



# COMPANY UPDATE

DR. KALLIWODA EQUITY RESEARCH

November, 27, 2004

## VALOR

VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS  
Software / Technology

**Rating: Unchanged BUY**

Last price: € 2,15  
Fair value: € 4,40

### VALOR GENERIERT CASH-COWS: UMSATZREKORD

- Weitere Verbesserung der Produkte TraceXpert and Trilogy; Gute Bilanz und starker Operativer Cash-Flow für 2005 erwartet
- Valors Chance liegt in asiatischen Märkten als 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.

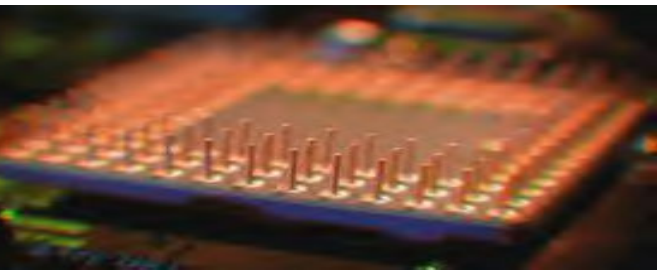


Source: Deutsche Börse; VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS Inc.

Figures in EUR	2002	2003	2004e	2005e	2006e
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,11	0,09	0,15	0,22
EPS Consensus	-0,04	0,11	0,13	0,23	0,26
Revenues (mln)	23,0	25,6	30,5	35,5	48,0
net Income (adj.)	-0,8	1,9	1,6	2,8	4,0
net cash per share	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8
net Cash	32,6	31,3	30,9	32,0	32,0
Free Cash Flow	0,8	8,4	2,0	1,0	2,4
P/E	-	20,5	23,9	14,2	9,9
P/S	-	1,5	1,3	1,1	0,8
Price (curr)	2,15				
52W high	4,35				
52w low	1,95				
Market Cap (mln)	39,2				
ROE curr	n.m.				
Sales CAGR 00-05	8%				
Web Page	www.valor.com				
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

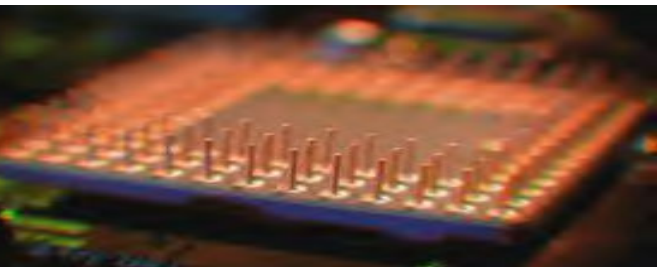
Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH



---

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>1. EXECUTIVE SUMMARY.....</b>	<b>3</b>
<b>2. ERFOLGREICHES 3. QUARTAL 2004 .....</b>	<b>4</b>
<b>3. STARKES WACHSTUM IN ASIEN .....</b>	<b>5</b>
<b>4. VALOR PRODUKTE + MARKTPOTENTIAL.....</b>	<b>7</b>
<b>5. BEISPIEL-KUNDEN VON VALOR .....</b>	<b>8</b>
<b>6. VALOR PROFIT &amp; LOSS BIS 2008 .....</b>	<b>8</b>
<b>7. BILANZ + CASHFLOW-STATEMENT BIS 2008 .....</b>	<b>8</b>
<b>8. CONTACT .....</b>	<b>8</b>
<b>9. DISCLAIMER.....</b>	<b>8</b>



## 1. EXECUTIVE SUMMARY

Die Valor Computerized Systems [Prime Standard: VCR, WKN 928 731], ist einer der führenden Anbieter von produktivitätssteigernden Softwarelösungen für die Elektronikindustrie. Valor Computerized Systems konnte im 3. Quartal 2004 den Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal um 22% von 3,95 Mio. US-Dollar auf 5,08 Mio. US-Dollar 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 letzten Quartal einen Umsatz von 8,1 Mio. US-Dollar. Der Gesamtumsatz für das gesamte Geschäftsjahr 2004 wird dann 30,5 Mio. US-Dollar erreichen.

Unserer Meinung nach wird Valor den von uns in unserem Company Report vom 17. Mai 2004 veröffentlichten Umsatz von 30,5 Mio. US-Dollar für 2004 erzielen. Im vierten Quartal ist Valor traditionell stark, so dass unsere Umsatzschätzungen defensiv erscheinen. Unsere erhöhte Prognosen für die Forschungs- und Entwicklungskosten sowie der Marketingkosten trafen im 3. Quartal ein. Die Forschungs- und Entwicklungskosten sind um fast 20% auf 2,44 Mio. US-Dollar gestiegen. Diese Entwicklungsarbeit dient als Basis für weitere Marktführerschaft und Umsatz- und Ergebniswachstum in den nächsten Jahren.

Unsere Gewinnschätzung lautet 0,09 US-Dollar für 2004. Auf der Basis der weiterentwickelten Produkte, der Erweiterung der Kundenbasis sowie der Gründung einer asiatischen Tochter mit neuem und erfahrenem Management-Team erhöhen wir die Umsatz- und Gewinnschätzungen für die Geschäftsjahre 2005 bis 2008 gemäß untenstehender Tabelle auf S. 7\*. Alle sonstigen Determinanten in unserem dreistufigen Discount-Cash-Flow-Modell behalten wir bei und erhalten einen fairen Wert der Aktie von € 4,40 (leicht höher zu unserer vorhergehenden Schätzung in unserem letzten Company-Update von € 4,35). Wir empfehlen die Aktie unverändert zum Kauf. Sie ist auf dem momentanen Kursniveau von € 2,15 stark unterbewertet. Folgende Abbildungen zeigen die Ergebnisse unserer Sensitivitätsanalysen:

**SENSITIVITY ANALYSIS per Share**

	(EUR)	Discount factor				
	$\beta = 1,6$	0,10	0,11	0,12	0,13	0,14
	0,0%	4,90	4,54	4,24	3,99	3,79
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	4,97	4,59	4,28	4,03	<b>3,81</b>
	1,0%	5,05	4,65	4,33	<b>4,06</b>	3,84
	1,5%	5,15	4,72	<b>4,37</b>	4,10	3,86
	2,0%	5,25	<b>4,79</b>	4,43	4,14	3,89
	2,5%	<b>5,37</b>	4,87	4,49	4,18	3,93

Source: Dr. Kalliwoda Research

**SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)**

	(Mio. EUR)	Discount factor				
	$\beta = 1,6$	9,7%	10,7%	11,7%	12,7%	13,7%
	0,0%	99	92	86	81	77
CAGR of revenues in terminal phase	0,5%	100	93	87	81	<b>77</b>
	1,0%	102	94	87	<b>82</b>	78
	1,5%	104	95	<b>88</b>	83	78
	2,0%	106	<b>97</b>	90	84	79
	2,5%	<b>109</b>	99	91	85	79

Source: Dr. Kalliwoda Research

Bei einer vorsichtig geschätzten langfristigen Wachstumsrate von 1,5% und einem Diskontierungs-Zinssatz von 12% zeigt unsere Sensitivitätsanalyse einen Aktienkurs von € 4,40 (linke Tabelle) und eine Marktkapitalisierung von € 88 Mio (rechte Tabelle).

## 2. ERFOLGREICHES 3. QUARTAL 2004

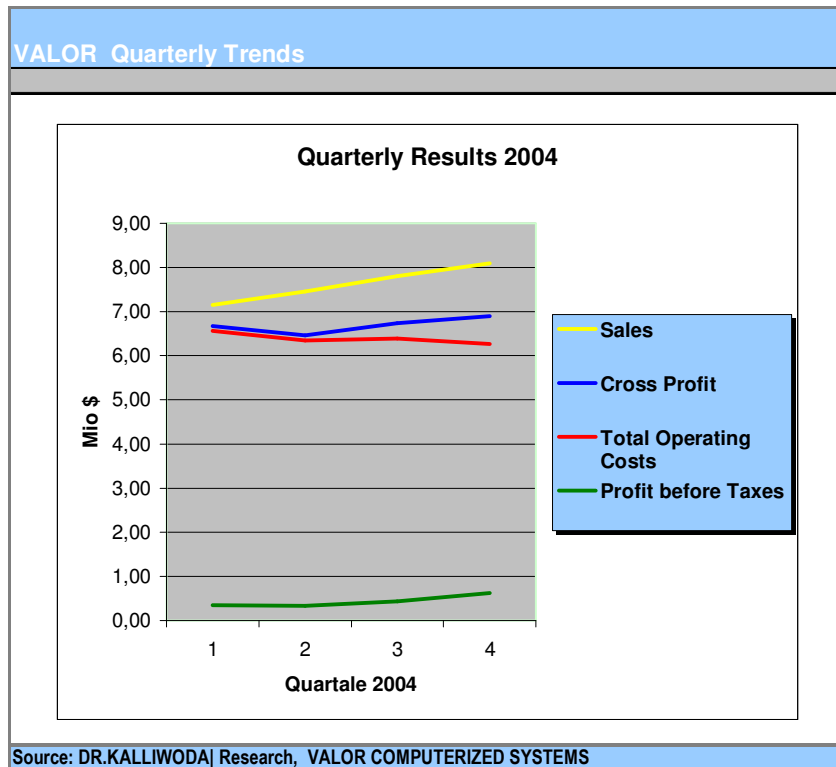
### Valor steigert Umsatz im 3. Quartal 2004 auf Rekordniveau

Die folgende Tabelle zeigt die einzelnen Quartale des Geschäftsjahres 2004 sowie die Schätzungen für das 4. Quartal 2004. In den drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres wurde ein Umsatz von insgesamt 22,4 Mio. US-Dollar erzielt. Dies ist einer Zunahme von 19 % gegenüber dem Vergleichszeitraum 2003.

VALOR Q3/2004 Figures in Mio. \$ and Estimates for Q4/2004													
	Q1 2004	Q1 2003	Change to Q1 2003	Q2 2004	Q2 2003	Change to Q2 2003	Q3 2004	Q3 2003	Change to Q3 2003		Q4e 2004	Q4 2003	
<b>Revenues</b>													
Product Sales and Related Services	4,61	3,85	19,73%	4,77	4,00	19,44%	5,08	3,95	28,55%		14,46	5,50	4,42
Maintenance	2,54	2,29	10,91%	2,68	2,32	15,57%	2,72	2,40	13,42%		7,94	2,60	2,39
<b>Total Revenues</b>	<b>7,15</b>	<b>6,14</b>	<b>16%</b>	<b>7,45</b>	<b>6,31</b>	<b>18%</b>	<b>7,80</b>	<b>6,35</b>	<b>23%</b>		<b>22,41</b>	<b>8,10</b>	<b>6,81</b>
<b>Cost of Revenues</b>													
Product Sales	0,28	0,29	-2,41%	0,84	0,20	322,61%	0,86	0,20	329,35%		1,99	0,95	0,32
Maintenance	0,20	0,15	28,10%	0,16	0,12	26,83%	0,21	0,18	15,93%		0,56	0,25	0,21
<b>Total Costs of Revenues</b>	<b>0,48</b>	<b>0,44</b>	<b>8%</b>	<b>1,00</b>	<b>0,32</b>	<b>210%</b>	<b>1,07</b>	<b>0,38</b>	<b>180%</b>		<b>2,55</b>	<b>1,20</b>	<b>0,53</b>
<b>Gross Profit</b>	<b>6,67</b>	<b>5,70</b>	<b>17%</b>	<b>6,46</b>	<b>5,99</b>	<b>8%</b>	<b>6,73</b>	<b>5,97</b>	<b>13%</b>		<b>19,86</b>	<b>6,90</b>	<b>6,28</b>
<b>Research and Development Costs</b>	<b>2,66</b>	<b>1,67</b>	<b>59,64%</b>	<b>2,46</b>	<b>1,88</b>	<b>31,25%</b>	<b>2,44</b>	<b>1,96</b>	<b>24,53%</b>		<b>7,56</b>	<b>2,45</b>	<b>1,90</b>
<b>Selling and Marketing Expenses</b>	<b>3,34</b>	<b>3,04</b>	<b>9,63%</b>	<b>3,45</b>	<b>3,14</b>	<b>9,97%</b>	<b>3,49</b>	<b>2,97</b>	<b>17,71%</b>		<b>10,28</b>	<b>3,40</b>	<b>3,30</b>
<b>General and Administrative Expenses</b>	<b>0,57</b>	<b>0,44</b>	<b>29,38%</b>	<b>0,43</b>	<b>0,38</b>	<b>14,13%</b>	<b>0,45</b>	<b>0,49</b>	<b>-7,16%</b>		<b>1,45</b>	<b>0,46</b>	<b>0,37</b>
<b>Total Operating Costs and Expenses</b>	<b>6,56</b>	<b>5,15</b>	<b>27%</b>	<b>6,34</b>	<b>5,39</b>	<b>18%</b>	<b>6,39</b>	<b>5,42</b>	<b>18%</b>		<b>19,29</b>	<b>6,31</b>	<b>5,57</b>
<b>Impairment (loss) earnings</b>				<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>	<b>-100,00%</b>							
Profit from Operations	0,11	0,55	-79,75%	0,11	0,60	-80,94%	0,34	0,55	-38,34%		0,57	0,59	0,72
Financial Income, net	0,24	0,23	4,80%	0,22	0,32	-31,06%	0,10	0,28	-65,23%		0,56	0,10	0,38
<b>Profit before Taxes on Income</b>	<b>0,35</b>	<b>0,78</b>	<b>-55%</b>	<b>0,34</b>	<b>0,92</b>	<b>-63%</b>	<b>0,44</b>	<b>0,83</b>	<b>-47%</b>		<b>1,13</b>	<b>0,69</b>	<b>1,09</b>
Taxes on Income	0,06	0,16	-64,15%	0,04	0,15	-77,27%	0,04	-0,02	-268,18%		0,13	0,06	1,42
<b>Profit bef.Inc.Tax due to Divid.Distribution</b>				<b>0,30</b>	<b>0,77</b>	<b>-61%</b>	<b>0,40</b>	<b>0,85</b>	<b>-53%</b>		<b>0,70</b>	<b>0,63</b>	<b>0,29</b>
Income Tax due to Dividend Distribution				0,00	-1,31	-100,00%	0,00	0,00			0,00	0,00	1,31
<b>Net Profit (Loss)</b>	<b>0,295</b>	<b>0,623</b>	<b>-53%</b>	<b>0,30</b>	<b>-0,54</b>	<b>-156%</b>	<b>0,40</b>	<b>0,85</b>			<b>1,00</b>	<b>0,63</b>	<b>0,97</b>
Basic Earnings (Losses) per Share	0,02	0,03	-33,33%	0,02	-0,03	-154,98%	0,02	0,05	-56,41%		0,06	0,03	0,06
Diluted Earnings (Losses) per Share	0,01	0,03	-66,67%	0,01	-0,03	-133,33%	0,02	0,04	-50,41%		0,04	0,03	0,06
Weighted Av. No. Of Shares Basic Earnings	18,15	18,08	0,41%	18,26	18,08	0,99%	18,40	18,08	1,78%		18,40	18,40	18,08
Weighted Av. No. Of Shares Diluted Earnings	19,96	18,40	8,51%	20,60	18,08	13,95%	20,22	19,48	3,76%		20,22	19,48	

Source: Valor Computerized Systems - DR.K

Der Nettogewinn stieg nach 3 Quartalen in 2004 auf 1 Mio. US-Dollar (6 % höher als im Vorjahreszeitraum). Die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen stiegen in den ersten drei Quartalen um 38 % auf 7,6 Mio. US-Dollar mit dem Ziel, marktführende und margenträchtige Technologie-Lösungen bei globalen Kunden platzieren zu können. Valor beschäftigt derzeit weltweit 222 Mitarbeiter was einem Wachstum von 18 % zum Vorjahreszeitraum entspricht. In den ersten drei Quartalen des laufenden Geschäftsjahres ist ein operativer Cashflow von 2,4 Mio. US-Dollar erzielt worden. Valor hat nun zum sechsten mal in Folge ein Umsatzwachstum erzielt. Die folgende Graphik zeigt die sich kontinuierlich verbessernden Unternehmensdaten von Q1 bis Q3 2004. Der Umsatz und das Brutto-Ergebnis und das Ergebnis vor Steuern ist in jedem Quartal des Geschäftsjahres 2004 kontinuierlich angestiegen während die Gesamtkosten (Total Operating Costs) verringert werden konnten. Für das letzte Quartal 2004 rechnen wir mit einer weiteren Umsatzerhöhung aufgrund des wachsenden Auftragsbestandes und der erfolgreichen Kunden-Akquise insbesondere in den asiatischen Märkten. Wir gehen von einer Steigerung von 7,8 Mio. US-Dollar im dritten Quartal auf 8,1 Mio. US-Dollar im vierten Quartal aus. Auch der Bruttogewinn sollte von 6,73 Mio. US-Dollar im dritten Quartal auf 6,9 Mio. US-Dollar im vierten Quartal 2004 klettern. Den zu versteuernden Gewinn veranschlagen wir auf 0,69 Mio. US-Dollar im vierten Quartal 2004 nach 0,44 Mio. US-Dollar im dritten Quartal 2004.

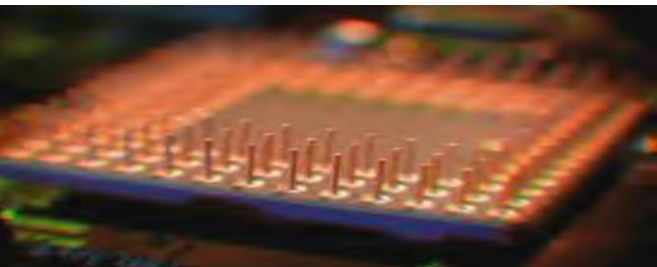


### 3. STARKES WACHSTUM IN ASIEN

Valor könnte sicherlich nach diesem Jahr 2004 einen höheren Gewinn ausweisen, wenn weniger in Forschung & Entwicklung investiert worden wäre. Dies wäre allerdings nur ein kurzer positiver Effekt für die Aktionäre. Die Investitionen in Forschung & Entwicklung zum Ausbau der Produktqualität und Produktpalette ist für das Management zurecht wichtiger und sichert zukünftiges Wachstum und stärkt Valors führende Marktposition. Valors Investitionen machen sich insbesondere in Asien positiv bemerkbar.

Valors asiatische Tochtergesellschaft ist jetzt noch besser aufgestellt. Die Anzahl der Mitarbeiter hat sich vor Ort verdoppelt und wird von einem erfahrenen Management-Team geleitet. Wir gehen von einem starken Ansteigen des Geschäftsvolumens von Valor in Asien aus was sich positiv auf den Gesamtumsatz und auf das Ergebnis auswirken wird.

Valor hat neue bedeutende Kunden im dritten Quartal hinzugewonnen und es gelang dem Unternehmen ihre Position auf dem weltweiten Markt der Leiterplatten-Fertigung deutlich auszubauen. Valor ist mit liquiden Mitteln in Höhe von über 30 Mio. US-Dollar finanziell sehr gut aufgestellt und hat die Möglichkeit, sinnvolle M&A-Aktivitäten durchzuführen. Dass Valor fähig ist, getätigte Akquisitionen effizient zu integrieren, hat das Unternehmen mit der schnellen und nahtlosen Integration der TraceXpert Solution in die Produktfamilie von Valor bereits bewiesen.



## 4. VALOR PRODUKTE + MARKTPOTENTIAL

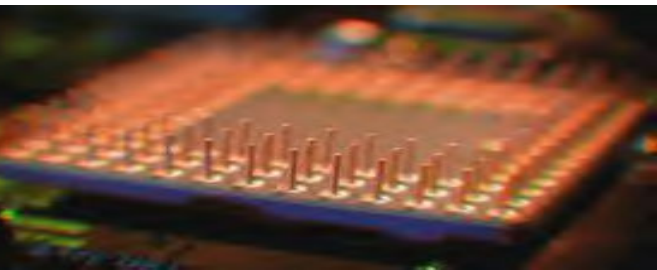
Valor Computerized Systems bedient lukrative Märkte mit professionellen Produktlösungen. Alle von Valor bedienten Teilmärkte haben ein jährliches Volumen von insgesamt 410 Mio. US-Dollar. Der Druck der Elektronikhersteller, ihre Fehlerquote bei ihrer Produktion zu minimieren und ihre gesamte Produktionseffizienz zu steigern, nimmt ständig zu. Die Elektronik-Hersteller sind durch den Wettbewerbsdruck und durch den ständigen und raschen Produktwandel auf produktivitätssteigernde Softwarelösungen, wie sie Valor anbietet, angewiesen.

Zahlreiche Elektronik-Massenhersteller sind in Asien beheimatet. Wir rechnen damit, dass Valor in 5 Jahren die Hälfte ihres Gesamtumsatzes in Asien erzielen wird (derzeit unter 20%). Ein wichtiger Wachstumstreiber von Valor ist das Produkt Trilogy 5000. Dieses Produkt ist ein Simulations- und Herstellungsoptimierungskonzept und wird von namhaften Kunden als das effizienteste von allen Anbietern betrachtet. Wir schätzen eine nachhaltige Penetration bestehender Kunden mit steigendem Umsatz je Kunden. Ferner setzt sich Valors Produkt TraceXpert als Pflichtprodukt für Elektronik-Hersteller durch.

Folgende Teil-Märkte mit ihrer zugehörigen Größe sowie die von Valor angebotenen und auf die Teil-Märkte zielenden Produktlösungen sind in folgender Graphik veranschaulicht.

Valor Produkte, zugehörige Märkte und jährliches Marktvolumen in 2004			
Valor Produkte	Valor Produktumsätze in %	Marktsegmente in der Elektr.-Herstellungsindustrie	Zugehöriges jährl. Marktvolumen mio Dollar
TraceXpert	9	Assembly MES manufact.	200
Trilogy 5000	33	Assembly MES manufact.	
Enterprise 3000	21	Design	30
Frontline Products	31	Fabrication	80
VPL	6	Parts Library	100
	100		410

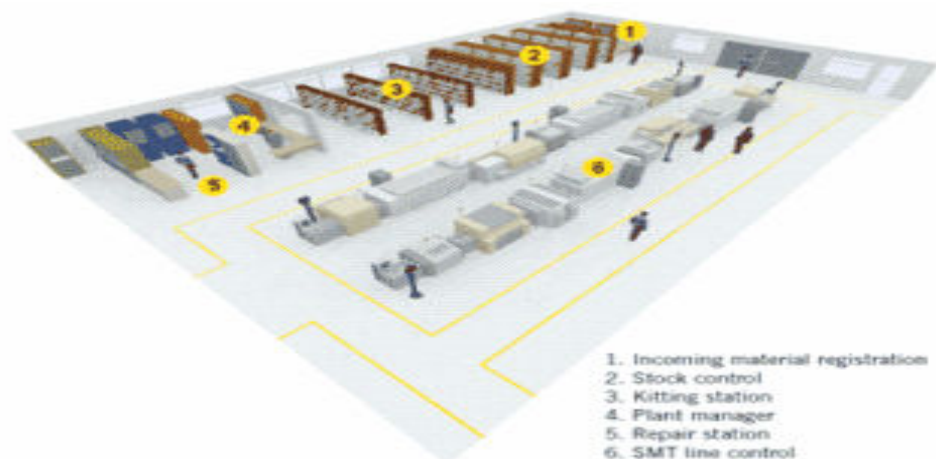
Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS



## 5. BEISPIEL-KUNDEN VON VALOR

Produktqualität hängt von einer professionellen Herstellung ab. Für eine professionelle Herstellung ist Traceability-Software unerlässlich (Traceability-Software unterstützt die Fehleranalyse und die Zurückverfolgung von Produktbausteinen in einem Fertigungsprozess). Die dänische Firma Bang & Olufsen und der deutsche Automobilzulieferer Continental Temic haben Valor Traceability Software in ihren Produktionsstätten eingesetzt. Bei ihren Produktkomponenten, die in ihren Endprodukten eingesetzt werden, wurde eine Erhöhung der Produktqualität festgestellt. Es wurde bei der Produktion zudem Zeit eingespart, die Rüstzeiten von Produktionsmaschinen verringert und die Profitabilität gesteigert. Zur Veranschaulichung einer Traceability-gestützten „Produktionsstraße“ siehe folgende Graphik.

Die Software von Valor identifiziert hierbei fehlerhafte Produkte an relevanten Fertigungsschnittstellen. Nur die fehlerhaften Produkte werden zurückgerufen und ausgetauscht.



**Graphik 1:** In einer Fabrik eingesetztes MES-System manufacturing execution system (MES) mit Traceability-Funktion.

## 6. VALOR PROFIT & LOSS BIS 2008

Folgende Umsatzreihen basieren auf der von uns positiv eingeschätzten langfristigen Geschäftsentwicklung von Valor Computerized Systems. Die in den Gliederungspunkten 3,4 und 5 skizzierten Wachstumstreiber untermauern unsere Schätzungen. Risiken könnten insofern bestehen, als dass aufkommende Merger & Akquisitions-Transaktionen zu sehr vom operativen Geschäft ablenken könnten oder Integrationsmaßnahmen zu langwierig sind. Allerdings hat Valor bei seinen bisherigen M&A-Transaktionen Professionalität bewiesen und Mehrwerte geschaffen.

PROFIT & LOSS VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS									
\$ mln									
	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	CAGR 00-08
<b>Revenues</b>	<b>24,9</b>	<b>23,0</b>	<b>25,6</b>	<b>30,5</b>	<b>35,5</b>	<b>48,0</b>	<b>63,0</b>	<b>85,0</b>	<b>30,5%</b>
% change	-15,1%	-7,4%	11,2%	19,1%	16,4%	35,2%	31,3%	34,9%	
<b>COGS</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-10,5</b>	
% of revenues	13%	10%	7%	4%	4%	6%	-35%	12%	
<b>Gross income</b>	<b>21,6</b>	<b>20,7</b>	<b>23,9</b>	<b>26,8</b>	<b>31,1</b>	<b>42,1</b>	<b>55,3</b>	<b>74,5</b>	<b>30,5%</b>
% change	-16,0%	-4,0%	15,6%	11,7%	16,4%	35,2%	31,3%	34,9%	
<b>Gross margin</b>	<b>87%</b>	<b>90%</b>	<b>93%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>88%</b>	<b>55%</b>	<b>75%</b>	<b>83%</b>
<b>R &amp; D</b>	<b>-10,5</b>	<b>-8,5</b>	<b>-7,4</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-13,9</b>	<b>-17,4</b>	<b>-22,7</b>	
% of revenues	42%	37%	29%	-33%	-29%	-28%	-23%	30%	
<b>S, S&amp;A (Distr./Mark.)</b>	<b>-16,5</b>	<b>-13,0</b>	<b>-12,4</b>	<b>-13,7</b>	<b>-14,7</b>	<b>-19,9</b>	<b>-26,1</b>	<b>-35,2</b>	
% of revenues	66%	56%	49%	-45%	-41%	-41%	-35%	35%	
<b>Other op. Income</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-5,3</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3</b>	<b>7,8</b>	<b>11,1</b>	<b>39,4%</b>
% of revenues	-22%	-6%	9%	4%	9%	11%	12%	13%	
<b>EBITDA margin</b>	<b>-22%</b>	<b>-6%</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	
<b>EBIT</b>	<b>-5,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>11,2</b>	<b>39,7%</b>
% of revenues	-22%	-6%	9%	4%	9%	11%	13%	13%	
<b>EBIT margin</b>	<b>-22%</b>	<b>-6%</b>	<b>9%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	
<b>Financial result</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>33,3</b>	<b>1,1</b>	
<b>Pre tax income</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0</b>	<b>6,0</b>	<b>8,6</b>	<b>12,0</b>	<b>48,1%</b>
% of revenues	-13,2%	-3,3%	14,2%	6,0%	11,2%	12,4%	13,7%	14,1%	
<b>Taxes</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,2</b>	
Tax rate	-0,5%	-2,1%	47,2%	10,9%	30,3%	33,6%	35,0%	35,0%	
<b>Minorities</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>Net income (Ex adj.)</b>	<b>-3,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>	<b>30,5%</b>
% of revenues	-13%	-3%	8%	5%	8%	8%	9%	9%	
<b>Net margin</b>	<b>-13%</b>	<b>-3%</b>	<b>8%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	
# shares out (mln)	18,54	18,07	18,05	18,05	18,05	18,05	18,05	18,05	
<b>EPS</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,09</b>	<b>0,15</b>	<b>0,22</b>	<b>0,31</b>	<b>0,43</b>	<b>30,7%</b>

Quelle: DR. KALLIWODA | RESEARCH; Valor Computerized Systems

## 7. BILANZ + CASHFLOW-STATEMENT BIS 2008

Unsere Bilanzschätzungen berücksichtigen kontinuierliches Unternehmenswachstum unterstützt durch stabiles Cash-Flow-Wachstum. Die Bilanz wächst, obwohl wir hohe Dividenden-Ausschüttungen in unserer Cash-Flow-Analyse unterstellt haben. Siehe hierzu auch folgendes Cash-Flow-Statement im Anschluss der folgenden Bilanz-Schätzung.

BALANCE SHEET VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																
EUR mln																
	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	0,3	0,624	0,3	0,62	0,3	0,645	0,3	0,266	0,3	0
(thereof goodwill)	0,8	2	0,4	1	0,3	4	0,3	7	0,3	0,62	0,3	0,645	0,3	0,266	6,2	0
Tangible assets	2,8	6	2,2	5	1,8	4	2,8	7	3,8	7	4,9	10	5,9	10	1,8	9
Financial assets	1,7	4	2,1	5	1,8	4	1,8	4	1,8	4	1,8	4	1,8	2	1,8	3
<b>Fixed assets</b>	<b>6,0</b>	<b>11</b>	<b>5,2</b>	<b>11</b>	<b>4,1</b>	<b>9</b>	<b>5,1</b>	<b>11</b>	<b>6,1</b>	<b>11</b>	<b>7,2</b>	<b>15</b>	<b>8,2</b>	<b>12</b>	<b>10,1</b>	<b>12</b>
Inventories	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	25,1	0
Trade debtors	3,9	9	4,9	11	4,6	19	5,2	18	5,8	12	7,1	11	0,0	5	22,8	13
Other current assets	0,8	2	0,5	1	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	66,8	0
Cash & marketable sec.	35,7	78	34,0	77	32,8	79	32,6	76	33,8	74	36,5	79	40,8	71	0,0	72
<b>Current assets</b>	<b>40,4</b>	<b>89</b>	<b>39,5</b>	<b>89</b>	<b>37,4</b>	<b>98</b>	<b>37,8</b>	<b>7</b>	<b>39,6</b>	<b>87</b>	<b>43,6</b>	<b>91</b>	<b>40,8</b>	<b>76</b>	<b>23,0</b>	<b>84</b>
<b>Total assets</b>	<b>45,6</b>	<b>100</b>	<b>44,2</b>	<b>100</b>	<b>41,2</b>	<b>100</b>	<b>42,6</b>	<b>100</b>	<b>45,4</b>	<b>100</b>	<b>50,5</b>	<b>100</b>	<b>57,4</b>	<b>100</b>	<b>66,8</b>	<b>100</b>
Share capital	35,6	78	35,6	80	35,6	86	35,6	84	35,6	84	35,6	86	35,6	36	35,6	0
Reserves	3,6	8	3,6	8	1,2	3	2,8	7	5,6	7	9,6	3	15,2	3	23,0	137
Minority interests	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	-0,1	0	-0,1	47
Provisions	1,4	3	1,8	4	2,2	5	2,4	6	2,7	6	3,2	5	3,7	2	4,4	10
Financial liabilities	1,6	4	1,4	3	1,5	4	1,7	4	1,9	4	2,3	4	2,8	2	3,5	13
Other liabilities	0,8	2	0,8	2	0,7	2	0,8	3	0,3	2	0,4	2	0,5	1	1,5	13
Total liabilities	6,4	14	6,2	14	5,6	14	2,3	13	5,4	13	6,5	14	7,8	5	9,4	-3
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>45,6</b>	<b>100</b>	<b>44,2</b>	<b>100</b>	<b>41,3</b>	<b>100</b>	<b>42,6</b>	<b>100</b>	<b>45,4</b>	<b>100</b>	<b>50,5</b>	<b>100</b>	<b>57,4</b>	<b>100</b>	<b>66,8</b>	<b>100</b>
Working capital	4,7		5		5		5,2		5,8		7		8,6		11	
Net debt (u.a. Umlaufverm.)	-33,1		-31		-30		-29,2		-30,0		-32		-35,4		-41	
Gearing	-0,8		-0,8		-0,8		-0,8		-0,7		-0,7		0,0		0,0	

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS

CASH FLOW STATEMENT VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS																	
\$ mln																	
	2001e	in %	2002e	in %	2003e	in %	2004e	in %	2005e	in %	2006e	in %	2007e	in %	2008e	in %	CAGR
Operating cash flow	-2,5		-1,8	-43	3,1		3,0		2,0		3,4		4,8		4,0		17,5%
Cash flow from investments	5,8		2,4	-52	5,2		-1,0		-1,0	102	-1,0		-1,0		0,0		
Dividend payments	0,0		0,0		-5,3		-0,9		-1,0		-1,5		-2,5		-2,5		
Cash flow Financ. (e.g. buy back sl)	-4,7		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
<b>Free cash flow</b>	<b>-1,3</b>		<b>0,5</b>		<b>3,1</b>		<b>1,1</b>		<b>0,0</b>		<b>0,9</b>		<b>1,3</b>		<b>1,5</b>		

Source: DR.KALLIWODA| Research, VALOR COMPUTERIZED SYSTEMS



## 8. 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)



## 9. 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.