



COMPANY REPORT

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

Dez., 05, 2005



Rating: KAUFEN (Kaufen)

Ereignis: Update Q3-Zahlen + Management-Interview (Deutsches Eigenkapitalforum)

Coverage: Seit Q1 2004

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS
Software / Technology

Letzter Preis: € 2,90

Fairer Preis: € 4,50

Unterbewertete Aktie: Gut gerüstet für 2006 !

- **Neue Software-Releases und erfolgreiches Cross-Selling**
- **Spezialist f. komplexe Produktionen mit Echtzeitüberwach.**
- **Starke Bilanz und hoher Kassenbestand**
- **Gute Aussichten durch Entry im Auto-Elektronik-Segment**

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.

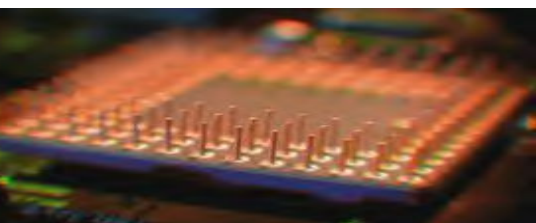


Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,09	0,10	0,21
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,12	0,20
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	36,5	44,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	1,6	1,9	3,9
net cash per share	0,8	1,6	1,5	1,7	1,7
net Cash	14,0	29,9	27,6	32,0	32,0
Free Cash Flow	3,0	8,8	12,3	10,8	2,6
P/E	-	28,1	33,2	29,0	13,9
P/S	-	2,1	1,8	1,5	1,2

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

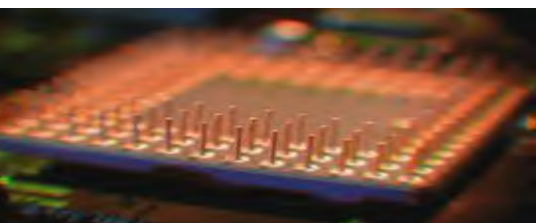
Price (curr)	2,9	Shares out (mln)	18,57
52W high	3,45	6M Avrg Vol (000s)	15,5
52w low	1,87	Free Float (in %)	39,2%
Market Cap (mln)	53,8	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0,07	Reuters code	VCR
Sales CAGR 2001-2010	33%	Bloomberg	VCR
Web Page	www.valor.com	WKN	928731

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	FINANCIALS.....	3
1.1	Umsatzwachstum im 10. Quartal in Folge.....	3
1.2	Schätzung für Q4/2005	5
2.	WACHSTUMSTREIBER MANUFACTURING EXECUTION SYSTEMS AND TRACEABILITY	6
2.1	Bedeutsamer Manufacturing Execution Systems-Markt	7
2.2	Valors´ Kunden (Auszug)	7
2.3	VALORS´ Produkte und Strategie.....	8
3.	VALUATION	11
3.1	Kursziel von US\$ 5.26 und US\$ 106 Millionen Marktkapitalisierung	11
3.2.	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren.....	11
3.3	Sensitivitätsanalyse	11
5.	VALOR´S FINANZHISTORIE UND SCHÄTZUNGEN	12
5.1	Entwicklung der operativen Cashflows.....	12
5.2	Gewinn- und Verlustrechnung bis 2010	13
5.3	Bilanz und Cashflow-Statement bis 2010.....	14
5.4	EBITRad: Gewinn vor Zinsen, Steuern und Forschung & Entwicklung	15
6.	SWOT-ANALYSIS	16
6.	CONTACT.....	17
7.	DISCLAIMER	18



1. FINANCIALS

1.1 Umsatzwachstum im zehnten Quartal in Folge

Valor Computerized Systems konnte den Umsatz im zehnten Quartal in Folge steigern. Das Experten-Unternehmen für produktivitätssteigernde Softwarelösungen für die Elektronikindustrie, hat seinen Wachstumstrend auch in den ersten 9 Monaten 2005 fortgesetzt und einen Umsatz von US-\$ 26,9 Mio erzielt (US-\$ 22,4 Mio im Vorjahreszeitraum).

Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen, EBIT, wuchs um mehr als 150% auf 1,5 Mio. US-Dollar gegenüber knapp 0,6 Mio. US-Dollar in den ersten drei Quartalen 2004. Das Nettoergebnis vor aktienbezogenen Zahlungen, sogenannten "Share-Based Compensation" gemäß IFRS2, kletterte um 57% von 1,1 Mio. US-Dollar auf nunmehr 1,7 Mio. US-Dollar. Der Periodenüberschuß nach aktienbezogenen Zahlungen belief sich auf US-\$ 1,1 Mio. Im Vergleich zu US-\$ 0,6 Mio in der Vorjahresperiode ist dies eine Steigerung von 84%.

Das Ergebnis je Aktie (verwässert) verdoppelte sich in den ersten 9 Monaten 2005 auf 0,06 US-Dollar nach zuvor 0,03 US-Dollar.

Gleichzeitig hat Valor durch eine Reihe von Massnahmen zur Neuordnung und Optimierung der Geschäftsprozesse die

Basis für steigende Umsätze und Ergebnisse in den kommenden Jahren geschaffen.

Im 3. Quartal konnte Valor den Umsatz um 17,5% auf US-\$ 9,2 Mio gegenüber dem Vorjahreszeitraum (US-\$ 7,8 Mio) steigern. Allerdings sank das EBIT auf US-\$ 0,2 Mio gegenüber US-\$ 0,5 Mio im Vorjahresquartal. Das Nettoergebnis im 3. Quartal 2005 beziffert sich auf US-\$ 0,1 Mio (US-\$ 0,3 Mio in Q3/2004).

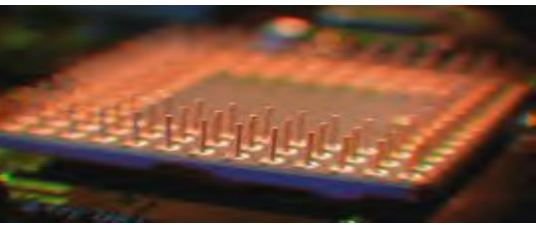
Valor Computerized Systems hat im 3.Quartal 2005 verstärkt in das Marketing und den Verkauf von TraceXpert investiert und zu dem in Hardware als einmalige Anschaffung investiert.

Die Gründe für die Abschwächung der EBIT- und Netprofit-Margen ist nach Unternehmensangaben auf Vorbereitungsmaßnahmen der neuen Produkt-Releases in 2006 zurückzuführen. In den nächsten Quartalen gehen wir wieder von einer ansteigenden Brutto-Marge von 85% aus. Die folgende Tabelle zeigt die einzelnen Quartale von 2004 und 2005 mit unseren Schätzungen für das vierte Quartal 2005.

VALOR Q2/2005 Figures in Mio. \$ and Estimates for Q4/2005

	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 2005e	Q4 2004	Change to Q4 2004	total 2005e	total 2004	Change to total 2004	
Revenues																
Product Sales and Related Services	5,840	4,61	26,63%	5,893	4,77	23,47%	6,059	5,08	19,30%	6,380	5,44	17,39%	24,172	19,899	21,47%	
% of revenues	67,1%	64,5%		65,5%	64,0%		66,1%	65,1%		66,3%	65,8%		66,2%	64,9%		
Maintenance	2,865	2,54	12,75%	3,110	2,68	16,09%	3,105	2,72	14,07%	3,250	2,82	15,21%	12,330	10,763	14,56%	
% of revenues	32,9%	35,5%		34,5%	36,0%		33,9%	34,9%		33,7%	34,2%		33,8%	35,1%		
Total Revenues	8,705	7,15	22%	9,003	7,45	21%	9,164	7,80	17%	9,630	8,26	17%	36,502	30,662	19%	
Cost of Revenues																
Product Sales	0,849	0,28	200,00%	1,088	0,84	29,37%	1,838	0,86	112,98%	1,030	0,85	21,75%	4,805	2,83	69,61%	
% of revenues	9,8%	4,0%		12,1%	11,3%		20,1%	11,1%		10,7%	10,2%		13,2%	9,2%		
Maintenance	0,299	0,20	52,55%	0,245	0,16	57,05%	0,205	0,21	-2,84%	0,310	0,14	118,31%	1,059	0,705	50,21%	
% of revenues	3,4%	2,7%		2,7%	2,1%		2,2%	2,7%		3,2%	1,7%		2,9%	2,3%		
Total Costs of Revenues	1,148	0,48	140%	1,333	1,11	20%	2,043	1,18	72%	1,447	1,09	33%	5,864	3,538	66%	
% of revenues	13,2%	6,7%		14,8%	14,9%		22,3%	15,2%		15,0%	13,2%		16,1%	11,5%		
Gross Profit	7,557	6,67	13%	7,670	6,46	19%	7,121	6,73	6%	8,290	7,27	14%	30,638	27,124	13%	
% of revenues	86,8%	93,3%		85,2%	86,6%		77,7%	86,2%		86,1%	88,0%		83,9%	88,5%		
Research and Development Costs	2,810	2,66	5,72%	2,825	2,46	14,79%	2,660	2,44	8,93%	2,850	2,74	3,94%	11,145	10,303	8,17%	
% of revenues	32,3%	37,2%		31,4%	33,0%		29,0%	31,3%		29,6%	33,2%		30,5%	33,6%		
Selling and Marketing Expenses	3,617	3,34	8,42%	3,862	3,45	11,88%	3,780	3,49	8,31%	3,850	3,45	11,56%	15,109	13,729	10,05%	
% of revenues	41,6%	46,6%		42,9%	46,3%		41,2%	44,7%		40,0%	41,8%		41,4%	44,8%		
General and Administrative Expenses	0,612	0,57	7,75%	0,650	0,43	51,87%	0,613	0,45	35,02%	0,620	0,47	31,08%	2,495	1,923	29,75%	
% of revenues	7,0%	7,9%		7,2%	5,7%		6,7%	5,8%		6,4%	5,7%		6,8%	6,3%		
Total Operating Costs and Expenses	7,039	6,56	7%	7,337	7,13	3%	7,053	6,39	10%	7,320	6,67	10%	28,749	26,955	11%	
% of revenues	80,9%	91,7%		81,5%	95,7%		77,0%	81,9%		76,0%	80,7%		78,8%	84,6%		
Impairment (loss) earnings																
Profit from Operations	0,518	0,11	363%	0,333	0,11	192%	0,068	0,23	-70%	0,863	0,50	73%	1,889	1,169	62%	
% of revenues	6,0%	1,6%		3,7%	1,5%		0,7%	3,0%		9,0%	6,1%		5,2%	3,8%		
Financial Income, net	0,113	0,24	-52,92%	0,075	0,22	-66,22%	0,144	0,10	48,45%	0,100	0,21	-53,05%	0,432	0,772	-44,04%	
% of revenues	1,3%	3,4%		0,8%	3,0%		1,6%	1,2%		1,0%	2,6%		1,2%	2,5%		
Profit before Taxes on Income	0,631	0,35	79%	0,408	0,34	21%	0,212	0,33	-35%	0,963	0,713	35%	2,321	1,941	20%	
% of revenues	7,2%	4,9%		4,5%	4,5%		2,3%	4,2%		10,0%	8,6%		6,4%	6,3%		
Taxes on Income	0,000	0,06	-100,00%	0,000	0,04	-100,00%	0,110	0,04	197,30%	0,200	0,19	5,26%	0,310	0,319	-2,82%	
% of revenues	0,0%	0,8%		0,0%	0,5%		1,2%	0,5%		2,1%	2,3%		0,8%	1,0%		
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	0,631	0,30	114%	0,408	0,30	36%	0,102	0,29	-65%	0,763	0,523	46%	2,011	1,622	24%	
% of revenues	7,2%	4,1%		4,5%	4,0%		1,1%	3,7%		7,9%	6,3%		5,5%	5,3%		
Income Tax due to Dividend Distribution		0,00			0,00			0,00			0,00		0,000	0,000		
% of revenues	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		0,0%	0,0%		
Net Profit Loss	0,631	0,30	114%	0,408	0,30	36%	0,102	0,29	-65%	0,763	0,52	46%	2,011	1,622	24%	
% of revenues	7,2%	4,1%		4,5%	4,0%		1,1%	3,7%		7,9%	6,3%		5,5%	5,3%		
Basic Earnings (Losses) per Share	0,03	0,02	72,12%	0,02	0,02	33,42%	0,01	0,02	-65,19%	0,04	0,03	46,58%	0,11	0,09	21,84%	
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,03	0,01	215,31%	0,02	0,01	104,15%	0,01	0,01	-64,72%	0,04	0,03	47,40%	0,10	0,081	24,79%	
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,331	18,15	1,00%	18,541	18,26	1,56%	18,565	18,40	0,91%	18,331	18,40	-0,38%	18,34	18,27	0,36%	
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	20,012	19,96	0,24%	19,985	20,60	-2,97%	20,126	20,22	-0,44%	20,012	20,20	-0,93%	20,01	20,14	-0,65%	

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA | RESEARCH



1.2 Schätzung für Q4/2005

Valor ist weniger von den Halbleiterzyklen abhängig, da das Unternehmen in einem Nischenmarkt agiert und Software-Produkte offeriert, die den Halbleiterherstellern durch gesteigerte Produktivität hohe Kosten einspart. Für Q4/2005 kalkulieren wir einen Umsatz von US\$ 9,6 Millionen und das EBIT mit US\$ 0,86 Millionen. Unsere Prognosen resultieren zu einem Umsatz für das Gesamtjahr 2005 von US\$ 36,5 Millionen (+19,0% gegenüber 2004) und ein EBIT von US\$ 1,89 Millionen (+62% gegenüber 2004).

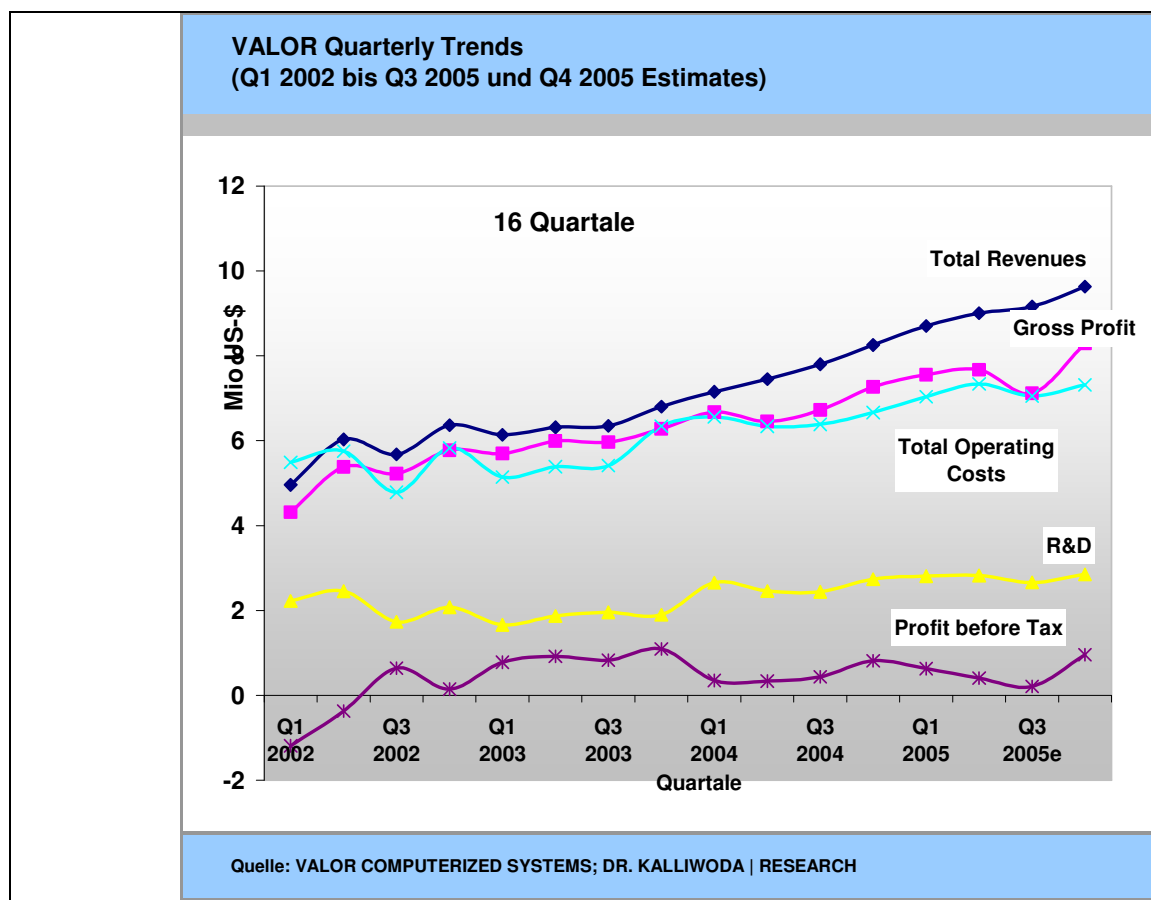
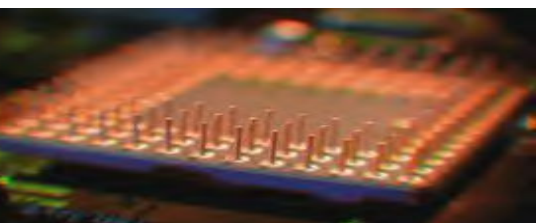
Wir gehen davon aus, dass sich die Bruttomarge im vierten Quartal 2005 wieder verbessert. Im dritten Quartal war sie durch einmalige Vorbereitungseffekte für neue Produkt-Releases von 85% auf ca. 80% gefallen.

Um die hohe Akzeptanz der Softwarelösungen zur Produktivitätssteigerung bei Design und Fertigung in der Elektronikindustrie aufrecht zu erhalten bzw. zu steigern, sind Investitionen in neue Software-Konzepte nötig. Auf diese Weise können deutsche Kunden wie z.B. Continental Temic gewonnen werden. Europa und Asien sind bedeutsame Absatzmärkte für Valor. Die Margen und Skaleneffekte in Asien sind aber noch höher als in Europa, weil in Asien im Durchschnitt eine höhere Anzahl von z.B. von Pick & Place-Maschinen pro Elektronik-Assembly-Lines existieren. Wir gehen davon aus, dass starke Skaleneffekte insbesondere ab 2006 greifen, wenn der Markt in Asien noch stärker durchdrungen ist. Für Q4/2005 erwarten wir Software Lizenzeinnahmen von US-\$ 6,38 mio und Wartungsumsätze von US-\$ 3,25 mio.

Ein Gesamtumsatz von US-\$ 9,63 mio würde

17% über dem Vorjahresquartal liegen. Bei kalkulierten Umsatzkosten von US-\$ 1,45 Mio erwarten wir für Q4/2005 eine Bruttomarge von 86%. Die operativen Ausgaben schätzen wir auf US-\$ 7,32 mio und erwarten somit eine EBIT-Marge von 9%. Im letzten Quartal eines Jahres erwirtschaftet Valor Computerized Systems meist eine höhere EBIT-Marge als in den anderen Quartalen eines Geschäftsjahres. Wir gehen jedoch davon aus, dass auch im laufenden vierten Quartal akteinbasierte Vergütungen stattfinden und ausserdem Aktienoptionen ausgeübt werden könnten, die die Anzahl der Aktien erneut leicht erhöhen würde. Unser erwartetes Nettoergebnis bleibt davon kaum berührt: kalkulatorisch erhalten wir ein Primärergebnis von knapp über US-\$ 0,04 und einen verwässerten Gewinn von US-\$ 0,038. Den gesamten Gewinn schätzen wir auf US-\$ 0,11 (Primärergebnis) und US-\$ 0,10 (verwässerter Gewinn).

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



2. WACHSTUMSTREIBER MANUFACTURING EXECUTION SYSTEMS UND TRACEABILITY

Manager der produzierenden Industrie profitieren einerseits von der ökonomischen Globalisierung und kämpfen andererseits gegen einen immer stärker werdenden Wettbewerb. Daher werden die Software-Konzepte, wie sie Valor Computerized Systems anbietet, für die

Optimierung von Fertigungsprozessen benötigt. Die produzierende Industrie benötigt Konzepte, bei denen auch bereits bestehende ERP-Systeme mit allen Prozessebenen einer Fabrik und den Kunden sowie deren Lieferanten miteinander verbunden werden können.

2.1 Bedeutsamer Manufacturing Execution Systems-Markt

Die Valor Computerized Systems Inc. und ihre konsolidierten Gesellschaften und Joint-Ventures agieren im Markt für Produktionsmanagementsysteme

(Manufacturing Execution Systems - MES). Der MES-Markt umfasst modulare Software und zugehörige Dienstleistungen (Kontrolle, Regulierung und Visualisierung von Produktionsprozessen). MES-Software trägt zu kürzeren Produktionszeiten bei, verbessert die Produktqualität und verringert die Produktionskosten. Im Endeffekt verbindet MES-Software die ERP mit der Prozessebene.

Der MES-Markt besteht im Prinzip aus zwei Hauptsegmenten: Der **Prozessfertigung** und der **Diskreten Fertigung**. Die Prozessfertigung zielt auf Branchen wie Chemie, Pharma und Nahrungsmittelindustrie ab und die diskrete Fertigung bezieht sich beispielsweise auf Industrieunternehmen der Automobil-, Luftfahrt-, Maschinenbau- und Elektronikindustrie. In diesem Markt agiert Valor Computerized Systems Inc. Die **Boston Consulting Group (BCG)** beziffert den weltweiten Markt für produktionsnahe Software und Services auf ein Volumen von US\$ 18 Mrd (20-25%-Anteil für Software; ca. 75%-Anteil Services). BCG geht in den nächsten Jahren von einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 10% p.a. aus. Für 2009 schätzt BCG ein Gesamtvolumen von US\$ 30 Mrd, wobei insbesondere das Marktsegment der Diskreten Fertigung (Einzel- und Serienfertigung) überdurchschnittlich wachse. Gerade in diesem Geschäftssegment ist Valor gut

positioniert. Ferner gehen wir davon aus, dass folgende Branchentrends das Wachstum des MES-Marktes forcieren:

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

2.2 Valors Kunden (Auszug)

Bereits heute hat Valor weltweit Installationen im Einsatz. Grosse Konzerne wie z.B. Sony, Nokia, Toyota, General Electric und Siemens gehören zu den Valor-Kunden.



Quelle: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

2.3 VALORS' PRODUKTE UND STRATEGIE

Umsatzstimulator für Valor-Software-Lösungen ist, dass die Elektronikhersteller zeitnah mit Produktinnovationen Marktanteile erkämpfen wollen. Es herrscht der Trend zur höheren Integrationsdichte bei kostengünstiger Fertigung und gleich bleibend hoher Qualität in der Elektronikfertigung. Auch in der Automobilindustrie ist Valor präsent. In der Automobilindustrie hat Qualität und Ausstattung genau wie bei Computern und Elektronik-Produkten einen immer stärkeren Einfluss auf die Kaufentscheidung. Die Wartungsintervalle werden größer und die Laufleistung der Fahrzeuge steigt. Die Zulieferer stehen unter hohen Qualitätsanforderungen. Fehler müssen bereits in der Produktion genau identifizierbar sein, damit keine aufwendigen Rückholaktionen von bereits zugelassenen Fahrzeugen vermieden werden. Die Traceability-Software-Lösung trägt zur Reduzierung der Kosten bei.

Valor versteht es, Kunden zu binden, in dem sich bereits weitere wertsteigernde Applikationen in der Entwicklungsphase befinden. Bereits heute kann eine positive Zwischenbilanz gezogen werden, dass die Entscheidung, sich besonders auf Asien als wichtigsten Markt für Electronics-Manufacturing-Services (EMS) zu konzentrieren, richtig war. Valor unterhält derzeit in Asien Niederlassungen in Hongkong, Taiwan sowie im Norden, Süden und Osten von China.

Fertigungsunterstützung durch Trilogy 5000 und TraceXpert

Bestehende Produktionsprozesse von Elektronik-Komponenten können mit Valors Software-Lösungen neu geordnet und optimiert werden. Die Produktivität in der Fertigung und dem gesamten CAD-Bestückungsprozess ist messbar. Valors Software-Konzepte beschleunigen NPDL (New Product Development and Launch). Kunden wird es ermöglicht, ihren technischen und logistischen Datenfluss weiter zu rationalisieren. Grundlage ist die erfolgreiche Trilogy 5000 Lösung. Mit Trilogy 5000 wird der Produktumschlag beschleunigt. Rüst- und Wechselzeiten werden verringert und die Durchsatzleistung steigt. Insbesondere in Asien, dem wichtigsten Markt für Electronics-Manufacturing-Services (EMS) wurde Trilogy 5000 bei führenden PC-, Notebook- und Serverproduzenten eingesetzt. Zunehmend erwarten Kunden integrierte Lösungen von einem einzigen Software-Hersteller.

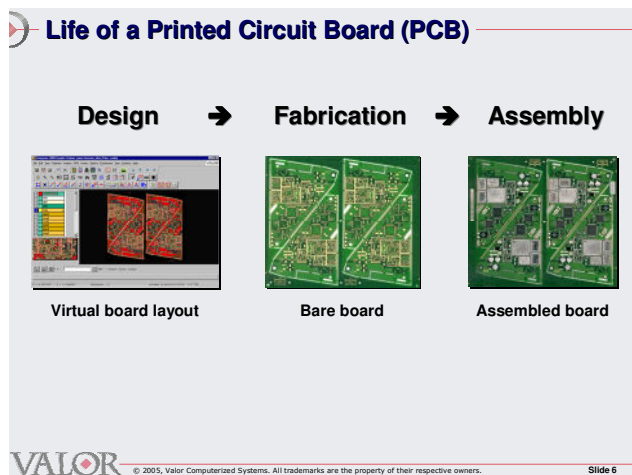
Verbindung von Design- und Fertigungsbereich

Valors Software-Konzepte tragen zur Produktionssteigerung bei Design und Fertigung in der Elektronikindustrie bei. Die DFM-Technologie (Design for Manufacturability) ermöglicht die Machbarkeitsprüfung und Design-Verifikation von Leiterplatten und CAD-Daten. Die Miniaturisierung von High-Speed-Boards wird ebenfalls ermöglicht.

Elektronik-Hersteller können neue Produkte schneller und mit höherer Qualität herstellen. Das **Produkt Enterprise 3000** beinhaltet professionelle Schnittstellen, die Anpassungsvorgänge reduziert, d.h. eine validierte virtuelle Fertigungssimulation des Endprodukts prüft Funktionalität bevor die reale Produktion beginnt. Folgende Abbildung zeigt die Planungs- und Produktionsabfolge einer Halbleiterplatte: Das Design, die Produktion und die Bestückung einer Halbleiterplatte.

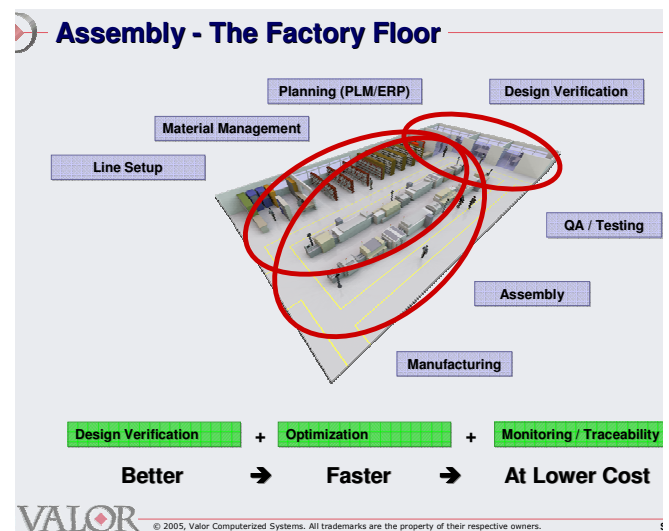
Folgende Graphik zeigt die Wertschöpfungskette einer Leiterplattenproduktion/Halbleiterkomponenten. Bestehend aus

- 1) Design Verification
- 2) Planning (PLM/ERP =Product Lifecycle Management)
- 3) Material Management
- 4) Line Setup
- 5) Manufacturing
- 6) Assembly
- 7) QA/Testing



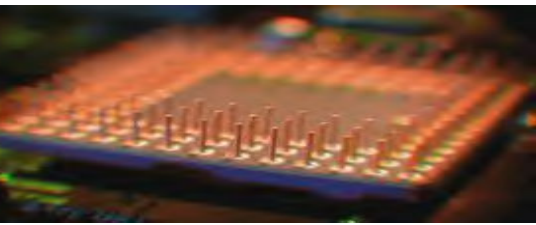
Quelle: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS Inc.

Die fehlerfreie Übertragung von Daten zwischen den einzelnen Produktionsstufen vom Design bis zum Endprodukt ist die Basis für störungsfreien Produktionsablauf. Bedeutsam ist hierbei, dass Valor ein selbst entwickeltes Datenaustauschformat **ODB++** entwickelt hat und nicht von großen Software-Häusern und Applikationen wie etwa SAP oder IBM abhängig ist. Zwischenzeitlich ist ODB++ selbst zum internationalen Standard für den Datenaustausch zwischen den einzelnen Prozessschritten geworden.



Quelle: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Hervorzuheben sind die einzelnen Module der Software TraceExpert. Die „**Feeder Verification**“ (Manufacturing) sichert eine Falschplatzierung von unrichtigen Komponenten ab. Die zur Bestückung vorgesehenen Elektronikbausteine werden zuvor gescannt und auf Funktionalität geprüft. Diese „Feeder Verification“ basiert in einer weiterentwickelten Version auf einer **echtzeit-gestützten Funktionalitäts-Prüfung**.



Für Produktionsleiter besteht das sogenannte „**Machine Monitoring**“, bei dem ebenfalls auf Echtzeit-Basis die aktuelle Produktionsleistung überwacht wird. Das Software-Modul visualisiert die jeweils benötigte Bestückungszeit bei verschiedenen produzierten Elektronikkomponenten. Engpässe lassen sich identifizieren und Produktionskontrollen sind erstellbar. Diese Protokolle sind über die in Unternehmen bereits vorhandenen Web Browsern und ERP-Systemen abbildbar.

3. VALUATION

3.1 Kursziel: US\$ 5,57 u. US\$ 113 Mio Marktkapitalisierung

In diesem Kapitel zeigen wir unseren prognostizierten Unternehmenswert der Valor Computerized Systems. Zur genauen Herleitung der Umsatz- und Ergebnisreihen sehen Sie Kapitel 5.1 bis 5.3.

Auf der Basis unseres Discount-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 10% und einem Beta von 1,3 errechnen wir einen fairen Wert von US\$ 5,57. Bei einem derzeitigen Euro/US-Dollar-/Wechselkurs von 1,17 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,76 (fast gleich hoher Wert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 12. August 2005) und empfehlen die Aktie zum **KAUF**.

3.3 Sensitivitätsanalyse

Die Sensitivitätsanalyse (siehe Tabellen unten) zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von US\$ 4,70 bis US\$ 7,23. 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\$ 4,71 und US\$ 6,75 bewegen unter der Prämisse eines gewichteten Kapitalmarktzinses (WACC) von 8% bis 12%. Analog würde sich die Marktkapitalisierung zwischen US\$ 96 Millionen und US\$ 133 Millionen bewegen. Realistisch ist für uns ein langfristiges Wachstum von 1,5% (Terminal Growth Rate) und ein gewichteter Kapitalkostensatz von 10% (WACC). Daraus resultiert für Valor Computerized Systems eine Marktkapitalisierung von US\$ 113 Millionen, was einem fairen Aktienkurs von US\$ 5,57 entspricht.

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

(US-DOLLAR)	Discount factor					
	$\beta = 1,3$	0,08	0,09	0,102	0,11	0,12
0,0%	5,93	5,45	5,06	4,74	4,48	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	6,05	5,53	5,12	4,79	4,51
	1,0%	6,19	5,62	5,19	4,84	4,55
	1,5%	6,34	5,73	5,26	4,89	4,59
	2,0%	6,52	5,85	5,35	4,95	4,64
	2,5%	6,73	5,99	5,44	5,02	4,69

Source: Dr. Kalliwoda Research

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 1,2. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 9,7%. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von € 4,78 ab. Wir haben dabei die Annahme getroffen, dass das Unternehmen langfristig mit 1,5% wächst (Terminal Growth). Ein fairer Wert von € 4,78 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 70% vom derzeitigen Aktienkurs von € 2,80.

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)	21,9
Phase 2 (2007-2009)	26,2
Phase 3 (2010...terminal value)	27,9
Net debt	30,3
Value of total equity	106,4
DCF value per share	5,26
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%	120	110	102	96	91	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	122	112	104	97	91
	1,0%	125	114	105	98	92
	1,5%	128	116	106	99	93
	2,0%	132	118	108	100	94
	2,5%	136	121	110	101	95

Source: Dr. Kalliwoda Research

5. VALORS' FINANZHISTORIE UND SCHÄTZUNGEN

5.1 Entwicklung der operativen Cashflows

Folgende Tabelle zeigt den hohen Bestand an liquiden Mitteln/Zahlungsmitteläquivalenten von US\$ 26,10 Millionen zum 30.9.2005 sowie die positive Entwicklung der operativen Cashflows. Valor hat daher sehr gute Möglichkeiten, in neue Produkte zu investieren, die den technologischen Vorsprung festigen.

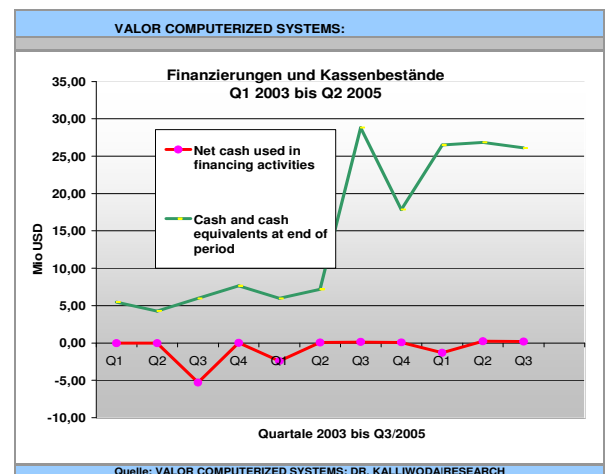
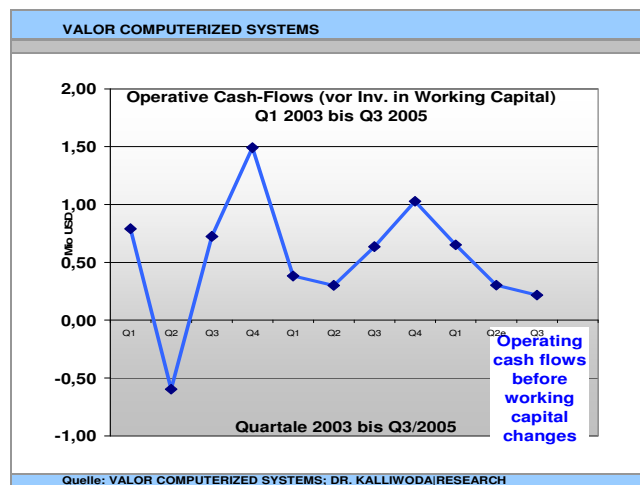
Außerdem würden die hohen Barreserven Akquisitionen ermöglichen, die Valors operatives Geschäft insgesamt stärken würden. Durch das externe Wachstum (Übernahme von Nischenanbietern) könnte Valor die großen Märkte insbesondere in den USA, Asien und Japan stärker penetrieren.

VALOR CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASHFLOWS															
	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004	total 2003	Change to total2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q2 2004
Cash flows from operating activities															
Net profit	0,625	0,975	-36%	1,62	1,91	-15%	0,63	0,30	114%	0,41	0,301	36%	0,10	0,301	-66%
Operating cash flows before working capital changes	1,027	1,491	-31%	2,35	2,41	-3%	0,65	0,38	70%	0,30	0,301	1%	0,22	0,301	-28%
Net cash provided by (used in) operating activities	2,577	2,123	21%	3,44	4,00	-14%	0,00	0,20	-101%	0,24	0,958	-75%	-0,16	0,958	-117%
Cash flows from investing activities															
Net cash used in (used in) investing activities	-12,587	-0,510	2368%	8,84	4,87	81%	9,97	-0,53	-1966%	-0,11	0,222	-149%	-0,77	0,222	-445%
Cash flows from financing activities															
Net cash used in financing activities	0,088	0,039	126%	-2,11	-5,27	-60%	-1,30	-2,40	-46%	0,24	0,062	285%	0,21	0,062	234%
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	-11,046	1,65	-768,64%	10,173	3,60	182,27%	8,664	-1,68	-615%	0,37	1,242	-70,05%	0,37	1,242	-70,05%
Effect of exchange rate changes on opening cash	0,087	0,02	262,50%	0,047	0,08	-41,98%	-0,050	-0,001	4900%	-0,002	-0,022	-90,91%	-0,002	-0,022	-90,91%
Cash and cash equivalents at beginning of period	28,828	5,973	383%	7,65	3,96	93%	17,87	7,65	134%	26,48	5,965	344%	26,85	5,965	350%
Cash and cash equivalents at end of period	17,869	7,649	134%	17,87	7,65	134%	26,48	5,97	344%	26,85	7,185	274%	26,10	7,185	263%

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA | RESEARCH

Folgende Graphik (unten links) verdeutlicht, dass sich die operativen Cashflows (operating cash flows before working capital changes) seit dem zweiten Quartal

2004 verbessert haben und zwischen US\$ 1,5 Millionen und US\$ 0,2 Millionen 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.

5.2 Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008

Die folgende Abbildung zeigt die Gewinn- und Verlustrechnung mit unseren gegenüber der letzten Veröffentlichung vom 12. August 2005 fast unveränderten

Umsatz- und Gewinn-Schätzungen bis 2010. Sie 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 1*)	24,8	22,1	25,6	30,7	36,5	44,0	54,0	62,5	69,5	78,0	33,2%
Revenues (Scenario 2*)	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%	19,0%	20,5%	22,7%	15,7%	11,2%	12,2%	
COGS	-3,3	-2,2	-1,7	-3,5	-5,9	-6,1	-7,4	-8,6	-9,6	-10,8	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	16%	14%	14%	-14%	-14%	-14%	
Gross income	21,5	19,8	23,9	27,1	30,6	37,9	46,6	53,9	59,9	67,2	27,2%
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	13,0%	23,8%	22,7%	15,7%	11,2%	12,2%	
Gross margin	87%	90%	93%	88%	84%	86%	86%	86%	86%	86%	87%
R & D	-8,0	-6,8	-7,4	-10,3	-11,1	-12,2	-14,6	-16,5	-18,4	-20,6	
% of revenues	-32%	-31%	-29%	-34%	-28%	-27%	-27%	-26%	-26%	-26%	
S, S&A (Distr./Mark.)	-12,9	-10,5	-12,4	-13,7	-15,1	-18,2	-22,4	-25,9	-27,6	-30,9	
% of revenues	52%	47%	49%	45%	41%	41%	41%	41%	40%	40%	
Other op. Income	-1,8	-1,9	-1,7	-1,9	-2,5	-3,0	-3,7	-4,3	-4,8	-5,3	
EBITDA	-1,2	0,7	2,4	1,2	1,9	4,4	5,8	6,9	8,2	9,4	33,7%
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	5%	10%	11%	11%	12%	12%	
EBITDA margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	5,2%	10,1%	10,8%	11,1%	11,8%	12,0%	
EBIT	-1,2	0,7	2,4	1,2	1,9	4,4	5,9	7,0	7,2	8,4	30,0%
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	5%	10%	11%	11%	10%	11%	
EBIT margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	5,2%	9,9%	11,0%	11,2%	10,4%	10,7%	
Financial result	2,1	0,7	1,2	0,8	0,4	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5	
Pre tax income	0,9	-0,8	3,6	1,94	2,3	5,2	6,6	7,7	7,9	8,9	37,4%
% of revenues	3,8%	-3,5%	14,2%	6,3%	6,4%	11,8%	12,2%	12,4%	11,4%	11,4%	
Taxes	0,0	0,0	-1,7	-0,3	-0,5	-1,3	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2	
Tax rate	1,7%	-2,1%	47,3%	16,4%	20,0%	25,0%	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	-0,8	1,9	1,62	1,9	3,9	5,0	5,8	5,9	6,7	21,1%
% of revenues	4%	-4%	7%	5%	5%	9%	9%	9%	9%	9%	
Net margin	4%	-4%	7%	5%	5%	9%	9%	9,3%	8,5%	8,6%	
# 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	-0,04	0,11	0,09	0,10	0,21	0,27	0,31	0,32	0,36	21,1%

Szenario 1*) Schätzungen ohne Firmenakquisitionen; Unsere DCF-Analyse basiert auf diesem Szenario; Fairer Wert: US\$ 5,27 je Aktie.
Szenario 2*) 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 2004 eine starke Umsatzentwicklung von US\$ 24,8 Millionen bis US\$ 30,66 Millionen und einen prognostizierten Umsatz von US\$ 36,5 Millionen bis US\$ 75 Millionen für die Jahre 2005 bis 2008 und wir errechnen daraus ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 31,9% (CAGR).¹⁾ Das EBIT erwarten wir in 2005 bei US\$ 1,9 Millionen, US\$ 4,5 Millionen in 2006, US\$ 6,5 Millionen in 2007 und US\$ 8,2 Millionen in 2008, 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\$ 2,3 Millionen, US\$ 5,3 Millionen und US\$ 7,3 Millionen und 8,9 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\$ 26,1 Millionen positiv beeinflusst, wenngleich der Finanzbestand und die daraus erzielbaren Zinseinnahmen durch kleinere Unternehmens-Akquisitionen abnehmen können.

¹⁾ Compound Average Growth-Rate: Hier wurden die Umsatz-Wachstumsraten bereinigt. Von 2005 bis 2010 wurde auf das Jahr 2005 mit dem Kapitalkostensatz von 10,2 % (WACC) abdiskontiert (analog Bereinigung des „Zinsezins-effektes“). Die absolute Höhe des EBIT wächst von 2005 bis 2010 auf der Basis unserer Prognosen um durchschnittlich 33% (CAGR).

5.3 Bilanz- und Cashflow-Statement bis 2008

Auch unsere Bilanzschätzungen behalten wir gegenüber unserer letzten Analyse bei und berücksichtigen kontinuierliches Unternehmenswachstum unterstützt durch stabiles Cashflow-Wachstum.

Die Bilanz wächst, obwohl wir hohe Dividenden-Ausschüttungen in unserer Cashflow-Analyse unterstellt haben. Siehe hierzu auch folgendes Cash-flow-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	0,8	2	0,4	1	0,3	0,64	0,5	1,24	0,5	1,14	0,5	1,032	0,5	0,929	0,5	1	0,5	1	0,5	1
(thereof goodwill)	0,8	2	0,4	1	0,3	4	0,4	4	0,4	0,92	0,4	0,852	0,4	0,78	0,4	1	0,4	1	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	-6,2	9	-6,2	11	-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	-11	-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	-7	-2,3	-5	-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	6,2	13	7,0	14	8,1	15	8,9	15	9,6	15	15,9	23
Other current assets	0,8	2	3,2	7	2,0	5	2,3	5	2,6	6	2,9	6	3,3	6	3,7	6	4,0	6	6,6	9
Cash & marketable sec.	35,7	78	14,9	34	30,8	75	30,4	70	40,8	89	42,7	86	45,0	83	47,1	80	48,2	76	44,8	64
Current assets	40,4	89	23,1	52	37,4	91	38,1	88	49,5	107	52,6	105	56,4	104	59,7	101	61,7	98	67,4	97
Total assets	45,59	100	44,24	100	41,26	100	43,31	100	46,05	100	49,88	100	54,48	100	59,09	100	63,12	100	69,75	100
Share capital	35,6	76	38,7	87	35,4	86	34,9	81	34,9	76	34,9	70	34,9	64	34,9	59	34,9	55	34,9	50
Reserves	3,6	8	0,0	0	0,0	0	0,8	2	1,9	4	4,4	9	7,4	14	10,8	18	13,8	22	10,8	16
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	2,9	6	3,4	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	3,6	7	4,1	8	4,5	8	4,9	8	8,1	12
Other liabilities	0,8	2	0,6	1	0,4	1	0,4	8	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	19	9,3	20	10,5	21	12,1	22	13,4	23	14,4	23	24,0	34
Total equity + liabilities	46,59	100	44,23	100	41,26	100	43,32	100	46,05	100	49,88	100	54,48	100	59,09	100	63,12	63	69,75	100
Working capital	4,7		5		5		5,5		6,2		7		8,1		9		10		15	
Net debt (u.a. Umlaufverm.)	-33,1		-14		-29		-26,8		-36,3		-37		-38,4		-40		-40		64	
Gearing (**)	-0,8		-0,4		-0,8		-0,8		-1,0		-1,0		-1,0		-0,9		-0,9		0,0	

*) Net dept = Minus Betrag bedeutet Positive "Nettoverschuldung" := Guthaben von zw. US-\$ 26,8 Mio und US-\$ 40 Mio in 2008e
Def: Net dept = Bankverbindl. (kurzfristige und langfristige) - Kasse und Wertpapiere

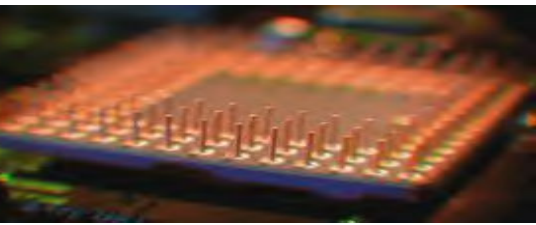
**) Gearing: Je weiter im Positiven, desto ungünstiger der Verschuldungsquotient "Gearing" (Nettoverschuldung/ Eigenkapital);
Bei Valor unter 0; sehr positive Bilanzstärke.

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	0,4	3,5	3,4	2,1	3,3	4,2	5,4	6,7	5,1
Cash flow from investmenl	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	-1,7	-2,2	-2,6	-2,8	-2,8
Cash flow Financ. (e.g. bu	-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	2,8	8,8	12,3	10,8	2,6	3,5	4,4	5,7	4,1

Source: DR.KALLIWODA | Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

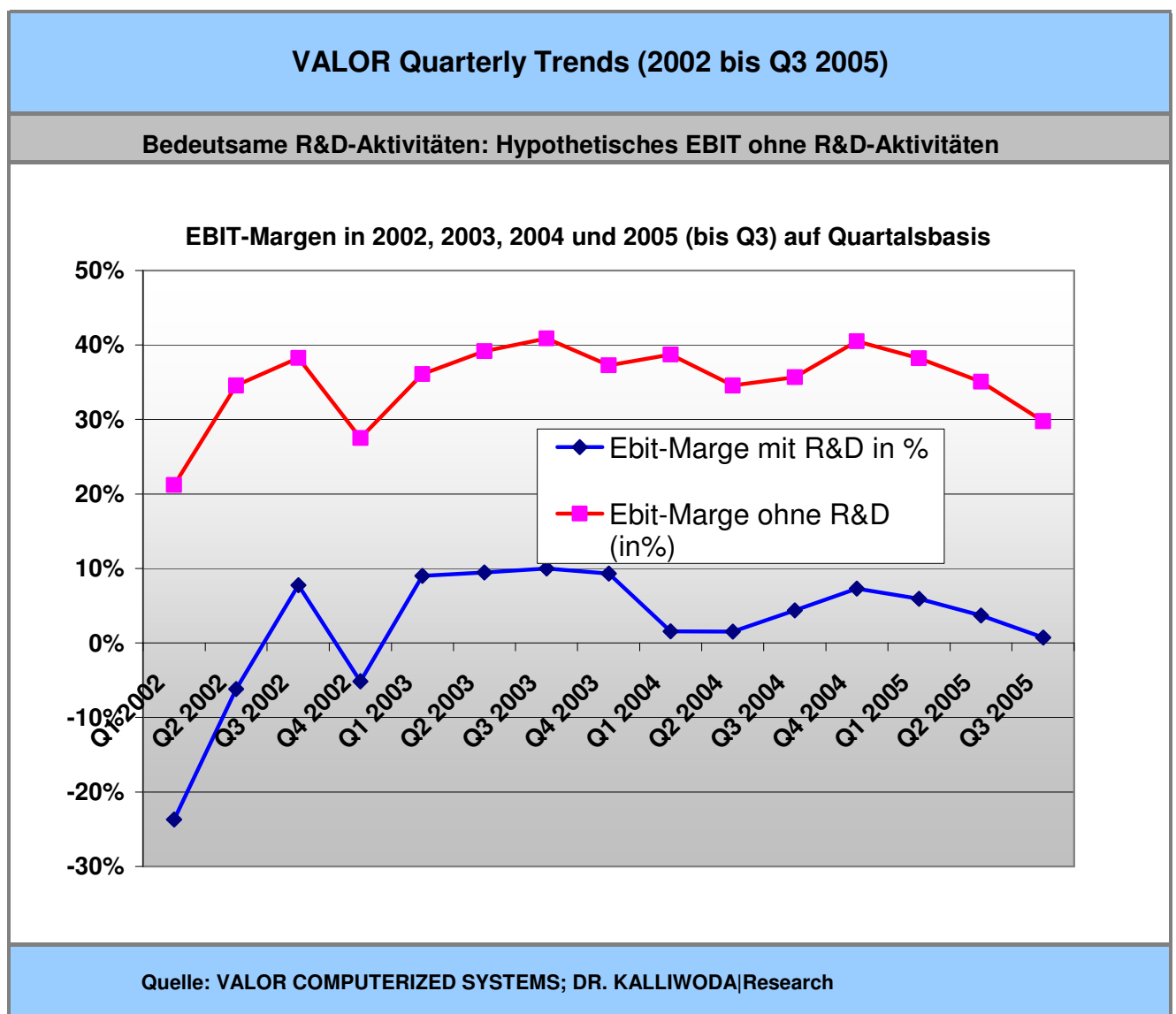
CAGR Operating Cashflow: 2005 bis 2010: 25,3%



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

Die folgende Graphik verdeutlicht, dass Valor ein sehr profitables Unternehmen ist. 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 dritten Quartal beträgt das EBITRad 30%.²



² Valor erzielte in Q3 2005 einen Umsatz von US\$ 9,164 Millionen, ein EBIT von US\$ 0,068 Millionen und hatte F&E-Kosten in Höhe von US\$ 2,660 Millionen.

6. SWOT ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Kundenpenetration	■ Valor ist stark in den vertikalen Strukturen bedeutsamer Konzerne integriert
Management	■ Kompetentes Mananagement mit langjährigem Know-how im Elektronik-Segment; sinnvolle geographische Verteilung der Human Resources
Cashflow	■ Hoher operativer Cashflow : US\$ 30,6 Mio Umsatz in 2004 und davon US\$ 3,44 Mio operativer Cashflow
Cash	■ Hohe Cash-Reserven von US\$ 26,8 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 Produktumschlag
Kundenbasis	■ Beindruckende Kundenbasis

CHANCEN (Opportunities)

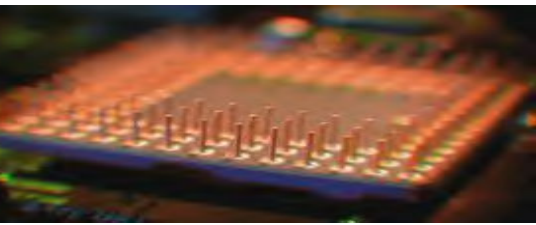
Asien und Japan	■ Hohes Umsatz- und Gewinnpotential in Asien und Japan durch Verlagerung von Produktionsvolumen. Valor ist dort gut positioniert.
M&A	■ Anstehende M&A-Transaktionen.
Markttrends	■ Markt-Trends der Produktinnovationen und der immer kürzeren Produktlebenszyklen unterstützen Valors Strategie 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.
------------------------------	--



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

Also view

DR.KALLIWODA|RESEARCH on Terminals of

**Bloomberg,
Thomson Financials ,
Reuters,
JCF Factset and on
Multex.net.**

8. 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, genutzt. 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 bestimmt 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.