

03. November 2006

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q1/2004

VALOR

Sektor:
Software / Technologie

EREIGNIS: Preview Ergebnis Q3

Rating (alt): KAUFEN
Fair Value (alt) € 4,33
Letzter Preis: € 3,70

Rating: KAUFEN
Fair Value (neu) € 5,02

Gewinnmargen verbessern sich

- **Starke Nachfrage bei Traceability in Automotive & Medical Markets**
- **Verbesserung der Ebit Margen erwartet**
- **Längere Sales Zyklen führen zu Umsatzverschiebungen**



Chart von 2.Nov 2001 bis 2. Nov.2006

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

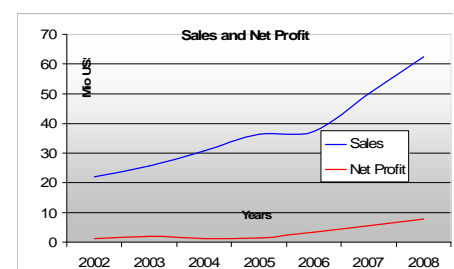
See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

Copyright © 2006 DR. KALLIWODA | RESEARCH

COMPANY DESCRIPTION

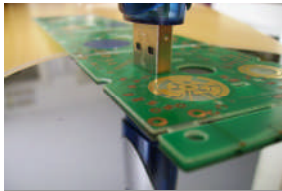
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ist spezialisierter Anbieter von produktivitätssteigernden Software-Lösungen für die Elektronikindustrie. Die Lösungen von VALOR decken die Entwicklung, Fertigung und Bestückung ab. VALOR kreierte einen internationalen Standard für Datenaustausch auf höchster Ebene. Die Produkte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

HISTORY & ESTIMATES



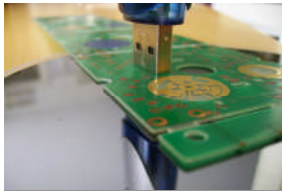
VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS					
Figures in EUR	2002	2003	2004	2005	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	0.07	0.11	0.07	0.08	0.19
EPS Consensus	-0.04	0.11	0.13	0.12	0.20
Revenues (mln)	22.1	25.6	30.7	36.3	37.2
net Income (adj.)	1.3	1.9	1.2	1.4	3.5
net cash per share	0.7	1.6	1.5	1.7	1.7
Free Cash Flow	14.0	29.9	27.6	32.0	32.0
P/E	5.1	8.8	11.9	10.4	2.5
P/S	-	36.4	56.8	49.9	19.8
ROE in %	-	2.7	2.3	1.9	1.9
EV/EBITDA	2.38	3.4	5.5	3.5	9.7
Price (curr)	3.7				18.80
52W high	3.48				16.5
52W low	1.87				39.2%
Market Cap (mln)	69.5				0.005%
Last Dividend	0.07				VCR
Sales CAGR 2001-2010	33%				VCR
Web Page	www.valor.com				928731
		Shares out (mln)			
		6M Avrg Vol (000s)			
		Free Float (in %)			
		Weight in Prime All Share			
		Reuters code			
		Bloomberg			
		WKN			

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006



CONTENT

1.	ERGEBNISSE Q2/2006 UND PREVIEW FÜR Q3/2006e.....	3
1.1	Q2/2006-Results.....	3
1.2	Q3/2006e-Preview.....	3
1.3	Prognosen und Bewertung	3
1.4	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: Q2/2006 AND FORECAST FOR Q3/2006

1.1 Q2/2006 Results

In Q2/2006 ist der Gesamtumsatz mit US\$ 9,188 Mio. im Vergleich zum Vorjahresquartal von US\$ 9,003 Mio. etwas stärker ausgefallen. Unsere konservative Schätzung wurde damit um US\$ 0,418 Mio. übertroffen.

Valor erzielte ein EBIT von US\$ 0,856 Mio. und ein Nettoergebnis von US\$ 1,002 Mio. und übertraf damit unsere Erwartung um US\$ 0,2 Mio. bzw. US\$ 0,207 Mio.

Gründe für die guten Q2-Ergebnisse waren insbesondere die erfolgreiche Akquise neuer Kunden (Elektronik-Unternehmen) für Valors TraceXpert solution.

1.2 Q3/2006e-Preview

Für Q3/2006e erwarten wir einen Umsatz von US\$ 9,1 Mio. und ein EBIT von US\$ 0,58 Mio. und ein Netto-Ergebnis von US\$ 0,64 Mio. Die Company-Guidance für Q3 liegt zwischen US\$ 8,7 Mio. und US\$ 9,1 Mio. Valor glaubt in Q3 ein Nettoergebnis von zwischen US\$ 0,3 Mio. und US\$ 0,7 Mio. zu erreichen. Für das Gesamtjahr erwartet das Unternehmen ein Nettoergebnis von zwischen US\$ 2,75 Mio. und US\$ 3,75 Mio. Wir schätzen für das gesamte Geschäftsjahr 2006 einen Umsatz von US\$ 37,2 Mio. Das EBIT schätzen wir auf 3,1 Mio. und das Nettoergebnis auf US\$ 3,52 Mio.

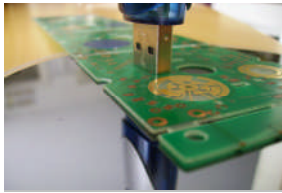
Unsere Schätzungen liegen damit am oberen Ende der Company Guidance. Wir gehen davon aus, dass Valor den Umsatz und Gewinn auf der Basis der neu geschlossenen Verträge kontinuierlich steigern wird.

Valors optimierte Vertriebstätigkeit basiert auf dem seit Q4/2005 durchgeführten Restrukturierungsprozess und dem greifenden Consultative Selling Approach (verkaufsberatenden Ansatz). Darunter versteht Valor das maßgeschneiderte Engineering der kundenspezifischen Produktions- und Prüfanlagen, die aus Valor-Komponenten bestehen. Der verkaufsberatende Ansatz lässt grössere IT-Projekte bei Kunden zu und führte in Q2/2006 zu nachweisbaren Erfolgen.

1.3 Prognosen und Bewertung

Auf der Basis unserer Q3 und Q4/2006-Schätzungen und der Ergebnisse der Quartale Q1 und Q2/2006 reduzieren wir unsere Umsatzschätzungen von US\$ 41 Mio. auf 37,2 Mio. Die längeren Sales-Zyklen in Asien verzögern die Projekte und Produktaufträge und wirken sich negativ aus. Gleichzeitig erhöhen wir unsere Nettoergebnis-Prognose von US\$ 2,7 Mio. auf US\$ 3,1 Mio., weil Valor es geschafft hat, die Bruttomarge auf Produktumsätze zu steigern. Ein geringer werdender margenschwacher Hardware-Anteil trägt auch zur Erhöhung der Ergebnismargen bei. Siehe hierzu folgende Tabellen mit unseren Schätzungen Q3+Q4/2006.

Valor verfügt derzeit über US\$ 14,15 Mio. liquide Mittel. Wir haben die Gewinnmargen für die Jahre 2007 bis 2010 angehoben, weil wir mit mehreren Neukunden für TraceXpert rechnen. Das Produkt eignet sich, die Beschaffung und Verwendung bleifreier elektronischer Bauteile zu protokollieren und deren Schadstofffreiheit zu prüfen. **Auf der Basis unseres 3-stufigen Discount-Cashflow-Modells errechnen wir ein Kursziel von EURO 5,02 auf Sicht von 12 Monaten und behalten unsere Kaufempfehlung bei.**



1.4 Quarterly Trends

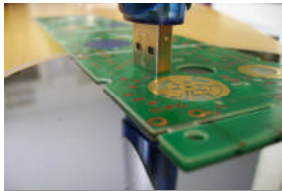
VALOR FY2004, FY2005 & Q1/2006 & Q2/2006: Estimates on Q3/2006e & Q4/2006e Figures in Mio. US\$

	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 2005	Q4 2004	Change to Q4 2004	total 2005	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%	6.328	5.44	16.43%	24.120	19.90	21.21%
% of revenues	67.1%	64.5%		65.5%	64.0%		66.1%	65.1%		66.8%	65.8%		66.4%	64.9%	
Maintenance	2.865	2.54	12.75%	3.110	2.68	16.09%	3.105	2.72	14.07%	3.139	2.82	11.27%	12.219	10.76	13.53%
% of revenues	32.9%	35.5%		34.5%	36.0%		33.9%	34.9%		33.2%	34.2%		33.6%	35.1%	
Total Revenues	8.705	7.15	22%	9.003	7.45	21%	9.164	7.80	17%	9.467	8.26	15%	36.339	30.66	19%
Cost of Revenues															
Product Sales	0.849	0.28	200.00%	1.088	0.84	29.37%	1.838	0.86	112.98%	0.955	0.85	12.88%	4.730	2.83	66.96%
% of revenues	9.8%	4.0%		12.1%	11.3%		20.1%	11.1%		10.1%	10.2%		13.0%	9.2%	
Maintenance	0.299	0.20	52.55%	0.245	0.16	57.05%	0.205	0.21	-2.84%	0.267	0.14	88.03%	1.016	0.71	44.11%
% of revenues	3.4%	2.7%		2.7%	2.1%		2.2%	2.7%		2.8%	1.7%		2.8%	2.3%	
Total Costs of Revenues	1.148	0.48	140%	1.333	1.11	20%	2.043	1.18	72%	1.323	1.09	21%	5.746	3.54	62%
% of revenues	13.2%	6.7%		14.8%	14.9%		22.3%	15.2%		14.0%	13.2%		15.8%	11.5%	
Gross Profit	7.557	6.67	13%	7.670	6.46	19%	7.121	6.73	6%	8.245	7.27	13%	30.593	27.12	13%
% of revenues	86.8%	93.3%		85.2%	86.6%		77.7%	86.2%		87.1%	88.0%		84.2%	88.5%	
Research and Development Costs	2.810	2.66	5.72%	2.825	2.46	14.79%	2.660	2.44	8.93%	2.588	2.74	-5.62%	10.883	10.30	5.63%
% of revenues	32.3%	37.2%		31.4%	33.0%		29.0%	31.3%		27.3%	33.2%		29.9%	33.6%	
Selling and Marketing Expenses	3.617	3.34	8.42%	3.862	3.45	11.88%	3.780	3.49	8.31%	4.901	3.45	42.02%	16.160	13.73	17.71%
% of revenues	41.6%	46.6%		42.9%	46.3%		41.2%	44.7%		51.8%	41.8%		44.5%	44.8%	
General and Administrative Expenses	0.612	0.57	7.75%	0.650	0.43	51.87%	0.613	0.45	35.02%	0.482	0.47	1.90%	2.357	1.92	22.57%
% of revenues	7.0%	7.9%		7.2%	5.7%		6.7%	5.8%		5.1%	5.7%		6.5%	6.3%	
Total Operating Costs and Expenses	7.039	6.56	7%	7.337	7.13	3%	7.053	6.39	10%	7.971	6.67	20%	29.400	25.96	13%
% of revenues	80.9%	91.7%		81.5%	95.7%		77.0%	81.9%		84.2%	80.7%		80.9%	84.6%	
Impairment (loss) earnings															
Profit from Operations	0.518	0.11	363%	0.333	0.11	192%	0.068	0.23	-70%	0.173	0.50	-65%	1.193	1.17	2%
% of revenues	6.0%	1.6%		3.7%	1.5%		0.7%	3.0%		1.8%	6.1%		3.3%	3.8%	
Financial Income, net	0.113	0.24	-52.92%	0.075	0.22	-66.22%	0.144	0.10	48.45%	0.115	0.21	-46.01%	0.447	0.77	-42.10%
% of revenues	1.3%	3.4%		0.8%	3.0%		1.6%	1.2%		1.2%	2.6%		1.2%	2.5%	
Profit before Taxes on Income	0.631	0.352	79%	0.408	0.336	21%	0.212	0.327	-35%	0.288	0.713	-60%	1.640	1.941	-16%
% of revenues	7.2%	4.9%		4.5%	4.5%		2.3%	4.2%		3.0%	8.6%		4.5%	6.3%	
Taxes on Income	0.000	0.06	-100.00%	0.000	0.04	-100.00%	0.110	0.04	197.30%	0.136	0.19	-28.42%	0.246	0.32	-22.88%
% of revenues	0.0%	0.8%		0.0%	0.5%		1.2%	0.5%		1.4%	2.3%		0.7%	1.0%	
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	0.631	0.295	114%	0.408	0.301	36%	0.102	0.290	-65%	0.253	0.523	-52%	1.394	1.622	-14%
% of revenues	7.2%	4.1%		4.5%	4.0%		1.1%	3.7%		2.7%	6.3%		3.8%	5.3%	
Income Tax due to Dividend Distribution	0.000	0.00		0.000	0.00		0.000	0.00		0.000	0.000		0.000	0.00	
% 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%	0.253	0.52	-52%	1.394	1.62	-14%
% of revenues	7.2%	4.1%		4.5%	4.0%		1.1%	3.7%		2.7%	6.3%		3.8%	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%	0.01	0.03	-52.10%	0.08	0.09	-16.51%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0.03	0.01	215.31%	0.02	0.01	104.15%	0.01	0.01	-64.72%	0.012	0.03	-51.82%	0.071	0.08	-11.78%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18.331	18.15	1.00%	18.541	18.26	1.50%	18.655	18.40	0.91%	18.600	18.40	1.09%	18.552	18.27	1.52%
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%	19.618	20.14	-2.58%

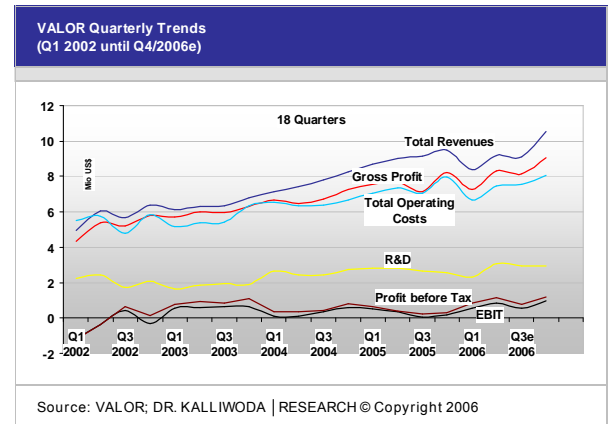
Source: VALOR; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

VALOR FY2004, FY2005 & HY2006 & Q3/2006e & Q4/2006e Figures in Mio. US\$

	Q1 2006	Q1 2005	Change to Q4 2004	Q2 2006	Q2 2005	Change to Q2 2005	Q3 2006e	Q3 2005	Change to Q3 2005	Q4 2006e	Q4 2005	Change to Q4 2005	total 2006e	total 2005	Change to total 2005
Revenues															
Product Sales and Related Services	5.152	5.84	-11.78%	5.745	5.893	-2.51%	5.800	6.059	-4.27%	6.700	6.328	5.88%	23.397	24.120	-3.00%
% of revenues	61.5%	67.1%		62.5%	65.5%		63.7%	66.1%		63.5%	66.8%		62.9%	66.4%	
Maintenance	3.230	2.87	12.74%	3.443	3.110	10.71%	3.300	3.105	6.28%	3.850	3.139	22.65%	13.823	12.219	13.13%
% of revenues	38.5%	32.9%		37.5%	34.5%		36.3%	33.9%		36.5%	33.2%		37.1%	33.6%	
Total Revenues	8.382	8.71	-4%	9.188	9.003	2%	9.100	9.164	-1%	10.550	9.467	11%	37.220	36.339	2%
Cost of Revenues															
Product Sales	0.921	0.85	8.48%	0.615	1.088	-39.71%	0.710	1.838	-61.37%	1.100	0.955	15.18%	3.387	4.730	-28.39%
% of revenues	11.0%	9.8%		7.14%	12.1%		7.80%	20.1%		10.43%	10.1%		9.10%	13.0%	
Maintenance	0.195	0.30	-34.78%	0.245	0.245	-12.24%	0.185	0.205	-9.76%	0.300	0.267	12.36%	0.895	1.016	-11.91%
% of revenues	2.3%	3.4%		2.34%	2.7%		2.03%	2.2%		2.84%	2.8%		2.40%	2.8%	
Total Costs of Revenues	1.116	1.15	-3%	0.871	1.333	-35%	0.973	2.043	-52%	1.504	1.323	14%	4.373	5.746	-24%
% of revenues	13.3%	13.2%		9.48%	14.8%		10.69%	22.3%		14.26%	14.0%		11.75%	15.8%	
Gross Profit	7.266	7.56	-4%	8.317	7.670	8%	8.127	7.121	14%	9.046	8.245	10%	32.847	30.593	7%
% of revenues	86.7%	86.8%		99.22%	85.2%		89.31%	77.7%		85.74%	87.1%		88.25%	84.2%	
Research and Development Costs	2.305	2.81	-17.97%	3.067	2.825	8.57%	2.950	2.660	10.90%	2.950	2.588	13.99%	11.272	10.883	3.57%
% of revenues	27.5%	32.3%		33.38%	31.4%		32.42%	29.0%		27.96%	33.2%		30.28%	29.9%	
Selling and Marketing Expenses	3.831	3.62	5.92%	3.819	3.862	-1.11%	3.900	3.780	3.17%	4.400	4.901	-10.22%	15.950	16.160	-1.30%
% of revenues	45.7%	41.6%		41.57%	42.9%		42.86%	41.2%		41.71%	51.8%		42.85%	44.5%	
General and Administrative Expenses	0.559	0.61	-8.66%	0.575	0.650	-11.54%	0.700	0.613	14.19%	0.700	0.482	45.23%	2.534	2.357	7.51%
% of revenues	6.7%	7.0%		6.26%	7.2%		7.69%	6.7%		6.64%	5.1%		6.81%	6.5%	
Total Operating Costs and Expenses	6.695	7.04	-5%	7.461	7.337	2%	7.550	7.053	7%	8.050	7.971	1%	29.756	29.400	1%
% of revenues	79.9%	80.9%		81.20%	81.5%		82.97%	77.0%		76.30%	84.2%		79.95%	80.9%	
Impairment (loss) earnings															
Profit from Operations	0.571	0.52	10%	0.856	0.333	157%	0.577	0.068	748%	0.996	0.173	475%	3.091	1.193	159%
% of revenues	6.8%	6.0%		9.32%	3.7%		6.34%	0.7%		9.44%	1.8%		8.30%	3.3%	
Financial Income, net	0.291	0.11	157.52%	0.298	0.075	297.33%	0.200	0.144	38.89%	0.200	0.115	73.91%	0.989	0.075	1218.67%
% of revenues	3.5%	1.3%		3.24%	0.8%		2.20%	1.6%		1.90%	1.2%		2.66%	0.2%	
Profit before Taxes on Income	0.862	0.631	37%	1.154	0.408										



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 9,5% und einem Beta von 1,2 errechnen wir einen fairen Wert von **US\$ 6,38 je Aktie**. Bei einem derzeitigen Euro/US-Dollar-Wechselkurs von 1,27 erhalten wir einen fairen Wert von € 5,02 (€ 0,69 höher gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 01. August 2006) 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 1,2. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 9,5%.

2.1 Sensitivityanalysis

Die Sensitivitätsanalyse zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von US\$ 4,98 bis US\$ 9,21. Realistisch ist für uns ein langfristiges Wachstum von 1,5% (Terminal Growth Rate). Daraus resultiert für Valor Computerized Systems eine Marktkapitalisierung von US\$ 124 Mio., was einem fairen Aktienkurs von US\$ 6,38 entspricht.

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3.7%
Risk premium	4.8%
Beta	1.20
Longterm growth rate	1.5%
Cost of equity	9.5%
Cost of debt (after Tax)	5.2%
WACC	9.5%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. US-DOLLAR)	
Phase 1 (2005-2006)	1.7
Phase 2 (2007-2009)	55.4
Phase 3 (2010...terminal value)	52.7
Net debt	14.1
Value of total equity	124.0
DCF value per share	6.38

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH 2006 ©

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

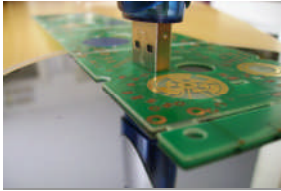
(US-DOLLAR)	Discount factor				
	$\beta = 1.2$	0.07	0.08	0.095	0.10
0.0%	7.45	6.61	5.95	5.42	4.98
0.5%	7.70	6.79	6.08	5.52	5.05
1.0%	7.99	6.99	6.22	5.62	5.13
1.5%	8.33	7.22	6.38	5.74	5.22
2.0%	8.73	7.48	6.57	5.87	5.31
2.5%	9.21	7.79	6.77	6.01	5.42

Source: DR. KALLIWODA RESEARCH ©

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

(Mio. US-DOLLAR)	Discount factor				
	$\beta = 1.2$	7.5%	8.5%	9.5%	10.5%
0.0%	145	128	116	105	97
0.5%	150	132	118	107	98
1.0%	155	136	121	109	100
1.5%	162	140	124	111	101
2.0%	170	145	128	114	103
2.5%	179	151	132	117	105

Source: DR. KALLIWODA RESEARCH ©



3. STATEMENT OF CASHFLOWS

Folgende Tabelle zeigt den Bestand an liquiden Mitteln/ Zahlungsmittel-äquivalenten von US\$ 14,15 Mio. (Q2/2006) sowie die Entwicklung der operativen Cashflows. Die Barreserven

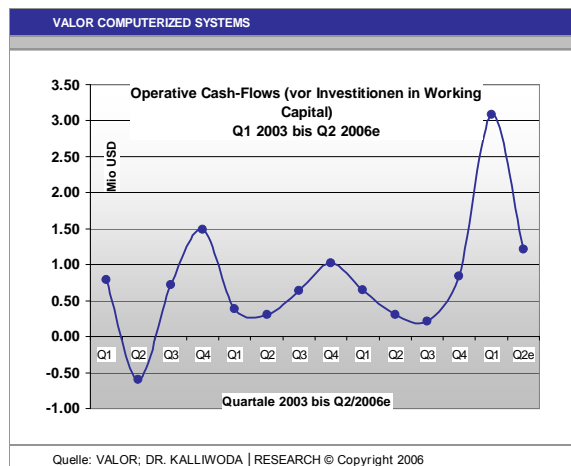
ermöglichen weitere Akquisitionen. Allerdings wurde durch die komplette Übernahme von TraceXpert bereits ein grösserer Schritt unternommen, das Valor Geschäft stärker zu skalieren.

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 2006	Q2 2005	Change to Q2 2005
Cash flows from operating activities													
Net profit	36%	0.10	0.301	-66%	0.25	0.301	-16%	0.80	0.631	26%	1.00	0.408	146%
Operating cash flows before working capital changes	1%	0.22	0.301	-28%	0.84	0.301	180%	3.08	-0.653	-572%	1.22	0.303	301%
Net cash provided by (used in) operating activities	-75%	-0.16	0.958	-117%	0.37	0.958	-61%	3.88	0.190	1943%	1.67	0.241	593%
Cash flows from investing activities													
Net cash provided by (used in) investing activities	-149%	-0.77	0.222	-445%	-0.09	0.222	-141%	-5.19	9.965	-152%	-13.98	-0.108	12842%
Cash flows from financing activities													
Net cash used in financing activities	285%	0.21	0.062	234%	-0.49	0.062	-895%	-0.40	-1.491	-73%	0.39	0.239	65%
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	-70.05%	0.37	1.242	-70.05%	-9.41	1.242	-857.49%	-1.711	8.664	-119.75%	-11.913	0.372	-3302.42%
Effect of exchange rate changes on opening cash	-90.91%	-0.002	-0.022	-90.91%	0.05	-0.022	-345.45%	0.010	-0.050	-120.00%	0.04	-0.002	-2050.00%
Cash and cash equivalents at beginning of period	344%	26.85	5.965	350%	26.10	5.965	338%	27.73	17.869	55%	26.03	26.483	-2%
Cash and cash equivalents at end of period	274%	26.10	7.185	263%	27.73	7.185	286%	26.03	26.483	-2%	14.16	26.853	-47%

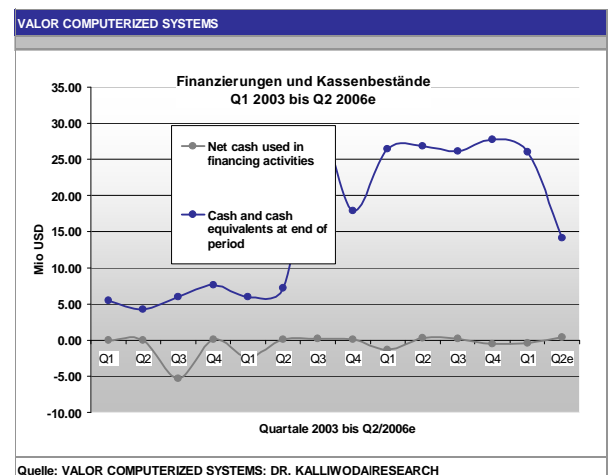
Source: VALOR; DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006

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.

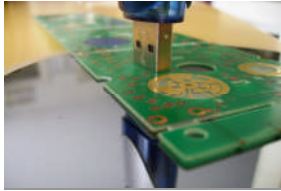
Die Graphik (unten rechts) „Finanzierungen und Kassenbestände“ zeigt die Finanzierungsbelastungen wie z.B. Dividendenzahlungen. Deutlich wird hier der hohe sich verringerende Kassenbestand von Valor durch die vollständige Übernahme von TraceXpert.



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



Quelle: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS; DR. KALLIWODA|RESEARCH



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											
\$ 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	36.3	37.2	50.0	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%	18.5%	2.4%	34.3%	25.0%	11.2%	12.2%	
COGS	-3.3	-2.2	-1.7	-3.5	-5.7	-4.4	-5.9	-7.3	-8.2	-9.2	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	16%	12%	12%	-12%	-12%	-12%	
Gross income	21.5	19.8	23.9	27.1	30.6	32.8	44.1	55.2	61.3	68.8	28.0%
% change	-16.3%	-7.7%	20.7%	13.3%	12.8%	7.4%	34.3%	25.0%	11.2%	12.2%	
Gross margin	87%	90%	93%	88%	84%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
R & D	-8.0	-6.8	-7.4	-10.4	-10.9	-11.3	-14.2	-16.4	-17.7	-19.9	
% of revenues	-32%	-31%	-29%	-34%	-30%	-28%	-28%	-26%	-26%	-26%	
S, S&A (Detr./Mark.)	-12.9	-10.5	-12.4	-13.9	-16.2	-16.0	-19.4	-24.3	-25.8	-29.0	
% of revenues	52%	47%	49%	45%	43%	39%	39%	39%	37%	37%	
Other op. income	-1.8	-1.9	-1.7	-2.1	-2.4	-2.5	-3.4	-4.3	-4.7	-5.3	
EBITDA	-1.2	0.7	2.4	0.8	1.2	3.1	7.0	9.9	12.1	13.7	46.9%
% of revenues	-5%	3%	9%	3%	3%	8%	14%	16%	17%	18%	
EBITDA margin	-4.7%	3.0%	9.4%	2.5%	3.3%	8.3%	14.0%	15.9%	17.4%	17.5%	
EBIT	-1.2	0.7	2.4	0.8	1.2	3.1	7.1	10.0	11.1	12.7	44.2%
% of revenues	-5%	3%	9%	3%	3%	8%	14%	16%	16%	16%	
EBIT margin	-4.7%	3.0%	9.4%	2.5%	3.3%	8.3%	14.2%	16.0%	15.9%	16.2%	
Financial result	2.1	0.7	1.2	0.8	0.4	1.0	0.3	0.3	0.2	0.0	
Pre tax income	0.9	1.3	3.6	1.54	1.6	4.1	7.4	10.3	11.3	12.7	50.1%
% of revenues	3.8%	6.1%	14.2%	5.0%	4.5%	10.9%	14.8%	16.5%	16.2%	16.2%	
Taxes	0.0	0.0	-1.7	-0.3	-0.2	-0.6	-1.8	-2.6	-2.8	-3.2	
Tax rate	1.7%	1.2%	47.3%	20.7%	15.0%	13.7%	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	3.5	5.5	7.7	8.4	9.5	30.1%
% of revenues	4%	6%	7%	4%	4%	9%	11%	12%	12%	12%	
Net margin	4%	6%	7%	4%	4%	9%	11%	12.4%	12.2%	12.2%	
# shares out (mln)	18.54	18.07	18.05	18.27	18.40	18.40	18.40	18.40	18.40	18.40	
EPS	0.05	0.07	0.11	0.07	0.08	0.19	0.30	0.42	0.46	0.51	30.1%

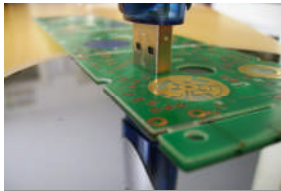
Szenario 1*) Schätzungen ohne Firmenakquisitionen; Unsere DCF-Analyse basiert auf diesem Szenario; Fairer Wert: US\$ 5,27 je Aktie.
 Szenario 2*) Schätzungen mit Firmenakquisitionen (Gewinn-Reihe ist etwas höher verglichen mit Szenario 1); 2006: US\$ 0,21; 2007: US\$ 0,30; 2008: US\$ 0,36; 2009: US\$ 0,37; 2010: US\$ 0,41).
 Fairer Wert: US\$ 5,47 je Aktie.

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

Die P&L-Rechnung zeigt von 2001 bis 2004 eine positive Umsatzentwicklung von US\$ 24,8 Mio. bis US\$ 30,66 Mio.. Für die Jahre 2005 bis 2010 errechnen wir ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 33,2% (CAGR).¹⁾ Das EBIT erwarten wir in 2006 bei US\$ 3,1 Mio. (US\$ 0,7 Mio. höher als in unserer letzten Analyse), US\$ 7,1 Mio. in 2007 (+US\$ 1,5 Mio. geg. unseren Q2/Schätzungen), US\$ 10 Mio. in 2008 (+US\$ 2,9 Mio.) und US\$ 11,1 Mio. (+US\$ 2,8 Mio.) in 2009 und US\$ 12,7 Mio. (+US\$ 4,3 Mio.) (durchschnittliche EBIT-Marge von 14,1%).

Die EBT-Reihe ist leicht stärker. Die Vorsteuer-Ergebnisse erwarten wir von 2006 bis 2010 bei US\$ 4,1 Mio, US\$ 7,4 Mio., US\$ 10,3 Mio., US\$ 11,3 Mio. und US\$ 12,7 Mio., so dass die EBT-Marge im Durchschnitt bei 11,2% liegt und stetig ansteigt. Diese Ergebnis-Reihe wird durch den positiven Finanzanlagen-Bestand in Höhe von US\$ 14,15 Mio. (Q1-2006) positiv beeinflusst.

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 9,5 % (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.

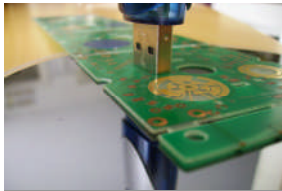
BALANCE SHEET VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																				
US\$ Millionen																				
	2001	in %	2002	in %	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	2009e	in %	2010e	in %
Intangible assets	0.8	2	0.4	1	0.3	0.64477	0.5	1.237589	0.5	1.16	0.5	1.0841344	0.5	0.947	0.5	1	0.5	1	0.5	1
(thereof goodwill)	0.8	2	0.4	1	0.3	4	0.4	4	0.4	0.94	0.4	0.8948304	0.4	0.795	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	8	-6.2	11	-6.2	11
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	-10	-6.2	-9	-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	6.2	13	7.7	14	8.9	15	9.6	15	16.0	22
Other current assets	0.8	2	3.2	7	2.0	5	2.3	5	2.5	6	2.6	5	3.2	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	39.9	88	41.4	87	44.6	83	48.3	80	51.0	77	46.3	65
Current assets	40.4	89	23.1	52	37.4	91	38.1	88	48.6	108	50.2	106	55.4	104	61.0	101	64.6	98	69.0	97
Total assets	45.59	100	44.24	100	41.26	100	43.31	100	45.16	100	47.50	100	53.43	100	60.32	100	65.90	100	71.32	100
Share capital	35.6	76	38.7	87	35.4	86	34.9	81	34.9	77	34.9	74	34.9	65	34.9	58	34.9	53	34.9	49
Reserves	3.6	8	0.0	0	0.0	0	0.4	1	1.0	2	3.2	7	7.0	13	11.9	20	16.5	25	12.3	17
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	2.6	5	3.2	6	3.7	6	4.0	6	6.7	9
Financial liabilities	1.6	4	0.9	2	0.9	2	2.8	6	3.1	7	3.2	7	3.9	7	4.6	8	4.9	7	8.1	11
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	9.4	20	11.5	22	13.5	22	14.5	22	24.1	34
Total equity + liabilities	46.59	100	44.23	100	41.26	100	42.92	100	45.16	100	47.50	100	53.43	100	60.32	100	65.90	66	71.32	100
Working capital	4.7		5		5		5.5		6.1		6		7.7		9		10		16	
Gearing *)	-0.8		-0.4		-0.8		-0.8		-1.0		-1.0		-1.0		-0.9		-0.9		-0.8	

*) 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	3.2	4.6	7.1	9.2	7.8
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	-1.6	-2.5	-3.5	-2.8	-2.8
Cash flow Financ. (e.g. buy back)	-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	2.5	3.9	6.1	8.2	6.8

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2006, VALOR. CAGR 2005 bis 2010 : 25,3%



6. CONTACT

VALOR

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS LTD.

P.O. BOX 152, Yavne 70600, Israel
 Tel.: (+972) 89432430
 Fax: (+972) 89432429

Email:

Dan Hoz (Finanzvorstand) danh@valor.com
 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
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
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. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic 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:

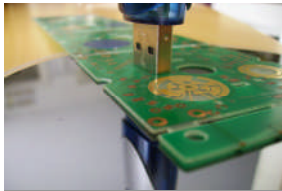
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

**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.

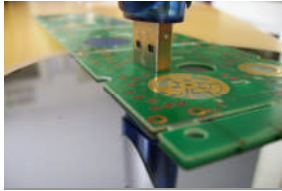
Mögliche Interessenskonflikte

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.