中村格付研究所
NRating

NR CREDIT REPORT

SOCIÉTÉ AFRICAINE DE TRANSFORMATION

Société Africaine de Transformation（略称：SAT SA）

コートジボワール共和国・アビジャン ｜ 衛生用紙・生理用品・紙製品の製造（NACE 2100） ｜ 報告日: 2025 年 7 月 15 日

見本（SAMPLE）： 現地調査会社の見本レポートをもとに作成した見本である。人名・株主名・連絡先・口座番号等は原資料の段階で伏せ字・仮名に置き換えられており、実在の人物・企業とは関係がない。

§1 参照情報

NR Reference	NRCROL-XXXX-XXXXX（見本）
Client	サンプル株式会社（Sample Company, Ltd.）
Client Reference	Not provided
Local Provider	Strategic Insight Ltd（Mauritius）・Credit Intelligence Report ／ Local Provider Reference：Not applicable（見本のため番号なし）
Investigation Conducted Via	現地調査（商業登記・納税者番号・資本と株主・役員・取引銀行・2 期分の財務諸表と財務比率・銀行照会・支払状況・訴訟・報道・カントリー分析・信用スコアと推奨与信限度額）、公開情報調査、Naker Rating K.K.（Kawasaki, Japan）による分析・制裁リスト照合
Date of Order	2025 年 7 月 1 日
Date of Source Delivery	2025 年 7 月 14 日
Date of Report Completion	2025 年 7 月 15 日
Subject	SOCIÉTÉ AFRICAINE DE TRANSFORMATION（略称：SAT SA）
Subject（現地語）	Société Africaine de Transformation
Given Name / Address（照合結果）	依頼時の社名・所在地（Zone Industrielle, Abidjan）は商業登記の記載と一致する。
Country / Jurisdiction	コートジボワール共和国（アビジャン商業・動産信用登記所〈RCCM〉）
Currency / FX Basis	XOF 表記（財務諸表は XOF）。XOF はユーロに固定（EUR 1 = XOF 655.957）。EUR 1 = JPY 172.58（2025 年 7 月 15 日・欧州中央銀行の参照レート）により XOF 1 = JPY 0.2631、USD 1 = JPY 147.95（同日の EUR 1 = USD 1.1665 から算出）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

§2 信用情報

NRating	NRPD FS Advance (Non-consol.)	NR ESG Grade
NR3	**1.5 – 2.5%**	**Grade D**
Moderate Risk	Moderate	Weak Transparency
	NR Credit Limit — Gross	**NR Credit Limit — Net**
	JPY 1,041,842,548	**JPY 2,604,606**
	Model Total (Non-consol.)	Per Payee

◀ HIGH RISK　　LOW RISK ▶

Not Rated	NR1	NR2	NR3	NR4	NR5
N/R	High Risk	Elevated	**Moderate**	Low Risk	Very Low

ESG Note: 環境違反・労働争議・不祥事の記録は確認されず、当社と代表者の制裁・輸出管理リスト照合は 7 リストいずれも該当なしである。一方、株式の 50%を保有する法人株主 3 社の実質所有者は特定できず、財務諸表は未監査の 2 期分にとどまり、環境認証の取得も確認できなかった。これらの情報不足を反映し、ESG グレードは D（50.0%・Weak transparency）と評価した。違反の存在を示すものではない。
→ §19 NR ESG 評価を参照。

NRPD Commentary： 当社は 1983 年 8 月にアビジャンで設立された業歴約 42 年の製紙加工会社であり、工業用セルロースワッディング（紙綿）を原料に、トイレットペーパー・生理用品などの衛生用品、学用品、紙皿・紙製カトラリー等の台所用品を製造する。現地調査により FY2022・FY2023 の 2 期分の損益計算書・貸借対照表（単体・未監査）が得られたため、NRPD FS Advance v0.1 を適用した。FY2023 の売上高は XOF 320 億 5,472 万（前期比 +2.6%・JPY 約 84.3 億）、営業利益は XOF 18 億 3,684 万（営業利益率 5.7%）、当期純利益は XOF 14 億 533 万（売上高純利益率 4.4%）である。

財務の土台は厚い。自己資本比率は 89.0%、有利子負債は XOF 3 億 5,098 万（当座借越を含む）と自己資本の 2.4%にすぎず、流動比率は 8.24 倍、インタレスト・カバレッジは 18.9 倍である。他方、売上原価の上昇（前期比 +7.5%）で売上総利益率は 31.6%から 28.4%へ低下し、売上債権は 24.1%・棚卸資産は 9.1%増加して、現預金は 10.2%減少した。財務諸表は監査を受けておらず、キャッシュフロー計算書は含まれない。報告日時点で FY2024 の決算は入手できていない。

NRPD FS Advance の算出結果は低い水準にあるが、中村格付研究所は、財務諸表が未監査の 2 期分に限られること、株式の半数を保有する法人株主の実質所有者が特定できないこと、取引先の情報が得られないこと、及びコートジボワールの国リスク（OECD カテゴリー 5）と 2025 年 10 月の大統領選挙を前にした政治情勢を上方補正要因として下限を引き上げ、NRPD 1.5〜2.5%（Moderate）を付与した。

NRPD

Nonconsolidated

Model: NRPD FS Advance v0.1　NRPD: 1.5–2.5%　Risk Level: Moderate

Consolidated

Model: N/A — 当社に子会社・企業グループは確認されない（No consolidated structure identified）。

NRPD: N/A　Risk Level: 該当なし（単体評価のみ）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

【LOCAL PROVIDER CREDIT OPINION — Strategic Insight（Credit Intelligence Report・Ref. Not applicable）】

以下は現地調査会社が当社に付与した信用評価であり、中村格付研究所の評価（上記NR3／NRPD 1.5〜2.5%）とは別の主体による、別の尺度に基づく意見である。与信審査・貿易保険等の審査資料として、現地機関の評価とその判定尺度を転載する。

Credit Risk Score（SCRS）	Financial Strength Gauge（SFSG）	Individual Trade Credit Limit
73 / 100	**A**	**USD 100,000**
Risk is much below than normal	Moderate	（JPY 14,794,685）

評価の定義：SCRS（Credit Risk Score）は、財務指標に加え、業種の業績と見通し、支払行動、経営リスク、資産に設定された担保、市場で収集した定性情報など 60 超の変数を用いる統計モデルによる 0〜100 のスコアであり、点数が高いほど信用リスクが低い。中小企業は売上規模に応じて上限（55 点・65 点）が設けられている。SFSG（Financial Strength Gauge）は、財務情報に定性情報・市場情報・業種と経済の見通しを加えて財務の強さを示す区分である。

【現地リスクスコアの判定尺度（SCRS・全区分）】

SCRS	リスク水準（原文）	和訳
Superior	Fully cash secured, secured by government guarantee / international bank guarantee	現金担保・政府保証・国際的な銀行保証付き
80+	Very low risk level	リスクは非常に低い
70–80 ◀ 当社（73）	**Risk is much below than normal**	**リスクは通常を大きく下回る**
60–69	Risk is normal	リスクは通常の水準
55–59	Risk is slightly higher than normal	リスクは通常をやや上回る
45–54	Risk is significantly higher than normal	リスクは通常を大きく上回る
35–44	Very high risk level	リスクは非常に高い
<35	Cases of default / Insolvent	デフォルト・支払不能

【財務の強さの判定尺度（SFSG・全区分）】

SFSG	区分（原文）	和訳
AA+ 〜 AAA	Excellent	極めて良好
A+ 〜 AA	Very good	非常に良好
BBB- 〜 A ◀ 当社（A）	**Moderate**	**中位**
B 〜 BB+	Poor	弱い
C 以下	Very poor	非常に弱い

予想デフォルト確率（3年）	1年目 0.0867% ／ 2年目 0.1010% ／ 3年目 0.1178%
推奨与信限度額（審査担当者の意見）	個別：USD 100,000（JPY 14,794,685）／ 全体：USD 300,000（JPY 44,384,055）
推奨与信限度額（モデル算出値）	個別：MUR 15,112,000（USD 335,900）／ 全体：MUR 37,780,000（USD 840,000）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

金融与信の目安（5年・年9.0%）	More information required（判断には追加情報が必要）
信用力の所見（原文）	We recommend credit to the company as we believe it is sound for trade credit allocation. A cautious credit control policy with regular monitoring is advised.
信用力の所見（和訳）	当社は商取引上の与信の供与に適う健全な状態にあり、与信を推奨する。慎重な与信管理と定期的なモニタリングを勧める。

【リスク・プロファイル（★が多いほどリスクが低い）】

区分	評価	区分	評価
財務リスク（Financial）	★★★★	関係リスク（Relationship）	★★★
事業リスク（Business）	★★★	定性リスク（Qualitative）	★★
経営リスク（Management）	★★★	国リスク（Country）	★★
保全リスク（Security）	★★★★	業種リスク（Sector）	★★

注：区分の定義と尺度は現地調査会社の資料による。SCRS・SFSGは数値・記号が大きいほど良好であり、中村格付研究所のNRスケール（NR5が最良）と方向は同じであるが、尺度は対応しない。

両評価の関係： 中村格付研究所は独自の分析と方法論によりNR3（Moderate Risk）に到達した。現地の評価は財務・支払行動・業種・定性情報を統計モデルで総合した0〜100のスコアであり、中村格付研究所の格付は日本の債権者にとっての1年以内のデフォルト確率レンジとして表現される。両尺度は等価ではなく、相互に対応付けることはできない。いずれか一方が他方を裏付けるものとして読んではならない。本件では、現地の評価が財務の強さを主な根拠に低いリスクを示しているのに対し、中村格付研究所は財務諸表が未監査の2期分に限られることと、国リスク・株主構成の不透明さを重く見て、より慎重な評価とした。推奨与信限度額の差異とその理由は§4、格付の理由は§16-5に記載した。

§3 注意事項（Watchpoints）

WP	Level	項目	記述
WP-1	**MEDIUM**	**財務諸表の範囲と鮮度**	財務諸表はFY2022・FY2023の2期分（単体）で、監査を受けておらず、キャッシュフロー計算書を含まない。最新はFY2023（2023年12月期）であり、報告日時点でFY2024の決算は入手できていない。現地調査は財務諸表の信頼度を「Moderate viability」と評価している。 → §14参照。
WP-2	**MEDIUM**	**売上総利益率の低下**	売上高は前期比2.6%増にとどまる一方、売上原価は7.5%増加し、売上総利益はXOF 98億7,218万から90億9,062万へ7.9%減少した。売上総利益率は31.6%から28.4%へ低下した。人件費（▲10.9%）などの削減で営業利益の減少は3.4%にとどまった。 → §14参照。
WP-3	**MEDIUM**	**運転資金の増加と現預金の減少**	売上債権（その他債権を含む）はXOF 47億91万から59億4,968万へ26.6%増加し、売上債権回転日数は50日から60日へ延びた。棚卸資産は9.1%増のXOF 72億679万（回転日数115日）。仕入債務は34.8%減少しており、運転資金の増加を手元資金で賄った結果、

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

WP	Level	項目	記述
			現預金は 10.2%減少した。 → §14 参照。
WP-4	**MEDIUM**	**株主構成の不透明さ**	株式の 50.00%は代表取締役の Mr. Georges Smith が保有し、残る 50.02%は法人 3 社（ABC Ltd・Dummy Ltd・XYZ Ltd）が保有する。法人株主の所在国・実質所有者は開示されていない（Not disclosed by local source）。 → §9・§20 参照。
WP-5	**MEDIUM**	**国の政治・治安情勢**	コートジボワールでは 2025 年 10 月に大統領選挙、2026 年に国民議会選挙が予定されている。2020 年の大統領選挙後には暴力的な混乱があった。北部のマリ・ブルキナファソとの国境地帯ではイスラム過激派の活動による治安の悪化が続いている。 → §15 参照。
WP-6	**LOW**	**取引先情報の不足**	主要仕入先（No supplier information available）・主要販売先（Not available）の情報は得られていない。原料の工業用セルロースワッディングの調達先・調達国も開示されていない。 → §10 参照。
WP-7	**LOW**	**過去の商事紛争**	2002 年の未払請求をめぐり、当社の旧債権者（Compagnie de Papiers）を補償したとする信用保険会社が XOF 178,789,470 の求償を求めた訴訟がある。アビジャン商事控訴院は原告の当事者適格の欠如と手続上の不備を理由に請求を却下し、訴訟費用を原告の負担とした。 → §12 参照。

§4 NR 与信限度額

項目	金額	備考
適用モデル	FS Model Ver.2	財務ありモデル（現預金・売掛金・買掛金・短期借入金の 4 項目がすべて判明）。FYE 31 Dec 2023 単体
NR Credit Limit — Gross（非連結）	**JPY 1,041,842,548**	（XOF 3,959,925,324）Model Total（非連結）。当社全体として耐えられる買掛金総額の目安
NR Credit Limit — Net（1 社あたり）	**JPY 2,604,606**	（XOF 9,899,813）Per Payee。支払先数 400 社で按分
Local Provider Recommended Limit	USD 100,000	（JPY 14,794,685）現地ソース推奨額（個別）。全体の推奨額は USD 300,000（JPY 44,384,055）
Currency	XOF ／ XOF 1 = JPY 0.2631	2025 年 7 月 15 日の欧州中央銀行の参照レートから算出（→§1）
Recommended Terms	Net の範囲内で 60 日以内の送金取引	超過分は荷為替信用状、または貿易保険もしくは取引信用保険の付保による保全を前提とする

備考：当社の FYE 31 Dec 2023 の単体の貸借対照表で、現預金・売掛金・買掛金・短期借入金の 4 項目がすべて判明するため、財務ありモデル（FS Model Ver.2）を適用した。NR Credit Limit — Gross は JPY 1,041,842,548（XOF 3,959,925,324）であり、

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

当社全体として耐えられる買掛金の総額の目安である。仕入債務が XOF 9 億 1,354 万と小さく、有利子負債も少ないため、売上債権と現預金がそのまま総枠を支える形になっている。

支払先（仕入先）の数・名称は開示されていないため、売上高（FY2023・JPY 約 84.3 億）の規模から支払先数を 400 社と推計し、1 社あたりの NR Credit Limit — Net を JPY 2,604,606（XOF 9,899,813）とした。顧客は Net を 1 社あたりの無担保与信の目安とし、Gross は Net を超えて取引する場合の上限の目安とすべきである。

現地ソースの個別推奨額 USD 100,000（JPY 14,794,685）は、中村格付研究所の Net の約 5.7 倍である。一方、現地ソースの全体推奨額 USD 300,000（JPY 44,384,055）は Gross の約 23 分の 1 にとどまる。現地ソースの推奨額は審査担当者が定性情報を加えて設定した取引上限であり、中村格付研究所の限度額は、当社の貸借対照表が無担保の取引債務をどこまで吸収できるかを測り、それを支払先の間で按分したものである。両者は別の量を測っている。日本からの輸出では、船積みから代金の回収まで数か月を要し、法的な回収の手段も限られるため、中村格付研究所は Net を上回る無担保のオープンアカウント与信を推奨しない。これを超える取引は、荷為替信用状、または貿易保険もしくは取引信用保険の付保による保全を前提とし、FY2024 の決算を入手した時点で見直すことが望ましい。

§5 概要サマリー

商号	SOCIÉTÉ AFRICAINE DE TRANSFORMATION（略称：SAT SA）
商業登記番号（RCCM）	CI-ABJ-08-1983-B54-72222
設立	1983 年 8 月 12 日（業歴約 42 年）
法人形態	株式会社（Société Anonyme）・非上場・内資
資本金	XOF 2,117,000,000（JPY 約 5.57 億）
事業内容	工業用セルロースワッディングの加工による衛生用品（トイレットペーパー・生理用品）、学用品、台所用品（紙皿・紙製カトラリー）の製造
従業員数	100 名超
主要ブランド	Papyrus、Lotus、Sanitex、Viva、Class、Okay、Lilas ほか
代表者	Mr. Georges Smith（取締役・持株 50.00%）。経営は General Manager の Mr. Smith が統括
株主	Mr. Georges Smith 50.00% ／ ABC Ltd 16.67% ／ Dummy Ltd 16.68% ／ XYZ Ltd 16.67%
売上高（FY2023）	XOF 320 億 5,472 万（前期比+2.6%・JPY 約 84.3 億）
営業利益（FY2023）	XOF 18 億 3,684 万（前期比▲3.4%・営業利益率 5.7%）
当期純利益（FY2023）	XOF 14 億 533 万（前期比+0.4%）
総資産 ／ 自己資本（FY2023 末）	XOF 163 億 8,672 万 ／ XOF 145 億 7,610 万（自己資本比率 89.0%）
有利子負債（FY2023 末）	XOF 3 億 5,098 万（借入金 1 億 1,553 万・当座借越 2 億 3,545 万）
取引銀行	Ecobank Côte d’Ivoire、Société Générale de Banque de Côte d’Ivoire、BIAO、BICICI
支払状況・法的記録	銀行照会は中立（悪材料なし）・口座取引は良好／仕入先への支払は 45〜60 日／不利な判決なし（2002 年の商事紛争は当社勝訴）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

NRating	**NR3（Moderate Risk）**
NRPD	1.5〜2.5%（Moderate）・NRPD FS Advance v0.1
NR Credit Limit — Gross ／ Net	Gross JPY 1,041,842,548（Model Total）／ Net JPY 2,604,606（Per Payee）
NR ESG Grade	Grade D（30/60・50.0%・トラック② Indicative）
現地評価（現地調査機関）	SCRS 73/100（Risk is much below than normal）・SFSG A（Moderate）／ 推奨与信限度額 個別 USD 100,000・全体 USD 300,000

§6 会社概要

【所見】

当社は1983年8月にアビジャンの工業地区で設立された民間の製紙加工会社であり、工業用セルロースワッディングの加工を祖業とする。現在はトイレットペーパー・生理用品などの衛生用品を中心に、学用品や紙皿・紙製カトラリーなどの台所用品を製造し、Papyrus、Lotus、Sanitex など複数のブランドで販売している。現地調査の企業規模区分は「Large Corporate」である。

コートジボワールの会社は、OHADA（アフリカ商事法調和機構）の統一商法に基づき、アビジャン商業・動産信用登記所（RCCM）に登記される。当社の登記状況は「Live（存続）」であり、解散・清算・管財人の選任などの手続は記録されていない。

【登記情報】

以下は2025年7月14日時点の登記事項として記載する。

Name of Company	Société Africaine de Transformation
Trading Name（略称）	SAT SA
Constitution	Société Anonyme（株式会社・株式による有限責任）
Legal Status	**Live（存続）**
Established	1983年8月12日
RCCM（商業登記番号）	CI-ABJ-08-1983-B54-72222
Tax Number（納税者番号）	8665412 M
Stated Capital	XOF 2,117,000,000（株式の種類・株数・額面・未払込額は Not disclosed by local source）
Registered Address	Zone Industrielle, Abidjan, Côte d’Ivoire
Telephone ／ Website	(225) 28 23 56 56 30 ／ (225) 29 85 60 70 80 ／ https://www.sat.ci/
Employees	100名超
Activity Code	NACE 2100 — Manufacture of pulp, paper and paper products（パルプ・紙・紙製品の製造）
Category（免許区分）	Domestic（国内企業）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

上場有無	非上場

【変更履歴（Historical Changes）】

日付	項目	変更前（Former）	変更後（Changed To）
1983-08-12	設立	—	アビジャンで設立
1991-03-28	取締役就任	—	Mr. Georges Smith が取締役に就任
1992-05-30	取締役就任	—	Ms. Anna Smith が取締役に就任
2021-08	増資	資本金 XOF 1,317,000,000	資本金 XOF 2,117,000,000（新株 80,000 株の発行）

注：変更履歴は現地調査で記録された事項による。商号・本店所在地の変更は記録されていない。年次報告（Annual return）の届出状況・年次登録料の納付状況は Not applicable／Not available とされている。

§7 所在地・拠点情報

拠点	所在地	用途・所有
本社・工場	Zone Industrielle, Abidjan, Côte d'Ivoire	本社・製造拠点。土地・建物の所有・賃借の別は Not disclosed by local source

現地訪問	実施されていない（Site visit：Not applicable）
面積・生産能力	Not disclosed by local source
土地・建物の担保設定	資産に設定された担保の水準は「Low」と評価されている（具体的な担保権者・金額は Not disclosed by local source）

アビジャンはコートジボワールの経済の中心であり、西アフリカ有数の港湾を持つ。当社の所在する工業地区は港湾に近く、輸入原料の調達と国内・周辺国への出荷に適した立地である。現地訪問は行われておらず、工場の規模・稼働状況は確認されていない。

§8 子会社・関連会社

現地調査では、当社が属する企業グループは「Not applicable」とされ、当社が出資する子会社・関連会社も記録されていない（No consolidated structure identified）。株式の 50.02%を保有する法人株主 3 社（ABC Ltd・Dummy Ltd・XYZ Ltd）と当社との取引関係、及びグループ・主要株主からの支援の程度は開示されていない。

区分	社名	事業内容	当社との関係
親会社	**該当なし（個人筆頭株主 50.00%）**	—	—
子会社	**No consolidated structure identified**	—	—
関連する法人	**Société ABC Ltée**	Not disclosed by local source	副社長（Deputy General Manager）が取締役を兼務

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

注：Société ABC Ltée と株主の ABC Ltd が同一の法人かどうかは確認されていない（Not disclosed by local source）（→§3 WP-4）。

§9 経営者・株主情報

【経営者（Management & Directors）】

氏名	役職	経歴・属性
Mr. Georges Smith	取締役（1991 年 3 月 28 日就任）	筆頭株主（50.00%）・実質的支配者（UBO）
Ms. Anna Smith	取締役（1992 年 5 月 30 日就任）	——
Mr. Smith	General Manager（社長）	経営を統括
Mohamed	Deputy General Manager（副社長）	Société ABC Ltée の取締役を兼務
Mr. Youssef	Administrative and Financial Director（管理・財務担当）	——
Mr. Traoré	Marketing Manager（マーケティング担当）	——

【株主構造】

氏名・名称	種類	持株比率	備考
Mr. Georges Smith	個人・普通株式	50.00%	取締役。実質的支配者
Dummy Ltd	法人・普通株式	16.68%	所在国・実質所有者は Not disclosed by local source
ABC Ltd	法人・普通株式	16.67%	同上
XYZ Ltd	法人・普通株式	16.67%	同上
合計		100.02%	端数処理による

注：氏名・社名は原資料の段階で仮名に置き換えられている（見本）。現地調査は、経営陣・株主の経験と背景をいずれも「Moderate」、後継体制を「Ready succession（後継者あり）」と評価している。

§10 事業内容

Line of Business	工業用セルロースワッディングの加工による衛生用紙・生理用品・学用品・台所用紙製品の製造（NACE 2100）
製品	衛生用品（トイレットペーパー・生理用ナプキン等）、学用品、台所用品（紙皿・紙製のスプーン・フォーク・ナイフ）
ブランド	Papyrus、Lotus、Sanitex、Viva、Class、Okay、Lilas ほか
販売地域	Not disclosed by local source（国内向けが中心とみられる）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

【主要仕入先（現地調査）】

仕入先名	国	取扱品	残高 / 基準日
No supplier information available	Not disclosed by local source	Not disclosed by local source	Not disclosed by local source

【主要販売先・同業他社（現地調査）】

項目	内容
主要販売先	Not available（開示されていない）
主な調達国	Not available（開示されていない）
同業他社	Acipac Sarl、Sopatga Sarl

当社は輸入原料を国内で加工して衛生用品・紙製品を製造する、生活必需品型のメーカーである。トイレットペーパーや生理用品は景気の影響を受けにくく、需要は人口の増加と都市化に支えられる。一方、原料のパルプ・セルロースワッディングは国際市況で価格が決まるため、原料価格の上昇を販売価格に転嫁できるかどうかが収益を左右する。FY2023 の売上総利益率の低下（→WP-2）は、原価の上昇を販売価格に十分に転嫁できなかったことを示している。

報道では、2023 年 5 月に当社が大手文具サプライヤーと組んで新たな商品の発売式典をアビジャンで開いたことが伝えられており、学用品の分野で品ぞろえを広げている。取引先の名称・取引条件・集中度は開示されておらず、販売先の信用リスクと仕入の集中度は確認できない（→WP-6）。

§11 支払情報・銀行情報

【支払状況（現地調査）】

項目	現地調査の評価	備考
仕入先照会（Supplier reference）	Not available	仕入先からの照会結果は得られていない
銀行照会（Bank reference）	Neutral — no adverse information	悪材料なし
口座取引（Account conduct）	Accounts having satisfactory dealings	取引は良好
仕入先から得ている支払猶予	最大 60 日	—
仕入先への平均支払期間	45〜60 日	財務諸表上の仕入債務回転日数は 15 日（期末残高ベース）
支払習慣（Payment habits）	Regular（規則的）	—
判決（Judgements）	Neutral — no negative judgement	不利な判決なし
モニタリングの水準	High	現地調査会社の推奨

銀行照会・口座取引はいずれも良好であり、支払習慣は「規則的」と評価されている。仕入先への平均支払期間は 45〜60 日とされる一方、FY2023 末の仕入債務は売上原価の 15 日分にとどまり、期末時点では仕入先への支払が速

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

やかに進んでいる。仕入先からの照会結果は得られていないため、支払実績を第三者の取引データで確認することはできない。

【取引銀行】

銀行名	口座	備考
Ecobank Côte d'Ivoire	xxxxx	——
Société Générale de Banque de Côte d'Ivoire（SGBCI）	xxxxx	——
Banque Internationale de l'Afrique de l'Ouest（BIAO）	xxxxx・xxxx	2 口座
Banque Ivoirienne de Commerce et d'Industrie（BICICI）	xxxxx	——

注：口座番号は原資料の段階で伏せ字とされている。借入金 XOF 1 億 1,553 万・当座借越 XOF 2 億 3,545 万（FY2023 末）の借入先別の内訳・金利・担保は開示されていない（Not disclosed by local source）。

§12 訴訟・法的記録

現地調査によれば、当社に解散・清算・管財人選任の手続はなく、不利な判決も記録されていない。記録されている紛争は、2002 年の未払請求に端を発する商事紛争 1 件で、当社が勝訴している。

項目	内容
事件	2002 年の未払請求をめぐる求償訴訟
原告	当社の旧債権者 Compagnie de Papiers を補償したとする信用保険会社（社名は伏せ字）
請求額	XOF 178,789,470
判決	アビジャン商事控訴院は、原告に当事者適格がなく手続にも不備があるとして請求を却下し、訴訟費用を原告の負担とした（判決日は伏せ字）
現状	当社勝訴で終結したとみられる。上告の有無は Not disclosed by local source

項目	結果
解散・清算・管財人の選任	Not applicable（記録なし）
異議申立て（Objections）	Not applicable（記録なし）
担保設定の水準	Low（低い）
簿外のリスク事象	Moderate probability（中程度の可能性）

注：請求額は当社の FY2023 の自己資本の 1.2%に相当する。現地調査は簿外のリスク事象の可能性を「Moderate」としているがその内容は開示されていない。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

§13 業界情報

【コートジボワールの衛生用紙・衛生用品市場】

コートジボワールの衛生用紙・衛生用品（ティッシュ・トイレットペーパー・生理用品・おむつ等）の販売額は、金額ベースで 2024 年まで力強い成長を続けたと市場調査会社は報告している。需要は人口の増加、都市化、所得水準の上昇に支えられる。国内には地場の製造業者に加え、北アフリカの衛生用品大手の現地工場も進出しており、地場メーカーとの競争が生じている。

原料面では、2025 年 4〜6 月期から国際パルプ価格が下落に転じ、主要な生産者は減産や費用削減を進めている。広葉樹パルプの中国向け価格も引き下げが続いた。輸入パルプ・セルロースワッディングに依存する加工メーカーにとっては、原料価格の低下が利益率の回復を後押しする可能性がある。但し、パルプはドル建てで取引され、XOF はユーロに固定されているため、ユーロ安・ドル高の局面では原料コストが上昇する。

【主要トレンド（Key Industry Trends）】

トレンド	内容
人口増加と都市化	人口約 3,100 万人（2021 年）で、アビジャンを中心に都市化が進む。生活必需品である衛生用品の需要は景気の影響を受けにくい
国際パルプ価格の下落	2025 年 4〜6 月期から価格が下落し、市場は供給過剰の状態にある。加工メーカーの原料コストは低下する方向にある
地域内競争	北アフリカの衛生用品大手の現地生産や輸入品との競争がある。ブランド力と流通網が差別化の鍵となる
業種リスク	現地調査は業種の見通しを「Fair（成長率 0〜4%）」、業種平均の売上債権回転日数を 75〜90 日、業種の変動性・信用リスクを「High」と評価している

【主要プレーヤー】

区分	主な企業	特徴
地場の同業他社	Acipac Sarl、Sopatga Sarl	現地調査が同業他社として挙げる
外資の現地生産	SAH Côte d'Ivoire（チュニジアの SAH グループ）	アボワソ近郊に工場を持ち、生理用品・ベビー用品・衛生用紙を生産
輸入品	欧州・アジアからの輸入ブランド	都市部の小売で地場ブランドと競合

備考：企業別の市場シェアは公表統計で確認できないため記載していない（現地調査も当社の市場シェアを「Unknown」としている）。

【Subject Company in Context — 当社の業界ポジション】

当社は売上高 XOF 320 億 5,472 万（JPY 約 84.3 億）、業歴約 42 年、7 つ以上のブランドを持つ国内の老舗メーカーであり、現地調査の企業規模区分は「Large Corporate」である。売上債権回転日数は 60 日と業種平均（75〜90 日）より短く、回収は業界水準より早い。

但し、原料を輸入に頼る構造は変わらず、FY2023 は原価の上昇で売上総利益率が 3.2 ポイント低下した。2025 年の国際パルプ価格の下落は収益の追い風となりうるが、外資メーカーや輸入品との競争の中で、原料価格の変動を販売価格に転嫁する力が収益の安定性を左右する。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

§14 財務データ

通貨：西アフリカ CFA フラン（XOF）・単位千。会計年度は 1〜12 月。財務諸表は当社単体の 2 期分（FYE 31 Dec 2022・2023）の損益計算書・貸借対照表であり、監査は受けていない。キャッシュフロー計算書は含まれない（→WP-1）。

【財務概況】

売上高は FY2022 の XOF 312 億 2,765 万から FY2023 は XOF 320 億 5,472 万へ 2.6%増加した。売上原価が 7.5%増加したため、売上総利益は 7.9%減少し、売上総利益率は 31.6%から 28.4%へ低下した。人件費（▲10.9%）と減価償却費（▲15.7%）の減少、その他の税金・公課の計上がなくなったことで費用を圧縮し、営業利益の減少は 3.4%（XOF 19 億 222 万→18 億 3,684 万）にとどまった。純金融費用が 62.9%減少したため、当期純利益は XOF 13 億 9,928 万→14 億 533 万と横ばいを維持した。

財政状態は極めて健全である。自己資本は XOF 131 億 7,077 万から 145 億 7,610 万へ 10.7%増加し、自己資本比率は 85.0%から 89.0%へ上昇した。負債は流動負債のみで、有利子負債は XOF 3 億 5,098 万にすぎない。自己資本の増加額は当期純利益と一致しており、FY2023 は配当を行わず利益を全額内部留保したとみられる。

一方、運転資金は増加した。売上債権（その他債権を含む）は 26.6%、棚卸資産は 9.1%増え、仕入債務は 34.8%、未払税金は 56.4%減少した。この結果、現預金は XOF 19 億 5,588 万から 17 億 5,695 万へ 10.2%減少した。有形固定資産は 36.3%減少しており、減価償却費を下回る設備投資にとどまったとみられる。

【損益計算書（PL）要約】（単位：XOF 千）

項目（XOF 千）	FYE 31 Dec 2023 ★	FYE 31 Dec 2022	増減率
売上高（Turnover）	**32,054,721**	**31,227,654**	**+2.6%**
売上原価（Cost of sales）	(22,964,105)	(21,355,475)	+7.5%
売上総利益	**9,090,616**	**9,872,179**	**▲7.9%**
その他の収益	204,866	144,417	+41.9%
輸送費	(1,296,756)	(1,247,322)	+4.0%
外部費用	(2,552,745)	(2,407,377)	+6.0%
減価償却費	(1,285,293)	(1,525,313)	▲15.7%
人件費	(2,323,391)	(2,607,802)	▲10.9%
その他の税金・公課	0	(325,612)	▲100.0%
その他の費用	(458)	(954)	▲52.0%
営業利益（EBIT）	**1,836,840**	**1,902,217**	**▲3.4%**
金融収益	25,307	25,307	0.0%
金融費用	(97,326)	(183,612)	▲47.0%
為替差益	16,008	7,364	+117.4%
税引前利益	**1,780,829**	**1,751,276**	**+1.7%**
法人税等	(375,500)	(352,000)	+6.7%

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

項目（XOF 千）	FYE 31 Dec 2023 ★	FYE 31 Dec 2022	増減率
当期純利益	**1,405,329**	**1,399,276**	**+0.4%**
（参考）EBITDA	3,122,132	3,427,530	▲8.9%

【貸借対照表（BS）要約】（単位：XOF 千）

項目（XOF 千）	FYE 31 Dec 2023 ★	FYE 31 Dec 2022	増減率
無形固定資産	0	2,395	▲100.0%
有形固定資産	1,321,148	2,072,857	▲36.3%
投資等（Financial assets）	152,149	152,149	0.0%
非流動資産合計	**1,473,296**	**2,227,401**	**▲33.9%**
棚卸資産	7,206,790	6,605,467	+9.1%
売上債権・その他債権	5,949,682	4,700,911	+26.6%
うち売上債権	5,305,303	4,275,233	+24.1%
現預金	1,756,948	1,955,876	▲10.2%
流動資産合計	**14,913,420**	**13,262,254**	**+12.5%**
資産合計	**16,386,717**	**15,489,655**	**+5.8%**
資本金	2,117,000	2,117,000	0.0%
その他の準備金	2,411,700	2,596,283	▲7.1%
利益剰余金（繰越）	8,642,071	7,058,212	+22.4%
当期純利益	1,405,329	1,399,276	+0.4%
自己資本合計	**14,576,100**	**13,170,771**	**+10.7%**
仕入債務	913,540	1,400,733	▲34.8%
借入金	115,528	65,326	+76.8%
当座借越	235,455	299,781	▲21.5%
前受金	221,610	0	N/A
未払税金	189,573	434,634	▲56.4%
その他の負債・引当金	134,911	118,411	+13.9%
流動負債合計（＝負債合計）	**1,810,617**	**2,318,884**	**▲21.9%**
負債・自己資本合計	**16,386,717**	**15,489,655**	**+5.8%**

注：非流動負債はない。有利子負債（借入金＋当座借越）は FY2023 末 XOF 350,983 千（FY2022 末 365,107 千）。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

【資金の動き（BS 増減からの推計）】（単位：XOF 百万）

項目（XOF 百万）	FY2023 ★	備考
当期純利益	1,405	
減価償却費	1,285	
売上債権・その他債権の増減	(1,249)	資金の流出
棚卸資産の増減	(601)	資金の流出
仕入債務の増減	(487)	支払の前倒し
未払税金の増減	(245)	
前受金・その他負債の増減	238	
設備投資（推計）	(531)	有形・無形固定資産の増減と減価償却費から逆算
借入金・当座借越の増減	(14)	
配当	0	自己資本の増加額＝当期純利益
現預金の増減	**(199)**	BS の現預金の増減と一致

注：キャッシュフロー計算書が提供されていないため、中村格付研究所が 2 期の貸借対照表の増減から推計した。営業活動による資金は利益と減価償却費（計 XOF 26.9 億）から運転資金の増加を差し引いて約 XOF 3.5 億のプラスとみられるが、設備投資を賄うには足りず、現預金が減少した。

【主要財務比率】

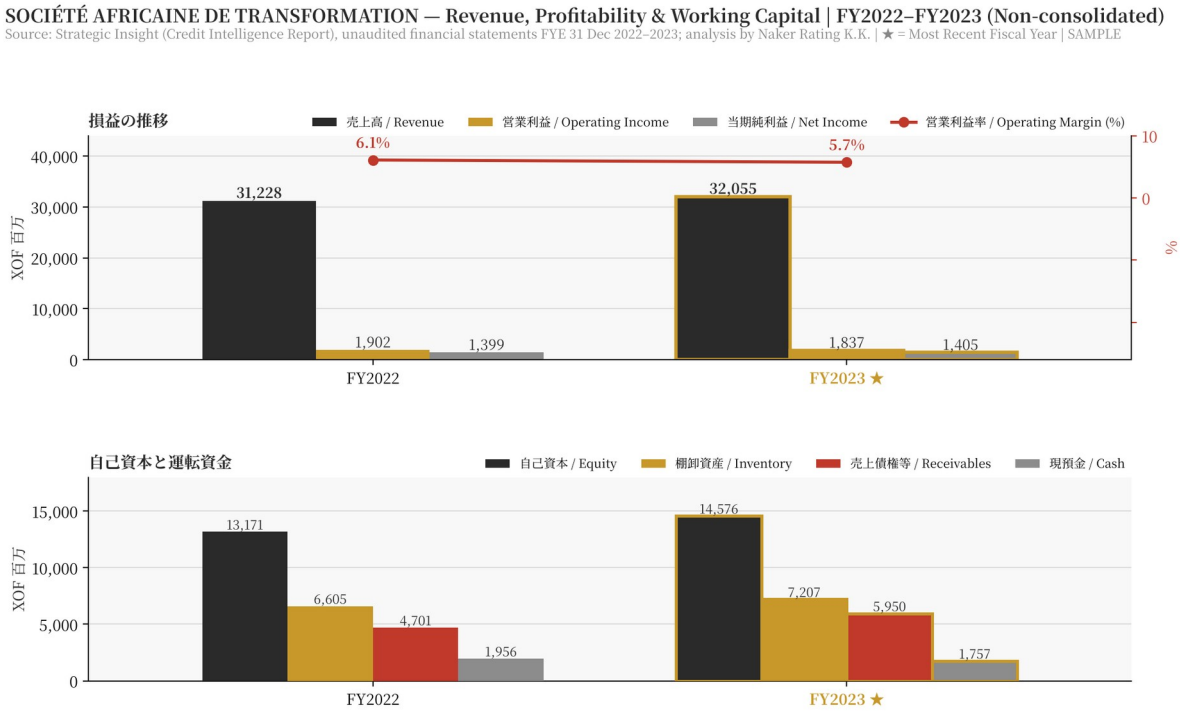
比率	FY2023 ★	FY2022
現地調査で提供された比率		
流動比率	8.24x	5.72x
当座比率	4.26x	2.87x
現金比率	0.97x	0.84x
売上債権回転日数	60 日	50 日
棚卸資産回転日数	115 日	113 日
仕入債務回転日数	15 日	24 日
営業循環日数	160 日	139 日
インタレスト・カバレッジ	18.9x	10.4x
債務返済能力（DSCR）	14.7x	13.8x
ギアリング比率	0.12x	0.18x
中村格付研究所 算出		

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

比率	FY2023 ★	FY2022
売上高増減率	+2.6%	——
売上総利益率	28.4%	31.6%
営業利益率	5.7%	6.1%
EBITDA マージン	9.7%	11.0%
売上高純利益率	4.4%	4.5%
ROE	9.6%	10.6%
自己資本比率	89.0%	85.0%
有利子負債 ÷ 自己資本	2.4%	2.8%
有利子負債 ÷ EBITDA	0.11x	0.11x
（現預金＋売上債権）÷（仕入債務＋短期借入金）	5.58x	3.53x
現預金 ÷ 流動負債	97.0%	84.3%
実効税率	21.1%	20.1%

注：回転日数は現地調査の算式による（売上債権は平均残高ベース）。中村格付研究所の算出値は上表の財務諸表から計算した。短期借入金は借入金と当座借越の合計とした。

【財務推移グラフ】



図：売上高・営業利益・営業利益率と自己資本・運転資金の推移（FYE 31 Dec 2022〜2023・単体）

注：グラフは上表の財務諸表（単体・XOF 百万）から作成した。最新期（FY2023）を金縁と★で示す。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

§15 カントリーリスク

【4 機関評価比較表】

機関	格付	評価軸	コメント
Coface	B ／ B	国評価／ビジネス環境評価	国評価 B（8 段階の上から 5 番目）、ビジネス環境 B（2025 年 2 月）。高い成長が続く一方、2025 年 10 月の大統領選挙を前にした政治の不確実性と、北部国境地帯の治安を下振れ要因としている
Allianz Trade	Medium Risk	非支払リスク（政治・商業の複合評価）	中位のリスク国に分類。堅調な成長と通貨の安定を評価する一方、選挙をめぐる政治リスクと財政の持続性を注視している
Atradius	—	主権・移転・恣意的リスク	同社の国別評価は対話型リスクマップで公表されており、本見本では未掲載
NEXI ／ OECD	F ／ カテゴリー 5	公的輸出信用の国リスク（OECD 0〜7）	NEXI はコートジボワールをカテゴリー F に分類している。OECD の分類はカテゴリー 5（6 から 5 へ引き上げ）

注：ソブリン格付は Fitch BB−（2025 年 7 月時点）であり、投資適格の三段階下に位置する。

【マクロ経済ベースライン】

コートジボワールは西アフリカ経済通貨同盟（UEMOA）最大の経済であり、世界最大のカカオ生産国である。国際通貨基金（IMF）は 2025 年 6 月 25 日に拡大信用供与措置・拡大クレジット・ファシリティ（計約 USD 35 億）と強靭性・持続可能性ファシリティ（約 USD 13 億）の第 4 回審査を完了し、2025 年の実質 GDP 成長率を 6.3%と見込んでいる。2024/25 年度のカカオ生産は約 200 万トンとされる。物価上昇率は 2.9%程度と、西アフリカ諸国中央銀行（BCEAO）の目標上限 3%を下回る水準にある。政府は 2025 年 3 月に 11 年物のユーロ債 USD 17.5 億を発行しており、国際資本市場からの資金調達を維持している。

【外国為替・送金リスク】

通貨の西アフリカ CFA フラン（XOF）はユーロに固定されており（EUR 1 = XOF 655.957）、外貨準備は BCEAO に UEMOA 加盟国の分が一括して保有される。固定相場の下で通貨の大幅な切下げのリスクは低く、為替の変動はユーロと円の間で生じる。経常取引の送金は、外為法令に基づき取引を証明する書類を添えて認可銀行を通じて行われ、送金の一般的な制限は課されていない。日本からの円建て・ドル建て輸出では、ユーロ・ドル・円の相場変動が当社の支払負担に影響する。

【政治・制度リスク】

2025 年 10 月に大統領選挙、2026 年に国民議会選挙が予定されている。2010〜2011 年の選挙後の内戦、2020 年の大統領選挙後の暴力的な混乱の経緯から、選挙期の政治的緊張は主要なリスクである。輸出信用機関の分析は、選挙前に財政規律が緩む懸念を指摘している。北部ではマリ・ブルキナファソとの国境地帯でイスラム過激派の活動が続き、2025 年には駐留フランス軍の撤退が発表された。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

債権回収の法的枠組みは、OHADA（アフリカ商事法調和機構）の統一商法に基づく。少額の金銭債権には支払命令（injonction de payer）の簡易手続があり、債務者の倒産には予防的和議・裁判上の更生・清算の手続が定められている。外国の債権者も手続に参加できるが、現地の弁護士を通じた手続が必要で、判決の執行には時間を要する。

【構造的リスク要因】

経済はカカオ・カシューナッツ・石油・金など一次産品の輸出に依存しており、国際商品価格と天候の影響を受けやすい。2024〜2025年のカカオ価格の高騰は農家所得と財政を押し上げたが、価格の反落は消費と税収を下押しする。衛生用品・紙製品の需要は生活必需品として底堅いものの、都市の中間層の購買力に左右される。原料を輸入に頼る当社にとっては、国際パルプ価格とユーロ・ドル相場が原価の主な変動要因である。

【与信実務示唆】

コートジボワール向けの与信は、OECDカテゴリー5の国として、新規取引の初回数回は前払または荷為替信用状とし、支払実績を確認したうえで送金取引へ移行するのが標準的である。当社については、財務の土台が厚く支払習慣も規則的であるため、NR Credit Limit（Net）の範囲内で60日以内の送金取引とし、これを超える与信は荷為替信用状、または貿易保険もしくは取引信用保険の付保により保全すべきである。2025年10月の大統領選挙の前後は、出荷のタイミングと残高の水準を慎重に管理することが望ましい。本件の主たるリスクは当社の財務ではなく、財務諸表の範囲の狭さと、国の政治情勢にある。

§16 NR信用コメンタリー

§16-1　事業概要と市場ポジション

当社は1983年に設立された業歴約42年の製紙加工会社であり、アビジャンの工業地区で、輸入した工業用セルロースワッディングを加工し、トイレットペーパー・生理用品などの衛生用品、学用品、紙皿・紙製カトラリー等の台所用品を製造する。売上高はXOF 320億5,472万（JPY 約84.3億）、従業員は100名超で、Papyrus、Lotus、Sanitexなど7つ以上のブランドを持つ。製品は生活必需品であり、人口の増加と都市化に支えられて需要は底堅い。

§16-2　財務評価

財政状態は極めて健全である。自己資本比率は89.0%、有利子負債は自己資本の2.4%、流動比率は8.24倍、インタレスト・カバレッジは18.9倍であり、負債はすべて1年以内の流動負債である。2期とも黒字で、当期純利益はXOF 14億533万、ROEは9.6%。FY2023は配当を行わず、利益を全額内部留保した。

一方、収益性はやや弱含んだ。売上原価の上昇を販売価格に十分に転嫁できず、売上総利益率は31.6%から28.4%へ低下した。費用の削減で営業利益の減少は3.4%にとどまったが、人件費・減価償却費・公課の減少による部分が大きく、同じ削減を続けることはできない。運転資金では、売上債権が24.1%増加し、回転日数は50日から60日へ延びた。棚卸資産の回転日数は115日と長く、仕入債務の圧縮も重なって現預金は10.2%減少した。

§16-3　リスクと安定性

第一のリスクは情報の範囲である。財務諸表は未監査の2期分で、キャッシュフロー計算書を含まず、最新はFY2023である。FY2024以降の業績と、2025年の原料価格・為替の変化の影響は確認できない。第二に、株式の50.02%を保有する法人株主3社の実質所有者が特定できず、主要な仕入先・販売先の情報も得られていない。第三に、国の政治・治安情勢であり、2025年10月の大統領選挙が近い。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

安定性の面では、業歴約 42 年、自己資本で総資産の約 9 割を賄う資本構成、4 行との良好な取引、規則的な支払習慣、不利な判決の不在が挙げられる。2002 年の求償訴訟でも当社は勝訴している。

§16-4　業界・外部環境

衛生用紙・衛生用品の国内市場は 2024 年まで力強く成長した。北アフリカ大手の現地生産や輸入品との競争はあるが、当社は地場の老舗として複数のブランドと流通網を持つ。2025 年 4〜6 月期からの国際パルプ価格の下落は、輸入原料に依存する当社の利益率の回復を後押ししうる。国のリスクは OECD カテゴリー 5・NEXI カテゴリー F・Coface B・ソブリン格付 BB−で、成長率は高いものの、選挙を控えて政治リスクが高まる局面にある。業種の変動性は高いと評価されている。

§16-5　信用格付けと結論

中村格付研究所は当社を NR3（Moderate Risk）、NRPD 1.5〜2.5%（Moderate）と評価した。財務諸表が示す当社の支払能力は高く、直ちに支払に支障を来す状況にはない。但し、その財務諸表の確からしさと鮮度、及び当社を取り巻く情報には限りがある。

NR4（Low Risk）ではなく NR3 とした理由は五点である。第一に、財務諸表は監査を受けていない 2 期分で、キャッシュフロー計算書を含まず、最新期が FY2023 と報告日から 1 年半以上前である。第二に、国の評価が OECD カテゴリー 5・NEXI カテゴリー F にとどまり、2025 年 10 月の大統領選挙を控えている。第三に、株式の半数を保有する法人株主の実質所有者が特定できない。第四に、主要な仕入先・販売先の情報が得られず、取引先からの支払照会もない。第五に、業種の変動性が高く、FY2023 は売上総利益率が低下した。財務の数値だけを見れば NR4 以上の水準にあるが、これらの不確実性を踏まえ、NR4 の付与は適当ではないと判断した。

他方、NR2（Elevated Risk）としなかった理由は、自己資本比率 89.0%・流動比率 8.24 倍という厚い財務の土台、2 期連続の黒字、約 42 年の業歴、銀行照会・口座取引の良好さと規則的な支払習慣、不利な判決がなく過去の紛争でも勝訴していること、による。当社の信用状態に、支払の遅れや資金繰りの逼迫を示す兆候は見られない。

与信実務上、NR Credit Limit は Net JPY 2,604,606（XOF 9,899,813）を 1 社あたりの無担保与信の目安とし、Gross JPY 1,041,842,548（XOF 3,959,925,324）を Net を超えて取引する場合の上限の目安とする。Net を上回る取引は、荷為替信用状、または貿易保険もしくは取引信用保険の付保を前提とすべきである。与信の拡大にあたっては、① FY2024 の財務諸表（可能であれば監査済み）、②主要な仕入先・販売先と取引条件、③法人株主 3 社の所在国と実質所有者、④借入先別の残高・担保、を当社から取得して見直すべきである。監査済みの最新の財務諸表で現在の財務水準が確認され、株主構成が明らかになれば、NR4 への見直しを検討しうる。逆に、選挙後の政治的混乱や当社の支払遅延が確認された場合は、NR2 方向での見直しとなる。

§17 NR 評価マトリクス

評価軸	評価（★＝5 段階）	コメント
事業規模（Business Scale）	★★★★☆ 4/5 ・ Strong	売上高 XOF 320 億 5,472 万（JPY 約 84.3 億）・従業員 100 名超・業歴約 42 年・7 つ以上のブランド。現地の企業規模区分は Large Corporate
収益性（Profitability）	★★★☆☆ 3/5 ・ Adequate	営業利益率 5.7%・売上高純利益率 4.4%・ROE 9.6%。売上総利益率は 31.6%から 28.4%へ低下
流動性（Liquidity）	★★★★★ 5/5 ・ Very Strong	流動比率 8.24 倍・当座比率 4.26 倍・現預金が流動負債の 97.0%。但し現預金は 10.2%減少

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

評価軸	評価（★＝5段階）	コメント
レバレッジ（Leverage）	★★★★★ 5/5 • Very Strong	自己資本比率 89.0%・有利子負債は自己資本の 2.4%・インタレスト・カバレッジ 18.9 倍。非流動負債なし
CF 安定性（CF Stability）	★★★☆☆ 3/5 • Adequate	キャッシュフロー計算書なし。BS 増減からの推計では運転資金の増加で現預金が XOF 1 億 9,893 万減少。EBITDA は 8.9%減少
外部リスク（External Risk）	★★☆☆☆ 2/5 • Elevated	OECD カテゴリー 5・NEXI F・Coface B。2025 年 10 月の大統領選挙・北部の治安・業種の変動性が高い・原料の輸入依存

注：★は 5 段階の相対評価（★が多いほど強い／リスクが低い）。外部リスク軸は★が少ないほどリスクが高い。

§18 情報出典

レイヤー	プロバイダー/ソース	取得データ
現地プロバイダー（Local Provider）	Strategic Insight Ltd（Mauritius）・Credit Intelligence Report（Standard） Ref. No.: Not applicable（見本のため番号なし） （発注 2025 年 7 月 1 日・納品 2025 年 7 月 14 日）	登記情報（商業登記番号・納税者番号・法人形態・資本金・設立日・NACE）、変更履歴、取締役・経営陣・株主・実質的支配者、取引銀行、事業内容・ブランド・同業他社、2 期分の財務諸表（BS・PL）と財務比率、銀行照会・口座取引・支払状況、判決・訴訟・解散手続、報道、業種分析、カントリー分析、信用スコア（SCRS）・財務の強さ（SFSG）・予想デフォルト確率・リスク・プロファイル、推奨与信限度額、所見
公式/公開情報（Official / Public）	IMF、アフリカ開発銀行、BCEAO、欧州中央銀行（参照レート）、市場調査会社・業界紙（衛生用紙市場・パルプ市況）、Coface、Allianz Trade、Atradius、Credendo、NEXI 国カテゴリー表、OECD カントリーリスク分類、Fitch、報道、OFAC・米商務省・米国防総省・EU・国連・経済産業省の公表リスト	マクロ経済指標（成長率・物価・財政・国際資本市場）、為替制度、業界動向・原料市況、カントリーリスク評価、ソブリン格付、制裁・輸出管理リスト
Naker オーバーレイ（Naker Overlay）	Naker Rating K.K., Kawasaki	NRPD（NRPD FS Advance v0.1・1.5–2.5% Moderate）・NRating（NR3 Moderate Risk）・与信限度額（FS Model Ver.2・NR Credit Limit Gross JPY 1,041,842,548／Net JPY 2,604,606）・NRPD コメンタリー・NR 信用コメンタリー（§16）・NR 評価マトリクス（§17）・財務比率と資金の動きの推計・財務推移グラフ、NR ESG Assessment トラック② Indicative（評価日 2025 年 7 月 15 日）、Sanctions & Export Control Screening（web search basis, subject company and representative, screening date: 2025 年 7 月 15 日）

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

注：現地プロバイダーの調査結果は事実情報として転載し、中村格付研究所の判断（Naker オーバーレイ）と区別して記載している。現地プロバイダーの信用評価と推奨与信限度額は §2・§4 に転載した。英語・フランス語の原文項目名は、確認の便のため和訳と併記している。円換算は XOF 1 = JPY 0.2631、USD 1 = JPY 147.95 による。

§19 NR ESG 評価

Track: ② Indicative（非上場企業・ESG／サステナビリティ報告書の開示なし） ｜ 評価日: 2025 年 7 月 15 日

Cat.	評価項目	スコア	根拠
E-1	Environmental violations（環境違反）	**5**	環境違反・環境行政処分の記録は現地調査・多言語のウェブ検索で確認されない（検索済み・証拠なし）
E-2	Environmental certification（環境認証）	**N/S**	ISO 14001 等の取得は確認できない。情報源がないため評価対象外（分母から除外）
S-3	Labor disputes（労働争議）	**5**	労働訴訟・ストライキの記録・報道は確認されない（検索済み・証拠なし）
S-4	Employee relations（雇用の安定性）	**5**	従業員 100 名超。人件費は FY2023 に 10.9%減少したが、人員・雇用施策の具体的な開示はない
G-5	Sanctions / compliance check（制裁照合）	**5**	当社・代表者の 7 リスト照合はすべて該当なし（→§20）。但し株式の 50.02%を保有する法人株主 3 社の実質所有者を特定できない
G-6	Financial transparency（財務透明性）	**5**	2 期分の BS・PL が得られた。但し監査は受けておらず、キャッシュフロー計算書・借入条件・関連当事者取引は開示されていない
G-7	Fraud / scandal / negative news（不正・不祥事）	**5**	不正・不祥事の記録・報道は確認されない（検索済み・証拠なし）。2002 年の商事紛争は当社勝訴（→§12）
	合計（TOTAL）	**30/60**	有効 6 項目（E-2 を除く）

ESG スコア計算：N/S を除いた有効評価項目 6 項目。実得点 E-1(5)＋S-3(5)＋S-4(5)＋G-5(5)＋G-6(5)＋G-7(5)＝30 点。有効分母 6 項目×10 点＝60 点。標準化スコア 30/60＝50.0% → ESG Grade D（Weak transparency）。

Total Score (valid items)	Standardized Score	ESG Grade
30 / 60	**50.0%**	**Grade D — Weak transparency**

注：Grade D は、法人株主の実質所有者が特定できないこと、財務諸表が監査を経ていないこと、環境認証の取得状況が確認できないことなど、情報の不足を反映したものであり、環境違反・労働争議・不正の存在を示すものではない。ESG グレードは NRating とは独立した補助指標であり、格付のノッチ調整には用いていない。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

§20 経済安全保障スクリーニング（制裁・輸出管理）

Screening Date: 2025年7月15日 ｜ Lists Screened: 7 ｜ Entities Screened: 2（当社・代表者）

照合リスト	結果	備考
OFAC SDN List (U.S. Dept. of Treasury)	**No record found**	照合日時点の公表版で、社名・略称・代表者名を照合
OFAC Non-SDN Consolidated List (incl. NS-CMIC)	**No record found**	同上
BIS Entity List (U.S. Dept. of Commerce)	**No record found**	同上
DoD 1260H List (Chinese Military Companies)	**No record found**	当社はコートジボワールの内資の製紙加工会社であり、中国の軍事企業との資本・役員関係は確認されない
METI Foreign User List (Japan)	**No record found**	照合日時点の公表版で照合
EU Consolidated Sanctions List	**No record found**	同上
UN Security Council Consolidated List	**No record found**	同上

Entity screened	Relationship	Result
SOCIÉTÉ AFRICAINE DE TRANSFORMATION	当社（対象会社・略称 SAT SA を含む）	**No record found**
Mr. Georges Smith	取締役・筆頭株主（代表者）	**No record found**

【業界・管轄リスクノート】

当社の製品は衛生用紙・生理用品・学用品・紙製の台所用品であり、輸出管理上のデュアルユース品目には該当しない。日本から当社へ供給が想定される品目（製紙・加工機械、部品、原材料等）についても、通常は規制対象外であるが、該非判定と最終用途の確認は輸出者の側で行う必要がある。コートジボワールに対する国連安保理の制裁（武器禁輸等）は2016年に解除されており、現在、同国は主要な制裁プログラムの対象国ではない。

以上の照合の結果、制裁・輸出管理の観点から当社との取引を制約する事情は確認されない。当社・代表者のいずれも7リストに掲載がない。但し、株式の50.02%を保有する法人株主3社（ABC Ltd・Dummy Ltd・XYZ Ltd）は所在国・実質所有者が開示されておらず、照合の対象としていない。取引の開始にあたっては、これらの法人株主の実質所有者を当社に確認することが望ましい。再スクリーニングは12か月以内、または株主・代表者の変更時に実施することを推奨する。

免責事項：本スクリーニングは公表リストとウェブ検索に基づく簡易版であり、商用コンプライアンスツール（World-Check、Refinitiv等）の代替ではない。照合対象は当社の社名と代表者名のみであり、法人株主・関連会社・取引先は照合対象としていない。制裁リストは頻繁に更新されるため、結果は照合日時点の情報である。HSコード・品目分類に基づく該非判定は本スクリーニングの対象外であり、法的な制裁コンプライアンスの最終判断は顧客企業の法務・コンプライアンス部門が行うものとする。本見本の人名・社名は仮名であり、照合結果は例示である。

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.

End of NRating report.

This report is furnished by Naker Rating K.K. in STRICT CONFIDENCE at your request for your exclusive use as an aid in determining the advisability of granting credit or insurance, and for no other purpose. Naker Rating K.K. does not guarantee the correctness of this report and shall not be liable for any loss or injury caused by the neglect or other act or failure to act on the part of said company and/or its agents in proceeding, collecting or communicating any information.