



COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

August, 12, 2005

VALOR

Rating: KAUFEN (Kaufen)

Ereignis: Update Q2-Zahlen

Coverage: Seit Q1 2004

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS
Software / Technology

Letzer Preis: € 2,71

Fairer Preis: € 4,59

Erneut gute Ergebnisse !

- **Erfolgreiches Cross-Selling bei bedeutsamen Kunden**
- **Spezialist f. komplexe Produktionen mit Echtzeitüberwach.**
- **Starke Bilanz und hoher Kassenbestand**
- **Positive langfristige Aussichten**

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.

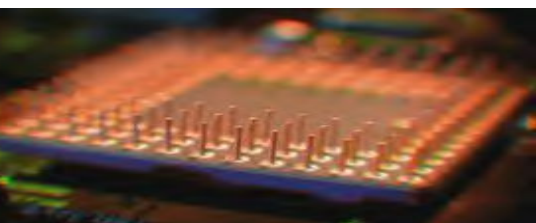


Figures in EUR	2002	2003	2004	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,09	0,15	0,19
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,16	0,18
Revenues (mln)	22,1	25,6	30,7	35,5	48,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	1,6	2,8	3,4
net cash per share	0,8	1,6	1,5	1,7	1,7
net Cash	14,0	29,9	27,6	32,0	32,0
Free Cash Flow	3,0	8,8	12,3	2,3	1,9
P/E	-	25,6	30,2	17,7	14,3
P/S	-	1,9	1,6	1,4	1,0

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

Price (curr)	2,67	Shares out (mln)	18,33
52W high	3,45	6M Avrg Vol (000s)	15,5
52w low	1,87	Free Float (in %)	39,2%
Market Cap (mln)	48,9	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0,07	Reuters code	VCR
Sales CAGR 02-06	21%	Bloomberg	VCR
Web Page	www.valor.com	WKN	928731

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



CONTENTS

1.	FINANCIALS	3
1.1	Erneut Umsatzrekord in Q2/2005.....	3
1.2	Schätzung für Q3/2005 und Q4/2005.....	4
2.	STRATEGISCHE ERFOLGSFAKTOREN UND WACHSTUMSTREIBER	5
3.	VALUATION	6
3.1	Kursziel von US\$ 5.6 und US\$ 113 Million Marktkapitalisierung.....	6
3.2.	Unternehmensbewertung: DCF-Verfahren.....	6
3.3	Sensitivitätsanalyse.....	6
4.	SWOT-ANALYSIS	7
5.	ANHANG	8
5.1	Entwicklung der operativen Cashflows.....	8
5.2	Gewinn- und Verlustrechnung bis 2008.....	9
5.3	Bilanz und Cashflow-Statement bis 2008.....	10
5.4	EBITRad: Gewinn vor Zinsen, Steuern und Forschung & Entwicklung.....	11
6.	CONTACT	12
7.	DISCLAIMER.....	13

1. FINANCIALS

1.1 Erneut Umsatzrekord in Q2/2005

Valor Computerized Systems hat seinen Wachstumskurs auch im 2. Quartal 2005 fortgesetzt und dabei Umsatz- und Ergebnis deutlich gesteigert. Der Umsatz konnte im 2. Quartal 2005 mit US\$ 9 Millionen gegenüber dem Vorjahresquartal (US\$ 7,45 Millionen) um über 20% gesteigert werden. Die Umsätze des ersten Halbjahres 2005 sind mit US\$ 17,7 Millionen um über 21% gegenüber dem Vorjahreshalbjahr mit US\$ 14,6 Millionen angewachsen.

Gemäß der neuen International Financial Reporting Standards, IFRS 2, belief sich das Nettoergebnis vor aktienbezogenen Zahlungen, den sogenannten „Share-Based Compensation“ im 2. Quartal 2005 auf US\$ 0,611 Millionen. Dies entspricht fast einer Verdopplung gegenüber dem

Vorjahresquartal. Der Anstieg für das gesamte erste Halbjahr lag bei 120% (US\$ 1,43 Millionen gegenüber US\$ 0,644 Millionen im ersten Halbjahr 2004).

Das Nettoergebnis nach „Share-Based Compensation“ betrug in Q2/2005 US\$ 0,408 Millionen (+133% gegenüber dem Vorjahresquartal). Für das erste Halbjahr 2005 waren es über US\$ 1 Millionen, was einem Zuwachs gegenüber dem Vorjahreshalbjahr von fast 200% entspricht.

Die folgende Tabelle zeigt die einzelnen Quartale von 2004 und 2005 mit unseren Schätzungen für das dritte und vierte Quartal 2005.

VALOR Q2/2005 Figures in Mio. \$ and Estimates for Q3/2005 and Q4/2005

	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	Q3 2005e	Q3 2004	Change to Q1 2004	Q4 2005e	Q4 2004	Change to Q1 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%	6,100	5,08	20,10%	6,380	5,44	17,39%	24,213	19,899	21,68%
% of revenues	67,1%	64,5%		65,5%	64,0%		65,6%	65,1%		66,3%	65,8%		66,1%	64,9%	
Maintenance	2,865	2,54	12,75%	3,110	2,68	16,09%	3,200	2,72	17,56%	3,250	2,82	15,21%	12,425	10,763	15,44%
% of revenues	32,9%	35,5%		34,5%	36,0%		34,4%	34,9%		33,7%	34,2%		33,9%	35,1%	
Total Revenues	8,705	7,15	22%	9,003	7,45	21%	9,300	7,80	19%	9,630	8,26	17%	36,638	30,662	19%
Cost of Revenues															
Product Sales	0,849	0,28	200,00%	1,088	0,84	29,37%	1,050	0,86	21,67%	1,030	0,85	21,75%	4,017	2,83	41,79%
% of revenues	9,8%	4,0%		12,1%	11,3%		11,3%	11,1%		10,7%	10,2%		11,0%	9,2%	
Maintenance	0,299	0,20	52,55%	0,245	0,16	57,05%	0,299	0,21	41,71%	0,310	0,14	118,31%	1,153	0,705	63,55%
% of revenues	3,4%	2,7%		2,7%	2,1%		3,2%	2,7%		3,2%	1,7%		3,1%	2,8%	
Total Costs of Revenues	1,148	0,48	140%	1,333	1,11	20%	1,462	1,18	23%	1,447	1,09	33%	5,170	3,538	46%
% of revenues	13,2%	6,7%		14,8%	14,9%		15,7%	15,2%		15,0%	13,2%		14,1%	11,6%	
Gross Profit	7,557	6,67	13%	7,670	6,46	19%	7,951	6,73	18%	8,290	7,27	14%	31,468	27,124	16%
% of revenues	86,8%	93,3%		85,2%	86,6%		85,5%	86,2%		86,1%	88,0%		85,9%	88,5%	
Research and Development Costs	2,810	2,66	5,72%	2,825	2,46	14,79%	2,890	2,44	18,35%	2,850	2,74	3,94%	11,375	10,303	10,40%
% of revenues	32,3%	37,2%		31,4%	33,0%		31,1%	31,3%		29,6%	33,2%		31,0%	33,9%	
Selling and Marketing Expenses	3,617	3,34	8,42%	3,862	3,45	11,88%	3,900	3,49	11,75%	3,850	3,45	11,56%	15,229	13,729	10,93%
% of revenues	41,6%	46,6%		42,9%	46,3%		41,9%	44,7%		40,0%	41,8%		41,6%	44,8%	
General and Administrative Expenses	0,612	0,57	7,75%	0,650	0,43	51,87%	0,600	0,45	32,16%	0,620	0,47	31,08%	2,482	1,923	29,07%
% of revenues	7,0%	7,9%		7,2%	5,7%		6,5%	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%	7,390	6,39	16%	7,320	6,67	10%	29,086	25,955	12%
% of revenues	80,9%	91,7%		81,5%	95,7%		79,5%	81,9%		76,0%	80,7%		79,4%	84,6%	
Impairment (loss) earnings															
Profit from Operations	0,518	0,11	363%	0,333	0,11	192%	0,448	0,23	95%	0,863	0,50	73%	2,382	1,169	104%
% of revenues	6,0%	1,6%		3,7%	1,5%		4,8%	3,0%		9,0%	6,1%		6,5%	3,8%	
Financial Income, net	0,113	0,24	-52,92%	0,075	0,22	-66,22%	0,113	0,10	16,49%	0,100	0,21	-53,05%	0,401	0,772	-48,06%
% of revenues	1,3%	3,4%		0,8%	3,0%		1,2%	1,2%		1,0%	2,6%		1,1%	2,5%	
Profit before Taxes on Income	0,631	0,35	79%	0,408	0,34	21%	0,561	0,33	71%	0,963	0,713	35%	2,783	1,941	43%
% of revenues	7,2%	4,9%		4,5%	4,5%		6,0%	4,2%		10,0%	8,6%		7,6%	6,3%	
Taxes on Income	0,000	0,05	-100,00%	0,000	0,04	-100,00%	0,200	0,04	440,54%	0,200	0,19	5,26%	0,400	0,319	25,39%
% of revenues	0,0%	0,8%		0,0%	0,5%		2,2%	0,5%		2,1%	2,3%		1,1%	1,0%	
Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution	0,631	0,30	114%	0,408	0,30	36%	0,361	0,29	24%	0,763	0,523	46%	2,383	1,622	47%
% of revenues	7,2%	4,1%		4,5%	4,0%		3,9%	3,7%		7,9%	6,3%		6,5%	5,3%	
Income Tax due to Dividend Distribution	0,00	0,00		0,00	0,00		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%	0,361	0,29	24%	0,763	0,52	46%	2,383	1,622	47%
% of revenues	7,2%	4,1%		4,5%	4,0%		3,9%	3,7%		7,9%	6,3%		6,5%	5,3%	
Basic Earnings (Losses) per Share	0,03	0,02	72,12%	0,02	0,02	33,42%	0,02	0,02	24,81%	0,04	0,03	46,58%	0,13	0,09	44,47%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,03	0,01	215,31%	0,02	0,01	104,15%	0,02	0,01	25,62%	0,04	0,03	47,40%	0,12	0,081	47,92%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,331	18,15	1,00%	18,541	18,26	1,56%	18,331	18,40	-0,36%	18,331	18,40	-0,36%	18,333	18,27	0,29%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	20,012	19,96	0,24%	19,985	20,60	-2,97%	20,012	20,22	-1,01%	20,012	20,20	-0,93%	20,000	20,14	-0,68%

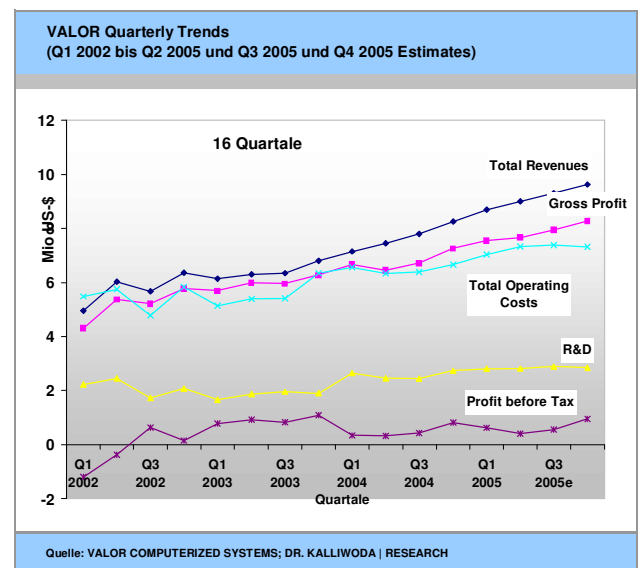
Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS ; DR.KALLIWODA | RESEARCH

Der Wachstumskurs und die Steigerung der Profitabilität hält unverändert an. Dem Unternehmen gelingt es, Nischenmärkte zu durchdringen und die Marke Valor weltweit auszubauen.

1.2 Schätzung für Q3/2005 und Q4/2005

Nach unseren Schätzungen ist Valor 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 das zweite Halbjahr 2005 gehen wir von einem anwachsenden Umsatz und EBIT aus. Für Q3/2005 kalkulieren wir einen Umsatz von US\$ 9,3 Millionen und ein EBIT von US\$ 0,45 Millionen. Für Q4/2005 schätzen wir den Umsatz mit US\$ 9,6 Millionen und das EBIT mit US\$ 0,86 Millionen. Unsere Prognosen resultieren zu einem Umsatz für das Gesamtjahr 2005 von US\$ 36,64 Millionen (+19,5% gegenüber 2004) und ein EBIT von US\$ 2,4 Millionen (+104% gegenüber 2004). Die Gründe für unsere positiven Prognosen sind die hohe Akzeptanz der Softwarelösungen zur Produktivitätssteigerung bei Design und Fertigung in der Elektronikindustrie. Auch deutsche Kunden wie z.B. Continental Temic greifen auf ein Kernprodukt der Valor Computerized Systems zurück. Durch TraceXpert konnten am Standort Nürnberg die call-backs und die Falschplatzierung von Elektronikbausteinen auf Halbleiterplatten minimiert werden. Außerdem ist Continental Temic in der Lage, detaillierte Informationen über die Produktleistung noch im Herstellungsprozess zu erlangen, um Fehlproduktionen rechtzeitig gegensteuern zu können. Valor erzielt hohe Margen, weil sie ihr TraceXpert Software-Produkt pro Produktionsmaschine je Fertigungsstrasse faktorieren können. Eine typische Fertigungsline in einer europäischen Produktionsstätte besteht aus vier bis fünf Präzisionsmaschinen. In Asien sind es durchschnittlich nahezu doppelt so viele. Dort werden in Elektronik-Fertigungsunternehmen grössere Chargen (unterstützt durch geringere Lohnkosten) produziert. Der Vorteil für Valor liegt auf der Hand: Beide Kontinente sind wichtig, die Margen und Skaleneffekte in Asien sind aber noch höher als in Europa. Wir gehen davon aus, dass starke

Skaleneffekte insbesondere ab 2006 greifen, wenn der Markt in Asien noch stärker durchdrungen ist. Weiterer Umsatzstimulator für Valor-Software-Lösungen ist, dass die Elektronikhersteller zeitnah mit Produktinnovationen Marktanteile erkämpfen wollen. Je effizienter deren Produktion ist, desto schneller gelingt dies. 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. Die folgende Graphik zeigt die Unternehmensleistung der letzten dreieinhalb Jahre mit unserer Schätzung für das dritte und 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. STRATEGISCHE ERFOLGSFAKTOREN UND WACHSTUMSTREIBER

Valor unterhält in 23 Ländern Vertriebsniederlassungen. Kunden werden weltweit bei Produktimplementierungen und Produkt-Updates begleitet. 85% der weltweiten Elektronik-Konzerne sind Valors Kunden. Valors Kunden profitieren von folgenden Produktspezifika:

- **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.

- **Fertigungsunterstützung durch Trilogy 5000 und TraceXpert**

Bestehende Produktionsprozesse werden neu geordnet und optimiert. 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.

Valors wichtigste Produkte Trilogy 5000 (Pre-Production-Bereich) und TraceXpert (Echtzeitüberwachung des Montageprozesses) bewirken einen Synergieeffekt: Die Kunden von Valor, die bisher nur eine der Lösungen eingesetzt haben, konnten überzeugt werden, auch die andere Lösung zu integrieren. Wir gehen von einer weiteren Bereitschaft der Elektronikunternehmen aus, in umfassende Konzepte zu investieren.

Valor hat den Vorteil, dass es sowohl Spezialist für die Einführung neuer Produkte (New Product Introduction, NPI) als auch für Großserien ist. Als Kenner der Leiterplattenindustrie sind die zukünftigen Wachstumsmöglichkeiten in den nächsten Jahren hoch (siehe hierzu unsere Umsatz- und Gewinnschätzungen bis 2008).

- **Großserienfertigung in Osteuropa, Ostasien und Südamerika**

Zwar bleibt in geographischer Hinsicht der US-amerikanische und der westeuropäische Markt ein Schwerpunkt für NPI-(New Product Introduction) und DFM-Lösungen (Design for Manufacturability), allerdings wird die Gross-Serienfertigung zunehmend nach Osteuropa, Südamerika und insbesondere nach Ostasien verlagert. Valor hat dies rechtzeitig erkannt und wir rechnen mit einem kontinuierlichen Erfolg. Für 2008 kalkulieren wir mit einem Umsatz von US\$ 75 Millionen und einem EBIT von US\$ 6,7 Millionen.

- **M & A-Transaktionen**

Ein starker Free-Cashflow und eine Cash-Position von US\$ 26,85 Millionen erlauben M&A-Transaktionen. Gezielte Unternehmenskäufe würden die Technologiebasis verbessern und das Standing bei bestehenden Kunden weiter kräftigen und Neuakquisitionen erleichtern.

3. VALUATION

3.1 Kursziel: US\$ 5,6 und. 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 9,7% und einem Beta von 1,2 errechnen wir einen fairen Wert von US\$ 5,6. Bei einem derzeitigen Euro/US-Dollar/-Wechselkurs von 1,22 erhalten wir einen fairen Wert von € 4,59 (fast unverändert gegenüber unserer letzten Veröffentlichung vom 29. Mai 2005) und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Die Sensitivitätsanalyse (siehe Tabellen unten) zeigt eine Bewertungs-Bandbreite von US\$ 4,62 bis US\$ 7,50. 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\$ 93 Millionen und US\$ 152 Millionen bewegen. Realistisch ist für uns ein langfristiges Wachstum von 1,5% (Terminal Growth Rate) und ein gewichteter Kapitalkostensatz von 9,7% (WACC). Daraus resultiert für Valor Computerized Systems eine Marktkapitalisierung von US\$ 113 Millionen, was einem fairen Aktienkurs von US\$ 5,6 entspricht

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

(US-DOLLAR)	Discount factor					
	$\beta = 1,2$	0,08	0,09	0,097	0,11	0,12
0,0%	6,41	5,80	5,32	4,94	4,62	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	6,57	5,91	5,40	4,99	4,66
	1,0%	6,75	6,03	5,49	5,06	4,71
	1,5%	6,96	6,17	5,59	5,13	4,76
	2,0%	7,20	6,34	5,70	5,21	4,82
	2,5%	7,50	6,52	5,82	5,29	4,88

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 € 4,59 ab. Wir haben dabei die Annahme getroffen, dass das Unternehmen langfristig mit 1,5% wächst (Terminal Growth). Ein fairer Wert von € 4,59 entspricht einem Aufwärtspotential von ca. 64% vom derzeitigen Aktienkurs von € 2,71.

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	3,7%
Risk premium	5,0%
Beta	1,20
Longterm growth rate	1,5%
Cost of equity	9,7%
Cost of debt (after Tax)	4,2%
WACC	9,7%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (Mio. US-DOLLAR)	
Phase 1 (2005-2006)	14,7
Phase 2 (2007-2009)	33,5
Phase 3 (2010...terminal value)	34,4
Net debt	30,3
Value of total equity	112,9
DCF value per share	5,59
Source: DR.KALLIWODA RESEARCH 2005	

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

(Mio. US-DOLLAR)	Discount factor					
	$\beta = 1,2$	7,7%	8,7%	9,7%	10,7%	11,7%
0,0%	130	117	108	100	93	
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	133	120	109	101	94
	1,0%	136	122	111	102	95
	1,5%	141	125	113	104	96
	2,0%	146	128	115	105	97
	2,5%	152	132	118	107	99

Source: Dr. Kalliwoda Research

4. SWOT ANALYSIS

STÄRKEN (Strengths)

Kundenpenetration	<ul style="list-style-type: none"> ■ Valor ist stark in den vertikalen Strukturen bedeutsamer Konzerne integriert
Management	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kompetentes Mananagement mit langjährigem Know-how im Elektronik-Segment; sinnvolle geographische Verteilung der Human Resources
Cashflow	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hoher operativer Cashflow : US\$ 30,6 Mio Umsatz in 2004 und davon US\$ 3,44 Mio operativer Cashflow
Cash	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Cash-Reserven von US\$ 26,8 Millionen
Assembly Expertise	<ul style="list-style-type: none"> ■ State-of-the-art Technologie; starke Assembly Prozess-Expertise: Vorteil bei High-Speed-Boards und bei Miniaturisierung von Leiterplatten
Trilogy 5000	<ul style="list-style-type: none"> ■ Trilogy 5000 als größter Wachstumstreiber: Sehr präzise bei der Bestückungsprogrammierung (neuer Dokumentations Editor und Shape-Manager-Modul)
TraceXpert	<ul style="list-style-type: none"> ■ Best-in-class Produkt TraceXpert als Wachstumstreiber: Expertentool für Echtzeitüberwachung und Komponenten-Rückverfolgbarkeit
ODB++	<ul style="list-style-type: none"> ■ Professionelles offenes Data-Format ODB++; volle Daten-Portabilität; Echtzeit-Produktions-Kontrolle führt zu verbesserter Produktqualität und beschleunigten Produktumschlag
Kundenbasis	<ul style="list-style-type: none"> ■ Beindruckende Kundenbasis

CHANCEN (Opportunities)

Asien und Japan	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hohes Umsatz- und Gewinnpotential in Asien und Japan durch Verlagerung von Produktionsvolumen. Valor ist dort gut positioniert.
M&A	<ul style="list-style-type: none"> ■ Anstehende M&A-Transaktionen.
Markttrends	<ul style="list-style-type: none"> ■ Markt-Trends der Produktinnovationen und der immer kürzeren Produktlebenszyklen unterstützen Valors Strategie und Absatz
Kundenpräferenzen	<ul style="list-style-type: none"> ■ Kunden benötigen verbesserte Produktqualität und Protokollierung der Fertigung und Möglichkeit der späteren Nachvollziehbarkeit des Komponenteneinbaus
Komplexe Halbleiter	<ul style="list-style-type: none"> ■ Trend zu komplexeren und kompakteren Halbleiterplatten und Elektronik-Komponenten. Nur professionelle und effiziente Fertigungssysteme bewältigen die Komplexität
Profitabilität	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Investitionen in Software-Entwicklung (R&D) verschafft Valor gute Chancen Blue-Chip Kunden stärker zu penetrieren

SCHWÄCHEN (Weaknesses)

Enterprise 3000	<ul style="list-style-type: none"> ■ Enterprise 3000 mit begrenztem Wachstum
------------------------	---

BEDROHUNGEN (Threats)

Halbleiter-Konjunktur	<ul style="list-style-type: none"> ■ Präsenz in über 23 Ländern erfordert hohe Distributions- und Organisationsanstrengungen.
------------------------------	--

5. ANHANG: 5.1 Entwicklung der operativen Cashflows

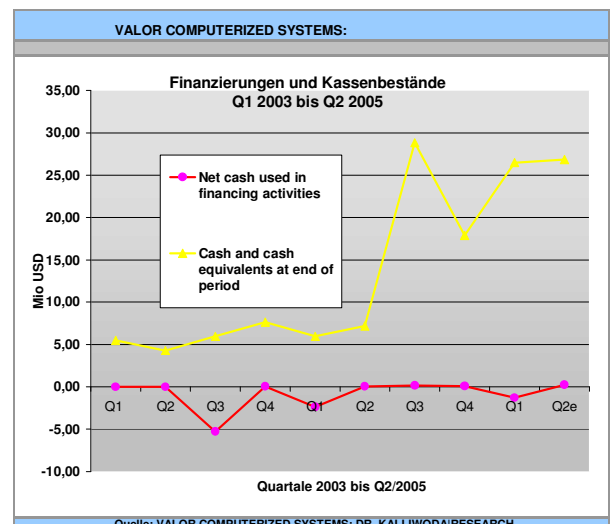
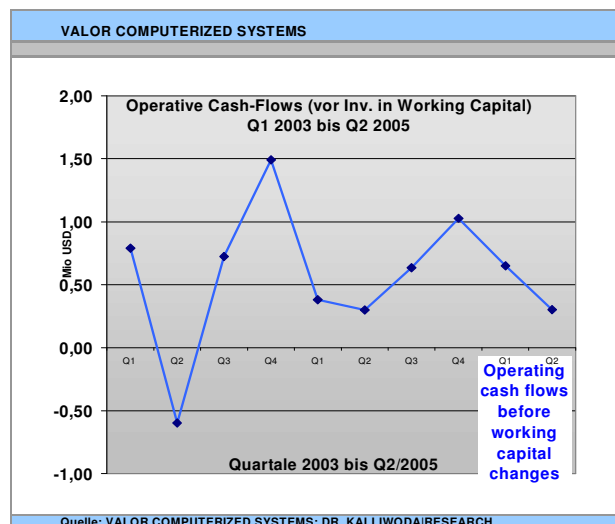
Folgende Tabelle zeigt den hohen Bestand an liquiden Mitteln/Zahlungsmitteläquivalenten von US\$ 26,85 Millionen zum 30.6.2005 sowie die positive Entwicklung der operativen Cashflows. Valor hat daher sehr gute Möglichkeiten, in neue Produkte zu investieren, die den technologischen Vorsprung festigen und ab dem kommenden Jahr die Ergebnisse weiter steigern.

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 CASH FLOWS																						
	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q1 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003	Q4 2004	Q4 2003	Change to Q4 2003	total 2004	total 2003	Change to total 2004	Q1 2005	Q1 2004	Change to Q1 2004	Q2 2005	Q2 2004	Change to Q2 2004	
Cash flows from operating activities																						
Net profit	0,295	0,62	-53%	0,301	-0,54	-166%	0,401	0,85	-53%	0,625	0,975	-36%	1,82	1,91	-15%	0,63	0,30	114%	0,41	0,301	36%	
Operating cash flows before working capital changes	0,38	0,79	-52%	0,301	-0,596	-157%	0,64	0,72	-12%	1,027	1,491	-31%	2,35	2,41	-3%	0,65	0,38	70%	0,30	0,301	1%	
Net cash provided by (used in) operating activities	0,12	2,12	-94%	0,958	1,051	-9%	-0,22	-1,29	-83%	2,577	2,123	21%	3,44	4,00	-14%	0,00	0,20	-101%	0,24	0,958	-75%	
Cash flows from investing activities																						
Net cash provided by (used in) investing activities	-0,53	-0,59	-9%	0,222	-2,235	-110%	21,74	8,20	165%	-12,587	-0,510	2368%	8,84	4,87	81%	9,97	-0,53	-1966%	-0,11	0,222	-149%	
Cash flows from financing activities																						
Net cash used in financing activities	-2,40	-0,01	26544%	0,062	-0,017	-463%	0,14	-5,28	-103%	0,088	0,039	126%	-2,11	-5,27	-60%	-1,30	-2,40	-46%	0,24	0,062	285%	
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	-1,68	1,53	-210,36%	1,24	-1,20	-203,41%	21,66	1,63	1230,47%	-11,046	1,65	-768,64%	10,173	3,60	182,27%	8,664	-1,68	-615%	0,37	1,242	-70,05%	
Effect of exchange rate changes on opening cash	0,00	-0,004	-75,00%	-0,02	0,006	-466,67%	-0,02	0,06	-130,91%	0,087	0,02	282,50%	0,047	0,08	-41,98%	-0,050	-0,001	4900%	-0,002	-0,022	-90,91%	
Cash and cash equivalents at beginning of period	7,65	3,96	93%	5,965	5,485	9%	7,19	4,29	67%	28,828	5,973	383%	7,65	3,96	93%	17,87	7,65	134%	26,48	5,965	344%	
Cash and cash equivalents at end of period	5,97	5,49	9%	7,185	4,290	67%	28,83	5,97	383%	17,869	7,649	134%	17,87	7,65	134%	26,48	5,97	344%	26,85	7,185	274%	

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\$ 0,65 Millionen und US\$ 1 Million 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-Verlust-Rechnung mit unseren gegenüber der letzten

Veröffentlichung vom 29. Mai 2005 fast unveränderten Schätzungen bis 2008 (Umsatz für 2005 haben wir um US\$ 1,1 Millionen erhöht).

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ mln									
	2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e	CAGR 2001 bis 2008
Revenues	24,8	22,1	25,6	30,66	36,6	48,0	63,0	75,0	31,9%
% change	-15,4%	-11,0%	16,0%	19,7%	19,5%	31,0%	31,3%	19,0%	
COGS	-3,3	-2,2	-1,7	-3,5	-5,2	-5,5	-7,2	-8,6	
% of revenues	13%	10%	7%	12%	14%	11%	11%	-11%	
Gross income	21,5	19,8	23,9	27,1	31,5	42,5	55,8	66,4	26,8%
% change	-16,3%	-7,7%	20,7%	13,3%	16,0%	35,0%	31,3%	19,0%	
Gross margin	87%	90%	93%	88%	86%	89%	89%	89%	89%
R & D	-8,0	-6,8	-7,4	-10,3	-11,4	-13,7	-17,6	-20,5	
% of revenues	32%	31%	29%	-34%	-29%	-28%	-21%	17%	
S, S&A (Distr./Mark.)	-12,9	-10,5	-12,4	-13,7	-15,3	-20,0	-26,2	-31,2	
% of revenues	52%	47%	49%	-45%	-42%	-42%	-31%	19%	
Other op. Income	-1,8	-1,9	-1,7	-1,9	-2,5	-3,3	-4,3	-5,1	
EBITDA	-1,2	0,7	2,4	1,2	2,4	5,5	7,7	9,3	
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	6%	11%	12%	12%	
EBITDA margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	6,4%	11,5%	12,2%	12,4%	
EBIT	-1,2	0,7	2,4	1,2	2,4	5,5	7,8	9,4	6,8%
% of revenues	-5%	3%	9%	4%	6%	11%	12%	12%	
EBIT margin	-4,7%	3,0%	9,4%	3,8%	6,4%	11,4%	12,3%	12,5%	6,8%
Financial result	2,1	0,7	1,2	0,8	0,6	0,8	0,7	0,8	
Pre tax income	0,9	-0,8	3,6	1,94	3,0	6,3	8,4	10,1	8,6%
% of revenues	3,8%	-3,5%	14,2%	6,3%	8,1%	13,1%	13,4%	13,5%	
Taxes	0,0	0,0	-1,7	-0,3	-0,6	-1,6	-2,1	-2,5	
Tax rate	1,7%	-2,1%	47,3%	16,4%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Net income (Ex adj.)	0,9	-0,8	1,9	1,62	2,4	4,7	6,3	7,6	29,6%
% of revenues	4%	-4%	7%	5%	6%	10%	10%	10%	
Net margin	4%	-4%	7%	5%	6%	10%	10%	10,1%	
# shares out (mln)	18,54	18,07	18,05	18,27	18,40	18,40	18,40	18,40	
EPS	0,05	-0,04	0,11	0,09	0,13	0,26	0,34	0,41	29,8%

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Die P&L-Rechnung zeigt von 2001 bis 2004 eine starke Umsatzentwicklung von US\$ 24,9 Millionen bis US\$ 30,66 Millionen und einen prognostizierten Umsatz von US\$ 36,6 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\$ 2,4 Millionen, US\$ 5,5 Millionen in 2006, US\$ 7,8 Millionen in 2007 und US\$ 9,4 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\$ 3,0 Millionen, US\$ 6,3 Millionen und US\$ 8,4 Millionen und 10,1 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\$ 26,85 Millionen 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 2008 wurde auf das Jahr 2005 mit dem Kapitalkostensatz von 9,2 % (WACC) abdiskontiert (analog Bereinigung des „Zinseszins-effektes“). Die absolute Höhe des EBIT wächst von 2005 bis 2008 auf der Basis unserer Prognosen um durchschnittlich 41% (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 %
Intangible assets	0,8	2	0,4	1	0,3	0,645	0,5	1,238	0,5	1,13	0,5	0,992	0,5	0,869	0,5	1
(thereof goodwill)	0,8	2	0,4	1	0,3	4	0,4	4	0,4	0,91	0,4	0,819	0,4	0,73	0,4	1
Tangible assets	2,8	6	2,2	5	1,8	4	1,6	4	2,3	5	3,0	6	3,8	7	3,2	8
Financial assets	1,7	4	18,5	42	1,8	4	3,2	7	3,2	7	3,2	6	3,2	6	3,2	5
Fixed assets	6,0	11	21,6	48	4,1	9	5,8	12	6,5	13	7,2	13	8,0	13	7,4	14
Inventories	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Trade debtors	3,9	9	4,9	11	4,6	11	5,5	13	6,2	13	7,4	14	9,0	15	10,1	16
Other current assets	0,8	2	3,2	7	2,0	5	2,3	5	2,6	5	3,1	6	3,7	6	4,2	7
Cash & marketable sec.	35,7	78	14,9	34	30,8	75	30,4	70	31,8	68	34,6	67	37,9	65	41,2	64
Current assets	40,4	89	23,1	52	37,4	91	38,1	88	40,6	87	45,1	87	50,7	87	55,5	86
Total assets	45,59	100	44,24	100	41,26	100	43,31	100	46,59	100	51,88	100	58,20	100	64,36	100
Share capital	35,6	76	38,7	87	35,4	86	34,9	81	34,9	75	34,9	67	34,9	60	34,9	54
Reserves	3,6	8	0,0	0	0,0	0	0,8	2	2,4	5	5,8	11	9,7	17	14,2	22
Minority interests	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Provisions	2,5	5	1,8	4	2,2	5	2,3	5	2,6	6	3,1	6	3,7	6	4,2	7
Financial liabilities	1,6	4	0,9	2	0,9	2	2,8	6	3,1	7	3,8	7	4,6	8	5,2	8
Other liabilities	0,8	2	0,6	1	0,4	1	0,4	8	0,3	1	0,4	1	0,4	1	5,9	1
Total liabilities	7,4	16	5,5	13	5,8	14	-0,7	19	9,3	20	11,2	22	13,5	23	15,3	24
Total equity and liabilities	46,59	100	44,23	100	41,26	100	43,32	100	46,59	100	51,88	100	58,20	100	64,36	100
Working capital	4,7		5		5		5,5		6,2		7		9,0		10	
Net debt (u.a. Umlaufverm.)	-33,1		-14		-29		-26,8		-27,4		-28		-30,2		-32	
Gearing	-0,8		-0,4		-0,8		-0,8		-0,8		-0,7		0,0		0,0	

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

CASH FLOW STATEMENT VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																	
US\$ Millionen																	
	2001e	in %	2002e	in %	2003e	in %	2004	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	CAGR 00-08
Operating cash flow	0,5		0,4		3,5		3,4		2,6		4,0		5,3		7,0		32,7%
Cash flow from investments	5,8		2,4	-51	5,3		8,8		-0,7		-0,7		-0,7		-1,0		
Dividend payments	0,0		0,0		-5,3		-2,6		-1,6		-2,1		-2,8		-3,4		
Cash flow Financ. (e.g. buy back shares)	-4,7		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
Free cash flow	6,4		2,8		8,8		12,3		1,9		3,3		4,6		6,0		

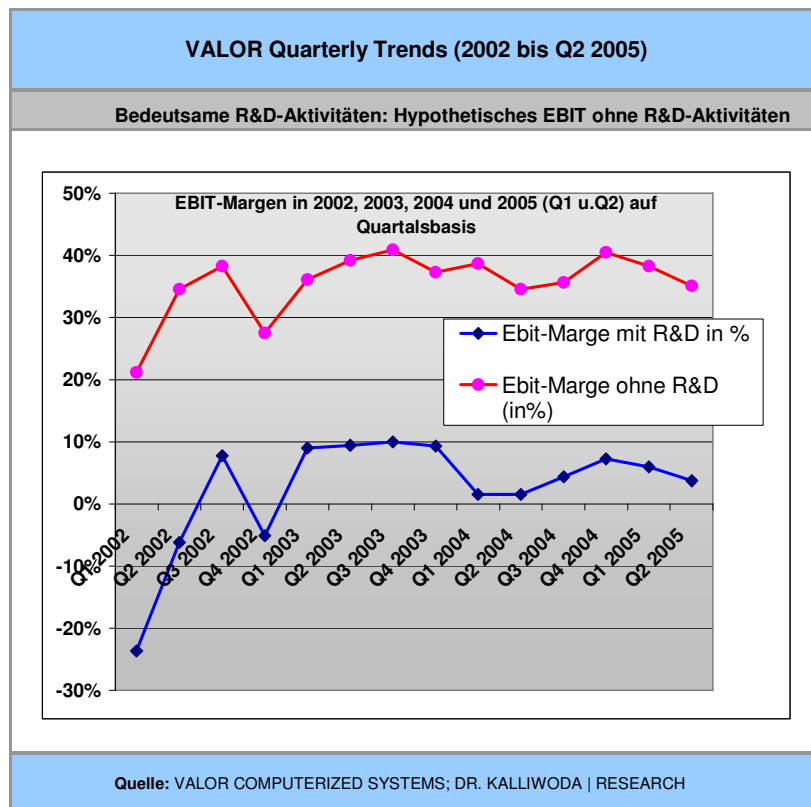
Source: DR.KALLIWODA | Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS



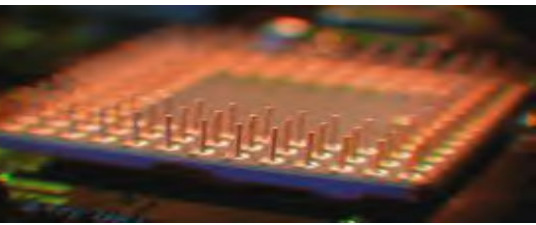
5.4 EBITRaD: Gewinn vor Zinsen, Steuern und Forschung & Entwicklung (R&D)

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 zweiten Quartal beträgt das EBITRad 35%.²



² Valor erzielte in Q2 2005 einen Umsatz von US\$ 9,003 Millionen, ein EBIT von US\$ 0,333 Millionen und hatte F&E-Kosten in Höhe von US\$ 2,825 Millionen.



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

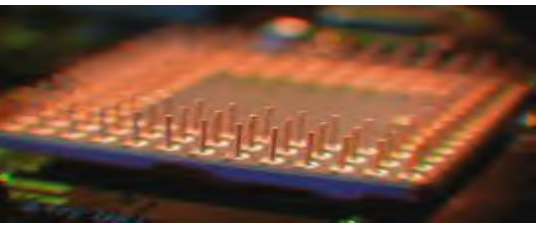
Tel.: 069-97205853

Tax.: 069-13303852262

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA-Analyst

E-Mail: research@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com



7. DISCLAIMER

This analysis was provided on behalf of the enterprise treated here. Opinions and estimations are based alone from the author (DR. KALLIWODA|RESEARCH).

These documents have been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. They may not be used in the United States of America under any circumstances. They may not be reproduced in whole or in part or otherwise made available without the written consent of DR.KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt. The distribution of these documents may be restricted by local law or regulation in certain jurisdictions. These documents are not intended for distribution to, or for the use by any person or entity in any such jurisdiction; persons accessing these documents are required to inform themselves about and observe any such restrictions. These documents are not an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any products. They do not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to conclude any transaction. Whilst the information provided on this statement has been prepared by DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt, based upon or by reference to sources, materials and systems that DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt believes to be reliable and accurate, DR. KALLIWODA RESEARCH, Frankfurt does not guarantee its completeness or accuracy. These documents do not purport to contain all of the information that an interested party may desire. In all cases, interested parties should conduct their own investigation and analysis of the transaction described in these documents and of the data set forth in them.

© Copyright by DR. KALLIWODA RESEARCH

Diese Analyse ist im Auftrag des hier behandelten Unternehmens erstellt worden. Meinungen und Schätzungen stammen alleine vom Autor (DR. KALLIWODA | RESEARCH).

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf des beschriebenen Produktes dar und ist keine Beratung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Sie beruht auf Informationen aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über die Märkte und die besprochenen Wertpapiere zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ohne Anspruch auf Vollständigkeit und ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation darf nur in Deutschland verwendet werden.