



COMPANY REPORT

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

März, 03, 2005



Rating: Unveränd. **KAUF**

Coverage: Seit Q1 2004

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS
Software / Technology

Letzer Preis: € 3,00
Fairer Preis: € 4,40

Kundenakquisitionen und Cash-Flows überzeugen

- **Asien als größtes Umsatzpotential**
- **Operative Cashflows ermöglichen Produkt-Innovationen**
- **Starke Bilanz; Dividenden-Zahlung**
- **Anstehende M&A-Transaktionen ?**

COMPANY DESCRIPTION

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.

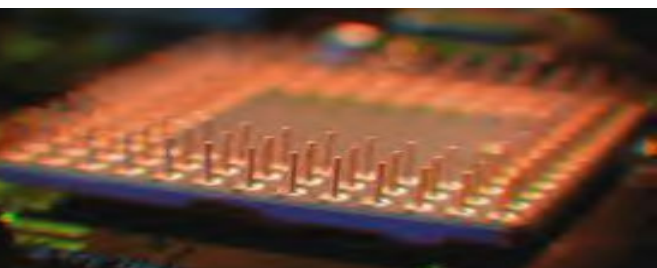


SOURCE: DEUTSCHE BÖRSE AG; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

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

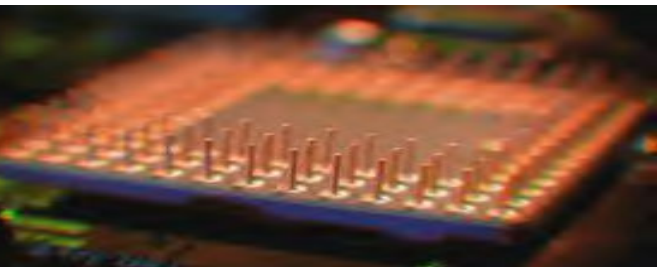
Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,09	0,15	0,19
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,16	0,18
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	35,5	48,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	1,6	2,8	3,4
net cash per share	0,8	1,6	1,5	1,8	1,8
net Cash	14,0	29,9	27,6	32,0	32,0
Free Cash Flow	3,0	8,8	12,3	2,3	1,9
P/E	-	28,6	33,8	19,8	16,0
P/S	-	2,1	1,8	1,5	1,1
Price (curr)	3				
52W high	4,35				
52w low	1,95				
Market Cap (mln)	54,8				
Last Dividend	0,14				
Sales CAGR 02-06	21%				
Web Page	www.valor.com				
Shares out (mln)					18,25
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

1. EXECUTIVE SUMMARY.....	3
2. FINANCIALS	5
2.1 Erfolgreiches 4. Quartal 2004: Umsatzrekord	5
2.2. Ausblick.....	8
3. VALUATION	9
3.1 Kursziel von US\$ 5.6 und US\$ 113 Million Marktkapitalisierung.....	9
3.2. Company valuation: DCF-method	9
3.3 Sensitivitätsanalyse.....	10
3.4 Gewinn- und Verlust-Rechnung bis 2008	11
3.5 Bilanz und Cashflow-Statement bis 2008.....	12
4. VALOR WACHSTUMSTREIBER.....	13
4.1 Valors Produkte und Marktpotential.....	13
4.2 Kunden	15
4.3 Kundennutzen.....	15
4.4 Valors stärkste Wachstumstreiber	15
5. ANHANG	18
5.1 Märkte und jährliches Marktvolumen.....	18
5.2 “Traceability”-gestützte Produktionsstraße.....	18
6. CONTACT.....	19
7. DISCLAIMER.....	20



1. EXECUTIVE SUMMARY

Im 4. Quartal 2004 erzielte Valor Computerized Systems mit US\$ 8,3 Millionen den höchsten Quartalsumsatz der Unternehmensgeschichte. Insgesamt wurde in 2004 ein Umsatz von US\$ 30,66 Millionen erzielt (Zunahme von 22,7% gegenüber dem Geschäftsjahr 2003). In 2004 wurde ein operativer Cashflow von US\$ 3,4 Millionen erreicht. Zum siebten mal in Folge konnte Valor ein Umsatzwachstum erzielen. Der Nettogewinn betrug in 2004 US\$ 1,62 Millionen. Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2003 sind die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung in 2004 um 39% auf US\$ 10,3 Millionen gestiegen, um neue Produktgenerationen zu entwickeln. Die Wettbewerbsfähigkeit sollte daher gestärkt werden. Wir gehen davon aus, dass Valor kleine Nischenanbieter übernehmen wird, um die großen Märkte insbesondere in den USA, Asien und Japan effektiver bedienen zu können.

Wir erwarten für das Geschäftsjahr 2005 einen Gesamtumsatz von US\$ 35,5 Millionen und ein EBIT von US\$ 2,9 Millionen. Diesen starken Anstieg leiten wir aus den bereits durchgeführten Maßnahmen zur Unternehmens-Expansion in Asien ab.

Valuation

Basierend auf unserem Discount-Cash-Flow-Modell gelangen wir zu einem fairen Wert von US\$ 5,6 je Aktie (€ 4,4) (unverändert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 27. Nov. 2004). **Wir empfehlen die Aktie zum Kauf.**

G&V-Schätzungen bis 2008

Wir prognostizieren ein Umsatzwachstum von US\$ 35,5 Millionen bis US\$ 75 Millionen für die Jahre 2005 bis 2008 (durchschnittlich 26,5% p.a.). 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 in 2008 (durchschnittliche EBIT-Marge von 8,3%). Die EBT-Reihe 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. Die EBT-Reihe wird durch den hohen Finanzanlagen-Bestand in Höhe von US\$ 30 Millionen positiv beeinflusst.

Valor Wachstumstreiber:

- **Trilogy und TraceXpert: Trilogy 5000 wird bei internationalen Konzernen zur Herstellungssimulation, zur Bestückung und zum Testen von Leiterplatten nachgefragt.** Der Markt ist mit US\$ 3,2 Milliarden ergiebig. TraceXpert ist neben Trilogy 5000 Valors wichtigste Produktlösung für die Elektronik-Industrie. Das Produkt übernimmt die Echtzeitüberwachung der Produktion, Maschinenkontrolle, Bestandsmanagement sowie die exakte Datenprotokollierung. High-Tech-Unternehmen der Elektronik-Industrie benötigen diese umfassenden Softwarelösungen für ihr jeweiliges Produktlebenszyklus-Management (Product Lifecycle Management, PLM). TraceXpert beinhaltet eine professionelle Interface-Technology.



- **Wachstumsmarkt Asien:** In Asien erwarten wir das stärkste Umsatz-Wachstum. Wir gehen von einem Umsatzanteil von 20% in 2004 auf über 50% vom Gesamtumsatz in 2007 aus.
- **Kunden:** Valor konnte in der Vergangenheit lukrative Verträge schliessen: Beispiele sind ein globaler Anbieter von Mobil-Telefonen, Toshiba, Marconi und Jabil Circuit. Jabil Circuit nutzt Trilogy 5000 weltweit an 27 Produktionsstandorten. Das Geschäftsvolumen je Kunde ist stark ausweitbar.
- **Kundennutzen:** Valor steigert die Produktivität und verkürzt Fertigungszeiten der Elektronik-Hersteller. Valor gelingt es, Kunden mittels geprüfter Return-on-Investment-Modelle zu überzeugen.
- **M&A-Transaktionen:** Valors Technologie-Kapazität sollte unserer Meinung nach erweitert werden, um Größenvorteile zu erreichen. Ein starker Free-Cash-Flow und eine Cash-Position von US\$ 30 Millionen würden M&A-Transaktionen ermöglichen. Gezielte Unternehmenskäufe würden das Technologie-Spektrum erweitern und das Standing bei bestehenden Kunden kräftigen und Neuakquisitionen erleichtern. Das Volumen pro Kunde ist ausbaufähig.

2. FINANCIALS

2.1 Erfolgreiches 4. Quartal 2004: Umsatzrekord

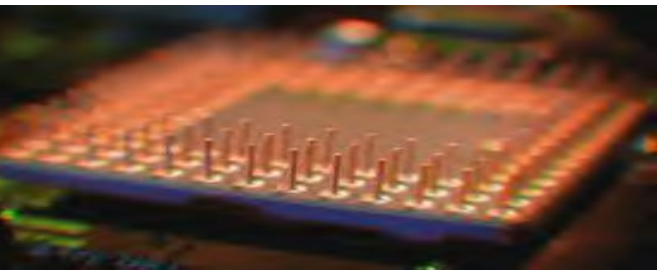
Valor erzielte im 4. Quartal 2004 mit US\$ 8,3 Millionen den höchsten Quartalsumsatz der Unternehmensgeschichte. Er lag damit 23% über dem Vorjahresquartal. Insgesamt erreichte das Unternehmen einen Umsatz von US\$ 30,66 Millionen. Dies ist eine Zunahme von 22,7% gegenüber dem Geschäftsjahr 2003. Die folgende Tabelle zeigt die einzelnen Quartale der letzten beiden Geschäftsjahre.

VALOR Q3/2004 Figures in Mio. \$ and Estimates for Q4/2004															
	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q2 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004	total 2003	Change to total2004
Revenues															
Product Sales and Related Services	4,61	3,85	19,73%	4,77	4,00	19,44%	5,08	3,95	28,55%	5,435	4,42	23,05%	19,899	16,22	22,71%
Maintenance	2,54	2,29	10,91%	2,68	2,32	15,57%	2,72	2,40	13,42%	2,821	2,39	18,03%	10,763	9,40	14,51%
Total Revenues	7,15	6,14	16%	7,45	6,31	18%	7,80	6,35	23%	8,256	6,81	21%	30,662	25,62	20%
Cost of Revenues															
Product Sales	0,28	0,29	-2,41%	0,84	0,20	322,61%	0,86	0,20	329,35%	0,846	0,32	164,38%	2,83	1,01	180,50%
Maintenance	0,20	0,15	28,10%	0,16	0,12	26,83%	0,21	0,18	15,93%	0,142	0,21	-31,07%	0,705	0,66	6,17%
Total Costs of Revenues	0,48	0,44	8%	1,00	0,32	210%	1,07	0,38	180%	0,988	0,53	88%	3,538	1,67	111%
Gross Profit	6,67	5,70	17%	6,46	5,99	8%	6,73	5,97	13%	7,268	6,28	16%	27,124	23,94	13%
Research and Development Costs	2,66	1,67	59,64%	2,46	1,88	31,25%	2,44	1,96	24,53%	2,742	1,90	44,09%	10,303	7,40	39,15%
Selling and Marketing Expenses	3,34	3,04	9,63%	3,45	3,14	9,97%	3,49	2,97	17,71%	3,451	3,30	4,64%	13,729	12,45	10,32%
General and Administrative Expenses	0,57	0,44	29,38%	0,43	0,38	14,13%	0,45	0,49	-7,16%	0,473	0,37	28,18%	1,923	1,67	15,01%
Total Operating Costs and Expenses	6,56	5,15	27%	6,34	5,39	18%	6,39	5,42	18%	6,666	5,57	20%	25,955	21,52	21%
Impairment (loss) earnings				0,00	-0,01	-100,00%									
Profit from Operations	0,11	0,55	-79,75%	0,11	0,60	-80,94%	0,34	0,55	-38,34%	0,602	0,72	-15,92%	1,169	2,42	-51,69%
Financial Income, net	0,24	0,23	4,80%	0,22	0,32	-31,06%	0,10	0,28	-65,23%	0,213	0,38	-43,65%	0,772	1,21	-36,09%
Profit before Taxes on Income	0,35	0,78	-55%	0,34	0,92	-63%	0,44	0,83	-47%	0,815	1,09	-26%	1,941	3,63	-46%
Taxes on Income	0,06	0,16	-64,15%	0,04	0,15	-77,27%	0,04	-0,02	-268,18%	0,190	1,42	-86,66%	0,319	1,72	-81,40%
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	0,295			0,301	0,77	-61%	0,40	0,85	-53%	0,625	0,29	113%	1,622	1,91	-15%
Income Tax due to Dividend Distribution				0,00	-1,31	-100,00%	0,00	0,00		0,000	1,31		0,000		
Net Profit Loss	0,295	0,623	-53%	0,30	-0,54	-156%	0,40	0,85		0,625	0,97	-36%	1,622	1,91	-15%
Basic Earnings (Losses) per Share	0,02	0,03	-33,33%	0,02	-0,03	-154,98%	0,02	0,05	-56,41%	0,03	0,06	-43,39%	0,09	0,11	-16,13%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,01	0,03	-66,67%	0,01	-0,03	-133,33%	0,02	0,04	-50,41%	0,03	0,06	-48,43%	0,07	0,10	-29,22%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,15	18,08	0,41%	18,26	18,08	0,99%	18,40	18,08	1,78%	18,400	18,08	1,77%	18,40	18,08	1,77%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	19,96	18,40	8,51%	20,60	18,08	13,95%	20,22	19,48	3,76%	20,200	19,48	3,70%	20,20	19,48	3,70%

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA|Research

Der Nettogewinn betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr US\$ 1,62 Mio, eine Verringerung von 15% gegenüber dem Geschäftsjahr 2003. Ohne die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen von insgesamt US\$ 10,3 Millionen wäre ein operativer Gewinn (EBIT) von US\$ 11,47 Millionen entstanden. Dies ist aber nur eine hypothetische Rechnung, um die starke Profitabilität des Unternehmens zu visualisieren. Valor bewegt sich in Märkten, in denen anspruchsvolle Produktlösungen von internationalen Konzernen eingesetzt werden und bestmögliche Lösungen für alle Stufen eines Produktzyklus in der Elektronikindustrie benötigt werden.

Um die starke Marktposition auszubauen, setzt sich Valor zum Ziel, ihre Produkte wie z.B. Trilogy 5000 und TraceXpert stetig weiterzuentwickeln und neue Module zur Ergänzung herzustellen.

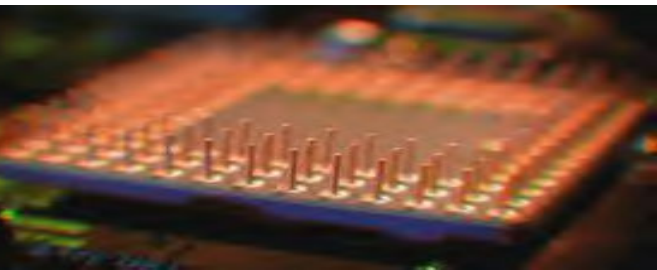


Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2003 sind die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung in 2004 um 39% auf US\$ 10,3 Millionen gestiegen. Ein Grossteil der F&E-Ausgaben wurde für die Assembly-Lösungen bzw. PLM-Lösungen ¹⁾ verwandt.

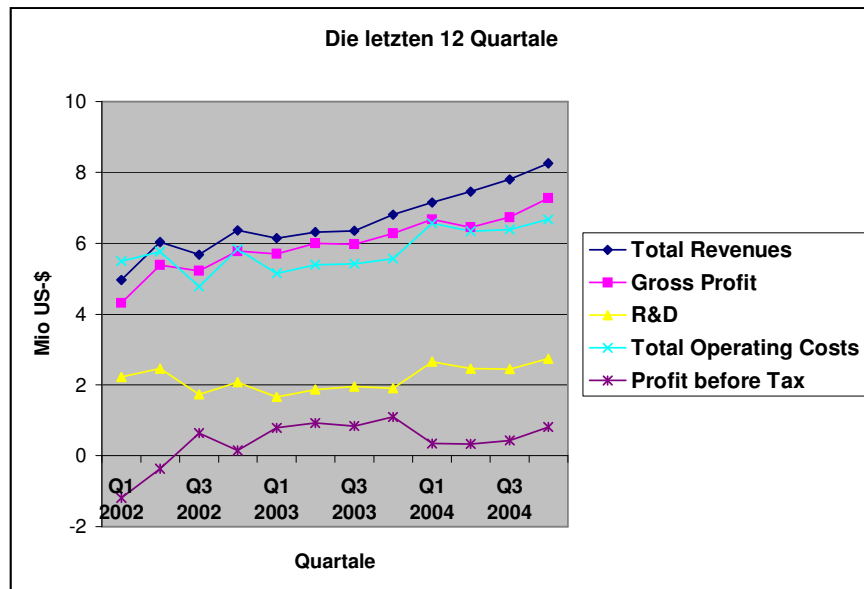
In 2004 wurde ein Gewinn je Aktie von US\$ 0,08 (voll verwässert) erzielt gegenüber 0,10 US-Dollar im Vorjahr. Valor hat einen operativen Cashflow von US\$ 3,4 Millionen erreicht und konnte zum siebten mal in Folge ein Umsatzwachstum vorweisen (siehe Tabelle oben).

Die folgende Graphik zeigt die Unternehmensleistung der letzten drei Jahre. 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. Aber es sind unserer Meinung weitere Schritte erforderlich. Die von den Industrie-Konzernen getätigten Investitionen zur Effizienzsteigerung ihrer Produktionsprozesse sind nicht idiosynkratisch, d.h. ein Wechsel ist nur mit relativ geringen Transaktionskosten verbunden, weil bestimmte Produktmodule auch bei anderen Systemanbietern verwendet werden können. Valor kann sich vor dem Verlust von Kunden schützen, in dem es seine Produkte weiterentwickelt. Unserer Meinung nach wählt Valor für die Zukunft den richtigen Weg zur Fortentwicklung ihres Standings gegenüber ihren bestehenden Kunden und potentiellen Kunden. Valor sollte es gelingen, Kunden langfristig zu binden und Angriffe von Wettbewerbern abzuwehren. Es sind daher in bestimmten Zeitabständen neuere Produktgenerationen erforderlich, die ein noch höheres Maß an Nutzen für die Kunden bringen. Die Wettbewerbsfähigkeit von Valor kann auf diese Weise gesteigert werden. Wir gehen davon aus, dass Valor kleine Nischenanbieter übernehmen wird, um die großen Märkte insbesondere in den USA, Asien und Japan gezielt bedienen zu können.

¹⁾ Die Assembly-Lösungen entsprechen primär den Produkten Trilogy 5000 (Assembly Engineering) sowie TraceXpert (Assembly MES, Manufacturing Execution Systems). Die beiden Produkte sind wichtige Bestandteile des PLM der Elektronik-Konzerne (Product Lifecycle Management).



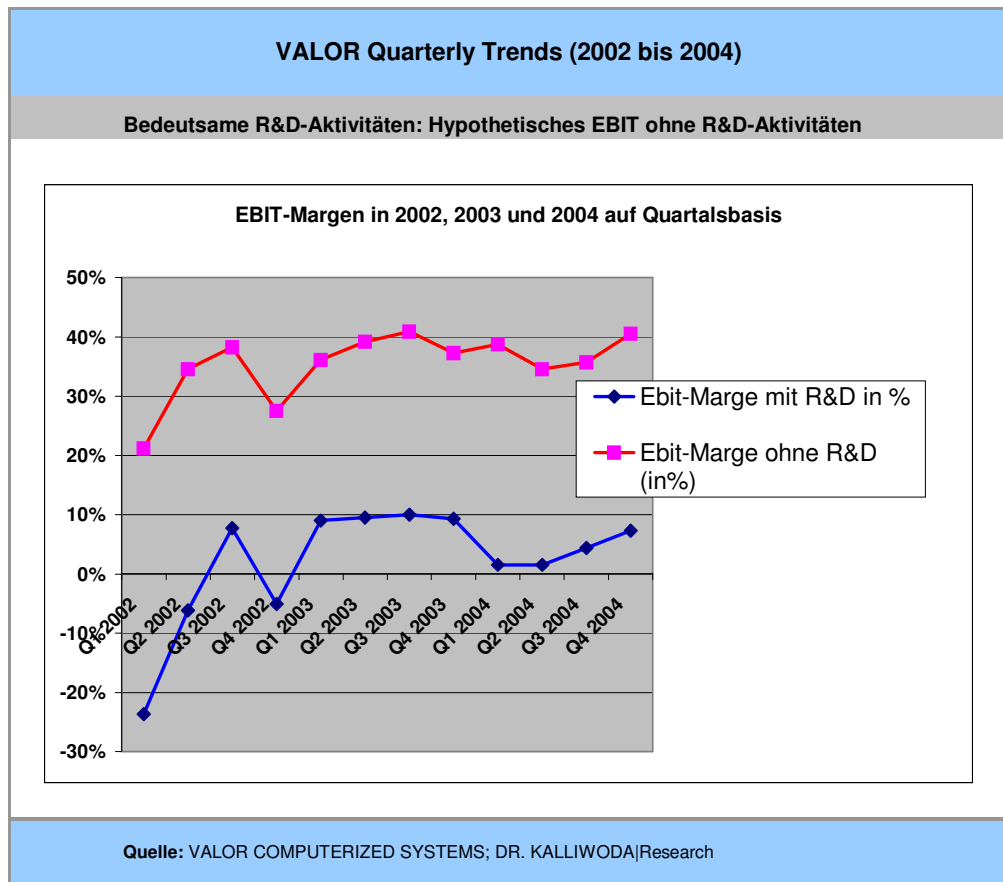
VALOR Quarterly Trends (2002 bis 2004)



Quelle: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS; DR. KALLIWODA|Research

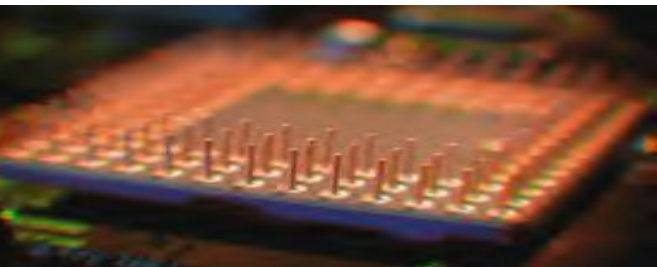
Die folgende Graphik verdeutlicht, dass Valor ein profitables Unternehmen ist. Die EBIT-Marge (inklusive R&D) hat sich in den letzten vier Quartalen stetig verbessert und ist wie bereits in 2003 wieder bei fast 10% angelangt. In 2002 wurde nur im dritten Quartal ein positives Ergebnis erzielt.

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.



2.2 Ausblick

Wir erwarten für das Geschäftsjahr 2005 einen Gesamtumsatz von US\$ 35,5 Millionen und ein EBIT von US\$ 2,9 Millionen. Diesen starken Anstieg leiten wir aus den bereits durchgeführten Maßnahmen zur Unternehmens-Expansion in Asien ab. 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.



3. VALUATION

3.1 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 1,3 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,4 (unverändert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 27. Nov. 2004) und **empfehlen die Aktie zum Kauf.**

3.2 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 € 4,4 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 45% vom derzeitigen Aktienkurs von € 3.

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

3.3 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	4,57
	1,0%	6,91	6,09	5,47	5,00	4,62
	1,5%	7,17	6,26	5,59	5,08	4,68
	2,0%	7,49	6,46	5,73	5,18	4,75
	2,5%	7,87	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	92
	1,0%	140	123	111	101	93
	1,5%	145	127	113	103	95
	2,0%	151	131	116	105	96
	2,5%	159	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 Kapitalmarktzins (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.

3.4. GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG BIS 2008

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn-und-Verlust-Rechnung mit Schätzungen bis 2008.

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ mln									
	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	CAGR 00-08
Revenues	24,8	22,1	25,6	30,7	35,5	48,0	63,0	75,0	26,5%
% change	-15,4%	-11,0%	16,0%	19,7%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
COGS	-3,3	-2,2	-1,7	-3,5	-4,1	-5,5	-7,3	-8,7	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	12%	12%	12%	-12%	
Gross income	21,5	19,8	23,9	27,1	31,4	42,5	55,7	66,3	26,8%
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	15,8%	35,2%	31,3%	19,0%	
Gross margin	87%	90%	93%	88%	88%	88%	88%	88%	89%
R & D	-8,0	-6,8	-7,4	-10,3	-11,9	-16,1	-20,8	-24,3	
% of revenues	32%	31%	29%	-34%	-34%	-33%	-24%	17%	
S, S&A (Distr./Mark.)	-12,9	-10,5	-12,4	-13,7	-14,4	-19,5	-25,5	-30,4	
% of revenues	52%	47%	49%	-49%	-41%	-41%	-30%	19%	
Other op. Income	-1,8	-1,9	-1,7	-1,9	-2,2	-3,0	-4,0	-4,7	
EBITDA	-1,2	0,7	2,4	1,2	2,9	3,8	5,4	6,6	
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
EBITDA margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	8,0%	7,9%	8,6%	8,8%	
EBIT	-1,2	0,7	2,4	1,2	2,9	3,8	5,5	6,7	5,7%
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	8%	8%	9%	9%	
EBIT margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	8,0%	7,8%	8,8%	8,9%	5,7%
Financial result	2,1	0,7	1,2	0,8	0,6	0,8	0,7	0,8	
Pre tax income	0,9	-0,8	3,6	1,9	3,5	4,6	6,2	7,5	7,5%
% of revenues	3,8%	-3,5%	14,2%	6,3%	9,7%	9,5%	9,8%	10,0%	
Taxes	0,0	0,0	-1,7	-0,3	-0,7	-1,1	-1,5	-1,9	
Tax rate	1,7%	-2,1%	47,3%	16,4%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net income (Ex adj.)	0,9	-0,8	1,9	1,6	2,8	3,4	4,6	5,6	20,0%
% of revenues	4%	-4%	7%	5%	8%	7%	7%	7%	
Net margin	4%	-4%	7%	5%	8%	7%	7%	7,5%	
# shares out (mln)	18,54	18,07	18,05	18,27	18,40	18,40	18,40	18,40	
EPS	0,05	-0,04	0,11	0,09	0,15	0,19	0,25	0,30	20,3%

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).²⁾ 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, wenngleich der Finanzbestand und die

²⁾ 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“).

daraus erzielbaren Zinseinnahmen durch kleinere Unternehmens-Akquisitionen abnehmen können.

3.5 Bilanz und CashFlow-Statement bis 2008

Unsere Bilanzschätzungen 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.

BALANCE SHEET VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																
EUR mln																
	2001	in %	2002	in %	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %
Intangible assets	0,8	2	0,4	1	0,3	0,645	0,5	1,238	0,5	1,12	0,5	1,01	0,5	0,899	0,5	1
(thereof goodwill)	0,8	2	0,4	1	0,3	4	0,4	4	0,4	0,91	0,4	0,833	0,4	0,755	0,4	1
Tangible assets	2,8	6	2,2	5	1,8	4	1,6	4	2,3	5	3,0	6	3,8	7	3,2	8
Financial assets	1,7	4	18,5	42	1,8	4	3,2	7	3,2	7	3,2	6	3,2	6	3,2	5
Fixed assets	6,0	11	21,6	48	4,1	9	5,8	12	6,5	13	7,2	13	8,0	13	7,4	14
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
Trade debtors	3,9	9	4,9	11	4,6	11	5,5	13	6,0	13	7,5	15	9,0	16	10,1	17
Other current assets	0,8	2	3,2	7	2,0	5	2,3	5	2,5	5	3,1	6	3,7	7	4,2	7
Cash & marketable sec.	35,7	78	14,9	34	30,8	75	30,4	70	32,2	69	33,7	66	36,0	64	38,1	62
Current assets	40,4	89	23,1	52	37,4	91	38,1	88	40,7	87	44,2	87	48,7	87	52,4	86
Total assets	45,59	100	44,24	100	41,26	100	43,31	100	46,78	100	51,00	100	56,27	100	61,28	100
Share capital	35,6	76	38,7	87	35,4	86	34,9	81	34,9	75	34,9	68	34,9	62	34,9	57
Reserves	3,6	8	0,0	0	0,0	0	0,8	2	2,8	6	4,9	10	7,8	14	11,1	18
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
Provisions	2,5	5	1,8	4	2,2	5	2,3	5	2,5	5	3,1	6	3,7	7	4,2	7
Financial liabilities	1,6	4	0,9	2	0,9	2	2,8	6	3,1	7	3,8	7	4,6	8	5,2	8
Other liabilities	0,8	2	0,6	1	0,4	1	0,4	8	0,3	1	0,4	1	0,4	1	5,9	1
Total liabilities	7,4	16	5,5	13	5,8	14	-0,7	19	9,1	19	11,2	22	13,6	24	15,3	25
Total equity and liabilities	46,59	100	44,23	100	41,26	100	43,32	100	46,78	100	51,00	100	56,27	100	61,28	100
Working capital	4,7		5		5		5,5		6,0		7		9,0		10	
Net debt (u.a. Umlaufverm.)	-33,1		-14		-29		-26,8		-27,8		-28		-29,1		-30	
Gearing	-0,8		-0,4		-0,8		-0,8		-0,8		-0,7		0,0		0,0	

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

CASH FLOW STATEMENT VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																	
\$ mln																	
	2001e	in %	2002e	in %	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	CAGR 00-08
Operating cash flow	0,5		0,4		3,5		3,4		3,0		2,6		3,7		5,0		26,2%
Cash flow from investments	5,8		2,4	-51	5,3		8,8		-0,7		-0,7		-0,7		-1,0		
Dividend payments	0,0		0,0		-5,3		-2,6		-1,6		-1,5		-2,1		-2,5		
Cash flow Financ. (e.g. buy back shares)	-4,7		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
Free cash flow	6,4		2,8		8,8		12,3		2,3		1,9		3,0		4,0		

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

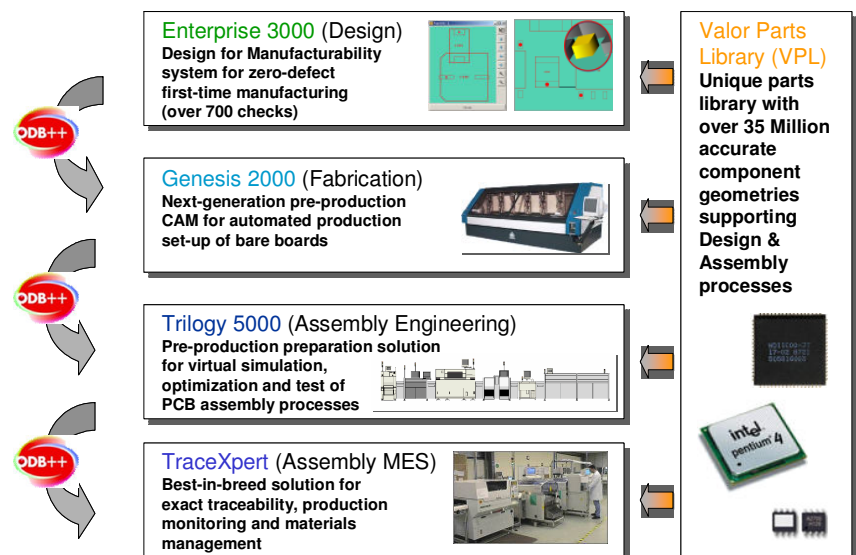


4. VALOR WACHSTUMSTREIBER

4.1 VALOR Produkte und Marktpotential

Valor Computerized Systems ist ein Spezialanbieter von produktivitätssteigernden Softwarelösungen für die Elektronikindustrie. Internationale Konzerne wie z.B. Intel, Sony, Toshiba, Dell, Motorola und Flextronics bedienen sich den Prozess-Lösungen von Valor. Die Konzepte von Valor fokussieren sich auf Prozess-Simulation (Manufacturing Process Simulation, MPS) und Fertigungslösungen (Manufacturing Execution Systems, MES). Sie ermöglichen den Kunden eine Produktionseffizienz für alle Produktionsstufen komplexer Produkte (Product Lifecycle Management). Außerdem ist es Valor gelungen, mit der Entwicklung ihres offenen Datenformats ODB++, einen optimierten Datenaustausch zwischen Produktdesign und den ineinander übergehenden Produktionsbereichen zu optimieren. Folgende Graphik zeigt die Produkte von Valor:

Valor's Full Solution



Quelle: Valor Computerized Systems 2004.



Enterprise 3000 (Design)

Enterprise 3000 ist ein System zur physischen Konstruktionsverifizierung. Das System unterstützt das physische Leiterplattendesign und prüft die Herstellbarkeit. Designer sind in der Lage, Design-Miniaturisierung durchzuführen bei gleichzeitiger Beibehaltung oder Verbesserung der Leistung von Hochgeschwindigkeits-Boards.

Genesis 2000 (Fabrication)

Genesis 2000 unterstützt die Fertigung von Halbleiterplatten. Valor dominiert den Markt der Leiterplattenfabrikation mit diesem Produkt. Es ist eine CAM- (Computer Aided Manufacturing) Lösung für Vorprozesse der Produktion, die von Frontline PCB Solutions, einem Joint Venture von Valor und Orbotech, entwickelt worden ist. Das Joint-venture verfügt über eine vollintegrierte Techniklösung, die von führenden Leiterplattenherstellern nachgefragt wird. Die Kunden der Leiterplattenindustrie erhalten somit Konzepte für deren gesamte Wertschöpfungskette: Design, Herstellung und Bestückung.

Trilogy 5000 (Assembly Engineering):

Trilogy 5000 wird bei internationalen Konzernen zur Herstellungssimulation, zur Bestückung und zum Testen von Leiterplatten eingesetzt. Der Markt ist mit US\$ 3,2 Milliarden ergiebig. Trilogy 5000 basiert auf einem Top-down-Ansatz, der den kompletten Datenfluss der Vorbereitungsprozesse in der Leiterplattenbestückung steuert. Die Trilogy 5000 Lösung hat den Vorteil, dass integrierte Datensätze für die spezifischen Bedürfnisse verschiedener Fertigungslinien zur Verfügung stehen. Dies wird auch für solche Linien ermöglicht, die aus Maschinen verschiedener Anbieter bestehen. Die Trilogy 5000 Lösung ist für die Elektronik-Industrie von hohem Nutzen, da mit ihr die Gesamtperformance von Fertigungslinien entscheidend verbessert werden kann. In 2004 hat Valor in die Weiterentwicklung und Verstärkung ihrer MPS- (Manufacturing Process Simulation) und MES-Technologien (Manufacturing Execution Systems) investiert, um das Leistungsspektrum der PLM-Lösung (Product Lifecycle Management) von Valor abzurunden.

Ferner hat Valor auch in angrenzenden Märkten, wie z.B. im Markt für Techniken zur elektronischen Leiterplatten-Testung F&E-Mittel eingesetzt, um auch diese Kunden akquirieren zu können.

TraceXpert (Assembly MES, Manufacturing Execution Systems)

Valors Produkt TraceXpert ist unseres Erachtens neben Trilogy 5000 die bedeutsamste Produktlösung für die Elektronik-Industrie. TraceXpert ist Bestandteil der MES-Lösungen (Manufacturing Execution Systems). Das Produkt übernimmt die Echtzeitüberwachung der Produktion, Maschinenkontrolle, Bestandsmanagement sowie die exakte Datenprotokollierung. High-Tech-Unternehmen der gesamten Elektronik-Industrie benötigen diese umfassenden Softwarelösungen für ihr jeweiliges Produktlebenszyklus-Management (Product Lifecycle Management, PLM ³⁾).

³⁾ Das PLM-Management besteht aus der Kombination von TraceXpert (Echtzeitüberwachung des Bestückungsvorgangs) und der Technik zur Prozessvorbereitung und der Optimierung der Fertigung (Trilogy 5000).



Valor Parts Library (VPL)

Das in der obigen Graphik rechts sichtbare Produkt Valor Parts Library (VPL) ist eine spezialisierte Online-Datenbank für elektronische Bauelemente, die alle oben beschriebenen Produkt-Lösungen unterstützt.

Alle Produkt-Lösungen des Unternehmens setzen auf dem offenen **Datenformat ODB++** auf. Dieses Datenformat wurde von Valor entwickelt und ermöglicht einen schnellen und optimierten Datenaustausch zwischen Produktdesign und den anderen Produktionsbereichen.

Alle Produkte führen beim Anwender zu gesteigerter Produktivität, verkürzten Fertigungszeiten und gesteigerter Produktqualität, woraus eine Rentabilitätssteigerung bei den Herstellern erfolgt.

4.2 Kunden

Einige Beispiele jüngster Vertragsabschlüsse verdeutlichen die Akzeptanz der Valor-Produkte bei anerkannten Elektronik-Konzernen.

- Valor ist es gelungen mit einem der globalen Anbieter von Mobil-Telefonen einen Rahmenvertrag für das Produktsegment MES-Solution mit einem Auftragsvolumen von bis zu US\$ 10 Millionen zu schließen.
- Toshiba nutzt die gesamte Produktpalette von Valor: Enterprise 3000, Genesis 2000, Trilogy 5000, VPL und TraceXpert.
- Jabil Circuit nutzt Trilogy 5000 sowie VPL weltweit an 27 Produktionsstandorten. Einer der neuen Kunden ist Marconi, der Trilogy in seine Produktion integriert.

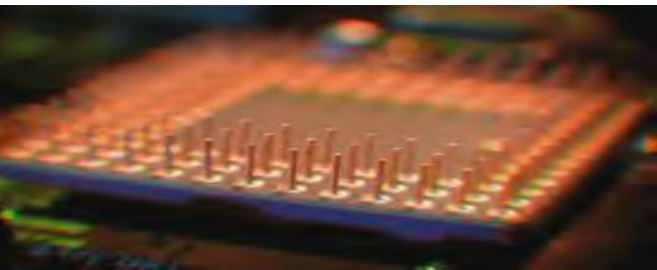
4.3 Kundennutzen

Der Nutzen für die hochrangigen Kunden von Valor sind die aus den Produkten sich ergebende gesteigerte Produktivität und verkürzte Fertigungszeiten. Auch die Produktqualität von Teilkomponenten und Endprodukten wird verbessert und führt so zu einer effizienteren Herstellung und Renditeverbesserung.

Valor versteht es auch, Kunden mittels geprüfter Return-on-Investment-Modelle zu überzeugen. Das heißt, dass Valor den pekuniären Nutzen für den Kunden beim Einsatz der Produktlösungen aufzeigen können, der nach der Implementierung sichtbar wird: Kosten werden eingespart, Produktionsfehler werden minimiert und die Produktqualität wird maximiert.

4.4 Valors stärkste 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 nach 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.

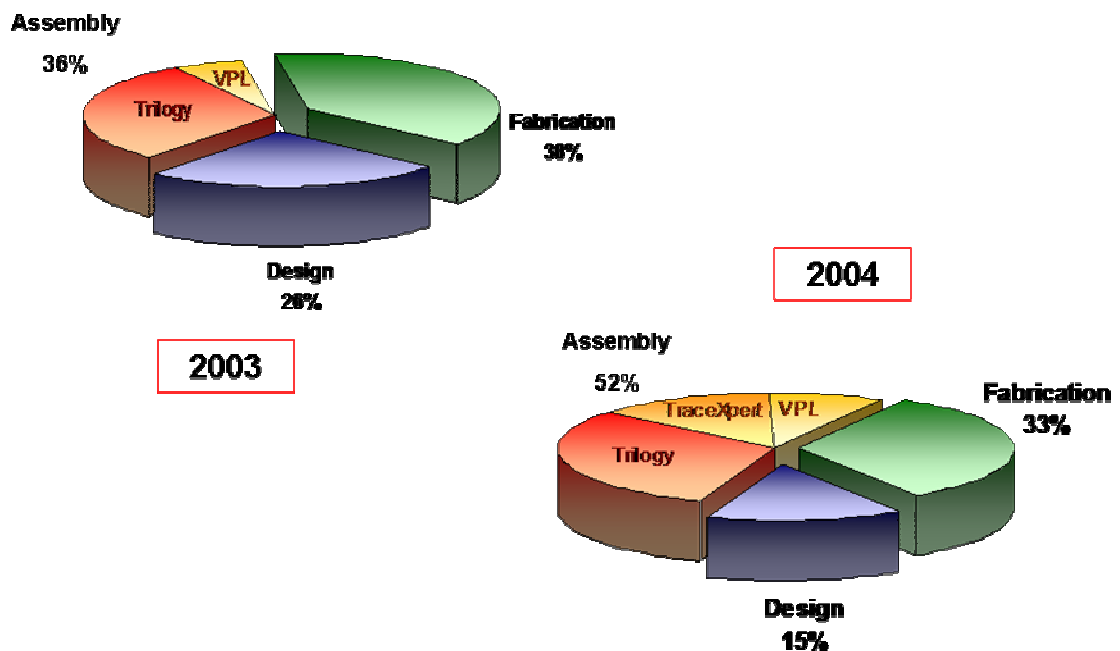
- **M & A-Transaktionen**

Ein starker Free-Cash-Flow und eine Cash-Position von US\$ 30 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.



Die folgende Graphik zeigt die zunehmende Bedeutung der Produkte Trilogy, TraceXpert, und VPL, die - hier zur Produktgruppe „Assembly“ zusammengefasst - einen Umsatzanteil von 52% erreichen. Demgegenüber ist der Umsatzanteil von Enterprise 3000 (Design) von 26% in 2003 auf 15% des Gesamtumsatzes in 2004 gesunken. Auch der Umsatzanteil von Genesis (Fabrication) ist im Vergleich zum Geschäftsjahr 2003 um 5% auf 33% gefallen. Absolut betrachtet sind die beiden Produktklassen gegenüber dem Geschäftsjahr 2003 konstant geblieben. Das Umsatzwachstum in 2004 wurde durch Trilogy und TraceXpert erzielt.

Revenues by Product



Quelle: Valor Computerized Systems 2004



5. ANHANG

5.1 Märkte und jährliches Marktvolumen

Folgende Teil-Märkte mit ihrer zugehörigen Größe sowie die von Valor angebotenen und auf die Teil-Märkte zielenden Produktlösungen sind in folgender Graphik veranschaulicht.

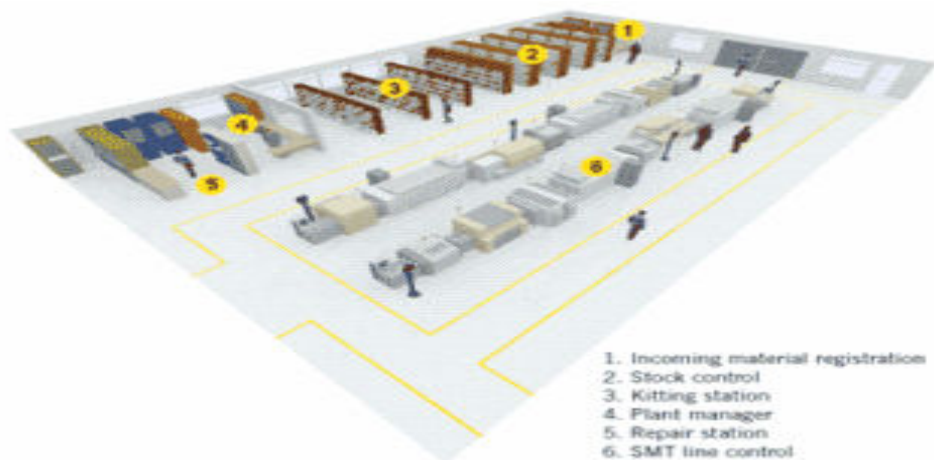
Valor Produkte, zugehörige Märkte und jährliches Marktvolumen in 2004 und Folgejahren			
Valor Produkte	Valor Produktsätze in %	Marktsegmente in der Elektr.-Herstellungsindustrie	Zugehöriges jährl. Marktvolumen US\$ Millionen
TraceXpert	10 *)	Assembly MES manufact.	240
Trilogy 5000	35 *)	Assembly MES manufact.	
Enterprise 3000	15	Design	30
Frontline Products	33	Fabrication	80
VPL	7 *)	Parts Library	100
			450

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

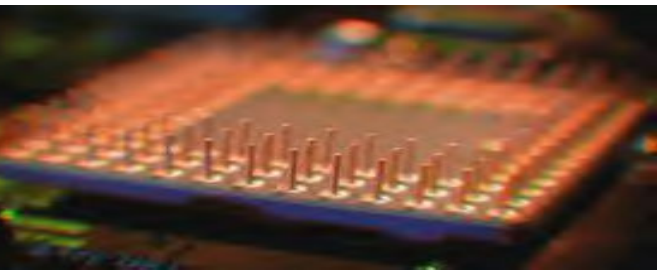
*) Nach Angaben von VALOR erzielten in 2004 TraceXpert, Trilogy und VPL einen Anteil am Gesamtumsatz von 52%. Die Aufteilung innerhalb der drei Segmente kann leicht abweichen. Wurde von Dr. Kalliwod|Research geschätzt.

5.2 „Traceability“-gestützte „Produktionsstraße

Zur Veranschaulichung einer Traceability-gestützten „Produktionsstraße“ siehe folgende Graphik (vergleiche auch Kapitel 4.1 Valor-Produkte und Marktpotential). Die Software von Valor identifiziert fehlerhafte Produkte an relevanten Fertigungsschnittstellen. Nur die fehlerhaften Produkte werden zurückgerufen und ausgetauscht.



Graphik: In einer Fabrik eingesetztes MES-System (Manufacturing Execution System) mit Traceability-Funktion.



6. 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

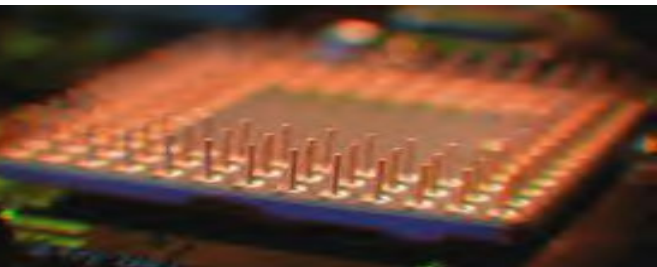
- Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum

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.

Threads

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



7. 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

Alon Ehrlich (Global Marketing Communications & Investor Relations Manager)
alone@valor.com

Web: www.valor.com

DR. KALLIWODA | RESEARCH

Unterlindau 22

60323 Frankfurt

Tel.: 069-97205853

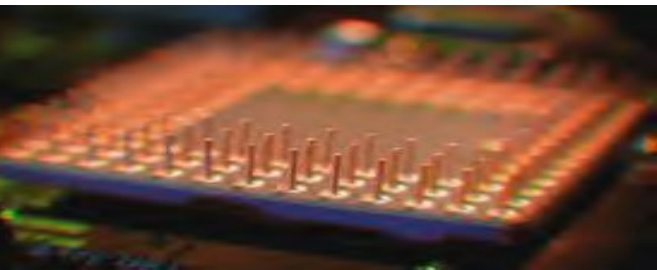
Tax.: 069-13303852262

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA-Analyst

E-Mail: research@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

DR. KALLIWODA | RESEARCH



9. DISCLAIMER

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 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 überprüfbar, 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.