



자빌 (JBL.US)

단기 마진 노이즈가 만든 매수 기회

- AIDC 중심 사업 전환으로 단순 외주를 넘어선 구조적인 체질 개선을 진행 중
- 초기 램프업 비용과 실적 쏠림은 부담이나, 강력한 현금 창출력을 보유
- 저평가된 밸류, 보수적 가이드نس, 하반기 마진 턴어라운드로 주가 반등 여력 충분

단순 위탁생산을 넘어선 제조 솔루션 리더

자빌(JBL)은 자체 브랜드를 보유하지 않고 글로벌 빅테크 및 하이퍼 스케일러, 산업재 선도 기업들을 대상으로 제품 기획 및 초기 설계부터 글로벌 부품 조달, 제조 조립, 엄격한 품질 테스트, 완제품 납품 및 현장 유지보수까지 일괄 대행하는 엔지니어링 기반의 전자제품 제조 솔루션(EMS) 선도 기업이다. 동사는 단순 임가공 위탁생산 업체나 고객사와 경쟁하는 완제품 제조사와 선을 긋고, 고도화된 엔지니어링 역량을 바탕으로 고객사와 공고한 장기 파트너십을 구축하는 제조 솔루션 플랫폼으로 스스로를 정의하고 있다.

FY4Q26 실적: 가파른 외형 성장과 초기 램프업 부담

4Q(6~8 월) 매출액은 \$10.6B(YoY +29%), Core EPS 는 \$4.40(YoY +34%)로 가이드نس 상단과 컨센서스를 모두 상회하였다. 호실적은 Intelligent Infrastructure(II) 부문이 견인하였다. II 매출은 \$5.8B(YoY +56%)로 가이드نس를 \$0.9B 웃돌았는데, 견조한 AI 수요와 멕시코 2nd 하이퍼스케일러 향 라인의 조기 가동이 주효하였다. 다만 II Core OM(영업이익률) 이 6.5%(+60bp YoY)로 개선됐음에도, 대규모 증설에 따른 초기 램프업 비용 반영으로 전사 Core OM 은 6.4%(+10bp YoY) 개선에 그쳐 매출 서프라이즈 대비 영업 레버리지는 제한적이었다.

주가 흐름: 1Q 실적 쏠림과 램프업 비용 부담이 부른 급락

실적 발표 당일 주가는 장중 정규장 초반 +2.9%까지 상승 흐름을 보였으나 이후 매도세가 집중되며 종가 기준 -10.0% 급락세로 마감했다. 이와 같은 시장 반응의 배경으로는 연간 컨센서스 상회분의 대부분이 1Q에 쏠려 있으며, 1Q 가이드نس 중간값(\$11.0B)을 단순 연환산할 경우 이미 연간 가이드نس(\$44.5B) 수준에 도달한다는 점에서 2Q 이후 분기별 외형 성장이 정체될 수 있다는 시장의 불안감이 작용한 것으로 풀이된다. 또한 4Q에 6.4%까지 상승했던 Core OM이 1Q FY27에는 신규 캐파 램프업 비용 반영으로 인해 약 5.65% 수준으로 하락할 것으로 가이드된 점이 단기 마진 피크 우려를 자극하였다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.01): \$299.78

목표주가 컨센서스: \$430.73

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
92%	8%

Stock Data

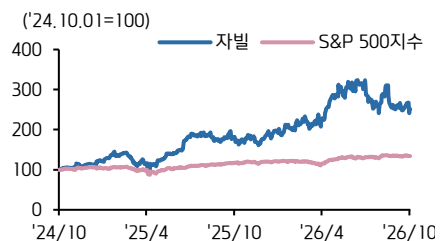
산업분류	전자 장비 기기 & 부품
S&P 500 (01/28)	7,666.45
현재주가/목표주가	299.79 / 430.73
52주 최고/최저 (\$)	428.93 / 189.6
시가총액 (백만\$)	31,414
유통주식 수 (백만)	105
일평균거래량 (3M)	1,176,271

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY25	FY26	FY27E	FY28E
매출액	29,802	35,050	44,696	52,107
영업이익	1,620	2,021	2,699	3,238
OPM(%)	5.4	5.8	6.0	6.2
순이익	1,082	1,364	1,841	2,271
EPS	9.75	12.77	17.73	22.05
증가율(%)	14.8	30.9	38.9	24.4
PER(배)	24.0	23.5	16.9	13.6
PBR(배)	14.6	20.2	15.2	10.5
ROE(%)	40.4	88.0	85.4	81.1
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	31.5	0.1	11.6	39.0
S&P Index	12.0	0.0	16.5	14.2



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치 주) Non-GAAP 기준

JBL의 비즈니스 모델 및 사업 구조

동사는 자체 브랜드 없이 고객사의 제품 설계부터 부품 조달, 생산, 테스트까지 턴키로 대행하는 글로벌 제조 솔루션(EMS) 선도 기업이다. 전 세계 30개국 120여 개 생산 거점과 9,000명 이상의 전문 엔지니어, 연간 약 \$35B에 달하는 부품 구매력을 바탕으로 글로벌 빅테크 및 하이퍼스케일러의 고난도 제품 양산을 총괄한다.

원부자재 비용이 매출에 일괄 계상되는 Buy-and-Sell 구조 특성상 FY26 기준 총마진율(GM) 9.2%, Core OM 5.8%로 표면 마진율은 낮으나 매출액 대비 순자본적지출(Net Capex)이 1.3%에 불과할 정도로 자본 투입이 적어, Core ROIC 59%, 조정 FCF \$1.5B라는 높은 자본 효율성을 창출한다. 창출된 FCF의 80% 이상을 자사주 매입·소각에 투입하는 주주환원 정책을 지속해 왔으며, 이는 FY20 이후 Core EPS가 연평균 29% 성장하는 레버리지로 작용하였다.

동사의 사업부는 Intelligent Infrastructure, Regulated Industries, Intelligent Devices & Robotics 3개 세그먼트로 구성되며, 각각 FY26 기준 매출 비중 50%, 35%, 15%를 기록했다.

Intelligent Infrastructure(FY26 매출 \$17.9B, Core OM 6.0%)

- 반도체 장비 모듈(Capital Equipment), 하이퍼스케일러 맞춤형 서버·랙·스토리지 및 전력·냉각 인프라(Cloud & DCI), 초고속 AI 네트워크 랙과 광트랜시버(Networking & Comms)를 총괄한다. 전사 AI 관련 매출 \$14.4B는 전액 이 부문에서 창출된다.

Regulated Industries(\$12.7B, 5.5%)

- 진입 장벽이 높고 제품 라이프사이클이 긴 자동차·방산, 헬스케어(약물전달 펌 및 의료기기), 에너지 인프라를 담당한다.

Intelligent Devices & Robotics(\$5.4B, 5.6%)

- 프리미엄 소비자 기기와 물류 자동화·로보틱스를 아우른다.

사업 포트폴리오의 무게중심은 AI 데이터센터로 급격히 이동하고 있다. 2023년 말 자본 집약적 스마트폰 메탈 기구물(Mobility) 사업을 BYD Electronic에 매각하여 경기 민감 소비자 제품 의존도를 선제적으로 낮추었다. 이후 정밀 액체냉각(Mikros)과 데이터센터 고압 전력 엔지니어링(Hanley Energy) 기업을 잇달아 인수하며, 단순 외주 조립을 넘어 랙 단위 시스템 통합, 전력·냉각 제어, 현장 턴키 셋업으로 사업 영역을 수직 확장하였다.

자체 하드웨어로 고객사와 경쟁하기보다는 고객의 아키텍처를 그대로 구현하는 '플랫폼 중립성'을 고수하고 있으며, 신규 캐파 증설 역시 100% 확정 수주에 연동해 집행하고 있다. 회사 가이던스 기준 FY27 II 매출 비중은 58%, AI 관련 매출은 \$22.1B에 달해 전사 외형의 절반을 점유할 전망이다.

투자 포인트: 단기 급락을 기회로 바꾸는 3가지 펀더멘털

① AI 성장의 질: 고객·플랫폼 다변화와 추론 중심의 안정적 노출

동사의 AI 비즈니스는 특정 칩셋이나 단일 고객사에 종속되지 않는 독립적 플랫폼 구조를 확립하였다. 연간 \$1B 이상의 AI 매출을 창출하는 대형 고객사는 2년 전 1곳에서 FY26 4곳, FY27E 5곳으로 확대되었으며, 3Q FY26에는 3rd 하이퍼스케일러를 신규 고객으로 확보하였다. FY27 외형 성장 역시 랙·스토리지(Cloud & DCI YoY +52%), 액체냉각 네트워크 랙(Networking YoY +45~50%), 반도체 장비(Capital Equipment YoY +40%) 등 전 영역에 걸쳐 균형 있게 전개된다.

엔비디아 표준 GPU 랙 조립에 편중된 대만계 ODM이나 프론티어 AI 랙에 노출된 피어 대비, 동사 AI 매출의 절대 다수는 상용화된 추론용 데이터센터 인프라에서 창출된다. 특히 FY26 상위 6대 데이터센터 수주 중 4건이 초기 설계 단계 협업(Design-in)에서 기인하여 고객 락인(Lock-in) 효과가 공고하다. 이에 힘입어 II 부문의 Core OM은 FY25 5.4%에서 FY26 6.0%(4Q 기준 6.5%)로 상승하며 외형 성장과 수익성 개선이 동반되고 있다.

② 대규모 증설 국면에서도 유지되는 차별적 자본 효율성

동사는 FY27 중 약 400만 sq ft 규모의 대규모 생산 캐파를 확장하면서도, 연간 Net Capex 가이드언스를 매출액 대비 1.5~2.0% 수준으로 통제하고 있다(II 부문 Capex는 매출의 ~1% 수준). 이는 고객사와의 설비 투자 분담 구조에 기인한다. 연간 Capex를 매출의 약 5%(~\$1B)까지 확대하며 지난 8월 대규모 유상증자를 단행한 경쟁사 Celestica와 극명하게 대비되는 대목이다.

동사는 외부 자본 조달 없이 자체 영업현금흐름만으로 FY27 약 \$1.6B의 FCF를 창출할 전망이다. 이는 연간 약 \$1.3B(현 시가총액의 ~4%)에 달하는 자사주 매입 여력으로 이어진다(잔여 수권 \$1.4B). 경쟁사가 증설 자금 조달을 위해 주식 수를 희석시키는 동안, 동사는 유통 주식수를 축소하며 Core EPS 성장률(+34%)을 영업이익 성장률보다 높게 증폭시키는 EPS 레버리지 구조를 지속하고 있다.

③ 연초 가이드언스는 출발점: 2년 연속 입증된 실적 상회 트랙레코드

동사는 보수적인 연초 가이드언스를 제시한 뒤 연중 상향 돌파하는 실적 패턴을 정례화해 왔다. 연초 제시치 대비 실제 Core EPS 달성률은 FY25 +13%, FY26 +19%에 달했으며, 특히 FY26에는 연간 가이드언스를 3개 분기 연속 상향 조정한다. 이번 FY27 가이드언스(Core EPS \$17.55) 역시 컨센서스([BBG])를 상회하는 수준에서 출발하였으며, 경영진은 신규 증설 라인이 가이드언스를 초과하는 주문량까지 대응 가능한 유연성을 확보하고 있음을 언급하였다.

실적 상향 여력은 AI 외 본업에도 상존한다. Regulated Industries(RI) 부문은 전장(ADAS·차량 컴퓨트), 방산(신규 ITAR 프로그램 양산), 헬스케어(크로아티아

공장 FY28 풀가동), 에너지 저장 인프라가 동반 턴어라운드에 진입하였으며, 피지컬 AI 기여분은 가이드언스에 사실상 미반영 상태다. 실적 발표 직후 주가는 -10% 급락하였으나, 전년도 역시 연초 가이드언스 발표 당일 주가 하락(-6.7%) 이후 연중 실적 상향에 따른 가파른 주가 복원이 전개된 바 있다.

밸류에이션: 과도한 단기 마진 우려, 차별화된 FCF와 실적 가시성에 주목
 동사의 현 주가는 호실적 발표 이후의 과도한 우려가 반영되며 밸류에이션 매력이 한층 높아진 구간에 진입했다. 4Q26 실적과 FY27 연간 가이드언스가 모두 시장 기대치를 상회했음에도, 실적 발표 당일 주가는 -10.0% 급락(10/1 일부 반등)했다. 반면 컨센서스를 웃돈 FY27 가이드언스를 반영해 FY27 컨센서스 EPS는 약 5% 상향 조정되었고, 이에 따라 FY27 기준 P/E는 실적 발표 전 18.9배에서 16.9배(10/1 종가 기준)로 빠르게 압축되었다.

12M Fwd P/E 기준으로는 16.6배로 과거 3년 평균치(16.8배)에 수렴하며, 차기 연도인 FY28 기준으로는 13.6배까지 낮아진다. 5년 평균치(13.7배)와 비교해 다소 높아 보일 수 있으나, 과거 5년 밴드에는 변동성이 크고 마진이 낮았던 모빌리티(스마트폰 정밀기구) 사업 비중이 컸던 시기가 포함되어 있다. 해당 사업부 매각 이후 클라우드·AI 데이터센터 인프라 중심의 Intelligent Infrastructure 부문 매출 비중이 약 50%(FY26)에 이르는 등 사업 포트폴리오의 질적 전환(Re-platforming)이 완료되었다는 점을 감안하면, 과거 저마진 국면의 멀티플을 직접 비교 잣대로 삼는 것은 적절하지 않다.

동종 업계(EMS/ODM Peer)와 비교할 때 상대적 저평가는 더욱 두드러진다. 12M Fwd P/E 기준으로 Celestica(21.0배), Flex(19.1배) 대비 각각 21%, 13% 할인 거래 중이며, Sanmina(15.9배)와 유사한 수준에 머물러 있다. 특히 Flex와 Sanmina가 AI 인프라 수혜에 힘입어 각 사의 3년 평균 멀티플 대비 19~24% 할증(Premium)을 받고 있는 반면, 동사는 3년 평균 수준에 머물러 있다.

이러한 상대적 저평가는 4Q 실적에서 확인된 제한적인 마진 레버리지(Core OM 전년 대비 +10bp 개선에 그침)와, 신규 AI 데이터센터 수주 대응을 위한 FY27 상반기 신규 캐파 램프업(Ramp-up) 비용 부담을 시장이 단기 할인 요인으로 반영했기 때문이다.

그러나 현금 흐름의 '질(Quality)' 측면에서 동사는 Peer 대비 압도적인 우위를 점하고 있다. 동사의 FCF Yield는 4.4% 수준으로, 1~2%대에 불과한 Celestica(1.2%) 및 Flex(2.0%), 마이너스(-)를 기록 중인 Sanmina를 크게 상회한다. AI 인프라 확장에 따른 대규모 운전자본 확대 국면에서도 견고한 잉여현금 창출력을 입증하고 있으며, 이는 FY27에도 시가총액의 약 4%에 달하는 적극적인 자사주 매입(Share Repurchase) 정책을 지속할 수 있는 핵심 체력이 된다.

향후 밸류에이션 디스카운트는 하반기로 갈수록 빠르게 축소될 것으로 판단한다:

- **EPS 고성장 궤적:** FY27 및 FY28 컨센서스 EPS 성장률은 각각 +35% YoY, +24% YoY 로 가파른 이익 모멘텀이 예정되어 있다.
- **보수적 가이드언스 트랙레코드:** 최근 2 년 연속 실제 실적이 연초 제시 가이드언스를 EPS 기준 13~19% 상회해 온 경영진의 보수적 성향을 고려할 때, 현재 추정치 역시 상방이 열려 있다.
- **상저하고 마진 턴어라운드:** 상반기 신규 공장/라인 가동에 따른 일회성 셋업 비용이 지나고, 하반기 AI 서버 및 액체냉각/전력 모듈의 본격 양산 레버리지가 확인되는 시점에 Celestica 및 Flex 와의 밸류에이션 갭 메우기(Catch-up)가 본격화될 것이다.

리스크 요인: 집중도 심화, 램프업 병목, 그리고 매크로·통상 변수

- **AI 및 하이퍼스케일러 집중도 심화:** FY27E 매출의 58%가 II, 50%가 AI 에 연동되어 있어 하이퍼스케일러의 CapEx 조정 시 실적에 직접적인 타격이 불가피하다. 단일 최대 고객 비중이 16%에 달하며, FY27 에는 10% 이상 고객사가 2 곳으로 확대될 수 있어 매출 편중 위험이 상존한다.
- **동시 증설에 따른 램프업 및 부품 조달 병목:** 약 400 만 sq ft 규모의 글로벌 캐파를 동시 증설하는 과정에서, 메모리의 AI 쏠림으로 인한 부품 수급 차질이나 수율 안정화 지연 시 초기 셋업 비용(Ramp costs)이 가중되어 상반기 마진이 압박받을 수 있다.
- **운전자본 변동성과 금융비용 및 지정학적 리스크:** 높은 매입채무 회전일수(DPO 135 일*)로 운전자본을 흡수하는 구조여서 공급사 결제 조건 변경 시 FCF 변동성이 확대된다. 연간 순이자비용이 \$390~400M 으로 증가하는 점과 중국·멕시코·말레이시아 생산 거점에 따른 관세 및 통상 불확실성도 잠재적 부담 요인이다.

자빌 FY4Q26 ('26.06.01~08.31)

구분	FY4Q26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 \$)	발표치	컨센서스	차이	FY4Q25	성장률	FY4Q26	성장률
매출액	10,616	9,692	9.5%	8,252	28.6%	8,751	21.3%
영업이익	675	626	7.9%	519	30.1%	504	33.9%
영업이익률(%)	6.4	6.5	-0.1	6.3	0.1	5.8	0.6
순이익	466	430	8.3%	360	29.4%	336	38.7%
EPS(USD)	4.40	4.07	8.2%	3.29	33.7%	3.16	39.2%

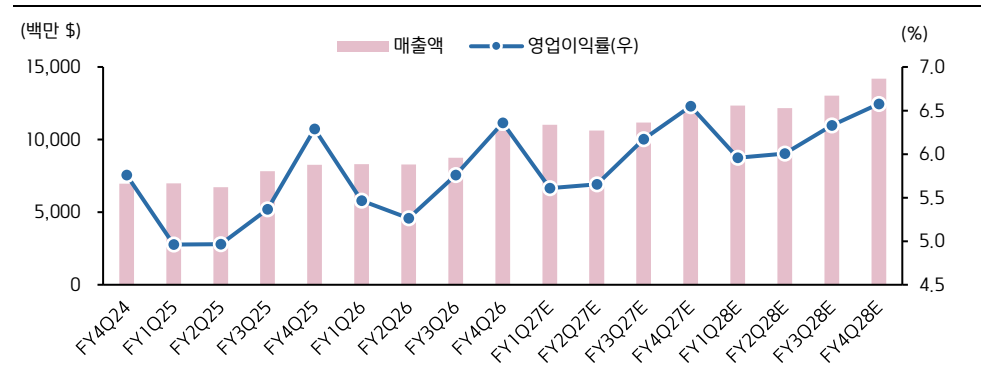
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY27Q1	YoY 성장률	FY27Q2	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률	FY28	YoY 성장률
매출액	11,030	32.8%	10,621	28.2%	44,696	24.3%	52,107	16.6%
영업이익	619	36.2%	601	37.7%	2,699	30.4%	3,238	20.0%
영업이익률	5.6	0.1	5.7	0.4	6.0	0.3	6.2	0.2
순이익	427	38.2%	401	39.1%	1,841	31.6%	2,271	23.3%
EPS (USD)	4.05	42.1%	3.82	42.0%	17.73	35.4%	22.05	24.4%

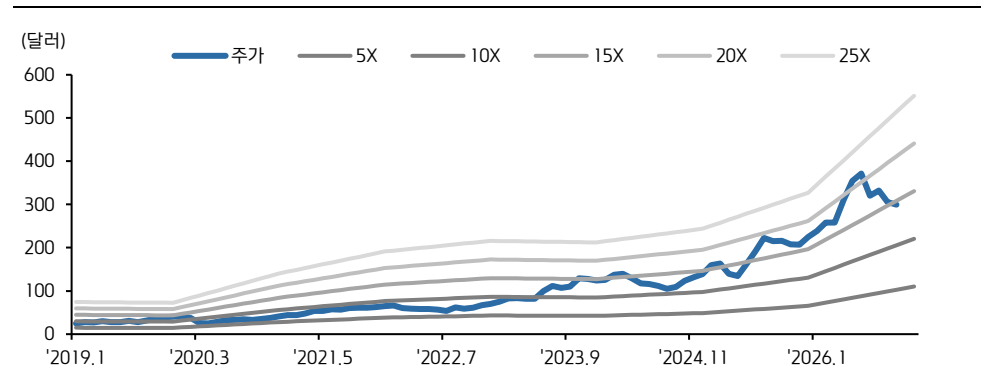
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 분기 실적 추이



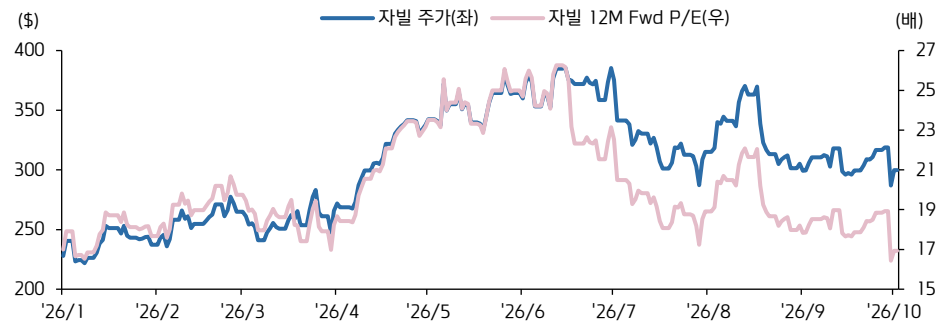
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 12M FWD PER 밴드



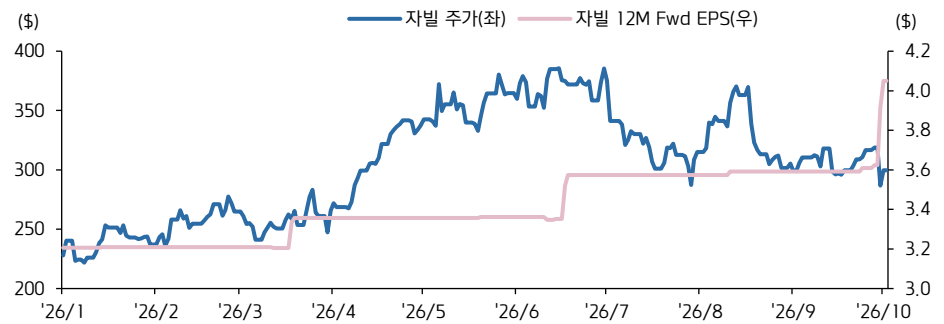
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 주가 및 12M Fwd P/E



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 주가 및 12M Fwd EPS



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-01 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

자빌 상세실적표

(백만 달러)	FY4Q25	FY3Q26	FY4Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	8,252	8,751	10,616	28.6	21.3
매출원가	7,469	7,923	9,615	28.7	21.4
매출총이익	783	828	1,001	27.8	20.9
영업비용	446	383	399	-10.5	4.2
판관비(R&D 포함)	268	324	331	23.5	2.2
주식보상비용(SBC)	23	25	25	8.7	0.0
무형자산상각비	17	23	24	41.2	4.3
구조조정·M&A 관련 등	138	11	19	-86.2	72.7
영업이익	337	445	602	78.6	35.3
이자 및 기타비용(순)	58	79	80	37.9	1.3
세전이익	279	366	522	87.1	42.6
법인세	61	91	125	104.9	37.4
순이익(지배주주)	218	275	398	82.6	44.7
EPS(회식, 달러)	1.99	2.59	3.76	88.9	45.2
회식 가중평균주식수(백만주)	109.2	107	106	-2.9	-0.5
[Non-GAAP]					
Core 영업이익	519	504	675	30.1	33.9
Core EBITDA	674	654	826	22.6	26.3
Core 순이익	360	336	466	29.4	38.7
Core EPS(달러)	3.29	3.16	4.40	33.7	39.2
[수익성] (% , 증감은 %p)					
매출총이익률	9.5	9.5	9.4	-0.1	0.0
영업이익률(GAAP)	4.1	5.1	5.7	1.6	0.6
Core 영업이익률	6.3	5.8	6.4	0.1	0.6
[현금흐름·재무]					
영업활동현금흐름	588	535	733	24.7	37.0
순 Capex	83	176	192	131.3	9.1
Adj. FCF	505	359	541	7.1	50.7
순재고일수(일, 증감은 일수 차)	55	68	64	9.0	-4.0
순차입금	952	2018	1640	72.3	-18.7

자료: 자빌, LSEG, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.