

09. März 2006

COMPANY REPORT

Coverage: Seit Q1/2004

VALOR

Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Ergebnis GJ 2005 und Investorenwechsel

Rating (alt): KAUFEN

Rating: KAUFEN

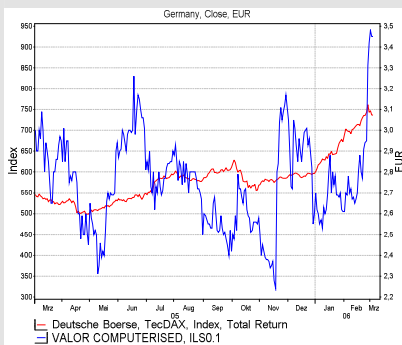
Fair Value (alt) € 4,55

Fair Value (neu) € 4,55

Letzter Preis: € 3,50

Gute News und steigendes Vertrauen

- **Beeindruckender Neuinvestor aus Israel**
- **Ergebnisse in line mit unseren Erwartungen**
- **Vielversprechende weitere Prozessoptimierungen und Erweiterung der Kundenbasis**



SWOT

- + Stark erfahrenes Management
- + Gute Margen bei Expertenkonzepten und Tools
- + Hohe Cashreserven (\$ 32 Mio)
- - Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum
- - Hohe Anforderungen an weltweiten Vertrieb

ANALYST

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

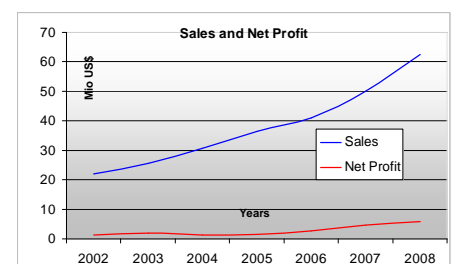
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

COMPANY DESCRIPTION

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ist spezialisierter 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.

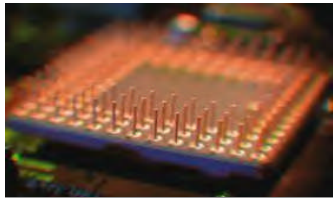
HISTORY & ESTIMATES



VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS					
Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	0,07	0,11	0,07	0,08	0,15
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,12	0,20
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	36,3	41,0
net Income (adj.)	1,3	1,9	1,2	1,4	2,7
net cash per share	0,8	1,6	1,5	1,7	1,7
Free Cash Flow	5,1	8,8	11,9	10,4	1,6
P/E	-	33,7	52,7	46,3	23,5
P/S	-	2,5	2,1	1,8	1,6
ROE in %	2,38	3,4	5,5	3,5	7,6
EV/EBITDA	-	32,6	107,5	62,2	29,6

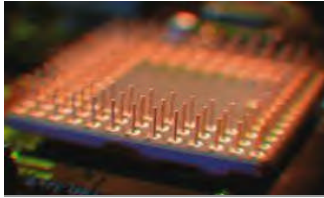
Price (curr)	3,48	Shares out (mln)	18,55
52W high	3,48	6M Avrg Vol (000s)	16,5
52W low	1,87	Free Float (in %)	39,2%
Market Cap (mln)	64,6	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0,07	Reuters code	VCR
Sales CAGR 2001-2010	33%	Bloomberg	VCR
Web Page	www.valor.com	WKN	928731

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	ERGEBNISSE GESCHÄFTSJAHR 2005.....	3
1.1	Israelische Investmentgesellschaft kauft 3,4 Mio. Aktien	3
1.2	Valor 2005 Ergebnis: Rekord-Umsätze	3
1.3	Quarterly Trends	4
2.	WACHSTUMSTREIBER	5
3.	VALUATION: DCF	6
3.1	Sensitivitätsanalyse.....	6
4.	STATEMENTS OF CASHFLOWS	7
5.	PROFIT & LOSS ACCOUNTING BIS 2010	8
6.	BALANCE & CASH FLOWS.....	9
7.	EBIT+EB R&D = EBITRAD.....	10
8.	SWOT-ANALYSIS.....	11
9.	KONTAKT	12
10.	DISCLAIMER	13



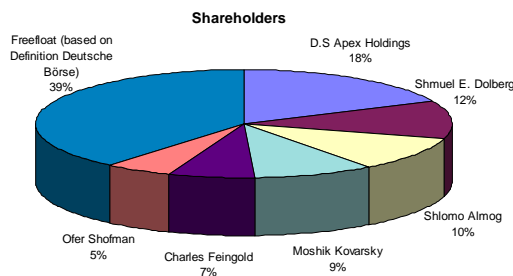
1. ERGEBNISSE GESCHÄFTSJAHR 2005

1.1 Israelische Investmentgesellschaft kauft 3,4 Mio. Aktien

Die Investmentgesellschaft **D.S-Apex Holdings** hat 3,4 Millionen Valor Aktien zu einem Preis von 3,07 Euro pro Aktie von dem bisherigen Großaktionär der Valor Computerized Systems, der Courses Holdings, gekauft. Courses Holdings hat ihr Beteiligungsgeschäft aufgelöst. Die D.S-Apex Holdings verwaltet derzeit ein Vermögen von ca. 3 Mrd. Euro und zählt zu einer der großen israelischen Investmentfirmen. Die Gesellschaft betreut Altersvorsorgefonds, Investmentfonds Pensionskassen und verwaltet Vermögensportfolios.

In der folgenden Abbildung wird die derzeitige Aktionärsstruktur veranschaulicht.

Außerdem hat D.S-Apex nach Aussagen der Vermögensverwalter noch weitere Valor Aktien gekauft. Dies würde auch die derzeitige Aktienperformance erklären. Derzeit steigen die Volumina der täglich gehandelten Aktien.



Quelle: Valor Computerized Systems; Deutsche Börse AG

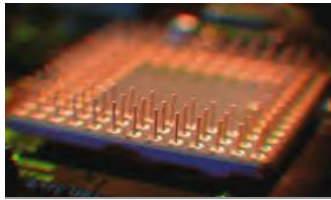
1.2 Valor 2005 Ergebnis: Rekord-Umsätze

Valor hat im Geschäftsjahr 2005 insgesamt einen Umsatz von US\$ 36,3 Millionen erzielt (unsere Schätzung waren US\$ 36,5 Millionen). Das EBIT vor aktienbezogenen Zahlungen belief sich auf US\$ 1,8 Millionen und lag 51% über dem Jahresergebnis 2004. Das Nettoergebnis in 2005 wuchs gegenüber 2004 um 22% auf US\$ 2 Millionen. Nach aktienbezogenen Zahlungen konnte Valor ein Nettoergebnis von US\$ 1,4 Millionen erzielen gegenüber US\$ 1,2 Millionen in 2004.

Die Bewertung der Valor-Aktie ist immer noch günstig. Zieht man die hohe Cash-Position von US-\$ 30 Millionen ab, dann wird Valor derzeit ca. mit dem einfachen Umsatz-Multiple bewertet. Vergleichbare Technologie-Unternehmen werden zum Teil mit dem doppelten oder noch höheren Umsatz-Multiplern bewertet.

Guidance for 2006

Valor kommuniziert einen erwarteten Gewinn von über US\$ 3 Millionen für 2006. Beim Umsatz erwartet das Unternehmen ein zweistelliges Wachstum. In unseren Schätzungen sehen wir einen Umsatz von US\$ 41 Millionen und ein Nettoergebnis von US\$ 3,9 Millionen vor. Auf der Basis unseres Bewertungsmodells und unseres Gespräches mit dem Vorstand behalten wir unsere Kaufempfehlung bei. **Unser Kursziel ist unverändert EURO 4,55 je Aktie auf Sicht von 12 Monaten.**

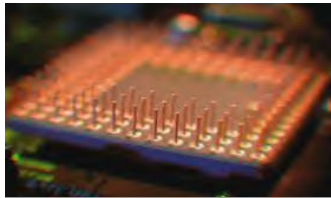


1.3 Quarterly Trends

VALOR 2004 and 2005 Figures in Mio. US\$

	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2004	Q2 2004	Q3 2004	Q4 2004	Q1 2005	Q2 2005	Q3 2005	Q4 2005	Q1 2004	Q2 2004	Q3 2004	Q4 2004	Total 2005	Total 2004	Change %		
Revenues																					
Product Sales and Related Services	5,840	5,883	6,059	6,328	4,611	4,777	5,088	5,444	19,898	19,898	19,898	19,898	19,898	19,898	19,898	19,898	24,120	19,898	16.43%	21.21%	
% of revenues	67.1%	65.5%	66.1%	66.8%	64.0%	64.0%	65.1%	65.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%	66.4%	64.9%	64.9%	21.21%	
Maintenance	2,865	3,110	3,105	3,139	2,544	2,688	2,721	2,822	10,763	10,763	10,763	10,763	10,763	10,763	10,763	10,763	12,219	10,763	11.27%	13.53%	
% of revenues	32.9%	34.5%	33.9%	33.2%	36.0%	36.0%	34.9%	34.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.6%	35.1%	35.1%	13.53%	
Total Revenues	8,705	9,003	9,164	9,467	7,155	7,465	7,809	8,266	30,662	30,662	30,662	30,662	30,662	30,662	30,662	30,662	36,339	30,662	15%	19%	
Cost of Revenues																					
Product Sales	0,849	1,088	1,838	0,955	0,287	0,84	0,86	0,85	4,730	4,730	4,730	4,730	4,730	4,730	4,730	4,730	13,070	2,83	12.88%	66.96%	
% of revenues	9.8%	12.1%	20.1%	10.1%	4.0%	11.3%	11.1%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	35.7%	9.2%	9.2%	66.96%	
Maintenance	0,299	0,245	0,205	0,287	0,16	0,16	0,21	0,14	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016	2,83	0,705	88.03%	44.11%	
% of revenues	3.4%	2.7%	2.2%	2.8%	2.1%	2.1%	2.7%	1.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	7.8%	2.3%	2.3%	44.11%	
Total Costs of Revenues	1,148	1,333	2,043	1,242	0,447	0,99	1,07	0,99	5,746	5,746	5,746	5,746	5,746	5,746	5,746	5,746	15,900	3,538	21%	62%	
% of revenues	13.2%	14.8%	22.3%	13.2%	6.2%	12.7%	13.7%	12.0%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	43.5%	11.5%	11.5%	62%	
Gross Profit	7,557	7,670	7,121	8,245	6,708	6,465	6,738	7,271	24,916	24,916	24,916	24,916	24,916	24,916	24,916	24,916	20,439	27,124	13%	13%	
% of revenues	86.8%	85.2%	77.7%	87.1%	93.3%	88.6%	86.2%	88.0%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	84.2%	56.5%	88.5%	88.5%	13%	
Research and Development Costs	2,810	2,825	2,660	2,686	2,46	2,46	2,44	2,74	10,883	10,883	10,883	10,883	10,883	10,883	10,883	10,883	10,883	10,303	10,303	-5.62%	5.63%
% of revenues	32.3%	31.4%	29.0%	27.3%	34.4%	33.0%	31.3%	33.2%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	29.9%	33.6%	33.6%	-5.62%	5.63%
Selling and Marketing Expenses	3,617	3,862	3,780	4,901	3,34	3,45	3,49	3,45	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160	16,160	13,729	13,729	42.02%	17.71%
% of revenues	41.6%	42.9%	41.2%	51.8%	46.8%	46.3%	44.7%	41.8%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.8%	44.8%	42.02%	17.71%
General and Administrative Expenses	0,612	0,650	0,613	0,482	0,57	0,43	0,45	0,47	2,357	2,357	2,357	2,357	2,357	2,357	2,357	2,357	2,357	1,923	1,923	1.90%	22.57%
% of revenues	7.0%	7.2%	6.7%	5.1%	7.9%	5.7%	5.8%	5.7%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%	1.90%	22.57%
Total Operating Costs and Expenses	7,039	7,337	7,053	7,971	6,56	7,13	6,39	6,67	29,400	29,400	29,400	29,400	29,400	29,400	29,400	29,400	29,400	25,955	25,955	20%	13%
% of revenues	80.9%	81.5%	77.0%	84.2%	91.7%	95.7%	81.9%	80.7%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	84.6%	84.6%	20%	13%
Impairment (loss) earnings																					
Profit from Operations	0,518	0,333	0,088	0,173	0,11	0,11	0,23	0,50	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,169	1,169	2%	2%
% of revenues	5.9%	3.7%	0.9%	1.8%	1.5%	1.5%	2.8%	6.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	3.3%	3.8%	3.8%	2%	2%
Financial Income, net	0,113	0,075	1,144	0,115	0,22	0,22	0,10	0,21	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447	-42.10%	-42.10%
% of revenues	1.3%	0.8%	12.5%	1.2%	3.0%	3.0%	1.4%	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	1.2%	1.5%	1.5%	-42.10%	-42.10%
Profit before Taxes on Income	0,631	0,408	0,232	0,288	0,33	0,33	0,33	0,713	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640	1,941	1,941	-16%	-16%
% of revenues	7.2%	4.5%	2.5%	3.0%	4.6%	4.4%	4.2%	8.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	6.3%	6.3%	-16%	-16%
Taxes on Income	0,000	0,000	0,110	0,136	0,04	0,04	0,04	0,19	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,246	0,315	0,315	-22.88%	-22.88%
% of revenues	0.0%	0.0%	1.2%	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%	2.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	0.7%	1.0%	1.0%	-22.88%	-22.88%
Profit before Tax due to Dividend Distribution	0,631	0,408	0,122	0,253	0,29	0,29	0,29	0,523	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,622	1,622	-14%	-14%
% of revenues	7.2%	4.5%	1.3%	2.7%	4.0%	3.9%	3.7%	6.3%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	5.3%	5.3%	-14%	-14%
Income Tax due to Dividend Distribution	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-14%	-14%
% of revenues	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-14%	-14%
Net Profit (Loss)	0,631	0,408	0,122	0,253	0,29	0,29	0,29	0,523	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	1,622	1,622	-14%	-14%
% of revenues	7.2%	4.5%	1.3%	2.7%	4.0%	3.9%	3.7%	6.3%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	5.3%	5.3%	-14%	-14%
Basic Earnings (Losses) per Share	0,03	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	-11.78%	-11.78%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,03	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	-11.78%	-11.78%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,331	18,115	18,541	18,600	18,565	18,40	18,40	18,40	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	18,600	1.09%	1.09%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	20,012	19,985	20,126	20,300	20,126	20,22	20,22	20,20	20,300	20,300	20,300	20,300	20,300	20,300	20,300	20,300	20,300	19,62	19,62	0.50%	-2.58%

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS + DR.KALLIWODA | RESEARCH



2. WACHSTUMSTREIBER

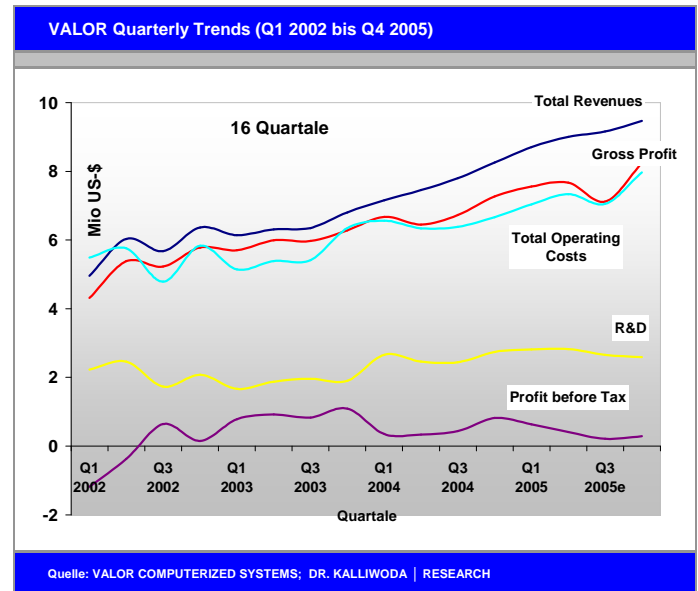
Valor ist Spezialist für die Programmierung von **Manufacturing Execution Systems (MES)**, die zu kürzeren Produktionszeiten und zu verbesserter Produktqualität beiträgt. Bedeutsam ist, dass Valor in Unternehmen bereits bestehende Software – wie etwa ERP – mit dem MES-System verbinden kann.

Wir gehen von folgenden Branchentrends, die den MES-Markt treiben, aus:

- Verbreitung von Web-Technologie
- Steigende Nachfrage nach Performance-Analysen von Prozessinformationen
- Steigende Nachfrage nach Real-Time Visualisierung (Echtzeit).

Die nebenstehende Graphik zeigt die Unternehmensleistung der letzten vier Jahre. Die Umsatz und die Brutto-Ergebnis-Entwicklung sowie die jeweiligen Ergebnisse vor Steuern sind erfreulich, obwohl gerade im Jahr 2004 und 2005 verstärkt in die Entwicklung des asiatischen Absatzmarktes investiert worden ist.

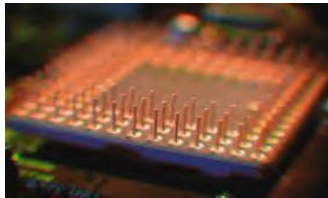
Ferner wurden die Produkte verbessert und ausgebaut, um die Anforderungen der Valor-Kunden hinsichtlich ihrer Produktionsprozesse (Produkt-Lebenszyklus-Management, PLM) zu bedienen. Unserer Meinung nach hat Valor auch selbst ihre Software-Konstruktions-Prozesse konzentriert und den Vertrieb verstärkt. Die TraceXpert-Lösung ¹⁾ zielt z.B. auf die Echtzeit-Überwachung in der Elektronikproduktion ab. Es wird die exakte Rückverfolgbarkeit von



Produkten und Materialien ermöglicht, die in der Massenfertigung bedeutsam ist. Für die vier größten Maschinenbauer zur Herstellung von Elektronikprodukten (Fuji, Panasonic, Siemens and Universal) hat Valor voll umfassende Echtzeit-Überwachungs-Software-Module entwickelt (vgl. Pressemitteilung vom 14. Februar). Valor schafft es offenbar, immer größere Verträge mit Großkonzernen abzuschließen (Sony, Nokia, Toyota, GE und Siemens).

Diese Konzerne haben historisch bedingt fragmentierte Maschinen- und Produktions-Fließbänder unterschiedlicher Hersteller und Systeme. TraceXpert ist spezialisiert auf das Integrieren dieser unterschiedlichsten Systeme und schafft es, den gesamten Produktionsprozess zu überwachen. Beinahe wichtiger ist noch, dass die Rüstzeiten verkürzt werden und Kosten eingespart werden können.

¹⁾ TraceXpert ist ein Echtzeitsystem, welches die Schnittstellen von Produktionsfließbändern permanent überprüft. Kleinste zugeführte Elektronikteile werden vor Einbau überprüft, ohne dass es zu Produktionsverzögerungen kommt. Entstandene Fehler und deren Ursachen werden identifiziert (Traceability-Systems).



3. VALUATION: DCF

Auf der Basis unseres Discount-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 10,2% und einem Beta von 1,3 errechnen wir einen fairen Wert von **US\$ 5,45 je Aktie**. Bei einem derzeitigen Euro/US-Dollar-Wechselkurs von 1,20 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,55 (gleich hoher Wert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 04. Dezember 2005) und **empfehlen die Aktie zum KAUF**.

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 1,3. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 10,2%.

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

(US-DOLLAR)	Discount factor				
$\beta = 1,3$	0,08	0,09	0,102	0,11	0,12
0,0%	6,17	5,65	5,23	4,89	4,61
CAGR of revenues in terminal phase					
0,5%	6,30	5,74	5,29	4,94	4,64
1,0%	6,44	5,84	5,37	4,99	4,68
1,5%	6,61	5,95	5,45	5,05	4,73
2,0%	6,80	6,08	5,54	5,11	4,77
2,5%	7,03	6,23	5,64	5,19	4,83

Source: Dr. Kalliwoda Research

3.1. Sensitivitätsanalyse

Die Sensitivitätsanalyse zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von US\$ 4,61 bis US\$ 7,03. Realistisch ist für uns ein langfristiges Wachstum von 1,5% (Terminal Growth Rate). Daraus resultiert für Valor Computerized Systems eine Marktkapitalisierung von US\$ 110 Millionen, was einem fairen Aktienkurs von US\$ 5,45 entspricht.

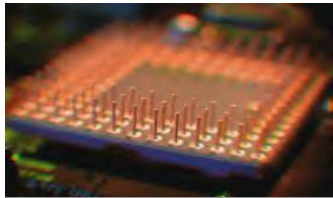
DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,7%
Risk premium	5,0%
Beta	1,30
Longterm growth rate	1,5%
Cost of equity	10,2%
Cost of debt (after Tax)	4,2%
WACC	10,2%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. US-DOLLAR)	
Phase 1 (2005-2006)	20,4
Phase 2 (2007-2009)	29,5
Phase 3 (2010...terminal value)	30,0
Net debt	30,3
Value of total equity	110,1
DCF value per share	5,45

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH 2005

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

(Mio. US-DOLLAR)		Discount factor				
$\beta = 1,3$		8,2%	9,2%	10,2%	11,2%	12,2%
	0,0%	125	114	106	99	93
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	127	116	107	100	94
	1,0%	130	118	108	101	95
	1,5%	134	120	110	102	96
	2,0%	138	123	112	103	97
	2,5%	142	126	114	105	98

Source: Dr. Kalliwoda Research



4. STATEMENTS OF CASHFLOWS

Folgende Tabelle zeigt den hohen Bestand an liquiden Mitteln/ Zahlungsmittel-äquivalenten von US\$ 27,73 Millionen (Q4/2005) sowie die Entwicklung der

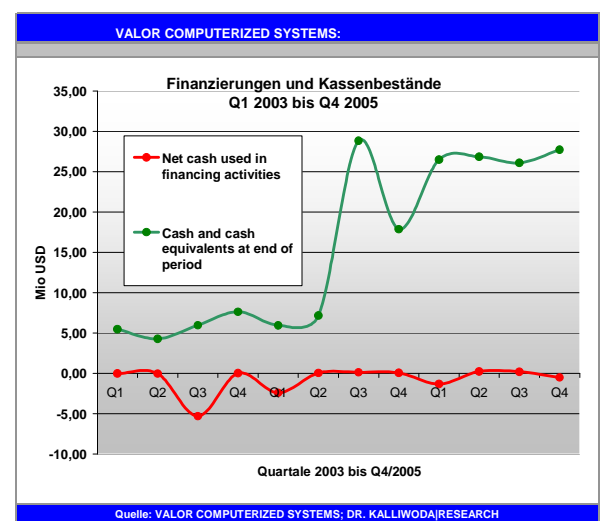
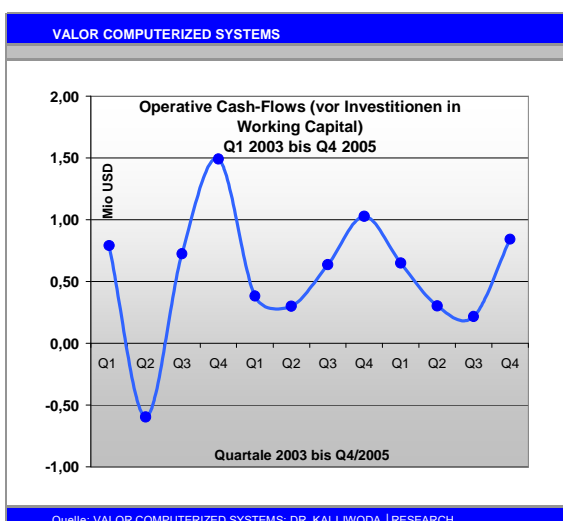
operativen Cashflows. Die hohen Barreserven ermöglichen Akquisitionen, die Valors operatives Geschäft insgesamt stärken würden.

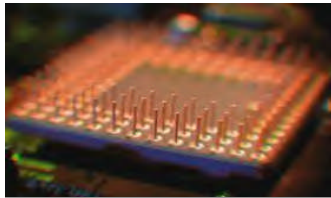
VALOR CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASHFLOWS												
	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005	Q4 2004	Change to Q3 2004
Cash flows from operating activities												
Net profit	0,63	0,30	114%	0,41	0,30	36%	0,10	0,30	-66%	0,25	0,63	-60%
Operating cash flows before working capital changes	0,65	0,38	70%	0,30	0,30	1%	0,22	0,30	-28%	0,84	2,29	-63%
Net cash provided by (used in) operating activities	0,00	0,20	-101%	0,24	0,96	-75%	-0,16	0,96	-117%	0,37	1,62	-77%
Cash flows from investing activities												
Net cash provided by (used in) investing activities	9,97	-0,53	-1966%	-0,11	0,22	-149%	-0,77	0,22	-445%	-0,09	13,45	-101%
Cash flows from financing activities												
Net cash used in financing activities	-1,30	-2,40	-46%	0,24	0,06	285%	0,21	0,06	234%	-0,49	-3,68	-87%
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	8,664	-1,68	-615%	0,37	1,242	-70,05%	0,37	1,242	-70,05%	0,71	10,817	-93,45%
Effect of exchange rate changes on opening cash	-0,050	-0,001	4900%	-0,002	-0,022	-90,91%	-0,002	-0,022	-90,91%	-0,206	0,649	-131,74%
Cash and cash equivalents at beginning of period	17,87	7,65	134%	26,48	5,97	344%	26,85	5,97	350%	17,87	2,74	553%
Cash and cash equivalents at end of period	26,48	5,97	344%	26,85	7,19	274%	26,10	7,19	263%	27,73	14,20	95%

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS; DR. KALLIWODA | RESEARCH

Folgende Graphik (unten links) verdeutlicht die operativen Cashflows (operating cash flows before working capital changes). Sie schwanken seit dem zweiten Quartal 2004 zwischen US\$ 0,2 Millionen und US\$ 1,0

Millionen relativ stark. Die Graphik (unten rechts) „Finanzierungen und Kassenbestände“ zeigt die Finanzierungsbelastungen wie z.B. Dividendenzahlungen. Deutlich wird hier der hohe Kassenbestand von Valor.





5. PROFIT & LOSS ACCOUNTING BIS 2010

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn- und Verlust-Rechnung mit Schätzungen bis 2010. Unsere Umsatz- und Gewinn-

Schätzungen bis 2010 basieren auf dem konservativen Szenario 1 (ohne Firmenakquisitionen, siehe folgende Tabelle).

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS											
\$ mln											
	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	CAGR 2001 bis 2010
Revenues (Scenario 1¹)	24,8	22,1	25,6	30,7	36,3	41,0	50,0	62,5	69,5	78,0	33,2%
Revenues (Scenario 2²)	24,8	22,1	25,6	30,7	36,5	46,0	63,0	74,0	82,0	91,0	38,4%
% change	-15,4%	-11,0%	16,0%	19,7%	18,5%	12,8%	22,0%	25,0%	11,2%	12,2%	
COGS	-3,3	-2,2	-1,7	-3,5	-5,7	-5,5	-6,7	-8,4	-9,3	-10,4	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	16%	13%	13%	13%	-13%	-13%	
Gross income	21,5	19,8	23,9	27,1	30,6	35,5	43,3	54,1	60,2	67,6	27,4%
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	12,8%	16,1%	22,0%	25,0%	11,2%	12,2%	
Gross margin	87%	90%	93%	88%	84%	87%	87%	87%	87%	87%	88%
R & D	-8,0	-6,8	-7,4	-10,4	-10,9	-11,1	-13,1	-16,0	-17,8	-20,0	
% of revenues	-32%	-31%	-29%	-34%	-27%	-26%	-26%	-26%	-26%	-26%	
S, S&A (Distr./Mark.)	-12,9	-10,5	-12,4	-13,9	-16,2	-19,2	-21,5	-26,8	-28,6	-32,1	
% of revenues	52%	47%	49%	45%	47%	43%	43%	43%	41%	41%	
Other op. income	-1,8	-1,9	-1,7	-2,1	-2,4	-2,7	-3,2	-4,1	-4,5	-5,1	
EBITDA	-1,2	0,7	2,4	0,8	1,2	2,5	5,5	7,0	8,3	9,4	34,0%
% of revenues	-5%	3%	9%	3%	3%	6%	11%	11%	12%	12%	
EBITDA margin	-4,7%	3,0%	9,4%	2,5%	3,3%	6,1%	10,9%	11,2%	11,9%	12,1%	
EBIT	-1,2	0,7	2,4	0,8	1,2	2,4	5,6	7,1	7,3	8,4	30,3%
% of revenues	-5%	3%	9%	3%	3%	6%	11%	11%	10%	11%	
EBIT margin	-4,7%	3,0%	9,4%	2,5%	3,3%	6,0%	11,1%	11,3%	10,5%	10,8%	
Financial result	2,1	0,7	1,2	0,8	0,4	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	
Pre tax income	0,9	1,3	3,6	1,54	1,6	3,2	6,2	7,8	8,0	9,0	37,9%
% of revenues	3,8%	6,1%	14,2%	5,0%	4,5%	7,9%	12,4%	12,5%	11,5%	11,5%	
Taxes	0,0	0,0	-1,7	-0,3	-0,2	-0,5	-1,6	-2,0	-2,0	-2,3	
Tax rate	1,7%	1,2%	47,3%	20,7%	15,0%	15,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net income (Ex adj.)	0,9	1,3	1,9	1,22	1,4	2,7	4,7	5,9	6,0	6,8	21,5%
% of revenues	4%	6%	7%	4%	4%	7%	9%	9%	9%	9%	
Net margin	4%	6%	7%	4%	4%	7%	9%	9,4%	8,6%	8,7%	
# shares out (mln)	18,54	18,07	18,05	18,27	18,40	18,40	18,40	18,40	18,40	18,40	
EPS	0,05	0,07	0,11	0,07	0,08	0,15	0,25	0,32	0,32	0,36	21,5%

Scenario 1¹) Schätzungen ohne Firmenakquisitionen; Unsere DCF-Analyse basiert auf diesem Szenario; Fairer Wert: US\$ 5,27 je Aktie.
Scenario 2²) Schätzungen mit Firmenakquisitionen (Gewinn-Reihe ist etwas höher verglichen mit Szenario 1); 2006: US\$ 0,21; 2007: US\$ 0,30; 2008: US\$ 0,36; 2009: US\$ 0,37; 2010: US\$ 0,41.
 Fairer Wert: US\$ 5,47 je Aktie.

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Die P&L-Rechnung zeigt von 2001 bis 2005 eine positive Umsatzentwicklung von US\$ 24,8 Millionen bis US\$ 30,66 Millionen. Für die Jahre 2005 bis 2010 errechnen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 33,2% (CAGR).² Das EBIT erwarten wir in 2006 bei US\$ 2,4 Millionen, US\$ 5,6 Millionen in 2007, US\$ 7,1 Millionen in 2008 und US\$ 7,3 Millionen in 2009 und US\$ 8,4 (durchschnittliche EBIT-Marge von 9,9%).

Die EBT-Reihe ist stärker. Die Vorsteuer-Ergebnisse erwarten wir von 2006 bis 2010 bei US\$ 3,2 Millionen, US\$ 5,2 Millionen, US\$ 6,2 Millionen, US\$ 7,8 Millionen und US\$ 9 Millionen, so dass die EBT-Marge im Durchschnitt bei 11,2% liegt und stetig ansteigt. Diese Ergebnis-Reihe wird durch den hohen Finanzanlagen-Bestand in Höhe von US\$ 27,73 Millionen positiv beeinflusst, wengleich der Finanzbestand und die daraus erzielbaren Zinseinnahmen durch kleinere Unternehmens-Akquisitionen abnehmen können.

² Compound Average Growth-Rate: Hier wurden die Umsatz-Wachstumsraten bereinigt. Von 2005 bis 2010 wurden die Wachstumsraten auf das Jahr 2005 mit dem Kapitalkostensatz von 10,2 % (WACC) abdiskontiert (analog Bereinigung des „Zinseszins-effektes“). Die absolute Höhe des EBIT wächst von 2005 bis 2010 auf der Basis unserer Prognosen um durchschnittlich 30,3% (CAGR).



6. BALANCE & CASH FLOWS

Unsere Bilanzschätzungen berücksichtigen kontinuierliches Unternehmenswachstum unterstützt durch stetig steigende Cashflows. Die Bilanz wächst, obwohl wir hohe

Dividenden-Ausschüttungen in unserer Cashflow-Analyse unterstellt haben. Siehe hierzu auch folgendes Cashflow-Statement im Anschluss der folgenden Bilanz-Schätzung.

BALANCE SHEET VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

US\$ Millionen

	2001	in %	2002	in %	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %	2010e	in %
Intangible assets (thereof goodwill)	0,8	2	0,4	1	0,3	0,6448	0,5	1,2376	0,5	1,16	0,5	1,08701	0,5	0,971	0,5	1	0,5	1	0,5	1
Tangible assets	2,8	6	2,2	5	1,8	4	1,6	4	2,3	5	3,0	6	3,8	7	-6,2	9	-6,2	12	-6,2	12
Financial assets	1,7	4	18,5	42	1,8	4	3,2	7	-6,2	-14	-6,2	-13	-6,2	-12	-6,2	-11	-6,2	-10	-6,2	-9
Fixed assets	6,0	11	21,6	48	4,1	9	5,8	12	-3,0	-8	-2,3	-6	-1,5	-4	-11,6	-1	-11,6	2	-11,6	3
Inventories	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Trade debtors	3,9	9	4,9	11	4,6	11	5,5	13	6,1	14	6,7	14	7,6	15	8,9	15	9,6	16	15,9	23
Other current assets	0,8	2	3,2	7	2,0	5	2,3	5	2,5	6	2,8	6	3,2	6	3,7	6	4,0	6	6,6	10
Cash & marketable sec.	35,7	78	14,9	34	30,8	75	30,4	70	39,9	88	40,6	86	43,3	83	45,6	79	46,7	76	43,3	63
Current assets	40,4	89	23,1	52	37,4	91	38,1	88	48,6	108	50,0	106	54,1	104	58,2	101	60,3	98	65,9	97
Total assets	45,59	100	44,24	100	41,26	100	43,31	100	45,16	100	47,37	100	52,12	100	57,59	100	61,65	100	68,26	100
Share capital	35,6	76	38,7	87	35,4	86	34,9	81	34,9	77	34,9	74	34,9	67	34,9	61	34,9	57	34,9	51
Reserves	3,6	8	0,0	0	0,0	0	0,4	1	1,0	2	2,4	5	5,7	11	9,3	16	12,3	20	9,3	14
Minority interests	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Provisions	2,5	5	1,8	4	2,2	5	2,3	5	2,6	6	2,8	6	3,2	6	3,7	6	4,0	6	6,6	10
Financial liabilities	1,6	4	0,9	2	0,9	2	2,8	6	3,1	7	3,4	7	3,9	7	4,5	8	4,9	8	8,1	12
Other liabilities	0,8	2	0,6	1	0,4	1	0,4	1	0,3	1	0,3	1	0,4	1	5,2	1	5,6	1	9,3	1
Total liabilities	7,4	16	5,5	13	5,8	14	-0,7	20	9,2	20	10,0	21	11,5	22	13,4	23	14,4	23	24,0	35
Total equity + liabilities	46,59	100	44,23	100	41,26	100	42,92	100	45,16	100	47,37	100	52,12	100	57,59	100	61,65	62	68,26	100
Working capital	4,7		5		5		5,5		6,1		7		7,6		9		10		16	
Net debt *)	-33,1		-14		-29		-26,8		-35,5		-36		-37,0		-38		-39		-32	
Gearing **)	-0,8		-0,4		-0,8		-0,8		-1,0		-1,0		-1,0		-0,9		-0,9		-0,8	

*) Net dept = *) Net dept = negative value means positive "net debt": ---> Positive assets in the range of US-\$ 26.8 million and US-\$ 32 million in 2010e
 Def: Net dept = Bank loans (shortterm and longterm) - Cash and marketable securities.

***) Gearing: The further in positives, the more unfavorably the indebtedness quotient "Gearing" (net indebtedness/ capital funds);
 With Valor below 0; very positive balance strength.

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS;

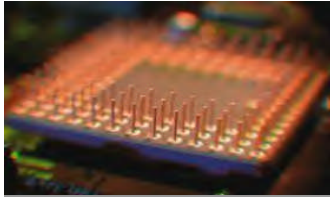
CASH FLOW STATEMENT VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

US\$ Millionen

	2001e	2002e	2003e	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Operating cash flow	0,5	2,5	3,5	3,0	1,6	2,3	3,9	5,2	6,7	5,2
Cash flow from investments	5,8	2,4	5,3	8,8	8,8	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0
Dividend payments	0,0	0,0	-5,3	-2,6	-1,6	-1,2	-2,1	-2,6	-2,8	-2,8
Cash flow Financ. (e.g. buy be	-4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free cash flow	6,4	4,9	8,8	11,9	10,4	1,6	3,2	4,2	5,7	4,2

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

CAGR 2005 bis 2010 : 25,3%

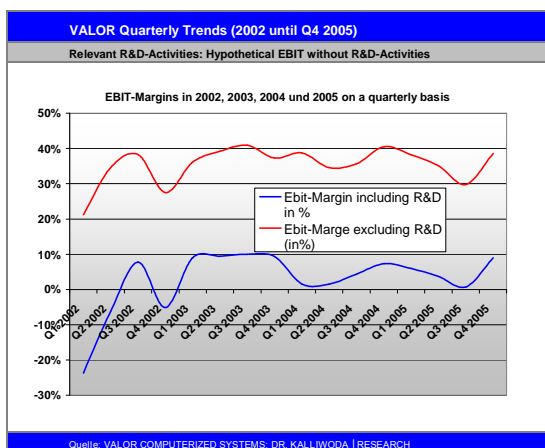


7. EBIT+EB R&D = EBITRAD

Valors' langfristige Unternehmensstrategie ist der konsequente Ausbau des Know-hows in der Leiterplattenbestückung. Die Kombination aus Investitionen in die eigene Produktentwicklung und einem Akquisitionsprogramm soll dies unterstützen.

Wir sind der Meinung, dass eine Erweiterung des Produktbereiches auf horizontaler Basis (Partnerschaften mit den Lieferanten von Maschinen) und auf vertikaler Basis (Beschaffungslogistik, Bestandskontrolle) sinnvoll ist und zu einer Verbesserung der Servicequalität führen sollte.

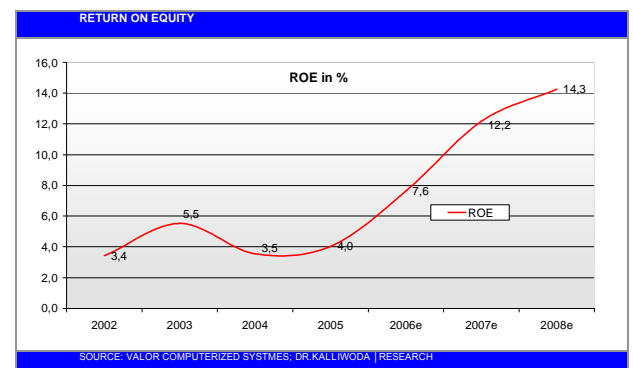
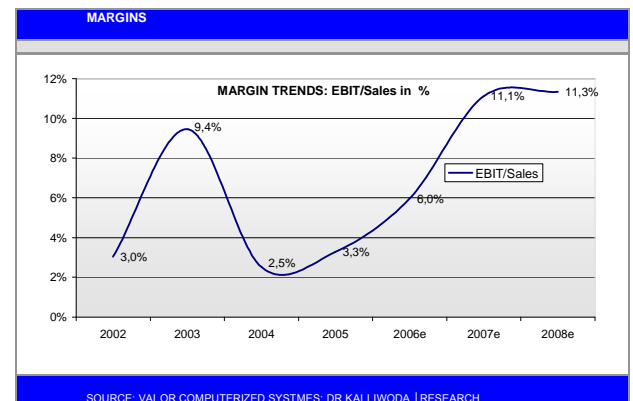
Valor strebt zukunftsichere Produkte und Verfahren an. Als Beispiel sei die Fähigkeit genannt, bleifreie Herstellungsprozesse zu unterstützen und den Umgang mit gefährlichen Substanzen zu beherrschen. Die folgende Graphik zeigt die Profitabilitätsentwicklung von Valor. Die obere Kurve bildet eine hypothetische EBIT-Marge vor Forschungs & Entwicklungskosten ab.



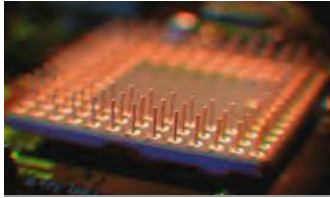
Wir nennen sie **EBITRAD-Marge** (Earnings before Interest, Tax and R&D), die durchschnittlich 37,4% für das Jahr 2004 beträgt, 38,4% für 2003 und 30,4% für 2002. Für 2005 leiten wir ein EBITRAD von 35,5% ab.³⁾

7.1 Margen Trends bis 2008

Die folgenden Graphiken zeigen EBIT/Sales Margen sowie die Return On Equity-Kennziffern in Prozent mit unseren Schätzungen bis 2008e. Beide Abbildungen visualisieren unsere Umsatz- und Gewinnerwartungen.



³⁾ Valor erzielte einen Umsatz von US\$ 36,34 Millionen in 2005 und ein EBIT von US\$ 1,193 Millionen und investierte US\$ 10,883 Millionen in Forschung & Entwicklung.



8. SWOT-ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Kundenpenetration	■ Valor ist stark in den vertikalen Strukturen bedeutsamer Konzerne integriert
Management	■ Kompetentes Managemnet mit langjährigem Know-how im Elektronik-Segment; sinnvolle geographische Verteilung der Human Resources
Cashflow	■ Hoher operativer Cashflow : US\$ 36,34 Mio Umsatz in 2004 und davon US\$ 2,462 Mio operativer Cashflow
Cash	■ Hohe Cash-Reserven von US\$ 27,73 Millionen
Assembly Expertise	■ State-of-the-art Technologie; starke Assembly Prozess-Expertise: Vorteil bei High-Speed-Boards und bei Miniaturisierung von Leiterplatten
Trilogy 5000	■ Trilogy 5000 als größter Wachstumstreiber: Sehr präzise bei der Bestückungsprogrammierung (neuer Dokumentations Editor und Shape-Manager-Modul)
TraceXpert	■ Best-in-class Produkt TraceXpert als Wachstumstreiber: Expertentool für Echtzeitüberwachung und Komponenten-Rückverfolgbarkeit
ODB++	■ Professionelles offenes Data-Format ODB++; volle Daten-Portabilität; Echtzeit-Produktions-Kontrolle führt zu verbesserter Produktqualität und beschleunigten Produktschlag
Kundenbasis	■ Beindruckende Kundenbasis
Neuer Institutioneller Investor	■ D.S-Apex Holdings aus Israel ist neuer Investor

CHANCEN (Opportunities)

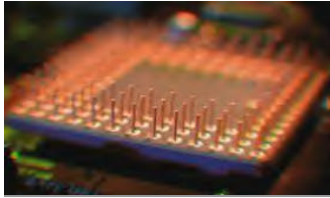
Asien und Japan	■ Hohes Umsatz- und Gewinnpotential in Asien und Japan durch Verlagerung von Produktionsvolumen. Valor ist dort gut positioniert.
M&A	■ Anstehende M&A-Transaktionen.
Markttrends	■ Markt-Trends der Produktinnovationen und der immer kürzeren Produktlebenszyklen unterstützen Valors Strategie und Absatz
Kundenpräferenzen	■ Kunden benötigen verbesserte Produktqualität und Protokollierung der Fertigung und Möglichkeit der späteren Nachvollziehbarkeit des Komponenteneinbaus
Komplexe Halbleiter	■ Trend zu komplexeren und kompakteren Halbleiterplatten und Elektronik-Komponenten. Nur professionelle und effiziente Fertigungssysteme bewältigen die Komplexität
Profitabilität	■ Hohe Investitionen in Software-Entwicklung (R&D) verschafft Valor gute Chancen Blue-Chip Kunden stärker zu penetrieren

SCHWÄCHEN (Weaknesses)

Enterprise 3000	■ Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum
------------------------	---

BEDROHUNGEN (Threats)

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



9. KONTAKT



VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS LTD.

P.O. BOX 152, Yavne 70600, Israel

Tel.:(+972) 89432430

Fax: (+972) 89432429

Email:

Dan Hoz (Finanzvorstand) danh@valor.com

Alon Ehrlich (Global Marketing Communications & Investor Relations Manager)

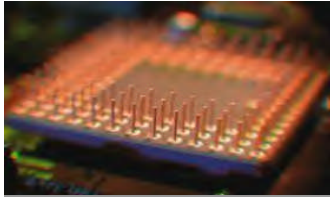
alone@valor.com

Web: www.valor.com

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR.KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of **Bloomberg,**
Thomson Financials ,
Reuters,
JCF Factset and on
Multex.net.



10. DISCLAIMER

Rating Key/Anlage-Rating-System:

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

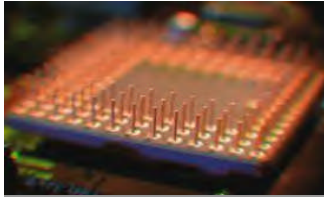
Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Valor Computerized Systems bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



Global Disclaimer

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.