärkt in die Entwicklung des asiatischen Absatzmarktes investiert. Ferner wurden die Produkte verbessert und ausgebaut, um die Anforderungen der Valor-Kunden auf Konzernebene zu erfüllen. Valor ist in der Lage, Prozesslösungen für das Produkt-Lebenszyklus-Management (Product Lifecycle Management, PLM) komplett zu bedienen.



## 1.2 Entwicklung der operativen Cash flows

Folgende Tabelle zeigt den hohen Bestand an liquiden Mitteln/Zahlungsmitteläquivalenten von US\$ 26,5 Millionen zum 31.3.2005 sowie die positive Entwicklung der operativen cash flows.

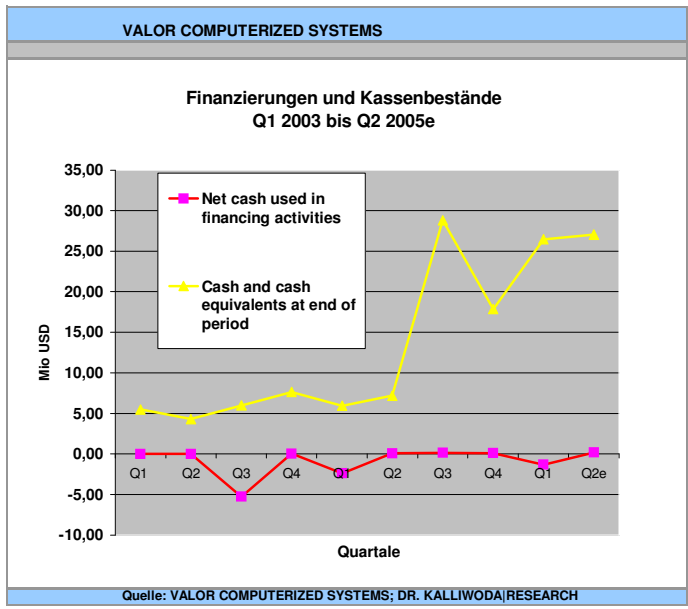
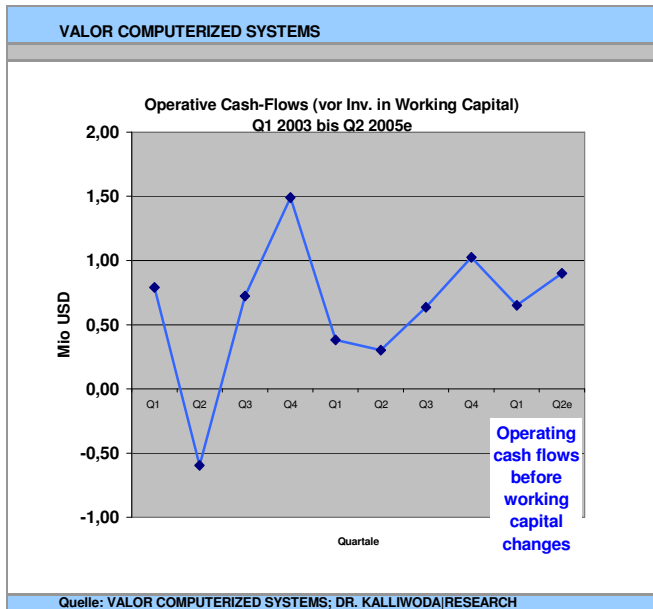
Valor hat daher sehr gute Möglichkeiten, in neue Produkte zu investieren, die den technologischen Vorsprung festigen und ab dem kommenden Jahr die Ergebnisse weiter steigern. Außerdem würden die hohen Barreserven Akquisitionen ermöglichen, die Valors operatives Geschäft insgesamt stärken würden. Durch das externe Wachstum (Übernahme

von Nieschenanbietern) könnte Valor die großen Märkte insbesondere in den USA, Asien und Japan stärker penetrieren.

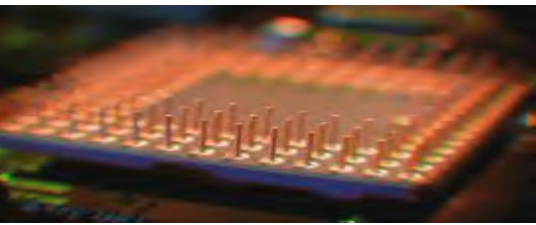
VALOR CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASHFLOWS															
	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004	total 2003	Change to total2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005e	Q2 2004	Change to Q2 2004
<b>Cash flows from operating activities</b>															
Net profit	0,401	0,85	-53%	0,625	0,975	-36%	1,62	1,91	-15%	0,63	0,30	114%	0,65	0,301	116%
Operating cash flows before working capital changes	0,64	0,72	-12%	1,027	1,491	-31%	2,35	2,41	-3%	0,65	0,38	70%	0,90	0,301	199%
Net cash provided by (used in) operating activities	-0,22	-1,29	-83%	2,577	2,123	21%	3,44	4,00	-14%	-0,002	0,20	-101%	1,20	0,958	25%
<b>Cash flows from investing activities</b>															
Net cash provided by (used in) investing activities	21,74	8,20	165%	-12,587	-0,510	2368%	8,84	4,87	81%	9,97	-0,53	-1966%	-1,00	0,22	-550%
<b>Cash flows from financing activities</b>															
Net cash used in financing activities	0,14	-5,28	-103%	0,088	0,039	126%	-2,11	-5,27	-60%	-1,30	-2,40	-46%	0,20	0,06	223%
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	21,66	1,63	1230,47%	-11,046	1,65	-768,64%	10,173	3,60	182,27%	8,664	-1,68	-615%	0,50	1,242	-59,74%
Effect of exchange rate changes on opening cash	-0,02	0,06	-130,91%	0,087	0,02	282,50%	0,047	0,08	-41,98%	-0,050	-0,001	4900%	0,05	-0,022	-327,27%
Cash and cash equivalents at beginning of period	7,19	4,29	67%	28,83	5,973	383%	7,65	3,96	93%	17,87	7,65	134%	26,48	5,97	344%
Cash and cash equivalents at end of period	28,83	5,97	383%	17,87	7,65	134%	17,87	7,65	134%	26,48	5,97	344%	27,03	7,19	276%

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA|Research

Folgende Graphik (unten links) verdeutlicht, dass sich die operativen cash flows (operating cash flows before working capital changes) seit dem zweiten Quartal 2004 verbessert haben und zwischen US\$ 0,65 Millionen und US\$ 1 Million schwanken.



Die Graphik (oben rechts) „Finanzierungen und Kassenbestände“ zeigt die Finanzierungsbelastungen wie z.B. Dividendenzahlungen. Sehr deutlich wird hier nochmals der hohe Kassenbestand der Valor Computerized Systems, der wichtige Grundlage für die weitere Unternehmensexpansion darstellt.



### 1.3 Ausblick

Wir erwarten für das Geschäftsjahr 2005 einen Gesamtumsatz von mindestens US\$ 35,5 Millionen und ein EBIT von US\$ 2,9 Millionen. Unsere Schätzungen sind defensiv. Es gilt die Bindung zu bereits gewonnenen Kunden auszuweiten. Die genaue Herleitung der Ergebnisreihen und die Entwicklung des Unternehmenswertes auf Basis unterschiedlicher Szenarien sehen wir im folgenden Kapitel 3. Valuation.

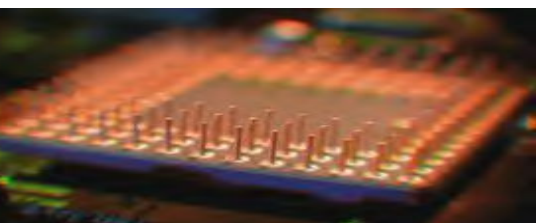
## 2. VALUATION

### 2.1 Unverändertes Kursziel von US\$ 5,6 und US\$ 113 Mio Marktkapitalisierung

Auf der Basis unseres Discount-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 9,2% und einem Beta von 1,1 errechnen wir einen fairen Wert von US\$ 5,6. Bei einem derzeitigen Euro/US-Dollar/-Wechselkurs von 1,26 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,45 (unverändert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 21. März 2005) und **empfehlen die Aktie zum Kauf.**

### 2.2 Unternehmensbewertung : DCF-Verfahren

Die Bewertung der Valor Computerized Systems erfolgte mittels des dreistufigen Discount-Cash-Flow-Verfahrens um den inneren Wert für die Aktie zu errechnen. Wir haben folgende Annahmen hierbei getroffen. Den risikolosen Zins setzen wir mit 3,7% fest. Dies entspricht der Verzinsung einer 10-jährigen Bundesanleihe. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 5% und den Beta-Faktor in Relation zum TecDax30 mit 1,1. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 9,2%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von € 4,40 ab. Wir haben dabei die Annahme getroffen, dass das Unternehmen langfristig mit 1,5% wächst (Terminal Growth). Ein fairer Wert von € 4,45 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 67% vom derzeitigen Aktienkurs von € 2,67.



DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,7%
Risk premium	5,0%
Beta	1,10
Longterm growth rate	1,5%
Cost of equity	9,2%
Cost of debt (after Tax)	4,2%
WACC	9,2%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. US-DOLLAR)	
Phase 1 (2005-2006)	14,1
Phase 2 (2007-2009)	29,6
Phase 3 (2010...terminal value)	39,1
Net debt	30,3
Value of total equity	113,1
DCF value per share	5,59
Source: DR.KALLIWODA   RESEARCH 2005	

## 2.3 Sensitivitätsanalyse

Wir haben eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen wirtschaftlichen Szenarien aufzuzeigen. Siehe hierzu folgende Tabellen:

**SENSITIVITY ANALYSIS per Share**

(US-DOLLAR)	Discount factor				
$\beta = 1,1$	0,07	0,08	0,092	0,10	0,11
0,0%	6,49	5,81	5,28	4,86	4,52
CAGR of revenues in terminal phase 0,5%	6,69	5,94	5,37	4,92	<b>4,57</b>
1,0%	6,91	6,09	5,47	<b>5,00</b>	4,62
1,5%	7,17	6,26	<b>5,59</b>	5,08	4,68
2,0%	7,49	<b>6,46</b>	5,73	5,18	4,75
2,5%	<b>7,87</b>	6,70	5,88	5,28	4,82

Source: Dr. Kalliwoda Research

**SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)**

(Mio. US-DOLLAR)	Discount factor				
$\beta = 1,1$	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%
0,0%	131	117	107	98	91
CAGR of revenues in terminal phase 0,5%	135	120	109	100	<b>92</b>
1,0%	140	123	111	<b>101</b>	93
1,5%	145	127	<b>113</b>	103	95
2,0%	151	<b>131</b>	116	105	96
2,5%	<b>159</b>	135	119	107	98

Source: Dr. Kalliwoda Research

Die Ergebnisse zeigen eine Bewertungs-Bandbreite von US\$ 4,52 bis US\$ 7,78. Ein langfristiges Wachstum von nur 0,5% halten wir für höchst unrealistisch. Selbst bei einem langfristigen Wachstum von nur 1% würde sich der faire Wert zwischen US\$ 4,62 und US\$ 6,91 bewegen unter der Prämisse eines gewichteten Kapitalmarktzinses (WACC) von 7% bis 11%. Analog würde sich die Marktkapitalisierung zwischen US\$ 93 Millionen und US\$ 140 Millionen bewegen. Realistisch ist für uns ein langfristiges Wachstum von 1,5% (Terminal Growth Rate) und ein gewichteter Kapitalkostensatz von 9,2% (WACC). Daraus resultiert für Valor Computerized Systems eine Marktkapitalisierung von US\$ 113 Millionen, was einem fairen Aktienkurs von US\$ 5,6 entspricht.

## 2.4. Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn- und Verlustrechnung mit unseren gegenüber der letzten Veröffentlichung vom 21. März 2005 unveränderten Schätzungen bis 2008.

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ min									
	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	CAGR 2001 bis 2008
<b>Revenues</b>	<b>24,8</b>	<b>22,1</b>	<b>25,6</b>	<b>30,66</b>	<b>35,5</b>	<b>48,0</b>	<b>63,0</b>	<b>75,0</b>	<b>31,9%</b>
% change	-15,4%	-11,0%	16,0%	19,7%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
<b>COGS</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-8,7</b>	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	12%	12%	12%	-12%	
<b>Gross income</b>	<b>21,5</b>	<b>19,8</b>	<b>23,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,4</b>	<b>42,5</b>	<b>55,7</b>	<b>66,3</b>	<b>26,6%</b>
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
<b>Gross margin</b>	<b>87%</b>	<b>90%</b>	<b>93%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>89%</b>
<b>R &amp; D</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-10,3</b>	<b>-11,9</b>	<b>-16,1</b>	<b>-20,8</b>	<b>-24,3</b>	
% of revenues	32%	31%	29%	-34%	-34%	-33%	-24%	17%	
<b>S, S&amp;A (Distr. Mark.)</b>	<b>-12,9</b>	<b>-10,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-13,7</b>	<b>-14,4</b>	<b>-19,5</b>	<b>-25,5</b>	<b>-30,4</b>	
% of revenues	52%	47%	49%	-45%	-41%	-41%	-30%	19%	
<b>Other op. Income</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
<b>EBITDA margin</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,8%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7%</b>
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
<b>EBIT margin</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Financial result</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	
<b>Pre tax income</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,94</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5%</b>
% of revenues	3,8%	-3,5%	14,2%	6,3%	9,7%	9,5%	9,8%	10,0%	
<b>Taxes</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	
Tax rate	1,7%	-2,1%	47,3%	16,4%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
<b>Minorities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Net income (Ex adj.)</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,62</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,6</b>	<b>20,0%</b>
% of revenues	4%	-4%	7%	5%	8%	7%	7%	7%	
<b>Net margin</b>	<b>4%</b>	<b>-4%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7,5%</b>	
# shares out (min)	18,54	18,07	18,05	18,27	18,40	18,40	18,40	18,40	
<b>EPS</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,09</b>	<b>0,15</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>20,3%</b>

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Die P&L-Rechnung zeigt von 2001 bis 2004 eine starke Umsatzentwicklung von US\$ 24,9 Millionen bis US\$ 30,66 Millionen und einen prognostizierten Umsatz von US\$ 35,5 Millionen bis US\$ 75 Millionen für die Jahre 2005 bis 2008 und wir errechnen daraus ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 26,5% (CAGR).<sup>1)</sup> Das EBIT erwarten wir in 2005 bei US\$ 2,9 Millionen, US\$ 3,8 Millionen in 2006, US\$ 5,5 Millionen in 2007 und US\$ 6,7 Millionen, welches etwa einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 8,3% entspricht. Die EBT-Reihe ist stärker. Die Vorsteuer-Ergebnisse erwarten wir von 2005 bis 2008 bei US\$ 3,5 Millionen, US\$ 4,6 Millionen und US\$ 5,6 Millionen, so dass die EBT-Marge im Durchschnitt bei knapp 10% liegt und stetig ansteigt. Diese Ergebnis-Reihe wird durch den hohen Finanzanlagen-Bestand in Höhe von US\$ 30 Millionen positiv beeinflusst, wengleich der Finanzbestand und die daraus erzielbaren Zinseinnahmen durch kleinere Unternehmens-Akquisitionen abnehmen können.

<sup>1)</sup> Compound Average Growth-Rate: Hier wurden die Umsatz-Wachstumsraten bereinigt. Von 2005 bis 2008 wurde auf das Jahr 2005 mit dem Kapitalkostensatz von 9,2 % (WACC) abdiskontiert (analog Bereinigung des „Zinseszins-effektes“).

## 2.5 Bilanz und Cash Flow-Statement bis 2008

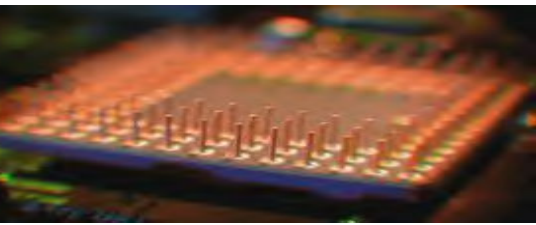
Auch unsere Bilanzschätzungen behalten wir gegenüber unserer letzten Analyse bei und berücksichtigen kontinuierliches Unternehmenswachstum unterstützt durch stabiles Cash-Flow-Wachstum. Die Bilanz wächst, obwohl wir hohe Dividenden-Ausschüttungen in unserer Cash-Flow-Analyse unterstellt haben. Siehe hierzu auch folgendes Cash-Flow-Statement im Anschluss der folgenden Bilanz-Schätzung.

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ mln									
	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	CAGR 2001 bis 2008
<b>Revenues</b>	<b>24,8</b>	<b>22,1</b>	<b>25,6</b>	<b>30,66</b>	<b>35,5</b>	<b>48,0</b>	<b>63,0</b>	<b>75,0</b>	<b>31,9%</b>
% change	-15,4%	-11,0%	16,0%	19,7%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
<b>COGS</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>-7,3</b>	<b>-8,7</b>	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	12%	12%	12%	12%	-12%
<b>Gross income</b>	<b>21,5</b>	<b>19,8</b>	<b>23,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,4</b>	<b>42,5</b>	<b>55,7</b>	<b>66,3</b>	<b>26,8%</b>
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
<b>Gross margin</b>	<b>87%</b>	<b>90%</b>	<b>93%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>89%</b>
<b>R &amp; D</b>	<b>-8,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>-10,3</b>	<b>-11,9</b>	<b>-16,1</b>	<b>-20,8</b>	<b>-24,3</b>	
% of revenues	32%	31%	29%	34%	34%	33%	24%	17%	
<b>S, S&amp;A (Distr./Mark.)</b>	<b>-12,9</b>	<b>-10,5</b>	<b>-12,4</b>	<b>-13,7</b>	<b>-14,4</b>	<b>-19,5</b>	<b>-25,5</b>	<b>-30,4</b>	
% of revenues	52%	47%	49%	45%	41%	41%	30%	19%	
<b>Other op. Income</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
<b>EBITDA margin</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,8%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,5</b>	<b>6,7</b>	<b>5,7%</b>
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
<b>EBIT margin</b>	<b>-4,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>3,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>5,7%</b>
<b>Financial result</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	
<b>Pre tax income</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,94</b>	<b>3,5</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5%</b>
% of revenues	3,8%	-3,5%	14,2%	6,3%	9,7%	9,5%	9,8%	10,0%	
<b>Taxes</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,9</b>	
Tax rate	1,7%	-2,1%	47,3%	16,4%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
<b>Minorities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Net income (Ex adj.)</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,62</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>5,6</b>	<b>20,0%</b>
% of revenues	4%	-4%	7%	5%	8%	7%	7%	7%	
<b>Net margin</b>	<b>4%</b>	<b>-4%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7,5%</b>	
# shares out (mln)	18,54	18,07	18,05	18,27	18,40	18,40	18,40	18,40	
<b>EPS</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,09</b>	<b>0,15</b>	<b>0,19</b>	<b>0,25</b>	<b>0,30</b>	<b>20,3%</b>

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

CASH FLOW STATEMENT VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ mln									
	2001e in %	2002e in %	2003e in %	2004 in %	2005e in %	2006e in %	2007e in %	2008e in %	CAGR 00-08
<b>Operating cash flow</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>26,2%</b>
<b>Cash flow from investments</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>8,8</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	
<b>Dividend payments</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,5</b>	
<b>Cash flow Financ. (e.g. buy back shares)</b>	<b>-4,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Free cash flow</b>	<b>6,4</b>	<b>2,8</b>	<b>8,8</b>	<b>12,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS



---

### 3. VALORS WACHSTUMSTREIBER

Valor unterhält in 23 Ländern Vertriebsniederlassungen. Kunden werden weltweit bei Produktimplementierungen und Produkt-Updates begleitet. 85% der weltweiten Elektronik-Konzerne sind Valors Kunden. Allerdings sind die Volumina pro Kunde unserer Meinung noch stark ausbaufähig. Die stärksten Wachstumstreiber sind im Folgenden:

- **Expansion in Asien**

In 2004 wurden in Asien 21% der Gesamtumsätze erzielt. In Asien erwarten wir das stärkste Umsatz-Wachstum. Wir gehen von einer Steigerung auf über 50% vom Gesamtumsatz in 2007 aus.

- **Umsatzwachstum durch Trilogy 5000**

Bei Trilogy 5000 handelt es sich um ein „best-in-class“-Produkt im Segment Simulation & Optimierungstechnologie. Trilogy 5000 ist neben TraceXpert das Zugpferd bei Valors Produktmix. Kunden erfahren rasch den Nutzen durch Trilogy 5000 und gewinnen Vertrauen zu Valors Kundenbetreuung und zu Valors gesamten Produkt-Palette.

- **Umsatzwachstum durch TraceXpert**

Elektronik-Konzerne sind von Fertigungslösungen abhängig (MES, Manufacturing Execution Systems). Die Nachfrage von Elektronikindustrie-Konzernen nach MES-Lösungen ist stark. Der Vorteil der TraceXpert-Lösung ist die professionelle Interface-Technologie. TraceXpert eignet sich sehr gut, die Penetrationsquote bei bestehenden Kunden zu erhöhen.

- **M & A-Transaktionen**

Ein starker Free-Cash-Flow und eine Cash-Position von US\$ 26,5 Millionen erlauben M&A-Transaktionen. Die Technologie-Kapazität sollte unserer Meinung nach erweitert werden, um Größenvorteile zu erreichen. Eine Marktführerschaft kann über M&A-Transaktionen zumindest in einigen von Valor bedienten Teilmärkten erzielt werden. Gezielte Unternehmenskäufe würden die Technologiebasis verbessern und das Standing bei bestehenden Kunden weiter kräftigen und Neuakquisitionen erleichtern.



---

## 4. SWOT ANALYSIS

### Strengths

- Valor ist stark in den vertikalen Strukturen bedeutsamer Konzerne integriert
- Kompetentes Mananagement mit langjährigem Know-how im Elektronik-Segment
- Hoher operativer Cashflow
- Hohe Cash-Reserven von US\$ 30 Millionen
- State-of-the-art Technologie; starke Assembly Prozess-Expertise
- Trilogy 5000 als Wachstumstreiber
- Best-in-class Produkt TraceXpert als Wachstumstreiber
- Professionelles offenes Data-Format ODB++; volle Daten-Portabilität; Echtzeit-Produktions-Kontrolle
- Beindruckende Kundenbasis

### Weaknesses

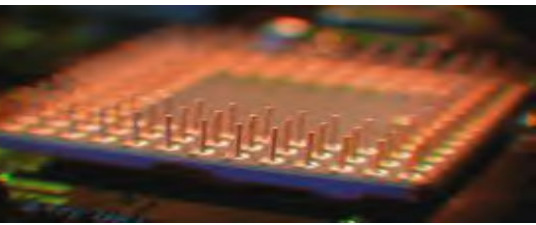
- Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum

### Opportunities

- Hohes Umsatz- und Gewinnpotential in Asien und Japan
- Anstehende M&A-Transaktionen
- Markt-Trends unterstützen Valors Strategie
- Kunden benötigen verbesserte Produktqualität und Protokollierung der Fertigung und Möglichkeit der späteren Nachvollziehbarkeit des Komponenteneinbaus
- Trend zu komplexeren und kompakteren Halbleiterplatten und Elektronik-Komponenten
- Verlagerung von Produktionsvolumen nach Asien und Japan, wo Valor gut positioniert ist
- Mehr als 20% Netto-Gewinn-Wachstum für 2005 erwartet.

### Threats

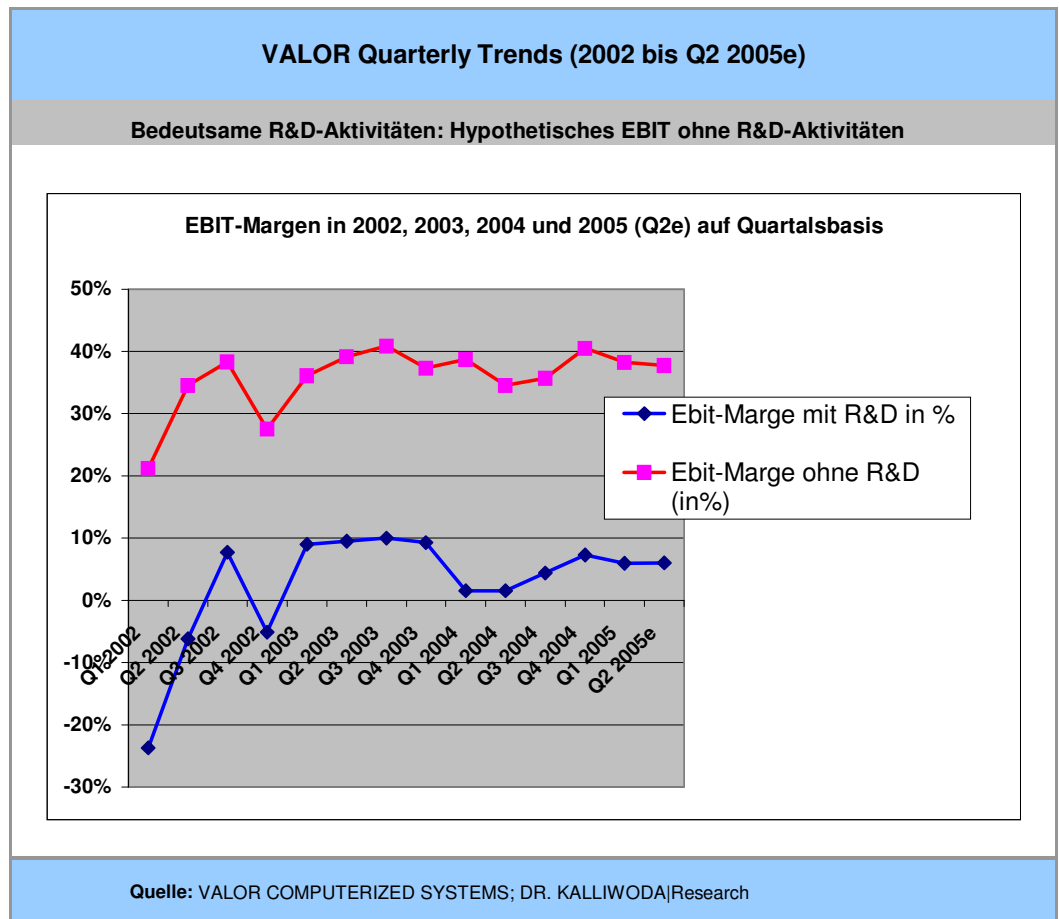
- Präsenz in über 23 Ländern erfordert hohe Distributions- und Organisationsanstrengungen.



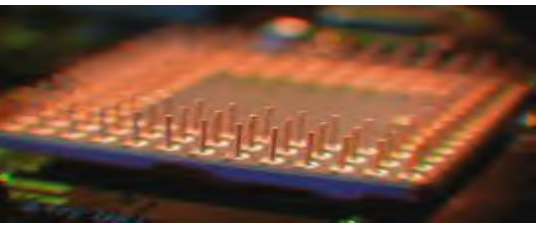
## 5. APPENDIX

### EBITRaD: Gewinn vor Zinsen, Steuern und Forschung & Entwicklung (R&D)

Die folgende Graphik verdeutlicht, dass Valor ein profitables Unternehmen ist. Die EBIT-Marge (inklusive R&D-Aufwendungen) befindet sich seit fünf Quartalen im Aufwärtstrend. Die darüber liegende Kurve zeigt eine hypothetische EBIT-Margen-Berechnung, bei der die F&E-Kosten nicht berücksichtigt worden sind. Wir nennen sie EBITRaD-Marge (Earnings before Interest, Tax and R&D). Hier weist Valor eine beeindruckende Marge von durchschnittlich 37,4% für das Geschäftsjahr 2004 und 38,4% für 2003 und 30,4% für 2002 auf. Im ersten Quartal 2005 beträgt das EBITRad 38%.<sup>2</sup>



<sup>2</sup> Valor erzielte in Q1 2005 einen Umsatz von US\$ 8,705 Millionen, ein EBIT von US\$ 0,518 Millionen und hatte F&E-Kosten in Höhe von US\$ 2,81 Millionen.



---

## 6. CONTACT

# VALOR

### VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS LTD.

P.O. BOX 152, Yavne 70600, Israel

Tel.: (+972) 89432430

Fax: (+972) 89432429

Email:

Dan Hoz (Finanzvorstand) [danh@valor.com](mailto:danh@valor.com)

Alon Ehrlich (Global Marketing Communications & Investor Relations Manager)

[alone@valor.com](mailto:alone@valor.com)

Web: [www.valor.com](http://www.valor.com)

## DR. KALLIWODA | RESEARCH

Unterlindau 22

60323 Frankfurt

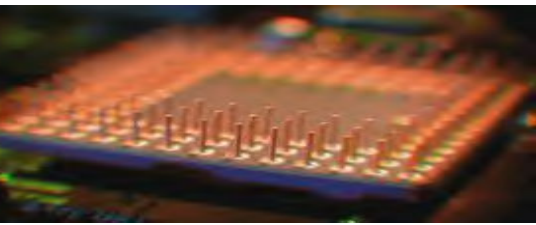
Tel.: 069-97205853

Tax.: 069-13303852262

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA-Analyst

E-Mail: [research@kalliwoda.com](mailto:research@kalliwoda.com)

[www.kalliwoda.com](http://www.kalliwoda.com)



---

## 7. DISCLAIMER

This analysis was provided on behalf of the enterprise treated here. Opinions and estimations are based alone from the author (DR. KALLIWODA|RESEARCH).

These documents have been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. They may not be used in the United States of America under any circumstances. They may not be reproduced in whole or in part or otherwise made available without the written consent of DR.KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt. The distribution of these documents may be restricted by local law or regulation in certain jurisdictions. These documents are not intended for distribution to, or for the use by any person or entity in any such jurisdiction; persons accessing these documents are required to inform themselves about and observe any such restrictions. These documents are not an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any products. They do not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to conclude any transaction. Whilst the information provided on this statement has been prepared by DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt, based upon or by reference to sources, materials and systems that DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt believes to be reliable and accurate, DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt does not guarantee its completeness or accuracy. These documents do not purport to contain all of the information that an interested party may desire. In all cases, interested parties should conduct their own investigation and analysis of the transaction described in these documents and of the data set forth in them.

© Copyright by DR. KALLIWODA RESEARCH

Diese Analyse ist im Auftrag des hier behandelten Unternehmens erstellt worden. Meinungen und Schätzungen stammen alleine vom Autor (DR. KALLIWODA | RESEARCH ).

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf des beschriebenen Produktes dar und ist keine Beratung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie beruht auf Informationen aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über die Märkte und die besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ohne Anspruch auf Vollständigkeit und ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation darf nur in Deutschland verwendet werden.