

Khuyến nghị: MUA

Giá tham chiếu ngày đầu tiên: 18,350 VNĐ

Giá mục tiêu: 22,049 VNĐ

Sàn: HOSE - Ngành: Sản xuất và phân phối điện (ICB: L4)

DỮ LIỆU CỔ PHIẾU

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	4,262
SLCP lưu hành (cp):	235,232,210
SLCP niêm yết (cp):	235,232,210
Sở hữu nhà nước:	80.72%
Sở hữu nước ngoài:	2%
P/E (lần):	13.09
P/B (lần):	1.31
ROE:	9.88%
ROA:	8.57%
Tỷ suất cổ tức:	8.28%

Biến động giá của cổ phiếu HNA so với VN-Index



Chuyên viên phân tích:
Khổng Hữu Hiệp
 +84 28 3622 6868 ext 3912
hiep.khong@yunta.com.vn
 Bloomberg code: YUTA

Triển vọng khả quan từ giữa 2024

Chúng tôi công bố báo cáo định giá lần đầu cho CTCP Thủy điện Hòa Na (HSX: HNA), dự kiến sẽ niêm yết trên HOSE với ngày giao dịch đầu tiên là 12/01/2024, với khuyến nghị MUA với tỷ suất sinh lời kỳ vọng 20.2% với những ý chính như sau:

- (1) **Tổng quan doanh nghiệp** Công ty Cổ phần Thủy điện Hòa Na: ngành nghề kinh doanh, cơ cấu doanh thu, cơ cấu cổ đông, thông tin chuyển sàn sang HOSE từ 12/01/2024.
- (2) **Cập nhật KQKD Q3/2023:** suy giảm do El Nino nhưng đã quản lý tốt chi phí, sức khỏe tài chính lành mạnh.
- (3) **Tổng quan ngành Sản xuất điện:** là một trong những ngành có tình hình sản xuất tích cực trong bối cảnh kinh tế suy giảm và dự báo sẽ tiếp tục tích cực trong 2024, thủy điện vẫn là nguồn cung trọng yếu trong ngắn và dài hạn, xác suất La Nina hình thành sẽ tăng cao trong năm 2024.
- (4) **Dự phóng kết quả kinh doanh 2023F-2024F:** chúng tôi dự phóng KQKD Q4/2023 sẽ chưa có nhiều khả quan và sẽ đi ngang so với quý 3. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng KQKD 2024 sẽ phục hồi trở lại, đặc biệt là từ giữa năm trở đi khi hiện tượng La Nina có khả năng mạnh lên trở lại từ tháng 6/2024.
- (5) **Định giá:** Chúng tôi sẽ dùng phương pháp so sánh P/E, P/B và với dự phóng cho 2024F. Hệ số P/E và P/B áp dụng là hệ số P/E và P/B dự phóng của ngành Điện. Mức dự phóng cho HNA là 22,049 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +20.2% so với giá tham chiếu của HNA trong ngày giao dịch đầu tiên trên HOSE là 18,350 VNĐ (ngày 12/01/2024).

Rủi ro đối với nhận định

- (1) **Thanh khoản cổ phiếu** nếu vẫn thấp vẫn sẽ là yếu tố làm giảm tính hấp dẫn cho cổ phiếu;
- (2) Chúng tôi kỳ vọng KQKD của HNA sẽ cải thiện tăng trưởng tốt từ Q2/2024 nên **có khả năng thị trường sẽ đánh giá lại và quan tâm HNA từ Q2/2024 hơn** là thời điểm niêm yết trong tháng 1 này;
- (3) Định giá **phụ thuộc nhiều vào** xác suất xảy ra La Nina trong 2024.

Tổng quan doanh nghiệp

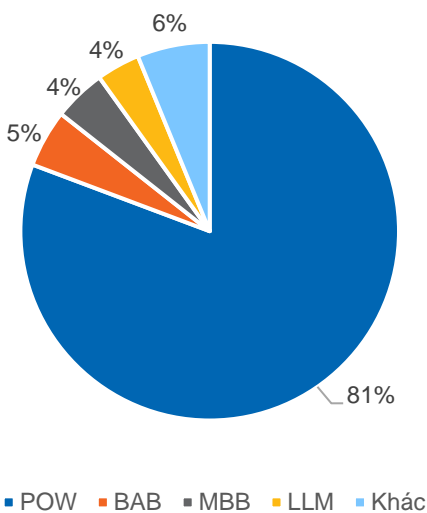
Công ty Cổ phần Thủy điện Hòa Na (HSX: HNA) là chủ đầu tư Dự án Nhà máy thủy điện Hòa Na trên thượng nguồn Sông Chu thuộc địa phận xã Đồng Văn, huyện Quế Phong, tỉnh Nghệ An, cách thành phố Vinh khoảng 180km. Nhà máy thủy điện Hòa Na có công suất thiết kế 180MW, bao gồm 02 tổ máy với tổng mức đầu tư khoảng 7,092 tỷ đồng, sản lượng điện trung bình năm là 712.7 triệu kwh. Nhà máy vận hành phát điện hòa vào mạng lưới Quốc gia tổ máy số 1 vào cuối tháng 12 năm 2012, và tổ máy số 2 vào quý I năm 2013. Nhà máy thủy điện Hòa Na còn tham gia phòng chống lũ cho hạ lưu với dung tích chống lũ 100 triệu m³, bổ sung nước mùa hạn cho hạ du và tăng thêm cho Thủy điện Cửa Đạt 20.1 triệu Kwh/năm và 7.4 MW công suất đảm bảo.

Doanh thu của HNA chủ yếu đến từ sản xuất điện chiếm đến 90% doanh thu của công ty trong năm 2022. Do là doanh nghiệp thủy điện nên hoạt động kinh doanh chủ yếu bị tác động bởi điều kiện thủy văn. Tuy nhiên nhờ vào chiến lược chào giá hợp lý phân bổ sản lượng tùy theo điều kiện thủy văn của nhà máy nên giá bán điện trung bình được duy trì ở mức cao 1,277.83 VNĐ/kWh trong năm 2022 và 1,081.103 VNĐ/kWh trong năm 2021.

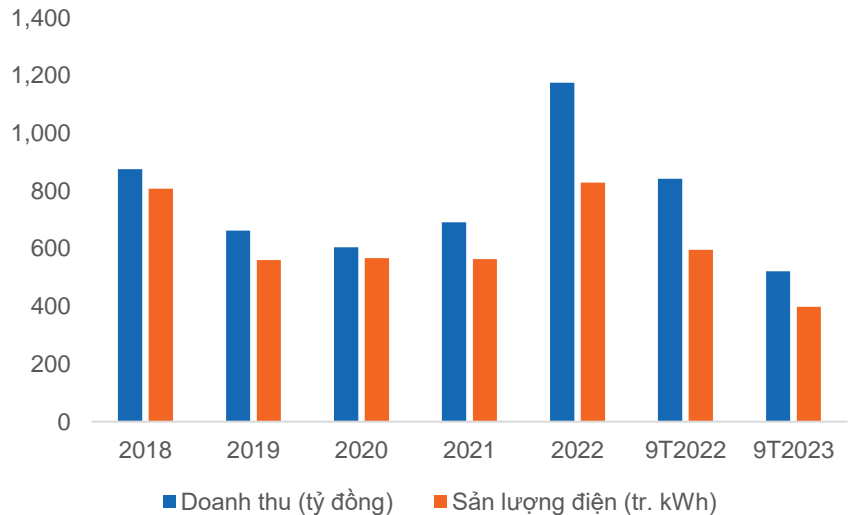
HNA đã được HOSE chấp nhận niêm yết và ngày 12/01/2024, hơn 235,2 triệu cổ phiếu HNA sẽ chính thức giao dịch trên HoSE với giá tham chiếu trong ngày giao dịch đầu tiên là 18,350 đồng/cổ phiếu. Trước đó, HNA đã được giao dịch trên sàn UpCom từ ngày 5/10/2017.

Cơ cấu cổ đông của HNA khá cô đặc, Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) hiện là cổ đông lớn nhất đang sở hữu 189 triệu cổ phiếu, tương đương 81%, còn lại là các cổ đông như Ngân hàng Bắc Á (BAB), Ngân hàng Quân đội (MBB), Tổng Công ty Lắp máy Việt Nam (LLM) và các cổ đông khác nắm giữ khoảng 14 triệu cổ phiếu (tương đương 6% tổng số cổ phiếu).

Cơ cấu cổ đông HNA



Doanh thu và sản lượng điện HNA



Nguồn: HNA, YSVN

Cập nhật KQKD Q3/2023

HNA công bố KQKD Q3/2023 với doanh thu 236 tỷ đồng, giảm 45% YoY, LNST 106 tỷ đồng, giảm 61% YoY. Lũy kế 9T2023, HNA đạt doanh thu 521 tỷ đồng, giảm 38% YoY, LNST đạt 152 tỷ đồng, giảm 63% YoY. KQKD HNA suy giảm do thời tiết đã chuyển sang El Nino khiến lưu lượng nước về hồ bình quân đạt 134.61 m³/s giảm 32.1% so với Q3/2022 (197.57 m³/s). Ngoài ra, giá bán tăng chậm hơn chi phí đầu vào khiến biên lợi nhuận gộp Q3/2023 giảm xuống mức 52.1% (cùng kỳ 71.0%).

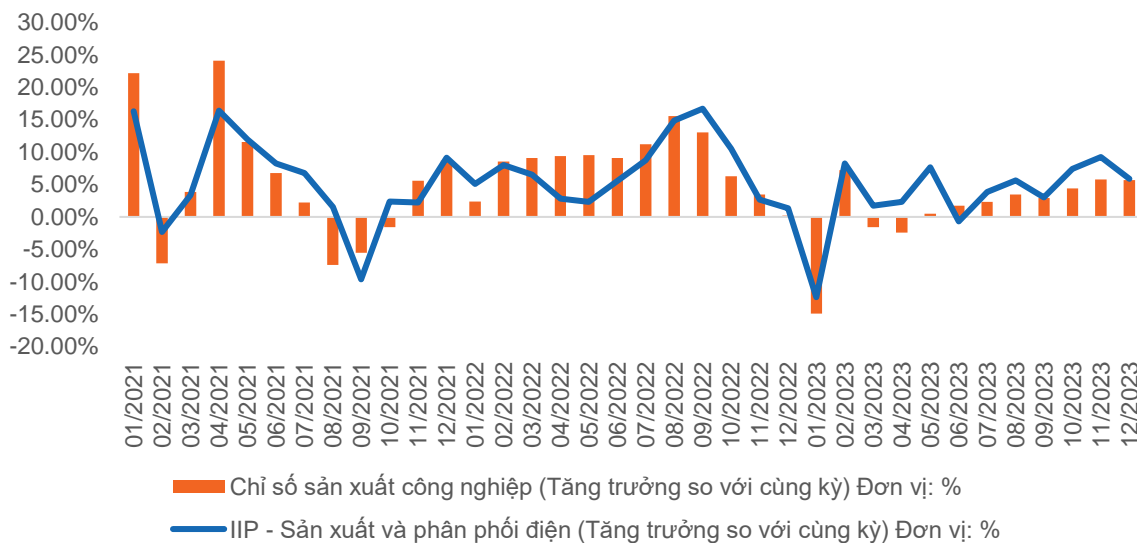
Điểm tích cực là HNA đã quản lý tốt chi phí quản lý doanh nghiệp, chỉ tăng +2% YoY. Chi phí tài chính cũng giảm 60% YoY nhờ HNA tích cực giảm nợ vay. Cuối Q3/2023, tổng vay nợ ở mức 240 tỷ đồng, giảm 16% QoQ, giảm 63% YoY, hệ số Nợ vay/VCSH ở mức 0.1x lần, theo đó cơ cấu tài chính HNA khá lành mạnh.

Tổng quan ngành Sản xuất điện

Nhu cầu điện tiếp tục tăng trong 2023 nhờ sự phục hồi của ngành sản xuất công nghiệp và dòng vốn FDI mạnh mẽ. Cả năm 2023, chỉ số sản xuất công nghiệp IIP tăng 1.46%. Trong đó, ngành sản xuất và phân phối điện tăng 3.51% YoY, là một trong số ít các ngành vẫn duy trì mức tăng trưởng dương trong khi tình hình sản xuất cũng như nền kinh tế suy giảm.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong 2024 nhờ các ngành sản xuất tiếp tục phục hồi và dòng vốn FDI vẫn đang vào Việt Nam tích cực. Chúng tôi dự báo sản lượng điện sẽ tăng trưởng 9.1% YoY trong năm 2024F.

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP (YoY)



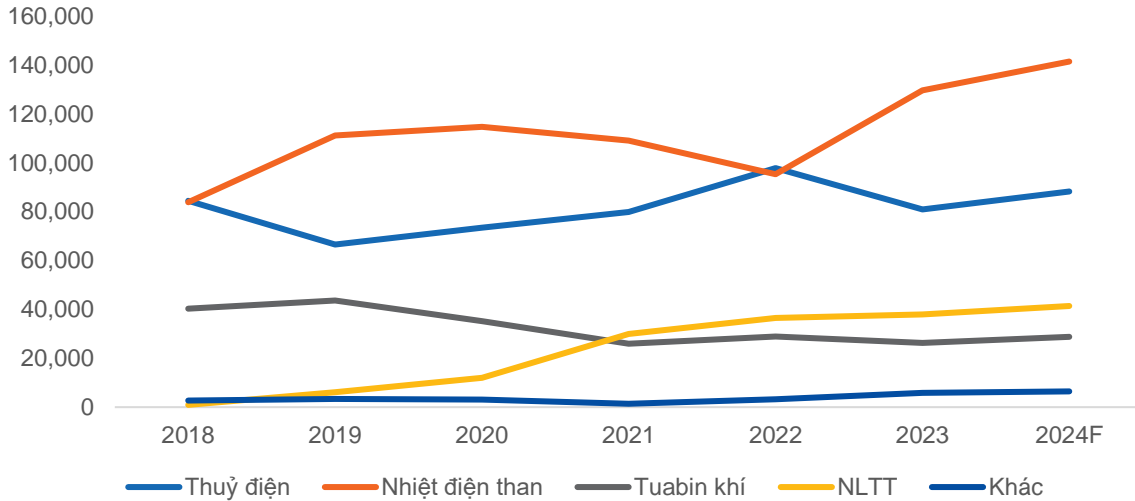
Nguồn: GSO, YSVN

Thủy điện vẫn đóng vai trò quan trọng trong tổng nguồn cung điện tại Việt Nam với lợi thế chi phí thấp và các nhà máy thủy điện mới sẽ hạn chế trong tương lai. Sản lượng điện từ nguồn thủy điện vẫn chiếm 28.8% tổng nguồn cung điện trong 2023 và dự phóng sẽ giữ nguyên mức này cho 2024F.

Nhìn dài hạn hơn, theo Quy hoạch Điện VIII, đến năm 2030, tổng công suất các nhà máy điện phục vụ nhu cầu trong nước là 150.489 MW (không bao gồm xuất khẩu, điện mặt trời mái nhà hiện hữu, năng lượng tái tạo để sản xuất năng lượng mới). Theo đó, mặc dù sẽ phát triển mạnh về năng lượng tái tạo nhưng trong cơ cấu nguồn điện đến 2030, tổng công suất thủy điện vẫn sẽ tăng lên mức 29,346 MW,

chiếm 19.5% tổng cơ cấu nguồn cung và có thể phát triển cao hơn nếu điều kiện kinh tế - kỹ thuật cho phép. Đến 2050, tổng công suất các nguồn thủy điện sẽ tăng lên 36,016 MW (chiếm 6.3-7.3% tổng nguồn cung điện).

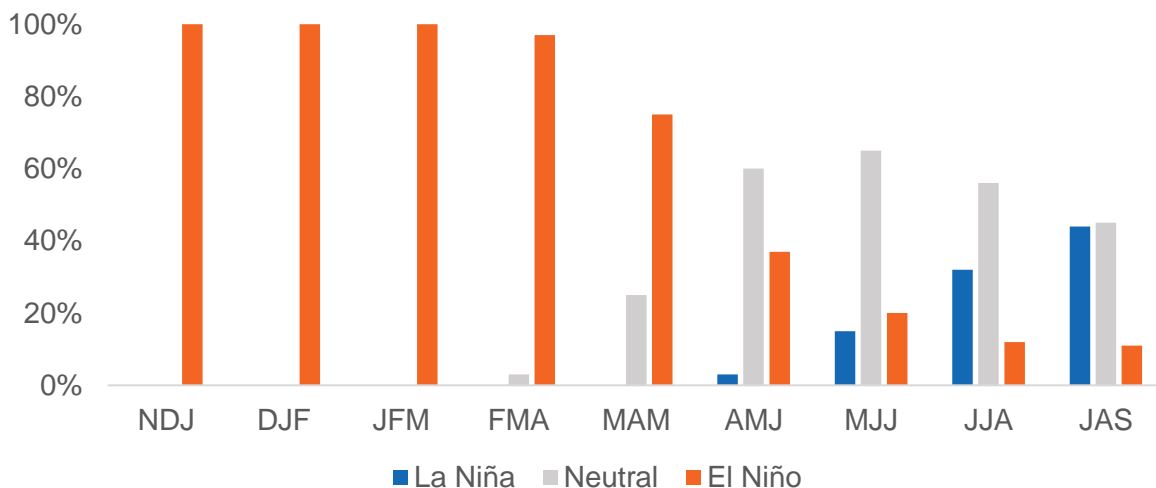
Sản lượng huy động và dự báo 2024 (Triệu kWh)



Nguồn: EVN, YSVN

Tổng sản lượng thủy điện trong 2023 là 80.9 tỷ kWh, giảm 17.3% YoY do ảnh hưởng của El Nino. Theo dự báo CPC ENSO của Viện Nghiên cứu Quốc tế về khí hậu và xã hội (IRI), xác suất La Nina được dự báo sẽ tăng lên 32%, vượt xác suất El Nino từ tháng 6/2024. IRI cũng cho biết hiện tượng La Nina có xu hướng phát triển trong khoảng thời gian từ tháng 4 đến tháng 6 và mạnh lên nhiều nhất trong tháng 10 – tháng 2 sau đó. Hiện tượng La Nina nếu quay trở lại sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, nhất là trong bối cảnh kinh tế hồi phục thúc đẩy nhu cầu điện gia tăng.

Dự báo xác suất hiện tượng ENSO



Nguồn: IRI, YSVN

Dự phóng kết quả kinh doanh 2023F-2024F

Chúng tôi dự phóng KQKD Q4/2023 sẽ chưa có nhiều tiến triển khả quan và sẽ đi ngang so với Q3. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng KQKD 2024 sẽ phục hồi trở lại, đặc biệt là từ giữa năm trở đi khi hiện tượng La Nina có khả năng mạnh lên trở lại từ tháng 6/2024.

Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2023 sẽ giảm 36% YoY nhưng sẽ hồi phục 28% YoY trong 2024F. Biên lợi nhuận gộp 2024F sẽ cải thiện lên mức 47.0% so với 42.3% của 2023 nhờ giá bán điện tăng và áp lực chi phí đầu vào hạ nhiệt cũng như lưu lượng nước hồ sẽ dồi dào trở lại.

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	691	1,176	755	965
Giá vốn hàng bán	(426)	(468)	435	(512)
Lợi nhuận gộp	265	708	319	453
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(24)	(28)	(22)	(29)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	241	680	297	425
EBITDA	525	964	581	709
Thu nhập từ hoạt động tài chính	5	7	4	5
Chi phí tài chính	-105	-72	-36	-15
<i>Chi phí lãi vay</i>	-103	-69	-34	-14
Lợi nhuận trước thuế (EBT)	139	614	265	415
Lợi nhuận sau thuế (EAT)	131	583	252	394
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	558	2,480	1,070	1,675
Tăng trưởng EPS	291.8%	344.1%	-56.9%	56.6%

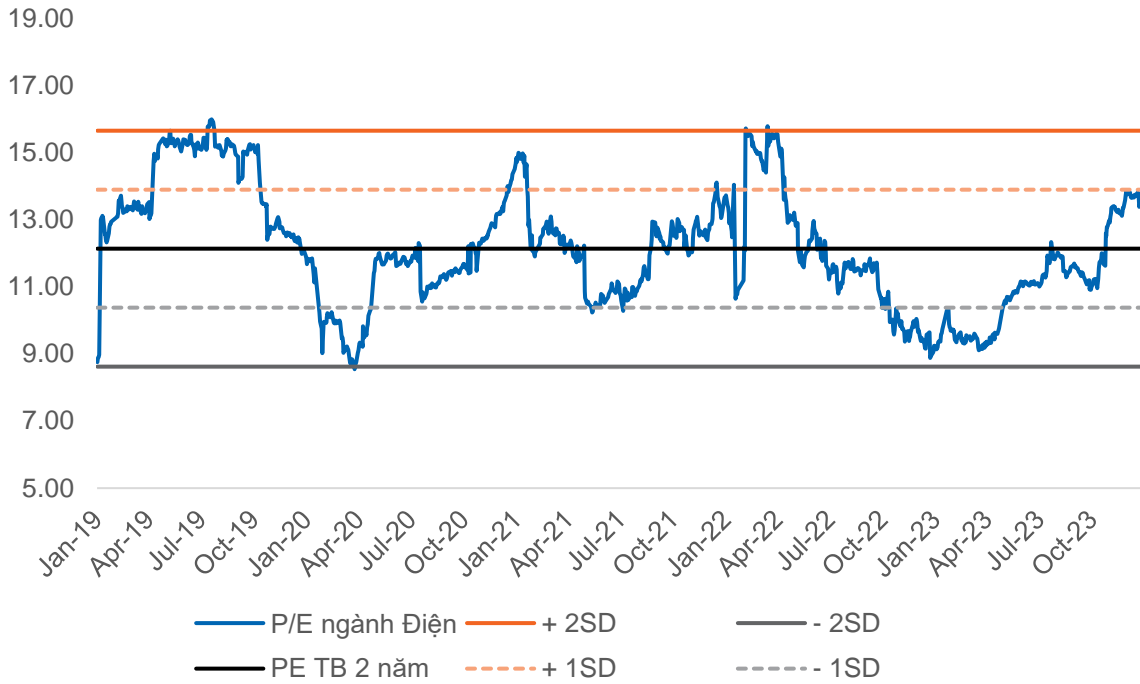
Định giá

Chúng tôi sẽ dùng phương pháp so sánh P/E, P/B và với dự phóng cho 2024F do hiện tại đã qua Q4/2023 và chúng tôi dự báo sẽ không có nhiều đột biến. Chúng tôi cho rằng KQKD sẽ bắt đầu khả thi hơn trong 2024.

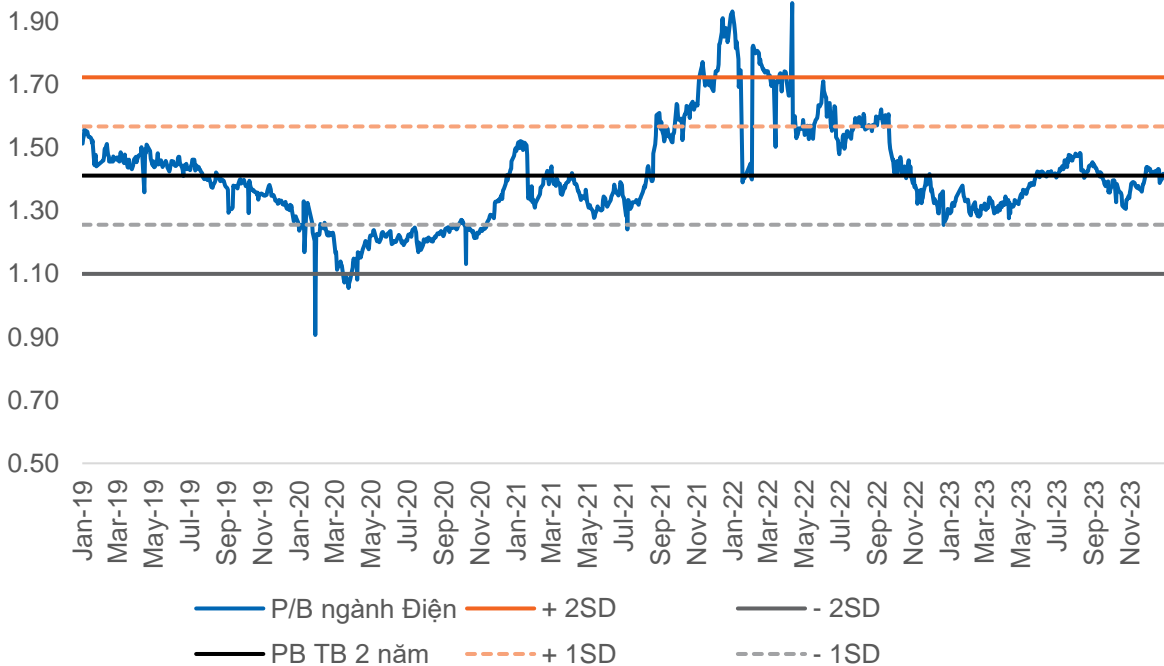
Bên cạnh đó, chúng tôi sẽ áp dụng hệ số P/E và P/B dự phóng của ngành Điện do 1) HNA trước đây được giao dịch trên UpCom và sắp chuyển sang HOSE, việc này cũng tạo thêm tác động tích cực cho cổ phiếu nên cần so sánh với các công ty điện khác niêm yết trên HOSE; 2) HNA trước đây giao dịch trên UpCom có thanh khoản mỗi ngày khá thấp nên các chỉ số P/E, P/B lịch sử sẽ không có nhiều ý nghĩa thực tế.

Do ngành điện là ngành đặc thù khá ổn định về nhu cầu, KQKD chỉ thay đổi hàng năm do các điều kiện thay đổi như về thời tiết, chi phí đầu vào, lãi vay. Tuy nhiên, nếu nhìn dài hạn thì các hệ số định giá P/E, P/B của cổ phiếu ngành sản xuất điện khá ổn định. Theo đó, chúng tôi sẽ sử dụng hệ số P/E và P/B trung bình 5 năm của ngành Sản xuất điện, lần lượt là 12.1x và 1.4x lần.

P/E ngành Sản xuất điện



P/B ngành Sản xuất điện



Nguồn: FiinGroup, YSVN

Theo PP P/E	2024F
EPS 2024F	1,675
P/E	12.10
Giá trị định giá	20,270
Tỷ trọng	50%

Theo PP P/B	2024F
BVPS 2024F	17,019
P/B	1.40
Giá trị định giá	23,827
Tỷ trọng	50%

Giá mục tiêu TB	22,049
Giá tham chiếu ngày đầu tiên (12/01/2024)	18,350
Upside	+20.2%
EPS 2023F	1,070
EPS 2024F	1,675
Forward P/E 2023F	20.6
Forward P/E 2024F	13.2
BVPS 2023F	15,344
BVPS 2024F	17,019
Forward P/B 2023F	1.4
Forward P/B 2024F	1.3

Theo đó, mức dự phóng 12 tháng tới cho cổ phiếu HNA là 22,049 VNĐ/CP, tương đương mức P/E và P/B dự phóng cho 2024F lần lượt là 13.2x và 1.3x, ngang mức trung bình so với cả ngành Sản xuất điện nên khá hợp lý. **Mức dự phóng cho HNA là 22,049 VNĐ/CP, tương ứng tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng +20.2% so với giá tham chiếu của HNA trong ngày giao dịch đầu tiên trên HOSE là 18,350 VNĐ (ngày 12/01/2024).**

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý với NĐT về những rủi ro cần lưu ý như: 1) thanh khoản cổ phiếu nếu vẫn thấp vẫn sẽ là yếu tố làm giảm tính hấp dẫn cho cổ phiếu; 2) chúng tôi kỳ vọng KQKD của HNA sẽ cải thiện tăng trưởng tốt từ Q2/2024 nên có khả năng thị trường sẽ đánh giá lại và quan tâm HNA từ Q2/2024 hơn là thời điểm niêm yết trong tháng 1 này; 3) định giá phụ thuộc nhiều vào xác suất xảy ra La Nina trong 2024.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VNĐ	2022	2023F	2024F
Bảng CĐKT			
+ Tiền mặt	246	368	803
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	300	315
+ Phải thu ngắn hạn	203	314	280
+ Hàng tồn kho	21	(23)	27
+ Tài sản ngắn hạn khác	1	2	2
Tổng tài sản ngắn hạn	672	961	1,426
+ Phải thu dài hạn	-	-	-
+ TSCĐ	3,230	2,952	2,672
+ Tài sản dở dang dài hạn	32	47	59
+ Đầu tư dài hạn	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	6	11	10
Tổng tài sản dài hạn	3,269	3,010	2,740
Tổng tài sản	3,941	3,902	4,070
+ Nợ ngắn hạn	365	112	35
<i>Trong đó: Nợ ngắn hạn</i>	<i>297</i>	<i>109</i>	<i>28</i>
+ Nợ dài hạn	218	181	31
<i>Trong đó: Nợ dài hạn</i>	<i>217</i>	<i>181</i>	<i>31</i>
Tổng nợ	583	293	66
+ Vốn góp	2,352	2,352	2,352
+ Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
+ Lợi nhuận chưa phân phối	928	1,180	1,574
+ Vốn/quỹ khác	12	12	12
Vốn chủ sở hữu	3,358	3,609	4,003
Tổng nguồn vốn	3,941	3,902	4,070
Dòng tiền			
Dòng tiền từ HĐKD	797	471	696
Dòng tiền từ HĐĐT	-218	-125	-31
Dòng tiền từ HĐTC	-503	-224	-231
Lưu chuyển tiền thuần	75	122	435
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	171	246	368
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	246	368	803
Chỉ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện hành	1.84	8.61	40.81
Hệ số thanh toán nhanh	1.78	8.81	40.05
Chỉ số tiền mặt	0.67	3.29	22.97
Nợ ròng/EBITDA	0.53	0.50	0.08
Chỉ số bao lãi	9.84	8.69	29.99
Số ngày phải thu	26	26	32
Số ngày phải trả	69	72	77
Số ngày tồn kho	28	29	31
Cấu trúc vốn			
VCSH/TTS	0.85	0.92	0.98
Nợ/TTS	0.15	0.08	0.02
Nợ/VCSH	0.17	0.08	0.02
Nợ vay/VCSH	0.15	0.08	0.01
Nợ ngắn hạn/VCSH	0.09	0.03	0.01

Tỷ VNĐ	2022	2023F	2024F
Báo cáo KQKD			
Doanh thu thuần	1,176	755	965
GVHB	-468	435	-512
Lãi gộp	708	319	453
Thu nhập tài chính	7	4	5
Chi phí tài chính	-72	-36	-15
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý	-28	-22	-29
Lợi nhuận từ HĐKD	1,323	1,456	869
Thu nhập ròng khác	-0	-0	0
LNTT	614	265	415
LNST	583	252	394
LNST thuộc về CĐ Cty mẹ	583	252	394
Lợi ích của CĐ thiểu số	0	0	0
Chỉ số tài chính			
EPS cơ bản (VNĐ)	2,480	1,070	1,675
GTSS/cp (VNĐ)	14,274	15,344	17,019
Cổ tức (VNĐ/cp)	1,500	1,501	1,502
EBIT	680	297	425
EBITDA	964	581	709
Tăng trưởng			
Doanh thu	70.1%	-35.8%	27.9%
EBITDA	83.8%	-39.7%	22.0%
EBIT	182.7%	-56.3%	43.0%
Lãi ròng	344.1%	-56.9%	56.6%
VCSH	20.7%	7.5%	10.9%
Vốn điều lệ	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	1.4%	-1.0%	4.3%
Định giá			
P/E	0	20.6	13.2
P/B	0	1.4	1.3
P/Doanh thu	0	6.9	5.4
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBITDA	#REF!	0.0	0.0
EV/Doanh thu	#REF!	0.0	0.0
Tỷ suất sinh lời			
Biên lãi gộp	60.2%	42.3%	47.0%
Biên LN từ HĐKD	57.8%	39.3%	44.0%
Biên lãi ròng	49.6%	33.4%	40.8%
Chi phí bán hàng/DT thuần	0.0%	0.0%	0.0%
Chi phí quản lý/DT thuần	2.4%	3.0%	3.0%
ROE	19.0%	7.2%	10.4%
ROA	14.9%	6.4%	9.9%
ROIC	9.9%	3.9%	5.2%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Phòng phân tích khối khách hàng cá nhân

+84 28 3622 6868 ext 3826

research.re@yuanta.com.vn

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 months Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2018 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or any form or manner, without the express written.