삼성전자 005930 · KOSPI · 반도체

2분기 급여 25조원: 성과급은 이익을 따라 움직인다

투자의견	목표주가	현재 주가(2026-10-08)	목표주가와의 차이
중립	**194,300** 원	**262,000** 원	**−25.8%**

성과급 충당의 크기가 주석에 있었다

성과급 충당의 크기를 회사는 따로 밝히지 않는다. 연결 주석 「비용의 성격별 분류」의 급여가 그것을 보여 준다. 분기 8.3조원 안팎이던 급여가 2026년 2분기에 25.6조원이 됐다. 평소를 넘은 금액은 2025년 4분기부터 세 분기 합 22.8조원, 성과급 전 영업이익의 12%다. 2분기에 DS 비용이 10.3조원 늘어난 까닭이 이것이다. 회사가 정기보고서에 적는 메모리 판매가격과 생산실적으로 나누면 2분기 판매가격은 1년 전의 4.8배, 출하 물량은 19% 많다. 4분기 영업이익은 121.5조원이고 컨센서스는 116.1조원이다.

회사가 밝힌 주주환원 재원

회사는 8월 21일 공정공시에서 2026년 주주환원 재원을 90조~110조원으로 내다봤다. 2024~2025년 두 해에 돌려준 돈은 29.3조원이었다. 3분기에 현금배당 30조원 안팎을 주고 나머지는 2027년 1월 말에 정한다. 가운데 값으로 시가총액의 5.8%다.

값이 지난 사이클처럼 움직이면

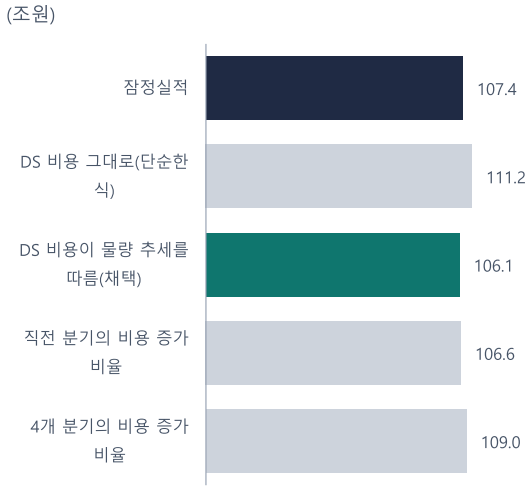
D램 수출물가지수는 2025년 저점의 3.9배다. 지난 사이클은 1.8배에서 꺾였다. 지난 사이클의 같은 시점 변화를 그대로 이으면 2027년 평균 가격은 4분기의 0.96배, 2028년은 0.55배다. 영업이익은 2027년 489조원(컨센서스 555조원), 2028년 267조원(608조원)이다. 값이 4분기 수준에 머물면 514조원과 555조원이다.

더 높게 볼 조건. ① 10월 중순에 나오는 9월 메모리 수출물가지수가 8월보다 오른다. ② 12월 Micron 실적과 다음 분기 가이던스가 다시 늘어난다. ③ 2027년 1월 말에 정하는 주주환원이 재원의 위쪽(110조원)에 가깝고, 새 3년 정책이 같은 비율을 잇는다.

더 낮게 볼 조건. ① 메모리 수출물가지수가 두 달 이어 내린다. ② Micron이 가이던스를 직전 분기 실적 아래로 낸다. ③ 10월 말 실적발표에서 DS 비용이 3분기 추정(40.2조원)보다 크게 나온다.

숫자는 모두 모델 엑셀의 칸에서 읽었다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스는 견주는 데에만 썼고 추정에는 쓰지 않았다.

3분기 잠정 영업이익은 107.4조원. 채택한 방식은 106.1조원, 비용을 그대로 둔 단순한 식은 111.2조원을 냈다



자료: 삼성전자 잠정실적 공시, One Key 계산

주요 지표

시가총액(우선주 포함)	1,720조원
순현금(2026년 6월 말)	167.6조원
주가 ÷ 최근 4개 분기 주당순이익	11.5배
주가순자산배수(P/B)	3.04배
주주환원 수익률(2026년)	5.8%

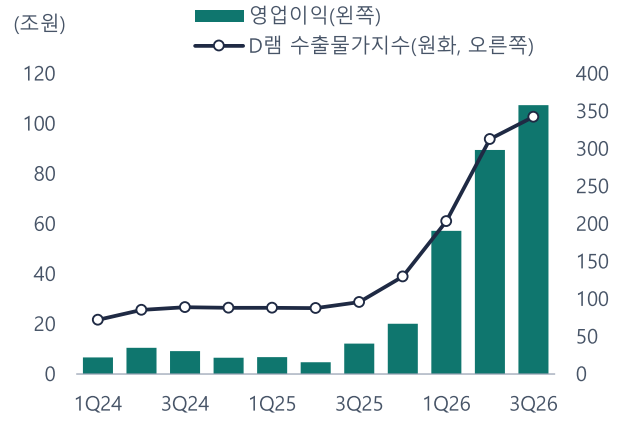
실적과 추정

조원	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	301	334	710	843	600
영업이익	32.7	43.6	375.6	488.9	266.7
메모리 매출	84	104	493	638	395
지배순이익	33.6	44.3	304.3	396.6	219.6
주주환원	12.7	18.1	100.0	191.6	104.5

자료: 삼성전자, One Key 추정

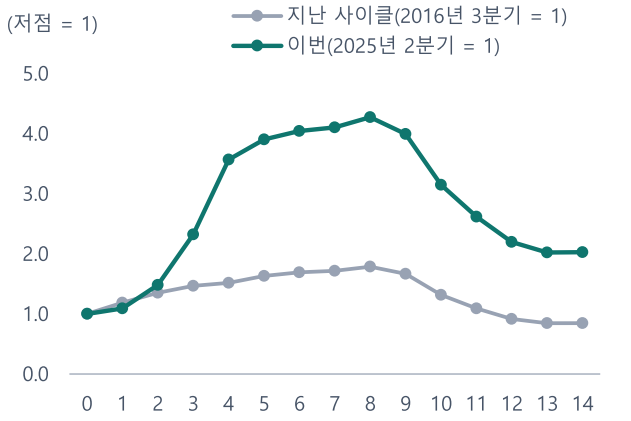
핵심 그림

3분기 잠정 영업이익은 107.4조원으로 1년 전의 8.8배. D램 수출물가지수는 저점의 3.9배가 됐다



자료: 삼성전자 정기보고서·잠정실적 공시, 한국은행

D램 지수는 지난 사이클에서 저점의 1.8배까지 올랐고 이번에는 3.9배다. 지난번에는 여덟 번째 분기가 정점이었다



자료: 한국은행 수출물가지수, One Key 추정

실적 전망: 줄마다 후보를 고르고, 3분기 잠정실적에 대 본다

방법

분기가 끝나면 그 분기의 메모리 수출물가지수와 환율은 나와 있고, Micron의 대응 분기 실적도 삼성전자 잠정실적보다 먼저 나온다. 줄마다 후보를 세우고 2024년 2분기부터 2026년 2분기까지 9개 분기에 그 분기 발표 전 자료만으로 돌려 골랐다. 3분기는 고르는 데 쓰지 않고 잠정실적과 견줬다.

표 1 메모리 매출을 맞히는 후보: 2024년 2분기~2026년 2분기에 돌린 결과 (조원)

후보	평균 절대 오차	치우침
직전 분기 그대로	12.3	−11.5
직전 × 메모리 가격 변화(D램·낸드 수출물가지수 평균)	4.7	−3.9
직전 × D램 수출물가지수 변화	4.0	−3.0
직전 × (Micron 가이던스 ÷ 직전 분기 실적) × 환율	6.1	−4.5
직전 × (Micron 그 분기 실적 ÷ 직전 분기 실적) × 환율	3.9	+0.7
가격 × 물량: 직전 × 가격 변화(평균) × 물량 추세	4.7	−1.3
가격 × 물량: 직전 × D램 지수 변화 × 물량 추세	4.6	−0.4
가격 × 물량: 직전 × 가격 변화(평균) × 직전 분기의 생산 증가율(정기보고서)	4.5	−2.2
가격 × 물량: 직전 × 가격 변화(평균) × 출하 추세(매출 ÷ 회사 판매가격)	**3.3**	**−2.0**

자료: 삼성전자, 한국은행, Micron, One Key 계산

메모리 매출을 물량과 값으로 나누려면 물량이 있어야 한다. 매출 변화를 수출물가지수 변화로 나눈 값을 물량으로 쓰면 계약 시차와 제품 구성이 섞인다. 그래서 회사가 정기보고서에 적는 평균 판매가격으로 매출을 나눠 출하 물량을 냈다(포인트 1). 이 출하 추세에 그 분기의 가격 지수 변화를 곱한 후보(자)가 가장 덜 빗나갔다(평균 3.3조원. Micron 실적을 따르는 후보 마는 3.9조원). 정기보고서의 생산 증가율을 곱한 후보(아)는 4.5조원이었다.

표 2 DS 비용을 맞히는 후보와, 그 후보로 낸 3분기 영업이익 (조원)

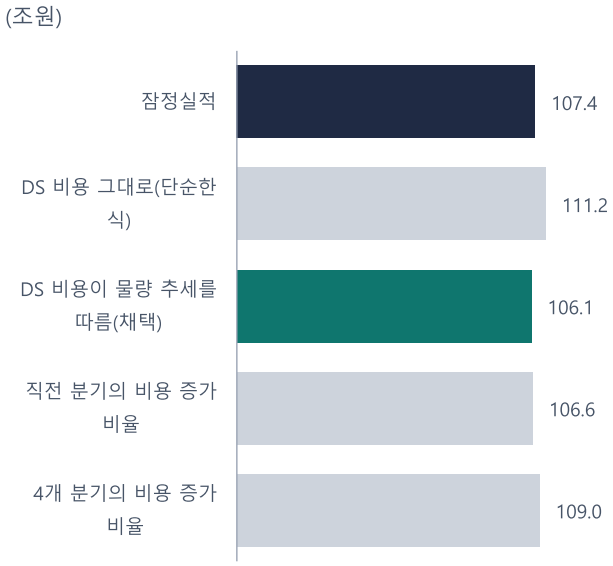
후보	평균 절대 오차	치우침	3분기 영업이익
직전 분기 그대로(늘어난 매출이 전부 이익)	2.9	−1.9	111.2 (+3.6%)
직전 × 물량 추세	**2.5**	**−0.4**	**106.1 (−1.2%)**
직전 + 매출 증가분 × 직전 분기의 비용 증가 비율	5.2	−3.1	106.6 (−0.7%)
직전 + 매출 증가분 × 4개 분기의 비용 증가 비율	5.1	−3.7	109.0 (+1.5%)

자료: 삼성전자 실적발표 자료, One Key 계산. 3분기 잠정 영업이익은 107.4조원

DS 비용은 직전 분기 값에 물량 추세를 곱한 후보가 9개 분기에 가장 덜 빗나갔다. 3분기 잠정실적에 가장 가까웠던 것은 "직전 분기에 매출이 늘 때 비용이 는 비율"을 쓰는 후보다. 3분기 값을 본 뒤에 후보를 바꾸지는 않았다. 어느 후보든 비용을 직전 분기 그대로 두는 것보다는 가까웠다.

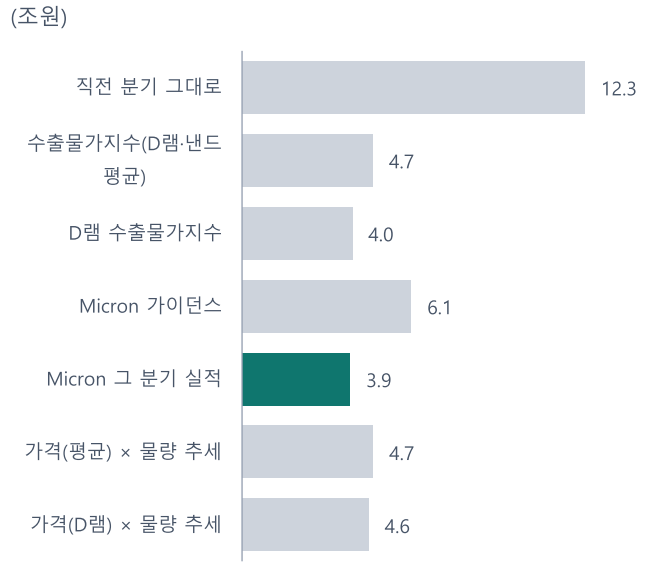
영업이익은 줄마다 골라 쌓은 값과, 늘어난 메모리 매출이 전부 이익이 된다고 보는 단순한 식의 9개 분기 오차가 −11% 차이로 거의 같다. 오차로는 가를 수 없어 치우침이 작은 쪽(쌓은 값 −1.1조원, 단순한 식 0.4조원)을 썼다.

그림 1 3분기 잠정 영업이익은 107.4조원. 채택한 방식은 106.1조원, 비용을 그대로 둔 단순한 식은 111.2조원을 냈다



주: 고르는 데 쓰지 않은 분기. 메모리 매출과 다른 부문은 같은 후보, DS 비용만 바꿨다
자료: 삼성전자 잠정실적 공시, One Key 계산

그림 2 메모리 매출은 Micron의 그 분기 실적을 따라가게 한 후보가 가장 덜 빗나갔다(9개 분기 평균 3.9조원)



주: 2024년 2분기~2026년 2분기 메모리 매출. 직전 분기 값에 각 지표의 변화율을 곱했다
자료: 삼성전자, 한국은행, Micron, One Key 계산

4분기: 영업이익 121.5조원

4분기의 가격 지수는 아직 하나도 없다. 위의 후보(자)는 그 분기의 지수가 있어야 쓸 수 있다. 그래서 지수가 없을 때 쓰는 규칙을 따로 세워 같은 분기들에 돌렸다.

표 3 그 분기의 가격 지수가 없을 때 메모리 매출을 내는 규칙 (조원)

규칙	9개 분기 평균 절대 오차	3분기를 넣은 10개 분기	3분기에 낸 값
직전 분기 × 출하 추세(값은 그대로)	11.1	11.3	
직전 분기 × Micron 가이던스 ÷ Micron 직전 분기 실적	**6.4**	**6.4**	**145.7**
직전 분기 × 직전 분기의 가격 변화 × 출하 추세	4.9	9.3	188.3
직전 분기 × 분기 끝의 가격 기울기 × 출하 추세	10.5	9.9	

자료: 삼성전자, 한국은행, Micron, One Key 계산. 3분기 메모리 매출은 잠정 매출에서 메모리 밖 매출의 추정을 뺀 139.5조원

9개 분기만 보면 직전 분기의 가격 변화가 한 번 더 이어진다는 규칙이 가장 덜 빗나갔다. 그런데 이 규칙은 3분기 메모리 매출을 188조원으로 냈다. 3분기 메모리 매출은 10월 말에 나오지만 잠정 매출에서 메모리 밖 매출을 빼면 140조원 안팎이다. 값이 오르는 속도가 줄어든 분기에 크게 빗나간 것이다. 가장 최근 분기를 빼고 고르면 그 사실을 버리게 돼 3분기를 넣은 10개 분기로 골랐고, Micron 가이던스를 따르는 규칙이 됐다. Micron은 9월 30일에 9~11월 매출을 직전 분기 실적의 1.13배로 내다봤다. 4분기 메모리 매출은 158조원이다. 직전 분기의 가격 변화를 잇는 규칙으로도 157조원으로 거의 같다.

표 4 4분기 추정의 뼈대 (조원)

	3분기(잠정·추정)	4분기 추정	무엇으로
메모리 매출	139.5	158.2	Micron 9~11월 가이던스 ÷ 6~8월 실적(한 분기 더 앞의 규칙 넷 가운데 고름)
DS 비용	40.2	43.8	직전 분기 × 물량 추세
DS 영업이익	106.0	121.1	DS 매출 − DS 비용
MX/NW 영업이익	−0.2	−1.9	직전 분기 + 전년의 계절 변화
SDC·Harman·VD/DA	1.6	2.3	전년 같은 분기 등
영업이익	**107.4**	**121.5**	**컨센서스 116.1**

자료: 삼성전자, Micron, One Key 추정

과거 오차만큼의 범위는 116.4조~126.6조원이고 컨센서스(116.1조원)는 이 범위의 아래쪽 끝에 있다.

표 5 컨센서스와 나란히 (조원, 원)

	One Key	컨센서스	차이
4분기 영업이익	121.5	116.1	+4.6%
2026년 영업이익	375.6	370.4	+1.4%
2027년 영업이익	488.9	555.3	−12.0%
2028년 영업이익	266.7	608.2	−56.1%
4분기 매출액	209.6	206.6	+1.5%
2026년 매출액	710.0	712.7	−0.4%
2027년 매출액	843.3	952.4	−11.5%
2026년 지배순이익	304.3	303.0	+0.4%
2027년 지배순이익	396.6	450.1	−11.9%
2028년 지배순이익	219.6	500.9	−56.2%
목표주가(원)	194,300	495,227	−60.8%

자료: FnGuide(2026-10-08 기준), One Key 추정

2026년은 컨센서스와 거의 같다. 2027년과 2028년이 적다. 까닭은 포인트 3에서 다룬다.

포인트 1. 값과 물량, 그리고 움직이기 시작한 DS의 비용

회사가 밝힌 판매가격과 생산량

정기보고서의 「주요 제품 등의 가격 변동 현황」은 메모리 평균 판매가격이 그 해 들어 전년 평균보다 몇 % 높은지를 적는다. 2025년 연간은 +14.0%, 2026년 1분기는 +146.0%, 상반기는 +220.0%다. 「생산실적」은 메모리 생산량을 1Gb로 환산해 적는다. 누계 값을 생산량으로 풀면 분기 판매가격이 나오고, 메모리 매출을 그것으로 나누면 출하 물량이 나온다.

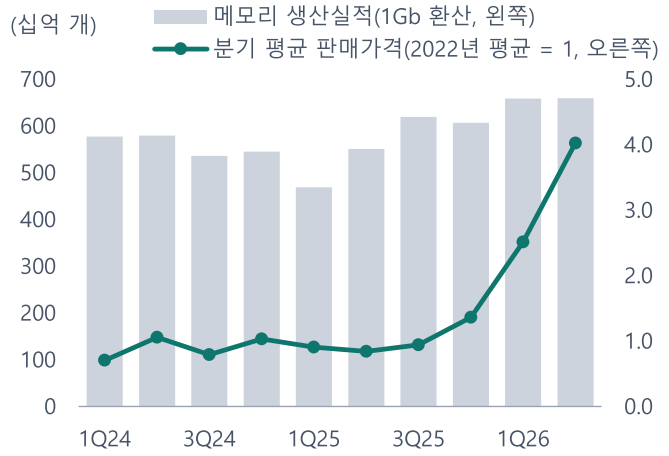
표 6 메모리 매출을 회사가 밝힌 값과 생산량으로 나누면 (조원, 지수, 십억 개)

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
메모리 매출(조원)	**21.2**	**26.7**	**37.1**	**74.8**	**120.8**
분기 평균 판매가격(2022년 평균 = 1)	0.84	0.94	1.36	2.51	4.03
직전 분기 대비	−7.3%	+12.1%	+44.7%	+84.7%	+60.1%
같은 때 수출물가지수의 변화	+6.0%	+6.7%	+46.1%	+46.7%	+48.5%
출하 물량 지수(매출 ÷ 판매가격)	25.2	28.4	27.3	29.7	30.0
메모리 생산실적(1Gb 환산, 십억 개)	551	620	607	659	660

자료: 삼성전자 실적발표 자료(메모리 매출), 정기보고서(가격 변동 현황, 생산실적), 한국은행, One Key 계산

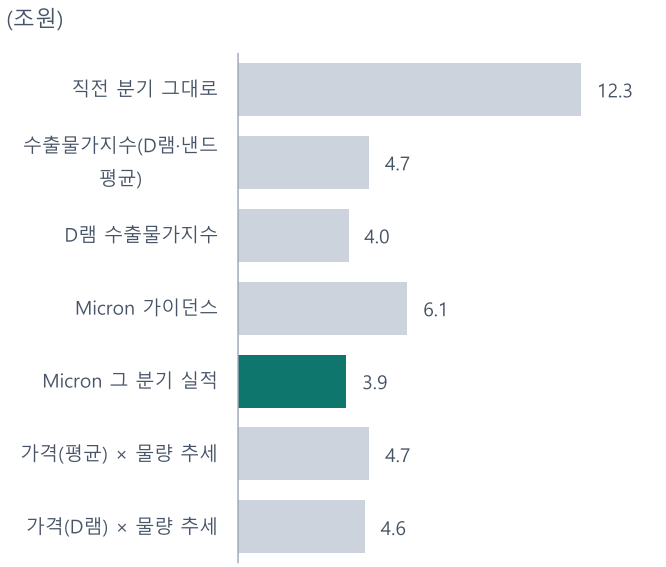
2분기 판매가격은 1분기보다 60% 높다. 같은 때 수출물가지수는 48% 올랐다. 회사 값이 지수보다 더 올랐다. 출하 물량은 1분기와 거의 같고(+0.9%) 생산도 그렇다(+0.2%). 생산은 2025년에 한 해 전보다 0.3% 늘었고 2026년 상반기에는 1년 전보다 29% 많다. 회사가 정수 %로 적어 분기로 풀면 몇 %p의 오차가 있고, 누계를 풀 때 무게로 출하량 대신 생산량을 썼다.

그림 3 메모리 판매가격은 1년 사이 4.8배가 됐고 생산량은 20% 늘었다. 매출이 5.7배가 된 것은 거의 다 값이다



주: 판매가격은 회사가 적은 누계 변화율(전년 평균 대비)을 생산량으로 풀어 낸 값이라 몇 %p의 반올림 오차가 있다
자료: 삼성전자 정기보고서(가격 변동 현황, 생산실적), One Key 계산

그림 2 메모리 매출은 Micron의 그 분기 실적을 따라가게 한 후보가 가장 덜 빗나갔다(9개 분기 평균 3.9조원)



주: 2024년 2분기~2026년 2분기 메모리 매출. 직전 분기 값에 각 지표의 변화율을 곱했다
자료: 삼성전자, 한국은행, Micron, One Key 계산

2분기에 10조원이 늘었다

DS의 비용(매출 − 영업이익)은 2024년 2분기부터 2026년 1분기까지 여덟 분기 동안 22조~28조원이었다. 그동안 메모리 매출은 22조원에서 75조원이 됐다. 값이 올라서 늘어난 매출은 비용 없이 이익이 됐다. 2분기에 처음으로 비용이 10.3조원 늘었다. 늘어난 DS 매출의 22%다. 연구개발비 증가(1분기 11.3조원 → 2분기 16.0조원)도 있지만 가장 큰 것은 급여다.

급여가 한 분기에 15조원 늘었다

성과급 충당의 크기를 회사는 따로 밝히지 않는다. 연결 주석 「비용의 성격별 분류」에 급여가 분기마다 있다. 전사 급여는 2024년 4분기부터 2025년 3분기까지 분기 8.3조원 안팎이었다. 2025년 4분기에 11.8조원, 2026년 1분기에 10.5조원, 2분기에 25.6조원이 됐다. 2분기에 1분기보다 15.0조원 늘었고 같은 분기 DS 비용은 10.3조원 늘었다. 급여는 전사 값이라 DX 쪽 몫도 들어 있다.

표 7 급여와 영업이익: 급여가 평소 수준을 넘은 금액 (조원)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
급여	8.6	8.0	8.9	8.5	7.9	11.8	10.5	25.6
평소 수준을 넘은 금액						**3.4**	**2.2**	**17.2**
영업이익	9.2	6.5	6.7	4.7	12.2	20.1	57.2	89.5
넘은 금액 ÷ 성과급 전 영업이익						14.6%	3.7%	16.1%
DS 비용	25.4	27.2	24.0	27.5	26.1	27.6	28.1	38.3

자료: 삼성전자 정기보고서 연결 주석(비용의 성격별 분류), One Key 계산. 평소 수준은 2024년 4분기~2025년 3분기 평균 8.3조원

회사는 8월 21일 공정공시에서 "임직원 성과급 주식보상 지출"을 따로 적었고, 그 용도로 자기주식 15조원어치를 산다. 급여가 평소 수준을 넘은 금액은 세 분기 합 22.8조원으로, 성과급 전 영업이익의 12%다. 분기마다 보면 1분기 4%, 2분기 16%로 고르지 않다. 2분기에 1분기 몫을 뒤늦게 쌓은 것으로 보인다. 3분기 잠정실적에서 거꾸로 낸 DS 비용(40.2조원)이 2분기 수준인 것도 충당이 이어진다는 쪽이다.

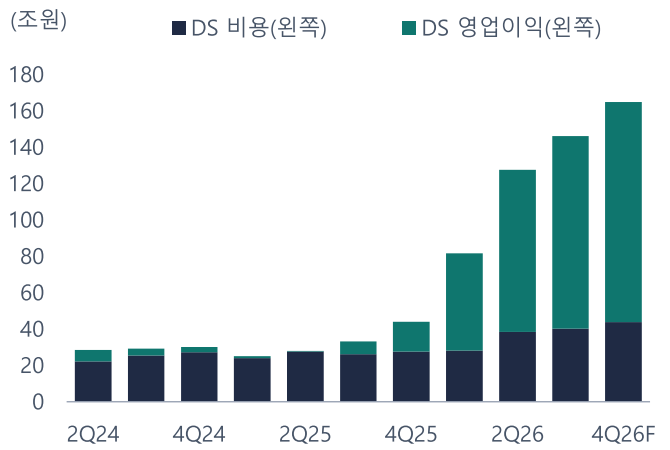
표 8 부문별 실적과 추정 (조원)

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26(잠정)	4Q26F
메모리 매출	21.2	26.7	37.1	74.8	120.8	139.5	158.2
DS 매출	27.9	33.1	44.0	81.7	127.5	146.2	164.9
DS 비용	27.5	26.1	27.6	28.1	38.3	40.2	43.8
DS 영업이익	**0.4**	**7.0**	**16.4**	**53.7**	**89.2**	**106.0**	**121.1**
MX/NW 영업이익	3.1	3.6	1.9	2.8	−0.7	−0.2	−1.9
VD/DA 영업이익	0.2	−0.1	−0.6	0.2	−0.0	−0.0	−0.0
SDC 영업이익	0.5	1.2	2.0	0.4	0.7	1.2	2.0
Harman 영업이익	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.3
영업이익	**4.7**	**12.2**	**20.1**	**57.2**	**89.5**	**107.4**	**121.5**

자료: 삼성전자 실적발표 자료·정기보고서, One Key 추정. 3분기 부문 값은 추정

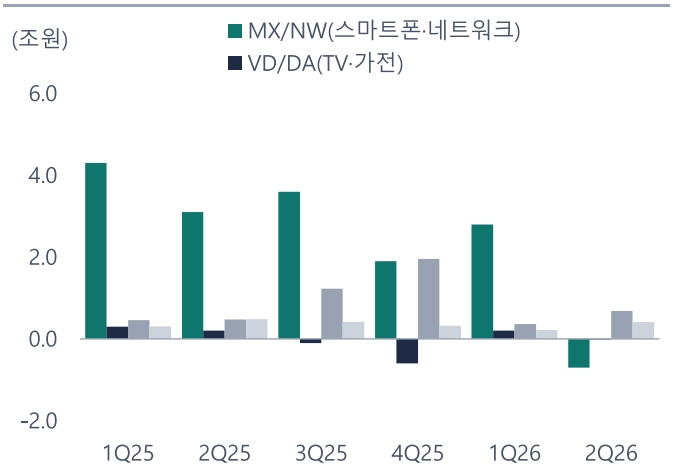
3분기 부문 값은 10월 말 실적발표에 나온다. 잠정 영업이익에서 다른 부문 추정을 빼면 DS 영업이익은 106.0조원, DS 비용은 40.2조원이다. 이 값은 MX/NW를 −0.2조원으로 본 것에 달려 있다. MX/NW 적자가 더 크면 DS 영업이익은 그만큼 많고 DS 비용은 그만큼 적다.

그림 4 DS 비용은 여덟 분기 동안 22조~28조원이다가 2분기에 38.3조원이 됐다. 늘어난 매출의 22%가 비용으로 나갔다



주: DS 비용 = DS 매출 − DS 영업이익. 3분기는 잠정실적에서 거꾸로 낸 값, 4분기는 추정
자료: 삼성전자 실적발표 자료, One Key 추정

그림 5 MX/NW 영업이익은 1년 전 3.1조원에서 2분기 −0.7조원이 됐다. 메모리 값이 오르면 스마트폰 원가가 오른다



자료: 삼성전자 실적발표 자료

DS 밖: 메모리 값이 오르면 스마트폰이 손해를 본다

MX/NW 영업이익은 1년 전 3.1조원에서 2분기 −0.7조원이 됐다. 회사는 "업계 전반의 부품 원가 압력"이라고 적었다. 메모리를 파는 쪽과 사는 쪽이 한 회사 안에 있다. 회사는 2026년부터 정기보고서의 주요 원재료에 "모바일용 메모리"를 따로 적는다. DX 부문이 밖에서 산 모바일용 메모리는 1분기 2.0조원, 2분기 3.0조원이고, 값은 상반기 평균이 2025년 평균보다 211% 높다. 2분기에 매입액이 1.1조원 늘었고 MX/NW 영업이익은 3.5조원 줄었다. 줄어든 이익의 일부는 갤럭시 신제품 효과가 빠지는 계절 요인이다. 과거 9개 분기에는 계절 변화를 넣은 후보가 가장 덜 빗나갔는데, 이 후보는 메모리 값이 오른 뒤의 원가를 따로 보지 않는다. 3분기 가격 지수 변화만큼 매입액이 더 늘었다면 3분기 MX/NW는 −0.2조원이 아니라 −0.6조원이다. 4분기 MX/NW는 −1.9조원으로 나온다.

반도체 종속법인으로 본 것

연결 주석 1에는 주요 종속기업의 매출과 순이익이 분기마다 나온다. 반도체를 파는 미국 법인(SSI)의 매출은 2분기 63.3조원으로 1년 전(11.5조원)의 다섯 배를 넘고 DS 매출의 50%다. 중국 판매 법인(SSS)은 32.2조원이다. DS 매출의 절반이 미국 판매 법인을 거친다(1년 전 41%). 오스틴 파운드리 법인(SAS)의 매출은 상반기에 1년 전보다 19% 줄었고 순이익은 0 근처다. 시안의 생산 법인(SCS)은 본사에 넘기는 값으로 매출을 잡아 메모리 값이 올라도 매출이 거의 그대로다. 제품과 재공품은 2분기에 8.6조원 늘었다(1분기 2.6조원).

표 9 반도체 종속법인의 매출과 순이익(각 회사 별도 기준) (조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
미국 반도체 판매 법인(SSI) 매출	11.2	11.5	15.1	21.4	40.5	63.3
÷ DS 매출	44%	41%	46%	49%	50%	50%
중국 반도체 판매 법인(SSS) 매출	5.5	6.9	8.3	11.3	20.5	32.2
오스틴 파운드리 법인(SAS) 매출	1.26	1.04	0.77	0.69	1.01	0.85
순이익	0.25	0.17	1.87	-2.27	-0.00	-0.00
시안 반도체 생산 법인(SCS) 매출	2.24	2.17	2.23	2.00	2.35	2.60
순이익	0.28	0.26	0.17	0.40	0.33	0.27

자료: 삼성전자 정기보고서 연결 주석 1(주요 종속기업 요약 재무정보), One Key 계산. 내부거래가 들어 있다

포인트 2. 회사가 밝힌 주주환원 재원

2026년 90조~110조원

회사의 정책은 2024~2026년 3년 동안 생기는 잉여현금흐름의 50%를 주주에게 돌려주는 것이다. 해마다 정규배당 9.8조원을 주고, 남는 재원은 추가로 돌려준다. 2026년이 마지막 해다. 회사는 8월 21일에 남은 재원을 약 90조~110조원으로 밝혔다.

표 10 주주환원: 회사가 밝힌 것과 모델 (조원)

항목	값	출처·설명
2024~2025년 주주환원	29.3	현금배당 20.9조원 + 자기주식 매입·소각 8.4조원
2026년 주주환원 잔여 재원	**90~110**	**3년 잉여현금흐름의 50%에서 앞의 두 해 시행분을 뺀 값(회사 예상)**
3분기 현금배당 계획	30	정규 분기배당 포함. 10월 말 이사회에서 확정
나머지		2027년 1월 말 이사회에서 규모와 방식(현금배당, 자기주식 매입·소각)을 정한다
모델: 2026년 주주환원	100.0	회사 예상의 가운데 값. 시가총액의 5.8%
모델: 2027년 / 2028년	191.6 / 104.5	잉여현금흐름의 50%가 이어진다고 본 가정. 새 정책은 아직 없다
임직원 보상용 자기주식 취득	15.0	2026년 8~11월. 주주환원이 아니다
순현금(2026년 6월 말)	167.6	시가총액의 9.7%

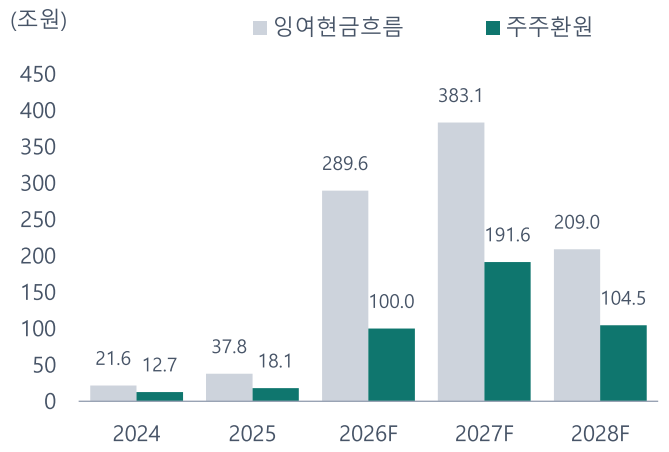
자료: 삼성전자 공정공시(2026-08-21)·기업가치 제고 계획(2026-03-19)·실적발표 자료, One Key 추정

재원을 낼 때 회사는 메모리 장기공급계약의 선수금과 임직원 성과급 주식보상에 쓴 돈을 뺀다. 2분기 영업활동 현금흐름이 105.1조원으로 순이익보다 훨씬 큰 것은 이 선수금이 들어 있기 때문으로 본다. 장기공급계약은 값의 변동을 줄이는 쪽이다.

시설투자와 잉여현금흐름

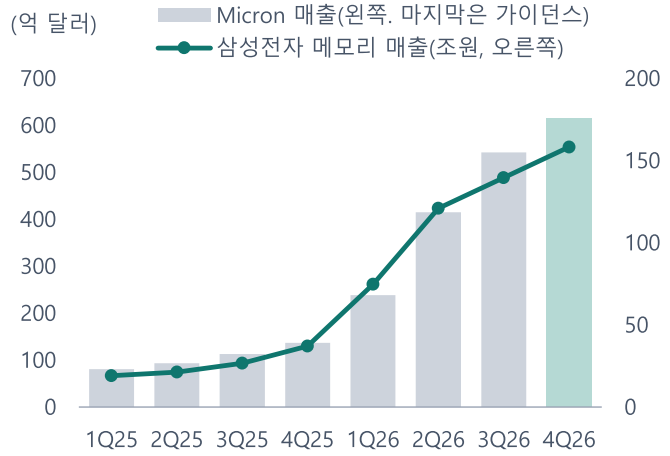
2026년 상반기 시설투자는 31.2조원이다. 회사는 2026년에 시설과 연구개발에 110조원 이상을 쓰겠다고 했고, 상반기의 두 배는 117조원이다. 2027~2028년에도 같은 시설투자가 이어진다고 두면 잉여현금흐름은 2027년 383조원, 2028년 209조원이다. 새 주주환원 정책은 아직 없다.

그림 6 회사는 2026년 주주환원 재원을 90조~110조원으로 내다봤다. 2024~2025년 두 해에는 29.3조원이었다



주: 2026년 주주환원은 회사 예상의 가운데 값. 2027~2028년은 잉여현금흐름의 50%가 이어진다고 본 가정
자료: 삼성전자 실적발표 자료·공정공시(2026-08-21), One Key 추정

그림 7 Micron은 9~11월 매출을 직전 분기 실적보다 13% 많게 내다봤다. 4분기 메모리 매출을 3분기보다 13% 많게 본다



주: Micron의 회계분기는 한 달 앞선다(6~8월 ↔ 3분기). 삼성전자의 3·4분기 메모리 매출은 추정
자료: Micron 실적 보도자료(SEC EDGAR), 삼성전자

포인트 3. 값이 지난 사이클처럼 움직이면

지난 사이클을 이번에 대본다

D램 수출물가지수(한국은행, 원화)는 2016년 3분기에 저점을 찍고 8개 분기 동안 올라 저점의 1.8배가 됐다가 네 분기 동안 크게 내렸다. 이번에는 2025년 2분기가 저점이고 2026년 3분기는 5번째 분기다. 오름폭은 벌써 3.9배다.

표 11 D램 수출물가지수: 저점에서 k번째 분기의 변화(직전 분기 대비) (배)

k	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
지난 사이클	1.19	1.14	1.09	1.03	1.08	1.04	1.01	1.04	0.93	0.79
이번 사이클	1.09	1.36	1.57	1.54	1.10					

자료: 한국은행 수출물가지수(원화), One Key 계산. 지난 사이클의 저점은 3Q16, 이번은 2Q25

지나간 다섯 분기에 세 후보를 대 봤다. "값이 그대로"는 로그 변화율 기준 평균 0.27, "지난 사이클의 같은 시점 변화"는 0.21, "직전 분기의 변화율이 이어진다"는 0.16 빗나갔다. 셋 다 실제 오름을 크게 밑돌았다. 직전 변화율은 한 분기 앞에서는 가장 나았지만 오르던 값이 2년 내내 같은 속도로 오른다는 뜻이 돼 2027~2028년에는 쓸 수 없다. 지난 사이클의 모양을 썼다.

표 12 2027~2028년 메모리 매출을 내는 순서 (2026년 4분기 = 1, 조원)

	2027년	2028년
평균 가격(지난 사이클의 같은 시점 변화를 곱해 나간 값)	0.96	0.55
물량 증가율(한 해. 유형자산이 최근 1년에 는 비율)	8.5%	8.5%
메모리 매출(조원)	**637.7**	**394.8**
DS 비용(조원. 물량만 따른다)	184.4	200.0
DS 영업이익(조원)	**480.0**	**221.6**
DS 영업이익률	72.2%	52.6%
영업이익(조원)	488.9	266.7
컨센서스	555.3	608.2
메모리 값이 4분기 수준에 머물 때	513.8	554.8

자료: 한국은행, 삼성전자, One Key 추정

물량은 생산실적의 2022~2026년 연평균 증가율(8.5%)로 늘린다. 지난 사이클의 모양대로면 값은 2027년 상반기까지 조금 더 오르다 하반기에 꺾이고 2028년에 4분기의 절반쯤이 된다. DS 비용이 물량을 따라 늘고 값이 내려도 줄지 않는다고 두면 값이 꺾인 뒤의 이익을 너무 낮게 본다. 그 비용 안에 성과급 충당이 들어 있다. 성과급은 이익에 연동되므로 이익이 줄면 같이 준다. 4분기 수준의 비용에 든 성과급 충당을 떼어 내고(분기 16.6조원), 해마다 성과급 전 영업이익의 12%를 다시 뺐다.

표 13 성과급 충당을 두 가지로 볼 때의 영업이익 (조원)

	2027년	2028년
성과급이 4분기 수준으로 굳어 있을 때: 성과급 충당	70.0	76.0
영업이익(성과급이 그대로 남을 때)	485.8	227.3
성과급이 이익을 따를 때: 성과급 충당	67.0	36.5
영업이익(채택)	**488.9**	**266.7**
컨센서스	555.3	608.2

자료: One Key 추정

2027년은 이익이 4분기 수준과 비슷해 거의 차이가 없다. 2028년은 값이 꺾여 성과급 충당이 76조원에서 37조원으로 줄고 영업이익은 227조원에서 267조원이 된다. 이 비율은 세 분기의 급여에서 낸 값이고 회사가 식을 밝힌 것은 아니다.

이 추정을 얼마나 믿을 수 있나

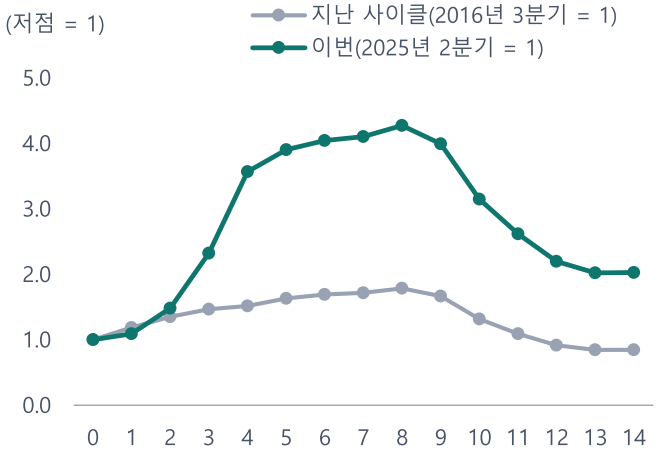
이번 사이클은 오름폭이 지난번의 두 배를 넘고, 인공지능 서버가 수요를 끌며, 장기공급계약이 생겼다. 증권사들은 2027년에도 값이 오른다고 본다. 2027~2028년 추정은 "지난 사이클처럼 꺾인다면"이라는 조건이 붙은 값이다. 값이 4분기 수준에 머물면 영업이익은 2027년 514조원, 2028년 555조원으로 컨센서스에 가깝다.

표 14 2027~2028년 영업이익 민감도 (조원)

무엇이	영업이익의 변화	그때의 영업이익
2027년: 메모리 값이 10% 높으면	+56.1	545.0
2027년: 메모리 값이 4분기 수준에 머물면	+24.9	513.8
2028년: 메모리 값이 4분기 수준에 머물면	+288.1	554.8

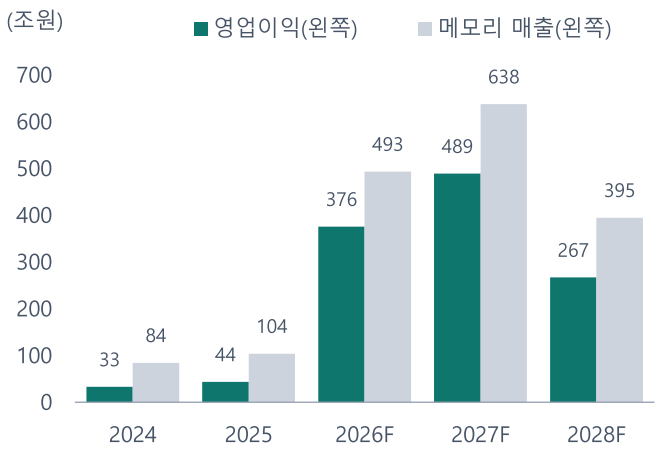
자료: One Key 추정

그림 8 D램 지수는 지난 사이클에서 저점의 1.8배까지 올랐고 이번에는 3.9배다. 지난번에는 여덟 번째 분기가 정점이었다



주: 이번의 5까지는 실제(5는 7·8월 평균), 6부터는 지난 사이클의 같은 시점 변화율을 곱해 나간 가정
자료: 한국은행 수출물가지수, One Key 추정

그림 9 영업이익은 2026년 376조원, 2027년 489조원, 2028년 267조원으로 추정한다



주: 2027~2028년 메모리 매출 = 가격 경로(지난 사이클) × 물량
자료: 삼성전자, One Key 추정

가치평가: 방식도, 좁히는 정도도 과거에 돌려 정한다

목표주가 194,300원, 현재가와 −25.8% 차이

이 회사의 성격을 숫자로 적으면 이렇다. 분기 영업이익의 변동(표준편차 ÷ 평균)이 120%다. DS가 영업이익의 100%다. 순현금은 시가총액의 10%다. 증권사들은 2027년 추정 이익에 P/E나 P/B를 쓴다. 추정 이익을 쓰는 꼴은 과거 시점에 돌려 볼 수 없어(그때의 추정이 없다), 그때 나와 있던 실적에 그때까지의 배수 중앙값을 곱하는 꼴 넷을 시험했다.

표 15 가치평가 방식과 좁히는 정도를 과거 다섯 시점에 돌려 본 결과 (1년 뒤 주가와의 차이)

	평균 절대 오차
방식 ① P/B	47.6%
방식 ② P/E	51.5%
방식 ③ EV/EBITDA + 순현금	48.0%
방식 ④ 자기자본이익률로 고친 P/B	50.2%
좁히는 정도 1(적정가치 그대로)	**47.6%**
좁히는 정도 0.5(절반)	51.9%
좁히는 정도 0(현재가 그대로)	59.7%

자료: 야후 파이낸스, 삼성전자, One Key 계산. 2024년 3분기~2025년 3분기 말에 낸 값을 1년 뒤 주가와 견줌

넷 모두 1년 뒤 주가와 절반 가까이 달랐다. 다섯 시점 모두 주가를 낮게 봤다. 그 사이 주가가 세 배가 넘게 됐기 때문이다. P/B와 EV/EBITDA + 순현금의 오차가 거의 같아(5% 안) 하나를 고르지 않고 둘을 평균했다. 좁히는 정도는 적정가치 그대로(1)가 가장 덜 빗나갔다.

표 16 목표주가 산출 (원, 배)

항목	값	설명
① P/B	123,245	P/B 중앙값 1.43배 × 2026년 6월 말 주당순자산 86,052원
② P/E	334,000	P/E 중앙값 14.7배 × 최근 4개 분기 주당순이익 22,793원
③ EV/EBITDA + 순현금	265,366	EV/EBITDA 중앙값 6.9배 × 최근 4개 분기 EBITDA + 주당 순현금 25,515원
④ 자기자본이익률로 고친 P/B	382,895	① × (최근 자기자본이익률 26.5% ÷ 과거 중앙값 8.5%)
적정가치	**194,305**	**과거 오차가 가장 작거나 그와 5% 안에서 같은 방식(① P/B ③ EV/EBITDA + 순현금)의 평균**
좁히는 정도	1.0	과거 다섯 시점에 1·0.5·0을 돌려 가장 덜 빗나간 값
기준일 종가	262,000	
12개월 목표주가	**194,300**	**현재가 + 좁히는 정도 × (적정가치 − 현재가)**
상승여력	−25.8%	이 방식의 과거 평균 오차 47.6%(다섯 번 모두 주가를 낮게 봤다)
참고: 지금 주가 ÷ 2027년·2028년 추정 주당순이익	4.3배 / 7.8배	참고 값
참고: 주주환원 수익률	5.8%	2026년 주주환원(회사 예상의 가운데) ÷ 시가총액

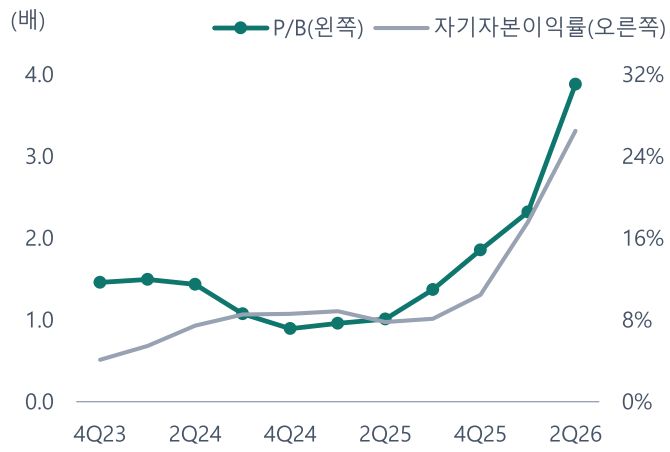
자료: 야후 파이낸스, 삼성전자, One Key 추정

네 방식의 값은 123,245원에서 382,895원까지 벌어진다. 자산에 배수를 주면 낮고 최근 이익에 배수를 주면 높다. 지금 이익이 과거의 몇 배이기 때문이다. 목표주가 194,300원은 현재가보다 26% 낮다. 그런데 이 방식의 과거 평균 오차가 48%로 그보다 크다. 상승여력이 오차보다 클 때만 매수·매도로 두는 기준에 따라 의견은 중립이다. 목표주가는 "과거 배수를 지금 실적에 곱하면 이 값"이라는 뜻이고, 주가가 그리로 간다는 근거는 약하다.

지금 주가가 뜻하는 것

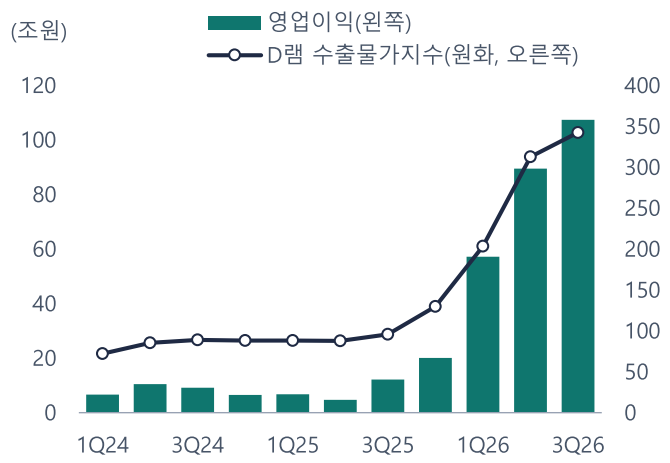
지금 주가는 2027년 추정 주당순이익의 4.3배, 2028년 추정의 7.8배다. 과거 P/E 중앙값은 14.7배다. 시장은 지금 이익이 이어진다고 보지 않는다. 2028년 추정처럼 값이 꺾이면 지금 주가가 싸다고 말하기 어렵고, 값이 머물면 싸다. 주주환원 재원이 시가총액의 5.8%라는 것은 값이 꺾이기 전까지 주가를 받치는 쪽이다.

그림 10 주가순자산배수는 3.0배(2026년 6월 말 기준), 과거 중앙값은 1.4배. 자기자본이익률이 오르는 동안 배수도 올랐다



주: 분기 말 종가 ÷ 주당순자산. 자기자본이익률은 최근 4개 분기 이익 기준
자료: 야후 파이낸스, 삼성전자, One Key 계산

그림 11 3분기 잠정 영업이익은 107.4조원으로 1년 전의 8.8배. D램 수출물가지수는 저점의 3.9배가 됐다



주: 2026년 3분기 영업이익은 잠정실적, 지수는 7·8월 평균
자료: 삼성전자 정기보고서·잠정실적 공시, 한국은행

위험과 확인: 무엇이 나오면 의견이 바뀌나

표 17 연간 실적과 추정 (조원, 원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**300.9**	**333.6**	**710.0**	**843.3**	**600.4**
메모리 매출	84.5	104.1	493.4	637.7	394.8
DS 영업이익	15.1	24.9	369.9	480.0	221.6
DS 영업이익률	13.6%	19.1%	71.1%	72.2%	52.6%
MX/NW 영업이익	10.6	12.9	0.0	0.0	0.0
영업이익	**32.7**	**43.6**	**375.6**	**488.9**	**266.7**
전년 대비	–	+33.2%	+761.5%	+30.2%	−45.4%
영업이익률	10.9%	13.1%	52.9%	58.0%	44.4%
지배순이익	33.6	44.3	304.3	396.6	219.6
주당순이익(원)	5,120	6,740	46,337	60,398	33,444
시설투자	51.4	47.5	62.5	62.5	62.5
잉여현금흐름	21.6	37.8	289.6	383.1	209.0
주주환원	12.7	18.1	100.0	191.6	104.5
주당 주주환원(원)	1,933	2,753	15,229	29,173	15,913
주당순자산(원)	59,649	64,617	107,509	160,211	164,483
자기자본이익률	9.0%	10.8%	53.8%	45.1%	20.6%

자료: 삼성전자, 한국은행, Micron, One Key 추정

확인할 날

10월 중순의 9월 수출물가지수. 10월 말 3분기 실적발표(부문별 값, 3분기 현금배당 확정). 볼 것은 DS 비용이 40.2조원 근처인지, MX/NW 적자가 얼마인지다. 12월 Micron 실적. 2027년 1월 초 4분기 잠정실적(121.5조원 대 컨센서스 116.1조원), 1월 말 주주환원 결정.

기업 개요

삼성전자는 반도체(DS), 스마트폰·TV·가전(DX), 디스플레이(SDC), 전장·오디오(Harman)를 하는 회사다. 2분기 매출의 70%가 메모리이고 영업이익의 거의 전부가 DS에서 나온다. 주식 수는 보통주와 우선주를 합해 65.7억 주다.

작성 방법과 고지. 이 자료는 One Key가 공개된 자료로 쓴 개인 리서치다. 자료를 모으고 계산을 정리하고 글을 쓰는 데 AI 도구를 썼다. 숫자의 근거와 계산은 모델 엑셀에 남겼다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스와 증권사 보고서는 견주고 방식을 확인하는 데에만 썼고 추정 값에는 쓰지 않았다. 투자 권유가 아니다.