

01. August 2006

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q1/2004

VALOR

Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Preview Ergebnis Q2 am 7. August 2006

Rating (alt): KAUFEN
Fair Value (alt) € 4,55
Letzter Preis: € 3,80

Rating: KAUFEN
Fair Value (neu) € 4,33

Gute Ergebnisse erwartet

- **Starke Nachfrage bei Traceability in Automotive & Medical Markets**
- **Verbesserung der Top- & Bottom Line in Q2/2006 erwartet**
- **Verstärkung des produktbasier. Consulting-Ansatzes**



SWOT

- + Stark erfahrenes Management
- + Gute Margen bei Expertenkonzepten und Tools
- + Hohe Cashreserven (\$ 26 Mio)
- - Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum
- - Hohe Anforderungen an weltweiten Vertrieb

ANALYST

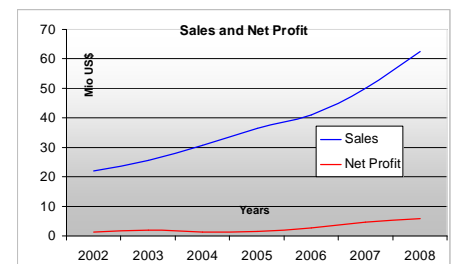
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

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

COMPANY DESCRIPTION

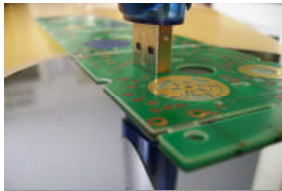
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ist spezialisierter Anbieter von produktivitätssteigernden Software-Lösungen für die Elektronikindustrie. Die Lösungen von VALOR decken die Entwicklung, Fertigung und Bestückung ab. VALOR kreiert einen internationalen Standard für Datenaustausch auf höchster Ebene. Die Produkte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

HISTORY & ESTIMATES



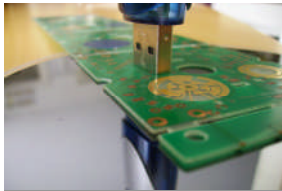
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS					
Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	0,07	0,11	0,07	0,08	0,15
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,12	0,20
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	36,3	41,0
net Income (adj.)	1,3	1,9	1,2	1,4	2,7
net cash per share	0,7	1,6	1,5	1,7	1,7
net Cash	14,0	29,9	27,6	32,0	32,0
Free Cash Flow	5,1	8,8	11,9	10,4	1,6
P/E	-	37,3	58,4	51,2	26,0
P/S	-	2,8	2,3	2,0	1,7
ROE in %	2,38	3,4	5,5	3,5	7,6
EV/EBITDA	-	32,6	107,5	62,2	29,6

Price (curr)	3,8	Shares out (mln)	18,80
52W high	3,48	6M Avg Vol (000s)	16,5
52W low	1,87	Free Float (in %)	39,2%
Market Cap (mln)	71,4	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



CONTENT

1.	ERGEBNISSE Q1/2006 und Preview für Q2/2006e	3
1.1	Q1/2006-Results	3
1.2	Q2/2006e-Preview	3
1.3	Quarterly Trends.....	4
2.	VALUATION: DCF	5
2.1	Sensitivitätsanalyse.....	5
3.	STATEMENTS OF CASHFLOWS.....	6
4.	PROFIT & LOSS ACCOUNTING BIS 2010	7
5.	BALANCE & CASH FLOWS.....	8
6.	KONTAKT	9
7.	DISCLAIMER.....	10



1. FINANCIALS: Q1/2006 AND FORECAST FOR Q2/2006

1.1 Q1/2006 Results

In Q1/2006 ist der Gesamtumsatz mit US\$ 8,382 Mio im Vergleich zum Vorjahresquartal von US\$ 8,7 Mio schwächer ausgefallen. Als Hauptursache ist die Umstrukturierung der Managementebene in Asien zu sehen. Allerdings ist die Bruttogewinn-Marge mit 86,8% relativ hoch, lag aber etwas unter dem Q4/2005- Wert. Das Netto-Ergebnis lag bei US\$ 0,747 Mio. Das entspricht einer Steigerung von 18% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Company-Guidance für das Gesamtjahr beträgt US\$ 3 Mio.

1.2 Q2/2006e-Preview

Für Q2/2006e erwarten wir eine weitere Steigerung der operativen Profitabilität. Sie basiert auf dem seit Q4/2005 durchgeführten Restrukturierungsprozess und dem greifenden Consultative Selling Approach.

Consultative Selling Approach

Valor offeriert bei ihren Kunden seit Februar 2006 den sogenannten „consultative selling approach“ (verkaufsberatenden Ansatz). Darunter versteht Valor das maßgeschneiderte Engineering der kundenspezifischen Produktions- und Prüfanlagen, die aus Valor-Komponenten bestehen. Falls erforderlich, werden auch Lösungen anderer Hersteller integriert. Unternehmen wie z.B. IBM, Oracle, SAP und andere haben auch auf diesen Trend reagiert, dass Kunden umfassendere Problemlösungskonzeptionen wünschen. Valor setzt diese Idee in der Elektronik-Industrie um. Der Vorteil des verkaufsberatenden Ansatzes ist, dass Valor grössere IT-Projekte bei Kunden

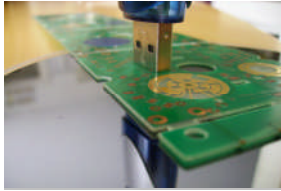
umsetzen kann.

Stärkung durch TraceXpert Übernahme

Unserer Meinung nach ist die komplette Übernahme der TraceXpert in Dänemark ein zusätzliches Fundament für eine Effizienzsteigerung der Valor. Der Markt für Manufacturing Execution Systems (MES)/Assembly market wächst und Valor hat die passenden Produkte durch das TraceXpert-Portfolio.

Wir halten die Bewertung der Valor-Aktie immer noch für günstig. Zieht man die hohe Cash-Position von US-\$ 32 Millionen ab, dann wird Valor derzeit ca. mit dem 1,3-fachen Umsatz-Multiple bewertet. (Marktkapitalisierung EUR 68 Mio – EUR 25 Mio = EUR 42,8 Mio, unser geschätzter Jahresumsatz in 2006: EUR 32,5 Mio. Vergleichbare Technologie-Unternehmen werden zum Teil mit dem doppelten oder noch höheren Umsatz-Multiplen bewertet.

Auf der Basis unseres Bewertungsmodells und unseres Gespräches mit dem Vorstand behalten wir unsere Kaufempfehlung bei. **Unser Kursziel ist EURO 4,33 je Aktie auf Sicht von 12 Monaten.**



Company Report
 Valor Computerized Systems
 1. August 2006

4

1.3 Quarterly Trends

VALOR FY/2004, FY/2005 Figures in Mio. US\$

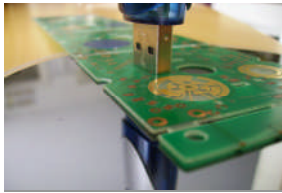
	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005e	Q4 2004	Change to Q4 2004
Revenues												
Product Sales and Related Services	5,840	4,61	26.63%	5,893	4,77	23.47%	6,059	5,08	19.30%	-17,792	5,44	-427.36%
% of revenues	67.1%	64.5%		65.5%	64.0%		66.1%	65.1%		-187.9%	65.8%	
Maintenance	2,865	2,54	12.75%	3,110	2,68	16.09%	3,105	2,72	14.07%	-9,080	2,82	-421.87%
% of revenues	32.9%	35.5%		34.5%	36.0%		33.9%	34.9%		-95.9%	34.2%	
Total Revenues	8,705	7,15	22%	9,003	7,45	21%	9,164	7,80	17%	-26,872	8,26	-425%
Cost of Revenues												
Product Sales	0,849	0,28	200.00%	1,088	0,84	29.37%	1,838	0,86	112.98%	-3,775	0,85	-546.22%
% of revenues	9.8%	4.0%		12.1%	11.3%		20.1%	11.1%		-39.9%	10.2%	
Maintenance	0,299	0,20	52.55%	0,245	0,16	57.05%	0,205	0,21	-2.84%	-0,749	0,14	-627.46%
% of revenues	3.4%	2.7%		2.7%	2.1%		2.2%	2.7%		-7.9%	1.7%	
Total Costs of Revenues	1,148	0,48	140%	1,333	1,11	20%	2,043	1,18	72%	-4,923	1,09	-551%
% of revenues	13.2%	6.7%		14.8%	14.9%		22.3%	15.2%		-52.0%	13.2%	
Gross Profit	7,557	6,67	13%	7,670	6,46	19%	7,121	6,73	6%	-22,348	7,27	-407%
% of revenues	86.8%	93.3%		85.2%	86.0%		77.7%	86.2%		-236.1%	88.0%	
Research and Development Costs	2,810	2,66	5.72%	2,825	2,46	14.79%	2,660	2,44	8.93%	-8,295	2,74	-402.52%
% of revenues	32.3%	37.2%		31.4%	33.0%		29.0%	31.3%		-87.6%	33.2%	
Selling and Marketing Expenses	3,617	3,34	8.42%	3,862	3,45	11.88%	3,780	3,49	8.31%	-11,259	3,45	-426.25%
% of revenues	41.6%	46.6%		42.9%	46.3%		41.2%	44.7%		-118.9%	41.8%	
General and Administrative Expenses	0,612	0,57	7.75%	0,650	0,43	51.87%	0,613	0,45	35.02%	-1,875	0,47	-496.41%
% of revenues	7.0%	7.9%		7.2%	5.7%		6.7%	5.8%		-19.8%	5.7%	
Total Operating Costs and Expenses	7,039	6,56	7%	7,337	7,13	3%	7,053	6,39	10%	-21,429	6,67	-421%
% of revenues	80.9%	91.7%		81.5%	95.7%		77.0%	81.9%		-226.4%	80.7%	
Impairment (loss) earnings												
Profit from Operations	0,518	0,11	363%	0,333	0,11	192%	0,068	0,23	-70%	-0,520	0,50	-204%
% of revenues	6.0%	1.6%		3.7%	1.5%		0.7%	3.0%		-5.5%	6.1%	
Financial Income, net	0,113	0,24	-52.92%	0,075	0,22	-66.22%	0,144	0,10	48.45%	-0,332	0,21	-255.87%
% of revenues	1.3%	3.4%		0.8%	3.0%		1.6%	1.2%		-3.5%	2.6%	
Profit before Taxes on Income	0,631	0,35	79%	0,408	0,34	21%	0,212	0,33	-35%	-0,852	0,713	-220%
% of revenues	7.2%	4.9%		4.5%	4.5%		2.3%	4.2%		-9.0%	8.6%	
Taxes on Income	0,000	0,06	-100.00%	0,000	0,04	-100.00%	0,110	0,04	197.30%	-0,110	0,19	-157.89%
% of revenues	0.0%	0.8%		0.0%	0.5%		1.2%	0.5%		-1.2%	2.3%	
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	0,631	0,30	114%	0,408	0,30	36%	0,102	0,29	-65%	-1,141	0,523	-316%
% of revenues	7.2%	4.1%		4.5%	4.0%		1.1%	3.7%		-12.1%	6.3%	
Income Tax due to Dividend Distribution	0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,00	
% of revenues	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%	-1,141	0,52	-316%
% of revenues	7.2%	4.1%		4.5%	4.0%		1.1%	3.7%		-12.1%	6.3%	
Basic Earnings (Losses) per Share	0,03	0,02	72.12%	0,02	0,02	33.42%	0,01	0,02	-65.19%	-0,06	0,03	-316.01%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,03	0,01	215.31%	0,02	0,01	104.15%	0,01	0,01	-64.72%	-0,056	0,03	-317.29%
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%	18,600	18,40	1.09%
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%	20,300	20,20	0.50%

Source: VALOR; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

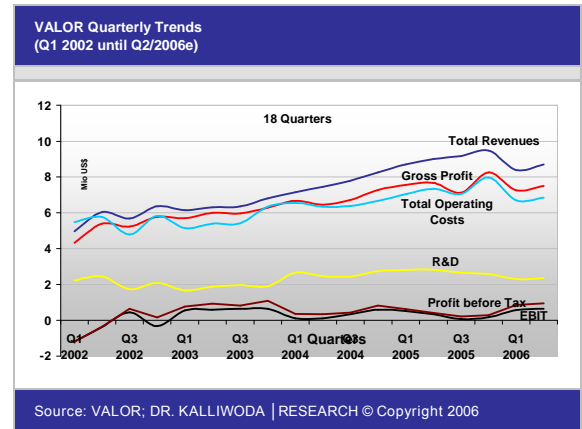
VALOR FY/2004, FY/2005 & Q1/2006 & Q2/2006e Figures in Mio. US\$

	total 2005e	total 2004	Change to total 2004	Q1 2006	Q1 2005	Change to Q1 2005	Q2 2006e	Q2 2005	Change to Q2 2005
Revenues									
Product Sales and Related Services	10,502	19,90	-47.22%	5,152	5,89	-12.57%	5,350	5,893	-9.21%
% of revenues	28.9%	64.9%		61.5%	65.5%		61.5%	65.5%	
Maintenance	6,580	10,76	-38.86%	3,230	3,11	3.86%	3,350	3,110	7.72%
% of revenues	18.1%	35.1%		38.5%	34.5%		38.5%	34.5%	
Total Revenues	17,082	30,66	-44.29%	8,382	9,00	-7%	8,700	9,003	-3%
Cost of Revenues									
Product Sales	1,831	2,83	-35.37%	0,921	1,09	-15.35%	0,910	1,088	-16.36%
% of revenues	5.0%	9.2%		277.8%	12.1%		89.54%	85.2%	
Maintenance	0,480	0,71	-31.91%	0,195	0,25	-20.41%	0,285	0,245	16.33%
% of revenues	1.3%	2.3%		58.8%	2.7%		3.3%	2.7%	
Total Costs of Revenues	2,311	3,54	-34.68%	1,116	1,33	-16%	1,195	1,333	-10%
% of revenues	6.4%	11.5%		336.6%	14.8%		13.7%	14.8%	
Gross Profit	14,771	27,12	-45.54%	7,266	7,67	-5%	7,505	7,670	-2%
% of revenues	40.6%	88.5%		86.7%	85.2%		85.8%	85.2%	
Research and Development Costs	4,655	10,30	-54.82%	2,305	2,83	-18.41%	2,350	2,825	-16.81%
% of revenues	12.8%	33.6%		695.2%	31.4%		27.0%	31.4%	
Selling and Marketing Expenses	7,731	13,73	-43.69%	3,831	3,86	-0.80%	3,900	3,862	0.98%
% of revenues	21.3%	44.8%		1155.4%	42.9%		44.7%	42.9%	
General and Administrative Expenses	1,159	1,92	-39.73%	0,559	0,65	-14.00%	0,600	0,650	-7.69%
% of revenues	3.2%	6.3%		168.6%	7.2%		6.9%	7.2%	
Total Operating Costs and Expenses	13,545	25,96	-47.81%	6,695	7,34	-9%	6,850	7,337	-7%
% of revenues	37.3%	84.6%		2019.2%	81.5%		78.8%	81.5%	
Impairment (loss) earnings									
Profit from Operations	1,226	1,17	4.88%	0,571	0,33	71%	0,655	0,333	97%
% of revenues	3.4%	3.8%		172.2%	3.7%		7.5%	3.7%	
Financial Income, net	0,571	0,77	-26.04%	0,291	0,08	288.00%	0,280	0,075	273.33%
% of revenues	1.6%	2.5%		87.8%	0.8%		3.2%	0.8%	
Profit before Taxes on Income	1,797	1,941	-7.42%	0,862	0,408	111%	0,935	0,408	129%
% of revenues	4.9%	6.3%		260.0%	4.5%		10.7%	4.5%	
Taxes on Income	0,255	0,32	-20.06%	0,115	0,00	#DIV/0!	0,140	0,000	#DIV/0!
% of revenues	0.7%	1.0%		34.7%	0.0%		1.6%	0.0%	
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	1,542	1,622	-4.93%	0,747	0,408	83%	0,795	0,408	95%
% of revenues	4.2%	5.3%		225.3%	4.5%		9.1%	4.5%	
Income Tax due to Dividend Distribution	0,000	0,00		0,000	0,00		0,000	0,000	
% of revenues	0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%	
Net Profit (Loss)	1,542	1,62	-4.93%	0,747	0,41	83%	0,795	0,408	95%
% of revenues	4.24%	5.3%		201.9%	4.5%		9.1%	4.5%	
Basic Earnings (Losses) per Share	0,08	0,09	-7.65%	0,04	0,02	80.60%	0,04	0,02	92.21%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,079	0,08	-2.41%	0,02	0,02	-100.00%	0,04	0,02	96.32%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,552	18,27	1.52%	18,797	18,54	1.38%	18,797	18,54	1.38%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	19,618	20,14	-2.58%	19,836	19,99	-0.75%	19,836	19,99	-0.75%

Source: VALOR; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



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.



2. 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 1,26 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,33 (etwas niedrigerer Wert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 07. März 2006 wegen des gestiegenen US\$ Kurses) und **empfehlen die Aktie unverändert 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: risikolosen Zins = 3,7% (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%.

2.1 Sensitivityanalysis

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 per Share

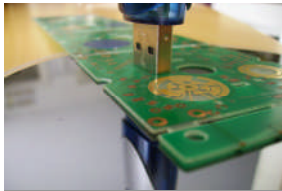
(US-DOLLAR)	Discount factor				
	$\beta = 1,3$	0,08	0,09	0,102	0,11
0,0%	6,17	5,65	5,23	4,89	4,61
0,5%	6,30	5,74	5,29	4,94	4,64
1,0%	6,44	5,84	5,37	4,99	4,68
1,5%	6,61	5,95	5,45	5,05	4,73
2,0%	6,80	6,08	5,54	5,11	4,77
2,5%	7,03	6,23	5,64	5,19	4,83

Source: Dr. Kalliwoda Research

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



3. STATEMENT OF CASHFLOWS

Folgende Tabelle zeigt den hohen Bestand an liquiden Mitteln/ Zahlungsmittel-äquivalenten von US\$ 26 Millionen (Q4/2005) sowie die Entwicklung der

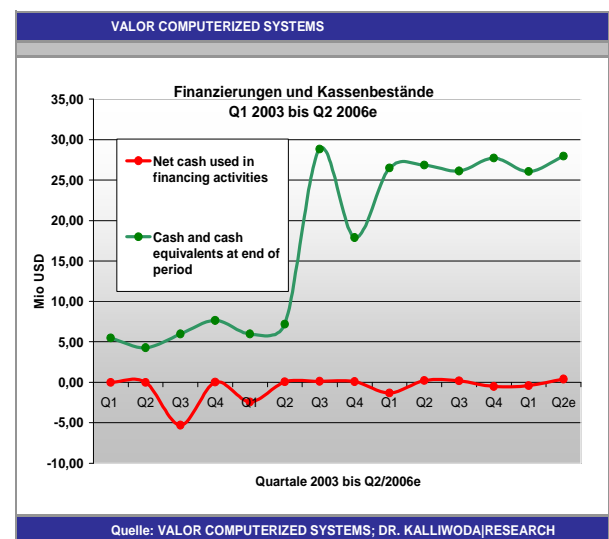
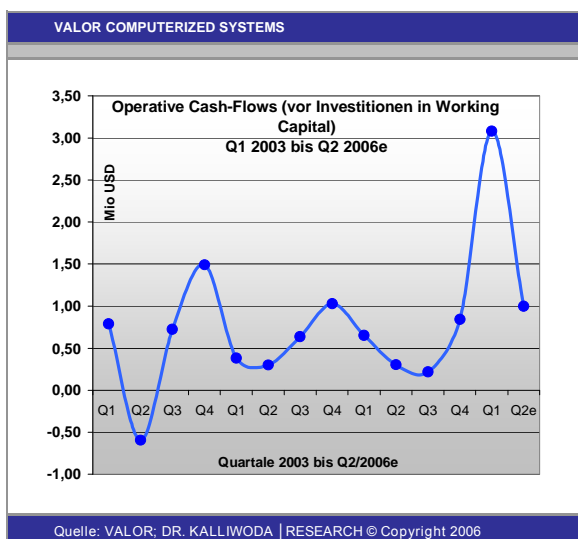
operativen Cashflows. Die hohen Barreserven ermöglichen weitere Akquisitionen, die Valors operatives Geschäft insgesamt stärken würden.

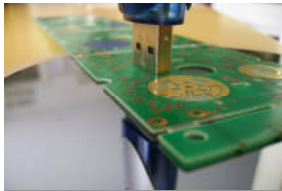
VALOR CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASHFLOWS													
	Change to Q2 2004	Q3 2005	Q3 2004	Change to Q3 2004	Q4 2005	Q4 2004	Change to Q4 2004	Q1 2006	Q1 2005	Change to Q1 2005	Q2 2006e	Q2 2005	Change to Q2 2005
Cash flows from operating activities													
Net profit	36%	0,10	0,301	-66%	0,25	0,301	-16%	0,63	0,631	0%	0,80	0,408	95%
Operating cash flows before working capital changes	1%	0,22	0,301	-28%	0,84	0,301	180%	0,65	-0,653	-200%	1,00	0,303	230%
Net cash provided by (used in) operating activities	-75%	-0,16	0,958	-117%	0,37	0,958	-61%	0,00	0,190	-101%	2,00	0,241	730%
Cash flows from investing activities													
Net cash provided by (used in) investing activities	-149%	-0,77	0,222	-445%	-0,09	0,222	-141%	9,97	9,965	0%	-3,00	-0,108	2678%
Cash flows from financing activities													
Net cash used in financing activities	285%	0,21	0,062	234%	-0,49	0,062	-895%	-1,30	-1,491	-13%	0,40	0,239	67%
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	-70,05%	0,37	1,242	-70,05%	-9,41	1,242	-857,49%	8,664	8,664	0,00%	-1,00	0,372	-368,82%
Effect of exchange rate changes on opening cash	-90,91%	-0,002	-0,022	-90,91%	0,05	-0,022	-345,45%	-0,050	-0,050	0,00%	0,01	-0,002	-600,00%
Cash and cash equivalents at beginning of period	344%	26,85	5,965	350%	26,10	5,965	338%	17,87	17,869	0%	26,03	26,483	-2%
Cash and cash equivalents at end of period	274%	26,10	7,185	263%	27,73	7,185	286%	26,48	26,483	0%	25,03	26,853	-7%

Source: VALOR; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

Folgende Graphik (unten links) verdeutlicht die operativen Cashflows (operating cash flows before working capital changes). Sie sind schwankend und waren nur einmal in Q2/2003 negativ (in Q1/2006 mit über US\$

3 Mio sehr hoch). Die Graphik (unten rechts) „Finanzierungen und Kassenbestände“ zeigt die Finanzierungsbelastungen wie z.B. Dividendenzahlungen. Deutlich wird hier der hohe Kassenbestand von Valor.





4. PROFIT & LOSS ACCOUNTING UNTIL 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												
\$ min												
	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%	43%	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 (min)	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%	

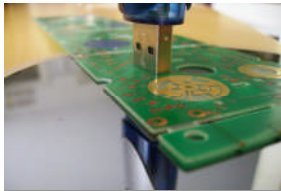
Szenario 1¹) Schätzungen ohne Firmenakquisitionen; Unsere DCF-Analyse basiert auf diesem Szenario; Fairer Wert: US\$ 5,27 je Aktie.
Szenario 2²) Schätzungen mit Firmenakquisitionen (Gewinn-Reihe ist etwas höher verglichen mit Szenario 1); 2006: US\$ 0,21; 2007: US\$ 0,30; 2008: US\$ 0,36; 2009: US\$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

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006; VALOR

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).¹ Das EBIT erwarten wir in 2006 bei US\$ 2,4 Millionen (welches unter der Company guidance von US\$ 3 (netprofit) liegt), 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\$ 26 Millionen (Q1-2006) positiv beeinflusst, wengleich 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 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).



5. 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	0,8	2	0,4	1	0,3	0,64477	0,5	1,237589	0,5	1,16	0,5	1,0870052	0,5	0,971	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	0,94	0,4	0,8971999	0,4	0,815	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	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	78	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	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	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	

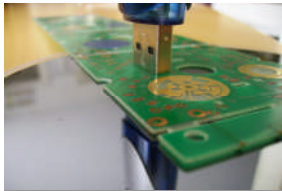
*) Net debt = *) Net debt = negative value means positive "net debt": ----> Positive assets in the range of US-\$ 26.8 million and US-\$ 32 million in 2010e
 Def: Net debt = Bank loans (shortterm and longterm) - Cash and marketable securities.

***) 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 © Copyright 2006, VALOR.

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 b)	-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 © Copyright 2006, VALOR. CAGR 2005 bis 2010 : 25,3%



6. CONTACT



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:

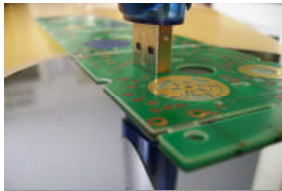
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

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

Analyst of this analysis :

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA





7. CONTACT

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.

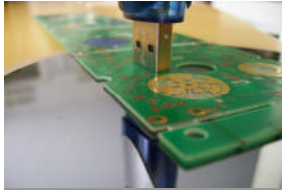
Mögliche Interessenskonflikte

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.