



# COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

August, 10, 2004



**VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS**  
Software / Technology

**Rating: Unchanged BUY**

Last price: € 2,30  
Fair value: € 4,35

## VALOR in attraktiven Märkten unterwegs

- Starkes Umsatzwachstum in Q2 2004
- Hohe R&D-Kosten; Produkte TraceXpert and Trilogy überzeugen
- Valors Entwicklung zum One Stop Shop-Anbieter

### COMPANY DESCRIPTION

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

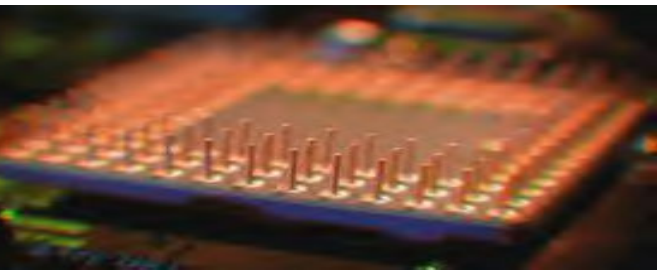


Source: Deutsche Börse AG; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Figures in EUR	2002	2003	2004e	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,14	0,20	0,22
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,23	0,26
Revenues (mln)	23,0	25,6	30,5	34,2	37,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	2,6	3,6	4,1
net cash per share	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8
net Cash	32,7	30,7	32,9	32,0	32,0
Free Cash Flow	3,3	9,4	0,6	0,1	0,1
P/E	-	21,5	15,8	11,4	10,1
P/S	-	1,6	1,3	1,2	1,1
Price (curr)	2,25				18,25
52W high	4,35				12,7
52w low	2,1				39,2%
Market Cap (mln)	41,1				0,005%
ROE curr	n.m.				VCR
Sales CAGR 00-05	8%				VCR
Web Page	www.valor.com				928731
Shares out (mln)					18,25
6M Avrg Vol (000s)					12,7
Free Float (in %)					39,2%
Weight in TecDaxPrimeStandard					0,005%
Reuters code					VCR
Bloomberg					VCR
WKN					928731

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

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



**1. EXECUTIVE SUMMARY .....3**

**2. SUCCESSFUL 2. QUARTER 2004 .....4**

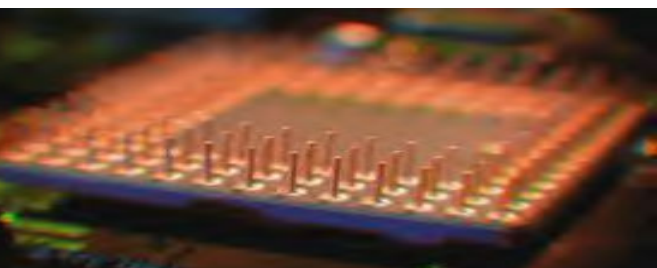
    2.1 DEVELOPMENT OF BALANCE SHEET .....6

    2.2 PROFIT- AND LOSS-ACCOUNTING .....7

**3. CONVINCING TRILOGY-SOLUTION AND TRACEXPERT PLATFORM.....8**

**4. CONTACT .....10**

**DISCLAIMER.....11**



## 1. EXECUTIVE SUMMARY

Die Valor Computerized Systems [Prime Standard: VCR, WKN 928 731], ist eines der führenden Anbieter von produktivitätssteigernden Softwarelösungen für die Elektronikindustrie. Valor Computerized Systems konnte im 2. Quartal 2004 den Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal um 18% auf Rekordniveau steigern.

Auf der Basis der von den Kunden und Experten akzeptierten Softwarelösungen, insbesondere der Trilogy 5000-Lösung und der TraceXpert-Plattform, schätzen wir im zweiten Halbjahr weiter steigende Umsätze. Unserer Meinung nach wird Valor den von uns in unserem Company Report vom 17. Mai 2004 veröffentlichten Umsatz von \$ 30,5 Mio für 2004 erreichen. Im dritten und vierten Quartal ist Valor traditionell stärker, so dass unsere Umsatzschätzungen defensiv erscheinen. Allerdings erhöhen wir die Schätzung der Forschungs- und Entwicklungskosten sowie der Marketingkosten und reduzieren unsere Gewinnschätzung auf \$ 0,12 für 2004. Wir behalten alle sonstigen Determinanten in unserem dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modell bei und erhalten einen fairen Wert der Aktie von € 4,35 gegenüber einem Kursziel von € 4,80 in unserer Basisstudie. Wir empfehlen die Aktie unverändert zum Kauf mit einem Kursziel von € 4,35 auf Sicht von 12 Monaten. Folgende Abbildungen zeigen die Ergebnisse unsere Sensitivitätsanalysen:

**SENSITIVITY ANALYSIS per Share**

	(EUR)	Discount factor				
	$\beta = 1$	0,07	0,08	0,09	0,10	0,11
	0,0%	5,09	4,49	4,04	3,69	3,42
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	5,29	4,62	4,13	3,76	<b>3,47</b>
	1,0%	5,52	4,77	4,23	<b>3,83</b>	3,53
	1,5%	5,80	4,95	<b>4,35</b>	3,92	3,58
	2,0%	6,13	<b>5,16</b>	4,49	4,01	3,65
	2,5%	<b>6,55</b>	5,40	4,65	4,11	3,72

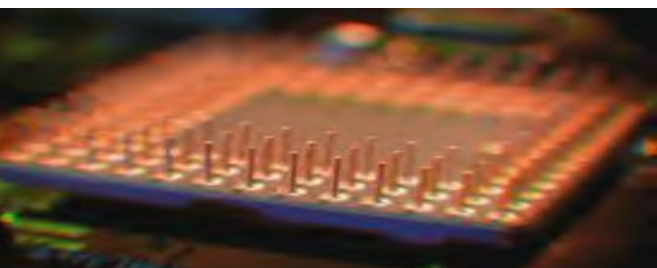
Source: Dr. Kalliwoda Research

**SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)**

	(Mio. EUR)	Discount factor				
	$\beta = 1$	6,7%	7,7%	8,7%	9,7%	10,7%
	0,0%	92	81	73	67	62
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	95	83	75	68	<b>63</b>
	1,0%	100	86	76	<b>69</b>	64
	1,5%	105	89	<b>79</b>	71	65
	2,0%	111	<b>93</b>	81	72	66
	2,5%	<b>118</b>	98	84	74	67

Source: Dr. Kalliwoda Research

Bei einer vorsichtig geschätzten langfristigen Wachstumsrate von 1,5% und einem Diskontierungs-Zinssatz von 9% zeigt unsere Sensitivitätsanalyse einen Aktienkurs von € 4,35 (linke Tabelle) und eine Marktkapitalisierung von € 79 Mio (rechte Tabelle).



## 2. ERFOLGREICHES 2. QUARTAL 2004

Valor konnte im 2. Quartal 2004 sowie im 1. Halbjahr den Umsatz deutlich steigern und hat dabei ein positives planmäßiges Ergebnis erwirtschaftet. Das Unternehmen konnte jetzt im 5. Quartal in Folge den Umsatz steigern. Folgende Tabelle zeigt die Q2 2004 Ergebnisse im Vergleich zum Q1 2004 sowie Q1 2004 im Vergleich zum Q1 2003:

VALOR Q2/2004 Zahlen in MIO \$					
	Q2 2004	Change to Q2 2003	Q2 2003	Q1 2004	Change to Q1 2003
<b>Revenues</b>					
Product Sales and Related Services	4,77	19,44%	4,00	4,61	19,73%
Maintenance	2,68	15,57%	2,32	2,54	10,91%
<b>Total Revenues</b>	<b>7,45</b>	<b>18%</b>	<b>6,31</b>	<b>7,15</b>	<b>16%</b>
<b>Cost of Revenues</b>					
Product Sales	0,84	322,61%	0,20	0,28	-2,41%
Maintenance	0,16	26,83%	0,12	0,20	28,10%
<b>Total Costs of Revenues</b>	<b>1,00</b>	<b>210%</b>	<b>0,32</b>	<b>0,48</b>	<b>8,13%</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>6,46</b>	<b>8%</b>	<b>5,99</b>	<b>6,67</b>	<b>17,09%</b>
<b>Research and Development Costs</b>	<b>2,46</b>	<b>31,25%</b>	<b>1,88</b>	<b>2,66</b>	<b>59,64%</b>
<b>Selling and Marketing Expenses</b>	<b>3,45</b>	<b>9,97%</b>	<b>3,14</b>	<b>3,34</b>	<b>9,63%</b>
<b>General and Administrative Expenses</b>	<b>0,43</b>	<b>14,13%</b>	<b>0,38</b>	<b>0,57</b>	<b>29,38%</b>
<b>Total Operating Costs and Expenses</b>	<b>6,34</b>	<b>17,67%</b>	<b>5,39</b>	<b>6,56</b>	<b>27%</b>
Impairment (loss) earnings	0,00	-100,00%	-0,01		
Profit from Operations	0,11	-80,94%	0,60	0,11	-79,75%
Financial Income, net	0,22	-31,06%	0,32	0,24	4,80%
<b>Profit before Taxes on Income</b>	<b>0,34</b>	<b>-63,48%</b>	<b>0,92</b>	<b>0,35</b>	<b>-54,99%</b>
Taxes on Income	0,04	-77,27%	0,15	0,06	-64,15%
<b>Profit before Income Tax due to Dividend Distribution</b>	<b>0,30</b>	<b>-60,70%</b>	<b>0,77</b>	<b>0,30</b>	<b>-52,65%</b>
Income Tax due to Dividend Distribution	0,00	-100,00%	-1,31		
<b>Net Profit Loss</b>	<b>0,30</b>		<b>-0,54</b>	<b>0,30</b>	<b>-52,65%</b>
Basic Earnings (Losses) per Share	0,02	-166,67%	-0,03	0,02	-33,33%
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,01	-133,33%	-0,03	0,01	-66,67%
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,26	0,99%	18,08	18,15	0,41%
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	20,60	13,95%	18,08	19,96	8,51%

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH

Der Umsatz im 2. Quartal 2004 ist gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 18 Prozent auf fast \$ 7,5 Mio gestiegen. Dies ist ein Quartalserlös auf Rekordniveau. Im gesamten 1. Halbjahr 2004 erzielte Valor Computerized Systems \$ 14,6 Mio. was eine Steigerung von 17,3 Prozent im Vergleich zur Vorjahresperiode entspricht.

Im 2. Quartal wurde ein Nettogewinn von \$ 0,301 Mio. erzielt. Das entspricht einem Gewinn je Aktie von 0,02 US-Dollar. Im Vorjahresquartal hatte Valor nach einer Dividendenzahlung noch einen Nettoverlust von \$ 0,539 Mio. ausgewiesen. Dies führte zu einem Verlust von \$ 0,03 je Aktie.

Valor generierte im 2. Quartal mit \$ 0,958 Mio einen positiven operativen Netto-Cashflow. Im gesamten ersten Halbjahr 2004 beträgt der operative Netto-Cashflow \$ 2,2 Mio.



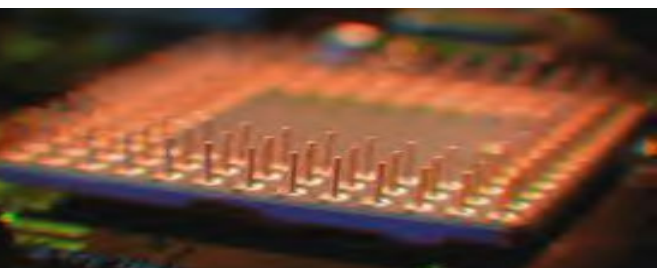
Valor schafft sich einen weiteren Wettbewerbsvorsprung in ihren Spezial-Nischen, wenn es technologisch auf höchstem Niveau agiert und ihre Produktlösungen weiter optimiert. Daher sind die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung im 2. Quartal 2004 planmäßig gegenüber dem Vorjahresquartal deutlich um 31 Prozent auf \$ 2,46 Mio. gestiegen. Das Unternehmen legt keinen großen Wert auf eine kurzfristige Gewinn-Maximierung sondern auf eine langfristige Wertschöpfung, die durch eine Ausweitung des Marktanteils und einer Technologieführerschaft in ihren Spezialprodukten erzielt werden soll. Daher sind die Aufwendungen für Sales & Marketing im ersten Halbjahr 2004 gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 10 Prozent auf \$ 6,79 Mio. gestiegen. Durch die planmäßige Erhöhung der Forschungs- & Entwicklungsaktivitäten fällt das positive EBIT von \$ 0,114 Mio. gegenüber dem EBIT des Vorjahreszeitraum mit \$ 0,598 Mio. niedriger aus.

## 2.1 BILANZENTWICKLUNG

VALOR First Half/2004 CONSOLIDATED BALANCE SHEETS in MIO \$				
	JUNE 30	Change	JUNE 30	DECEM 31
	2004	to June 2003	2003	2003
<b>ASSETS</b>				
<b>CURRENT ASSETS</b>				
Cash and cash equivalents	7,19	67,48%	4,29	7,65
Short-term deposits	23,05	107,31%	11,12	22,66
Marketable securities	0,43		0,00	0,48
Trade receivables, net	4,51	29,74%	3,47	4,61
Jointly controlled entity	1,83	-18,83%	2,26	1,80
Other current assets	1,51	47,47%	1,03	1,37
<b>Total current assets</b>	<b>38,52</b>	<b>74%</b>	<b>22,17</b>	<b>38,58</b>
<b>PROPERTY AND EQUIPMENT, NET</b>	<b>1,83</b>	<b>-11%</b>	<b>2,05</b>	<b>1,79</b>
<b>LONG-TERM DEPOSITS</b>	<b>0,00</b>	<b>-100,00%</b>	<b>19,84</b>	<b>0,00</b>
<b>DEFERRED TAX ASSETS</b>	<b>0,62</b>	<b>50,36%</b>	<b>0,41</b>	<b>0,62</b>
<b>INTANGIBLE ASSETS, NET</b>	<b>0,12</b>	<b>-66,67%</b>	<b>0,35</b>	<b>0,27</b>
<b>TOTAL ASSETS ATTRIBUTED TO DISCONTINUED OP.</b>	<b>0,00</b>	<b>-100,00%</b>	<b>0,03</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>41,08</b>	<b>-8%</b>	<b>44,84</b>	<b>41,26</b>
<b>LIABILITIES AND EQUITY</b>				
<b>CURRENT LIABILITIES:</b>				
Trade payables	0,56	5,48%	0,53	0,43
Employees and payroll accruals	1,52	45,25%	1,04	1,59
Deferred Revenues	3,71	37,55%	2,70	2,30
Accrued dividend	0,00	-100,00%	5,28	0,00
Other current liabilities	1,09	4,00%	1,05	0,94
<b>Total current liability</b>	<b>6,88</b>	<b>-35,16%</b>	<b>10,60</b>	<b>5,26</b>
<b>ACCRUED SEVERANCE PAY, NET</b>	<b>0,59</b>		<b>0,50</b>	<b>0,56</b>
<b>Total Equity</b>	<b>33,62</b>	<b>-0,45%</b>	<b>33,77</b>	<b>35,43</b>
<b>TOTAL LIABILITIES AND EQUITY</b>	<b>41,08</b>	<b>-8%</b>	<b>44,84</b>	<b>41,26</b>

Source: VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

Auffällig an den Bilanzen sind die Umschichtungen von langfristig geparkten Finanzmitteln zu kurzfristigen Finanzmitteln. Auf der Basis unserer Unternehmens-Interviews gehen wir davon aus, dass das Unternehmen ihr Produktportfolio durch den Kauf geeigneter Unternehmen ergänzen möchte. Im fragmentierten Markt für Leiterplattenbestückung und Produktionskontrolle bestehen kleinere Unternehmen, die von großen Produzenten der Elektronikindustrie nicht genügend wahr genommen werden, aber dennoch für Valors Wertschöpfungskette interessante Produkt-Lösungsbausteine haben. Ein Kauf solcher Unternehmen würde für Valor strategisch sinnvoll sein.



## 2.2 GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

Die folgende Tabelle zeigt die Gewinn- und Verlustrechnung. Sie zeigt einen Netto-Gewinn von \$ 2,6 Mio. für das Geschäftsjahr 2004 und von \$ 3,6 Mio. für 2005.

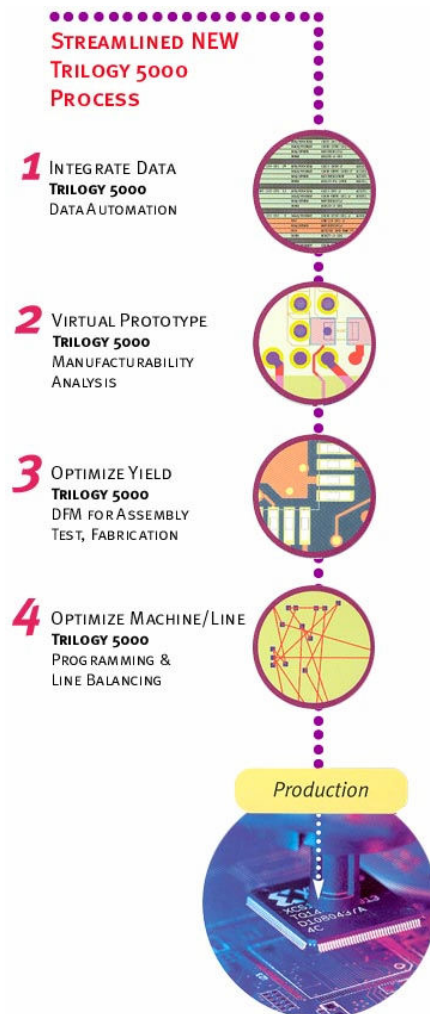
PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS AG								
\$ mln								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e	CAGR 00-05
<b>Revenues</b>	25,1	29,3	24,9	23,0	25,6	30,5	34,2	8,1%
% change		16,9%	-15,1%	-7,4%	11,2%	19,1%	12,1%	
<b>COGS</b>	-4,3	-3,6	-3,3	-2,3	-1,7	-2,2	-2,8	
% of revenues	17%	12%	13%	10%	7%	2%	3%	
<b>Gross income</b>	20,7	25,7	21,6	20,7	23,9	28,3	31,4	8%
% change		23,8%	-16,0%	-4,0%	15,6%	18,2%	11,0%	
<b>Gross margin</b>	83%	88%	87%	90%	93%	93%	92%	
<b>R &amp; D</b>	-3,5	-6,9	-10,5	-8,5	-9,1	-11,0	-11,0	
% of revenues	14%	23%	42%	37%	35%	-36%	-31%	
<b>S, S&amp;A (Distr./Mark.)</b>	-12,9	-15,9	-16,5	-13,0	-12,4	-14,3	-16,0	
% of revenues	52%	54%	66%	56%	49%	-47%	-45%	
<b>Other op. Income</b>	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	
<b>EBITDA</b>	4,3	2,9	-5,4	-1,4	2,4	3,0	4,4	
% of revenues	17%	10%	-22%	-6%	9%	10%	13%	
<b>EBITDA margin</b>	17%	10%	-22%	-6%	9%	3%	4%	
<b>EBIT</b>	4,3	2,9	-5,4	-1,4	2,4	3,0	4,4	
% of revenues	17%	10%	-22%	-6%	9%	10%	13%	
<b>EBIT margin</b>	17%	10%	-22%	-6%	9%	3%	4%	
<b>Financial result</b>	1,3	-0,4	2,1	0,7	1,2	0,6	0,6	
<b>Pre tax income</b>	5,6	2,5	-3,3	-0,8	3,6	3,6	5,0	
% of revenues	22,4%	8,5%	-13,2%	-3,3%	14,2%	11,7%	14,6%	
<b>Taxes</b>	-0,2	0,2	0,0	0,0	-1,7	-1,0	-1,4	
Tax rate	3,5%	-8,3%	-0,5%	-2,1%	47,3%	27,9%	28,0%	
<b>Minorities</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Net income (Ex adj.)</b>	5,4	2,7	-3,3	-0,8	1,9	2,6	3,6	
% of revenues	22%	9%	-13%	-3%	7%	8%	11%	
<b>Net margin</b>	22%	9%	-13%	-3%	7%	3%	4%	
# shares out (mln)	15,52	18,75	18,54	18,07	18,05	18,05	18,05	
<b>EPS</b>	2,58	0,15	-0,18	-0,04	0,11	0,14	0,20	

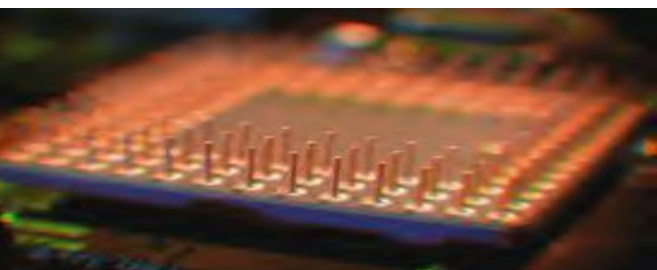
Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH



### 3. TRILOGY-LÖSUNG UND TRACEXPERT PLATTFORM ÜBERZEUGEN

Trilogy 5000 engineering eignet sich zur Fertigung von kleinsten elektronischen Komponenten. Es beseitigt Datenprobleme durch die Integration aller zu verarbeitenden Produktionsinformationen logistischer und technischer Art auf einer gemeinsamen Datenbasis. Daher erhöht Trilogy 5000 die Produktivität von Herstellungsprozessen. Die Produktqualität steigt, Fehlproduktionen werden minimiert und Produktionsressourcen werden eingespart. Folgendes Schaubild verdeutlicht die Prozesskette des Trilogy 5000:





Das Produkt TraceXpert optimiert Kontrollprozesse und verbessert die Leistung der Hersteller elektronischer Produkte etwa in der Automobil-, Telekommunikations- und Unterhaltungselektronik. In der folgenden Abbildung wird ein effizienter Kontrollkreislauf in einem Produktionsprozess ersichtlich, der mit Hilfe von TraceXpert implementiert werden kann. Beispielsweise ist das „Automatic Program Selection“ sehr relevant, da es das richtige Produktionsprogramm auswählt. Dieses Modul liest den Barcode von Leiterplattenchargen, die verarbeitet werden sollen. Es trägt zur Produktionsflexibilität bei, spart Zeit und steigert den Gewinn der Herstellerunternehmen.



Das Modul „Global Performance Monitor“ zeigt in übersichtlicher Benutzerführung, an welchen Stellen einer Prozesskette die häufigsten Produktionsfehler entstehen und um welche Art von Fehlern es sich dabei handelt. Dieses Modul steigert die Produktqualität und spart ebenfalls Zeit.

Vermeintlich einfache Module wie „Low Level Warning“ alarmieren den Produzenten, welche Vorrats-Quellen fast leer sind. Ein Maschinen-Stop kann durch diese rechtzeitige Information verhindert werden. Auch dieses Modul führt zwangsläufig zur Produktivitätssteigerung und zu einer Zeitersparnis. Valor gewinnt mit diesem Produkt weiterhin Schlüsselkunden.



## 4. CONTACT

# VALOR

### **VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS, LTD.**

P.O. Box 152, Yavne 70600, Israel

Tel: (+972) 89432430

Fax: (+972) 89432429

Email: [danh@valor.com](mailto:danh@valor.com) (Finanzvorstand)

[alonl@valor.com](mailto:alonl@valor.com) (Global Marketing Communications &  
Investor Relations Manager)

Web: [www.valor.com](http://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](mailto:research@kalliwoda.com)

[www.kalliwoda.com](http://www.kalliwoda.com)



## Disclaimer

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

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