

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 470
현재주가(26/7/17)	USD 426.09
상승여력	10.2%

S&P 500(p)	7,457.69
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	2.6

시가총액(십억USD)	386.95
시가총액(조원)	576.09
상장주식수(백만주)	908.1
60일 평균 거래대금(백만USD)	2,757.05
52주 최저가(USD)	237.77
52주 최고가(USD)	431.68

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.6	28.7	47.9
상대주가	0.0	0.0	0.0



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeasset.com

유나이티드 헬스 그룹

상업부문 비용증가에도 불구하고 호실적 달성

2Q26 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정순이익 시장기대치 상회

매출은 1,120억 달러(전년과 유사, 시장 기대치 부합), 영업이익 79.9억 달러(55% YoY, OPM 7.1%)를 달성하였다. 조정순이익은 57.8억 달러로 시장 기대치를 상회했다. United Healthcare(건강보험) 부문은 매출액 860억 달러(전년과 유사), 영업이익 39.4억 달러(OPM 4.6%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 657억 달러(-2% YoY), 영업이익 40.5억 달러(OPM 6.2%)를 기록했다.

12개월 선행 P/E 20배로 지난 5년간 주가 평균 대비 저평가

구조조정 두 번째 분기도 나쁘지 않은 성적을 달성했다. 상업보험 부문에서 비용 증가요소가 있었음에도 운영 효율화와 AI를 활용한 전사적 디지털 트랜스포메이션 전략을 앞세워 이번 분기에도 시장기대치를 상회하는 조정순이익을 달성했다.

건강보험 사업에서 주력인 메디케어를 중심으로 공공부문은 기존 예상보다 순조로운 실적을 기록했으나, 상업부문에서 No Surprises Act(NSA) 효과로 인해 의료비용 0.5%p 증가하며 손해율이 전분기대비 2.8%p 증가한 86.7%로 했다. 상업부문의 마진 회복 속도는 당초 예상보다 지연될 것으로 예상된다.

상업보험 부문의 부진에도 불구하고, 동사는 운영 효율화와 AI를 활용한 전사적 디지털 트랜스포메이션 전략을 바탕으로 올해 조정순이익 가이드언스를 19.5달러에서 20달러로 상향했다.

동사는 '27년 이후 건강보험 사업의 마진을 메디케어 어드밴티지 사업 3~5%, 상업보험 7~9%, 메디케이드 2%로 끌어올리려는 것이 계획이며, 장기적으로 13~16%의 EPS 개선을 지속하는 목표에 여전히 자신감을 보이고 있다.

동사의 현 주가는 12개월 선행 P/E 20배로 지난 5년 간의 주가 평균(21.1배) 대비 저평가 되고 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (USD 100mn)	287.6	324.2	371.6	400.3	447.5
영업이익 (USD 100mn)	24	28.4	32.4	32.3	18.9
영업이익률 (%)	8.3	8.8	8.7	8.1	4.2
순이익 (USD 100mn)	17.3	20.12	22.38	14.41	14.89
EPS	18.3	21.4	23.5	15.5	16.3
ROE (%)	25.2	26.9	26.9	15.9	12.9
P/E (배)	27.8	25.0	22.1	15.2	22.3
P/B (배)	6.6	6.4	5.5	5.0	3.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 유나이티드 헬스 그룹, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q26 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q25	1Q26	2Q26		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	111,616	111,721	112,032	110,667	0.4%	0.3%
영업이익	5,150	8,990	7,991	8,330	55.2%	-11.1%
영업이익률 (%)	4.6%	8.0%	7.1%	7.5%	2.5%	-0.9%p
조정 순이익	3,713	6,579	5,780	4,439	55.7%	-12.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	109,575	111,616	113,161	113,215	111,721	112,032	112,595	112,649	447,567	448,997	479,471
United Health	84,617	86,103	87,070	87,113	86,265	86,017	86,745	86,752	344,903	345,779	369,145
Employer & Individual	19,066	18,950	19,049	18,875	19,206	19,048	19,156	19,092	75,940	76,502	81,386
Medicare & Retirement	41,705	42,623	43,356	43,601	42,082	42,390	42,895	42,922	171,285	170,288	182,359
Community & State	23,064	23,711	23,839	23,776	24,065	23,635	23,832	23,865	94,390	95,397	101,613
Optum	63,885	67,225	69,177	70,852	63,749	65,663	66,994	67,026	271,139	263,432	285,977
Optum Health	25,309	25,205	25,900	26,016	24,109	23,472	23,307	23,318	101,950	94,207	100,023
Optum Insight	4,630	4,828	4,915	5,070	5,125	5,402	5,405	5,407	19,847	21,339	22,533
OptumRx	35,132	38,459	39,679	41,476	35,736	38,292	38,282	38,301	154,746	150,611	163,422
(Consolidation)	(38,927)	(41,712)	(43,086)	(44,750)	(38,293)	(39,648)	(41,144)	(41,129)	(168,475)	(160,214)	(175,652)
영업이익	9,119	5,150	4,315	380	8,990	7,991	5,680	4,220	18,964	26,880	33,439
United Health	5,226	2,075	1,805	319	5,694	3,942	2,776	2,776	9,425	15,188	16,465
Optum	3,893	3,075	2,510	61	3,296	4,049	2,904	1,444	9,539	11,693	16,974
Optum Health	1,614	636	255	(2,783)	1,141	1,190	559	(466)	(485)	2,424	3,485
Optum Insight	961	998	706	(41)	963	1,369	1,221	1,222	2,831	4,775	5,063
OptumRx	1,318	1,441	1,549	2,885	1,192	1,490	1,123	688	7,193	4,493	8,427
순이익	6,610	3,713	2,651	1,920	6,579	5,780	3,548	2,036	14,894	17,943	20,389
매출 성장률 (%)	9.8	12.9	12.2	12.3	2.0	0.4	-0.5	-0.5	11.8	0.3	6.8
United Health	12.3	16.6	16.3	17.5	1.9	-0.1	-0.4	-0.4	15.7	0.3	6.8
Employer & Individual	6.9	1.6	0.3	-0.8	0.7	0.5	0.6	1.1	1.9	0.7	6.4
Medicare & Retirement	17.5	22.1	24.2	27.5	0.9	-0.5	-1.1	-1.6	22.8	-0.6	7.1
Community & State	12.5	20.2	18.0	18.0	4.3	-0.3	0.0	0.4	17.2	1.1	6.5
Global	-49.0	38.6	7.4	11.1							
Optum	4.6	6.9	8.2	8.8	-0.2	-2.3	-3.2	-5.4	7.2	-2.8	8.6
Optum Health	-5.3	-6.8	-0.1	1.4	-4.7	-5.1	-10.0	-10.4	-3.2	-7.6	6.2
Optum Insight	2.8	6.3	-0.3	6.0	10.7	3.2	10.0	6.6	5.8	7.5	5.6
OptumRx	13.9	18.6	16.0	15.9	1.7	-0.4	-3.5	-7.7	16.1	-2.7	8.5
영업이익률 (%)	8.3	4.6	3.8	0.3	8.0	7.1	5.0	3.7	4.2	6.0	7.0
United Health	6.2	2.4	2.1	0.4	6.6	4.6	3.2	3.2	2.7	4.4	4.5
Optum	6.1	4.6	3.6	0.1	5.2	6.2	4.3	2.2	3.5	4.4	5.9
Optum Health	6.4	2.5	1.0	-10.7	4.7	5.1	2.4	-2.0	-0.5	2.6	3.5
Optum Insight	20.8	20.7	14.4	-0.8	18.8	25.3	22.6	22.6	14.3	22.4	22.5
OptumRx	3.8	3.7	3.9	7.0	3.3	3.9	2.9	1.8	4.6	3.0	5.2
순이익률 (%)	6.0	3.3	2.3	1.7	5.9	5.2	3.2	1.8	3.3	4.0	4.3
손해율 (%)	84.8	89.4	89.9	92.4	83.9	86.7	88.8	90.5	89.1	87.5	86.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 고객 및 영업관련 데이터

(백만달러, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2023	2024	2025
유나이티드 헬스 그룹											
보험 고객 (천명)	50,665	50,675	51,285	51,280	51,285	50,920	50,210	49,670	52,750	50,675	50,920
Domestic	49,330	49,345	50,125	50,115	50,125	49,760	49,050	48,525	47,210	49,345	49,760
Commercial	29,730	29,730	30,000	29,970	29,930	29,650	30,065	29,920	27,315	29,730	29,650
Risk-based	8,900	8,845	8,410	8,440	8,440	8,165	7,725	7,655	8,115	8,845	8,165
Fee-based	20,830	20,885	21,590	21,530	21,490	21,485	22,340	22,265	19,200	20,885	21,485
Public & Senior	19,600	19,615	20,125	20,145	20,195	20,110	18,985	18,605	19,895	19,615	20,110
Medicare Advantage	7,810	7,845	8,245	8,350	8,435	8,445	7,555	7,565	7,695	7,845	8,445
Medicaid	7,450	7,435	7,570	7,490	7,460	7,380	7,160	6,780	7,845	7,435	7,380
Medicare Supplement	4,340	4,335	4,310	4,305	4,300	4,285	4,270	4,260	4,355	4,335	4,285
Global	1,335	1,330	1,160	1,165	1,160	1,160	1,160	1,145	5,540	1,330	1,160
Medicare Part D	3,055	3,050	2,835	2,800	2,795	2,770	2,740	2,710	3,315	3,050	2,770
(YoY, %)	-4.0	-3.9	-0.4	1.7	1.2	0.5	-2.1	-3.1	2.0	-3.9	0.5
Domestic	4.3	4.5	1.9	2.1	1.6	0.8	-2.1	-3.2	1.9	4.5	0.8
Commercial	9.1	8.8	2.0	1.4	0.7	-0.3	0.2	-0.2	2.4	8.8	-0.3
Risk-based	9.6	9.0	-1.6	-3.4	-5.2	-7.7	-8.1	-9.3	0.9	9.0	-7.7
Fee-based	8.9	8.8	3.4	3.3	3.2	2.9	3.5	3.4	3.0	8.8	2.9
Public & Senior	-2.3	-1.4	1.8	3.2	3.0	2.5	-5.7	-7.6	1.2	-1.4	2.5
Medicare Advantage	2.2	1.9	6.3	7.5	8.0	7.6	-8.4	-9.4	8.3	1.9	7.6
Medicaid	-7.6	-5.2	-1.4	1.1	0.1	-0.7	-5.4	-9.5	-4.0	-5.2	-0.7
Medicare Supplement	-0.1	-0.5	-0.3	-0.7	-0.9	-1.2	-0.9	-1.0	-0.5	-0.5	-1.2
Global	-75.6	-76.0	-49.5	-12.4	-13.1	-12.8	0.0	-1.7	3.4	-76.0	-12.8
Medicare Part D	-8.4	-8.0	-8.1	-8.6	-8.5	-9.2	-3.4	-3.2	0.6	-8.0	-9.2
Optum											
OptumHealth 고객 (백만명)	104.0	100.0	99.0	98.0	96.0	95.0	93.0	93.0	103	100	95
발행된 처방전(백만건)	407.0	422.0	408.0	414.0	414.0	424.0	383.0	387.0	1542	1623	1660
OptumInsight 백로그(십억 달러)	32.8	32.8	32.9	32.1	32.1	31.1	0.0	0.0	32.1	32.8	31.1
고객 증가율(%)	1.0	-2.9	-4.8	-5.8	-7.7	-5.0	-6.1	-5.1	1.0	-2.9	-5.0
처방전 증감률(%)	6.3	5.5	3.3	3.8	1.7	0.5	-6.1	-6.5	7.2	5.3	2.3
백로그 증감률(%)	3.8	2.2	0.3	-1.5	-2.1	-5.2	-100.0	-100.0	7.0	2.2	-5.2

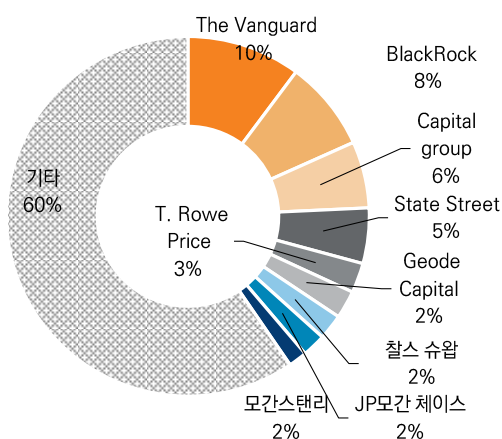
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(X)			매출 (십억원)		
		25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F	25	26F	27F
유나이티드헬스 그룹	576,364	4.2	5.7	6.2	23.9	22.1	19.4	0.9	0.9	0.8	16.2	14.8	13.1	636,363	659,243	679,269
CVS 헬스	204,246	1.2	3.9	4.1	14.5	14.4	12.8	0.3	0.3	0.3	15.0	10.3	9.9	571,670	608,743	634,316
시그나	110,897	3.3	3.5	3.7	2.8	9.2	8.4	0.3	0.3	0.3	7.6	7.5	7.1	390,860	425,370	444,233
엘러밴스 헬스	120,525	4.1	3.6	4.2	15.3	13.8	12.6	0.4	0.4	0.4	8.8	8.4	7.4	283,121	292,893	296,763
휴마나	71,533	2.1	1.3	2.0	26.0	44.1	25.1	0.4	0.3	0.3	3.9	14.6	12.0	184,360	242,134	252,031
센틴	48,867	-3.9	0.7	1.1	43.7	19.4	14.8	0.2	0.2	0.2	-	10.6	8.2	276,939	283,907	287,142
Molina Healthcare	17,489	1.7	1.1	1.6	39.8	43.7	24.1	0.3	0.3	0.2	2.6	9.0	7.2	64,588	66,532	71,554
Healthequity	12,162	24.6	26.6	28.1	35.7	20.7	17.8	6.2	5.8	5.3	15.2	14.0	12.5	1,868	2,108	2,276
Progyny	3,725	6.6	17.2	17.7	40.9	15.6	14.0	2.1	1.8	1.7	11.0	9.5	8.6	1,832	2,070	2,255
Clover Health	3,624	-4.4	0.8	0.8	-	385.0	330.0	1.1	0.8	0.7	-	40.1	34.4	2,736	4,427	5,055
전체 평균		3.9	6.4	6.9	26.9	58.8	47.9	1.2	1.1	1.0	10.0	13.9	12.0	241,434	258,743	267,489

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



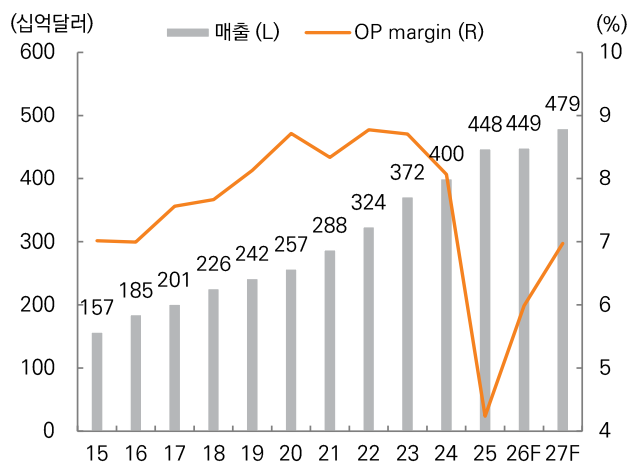
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E와 표준편차



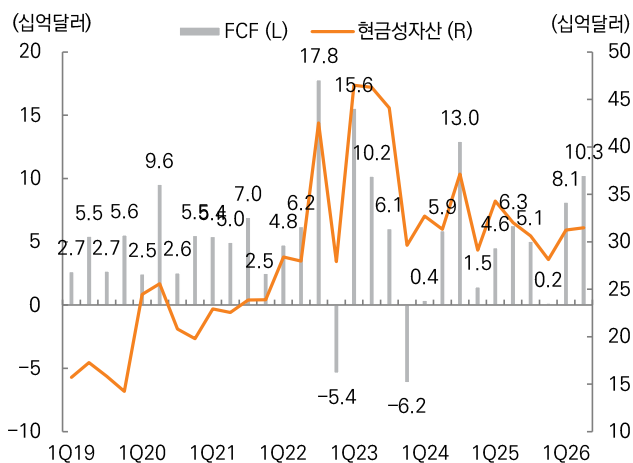
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출 및 영업이익률 추이



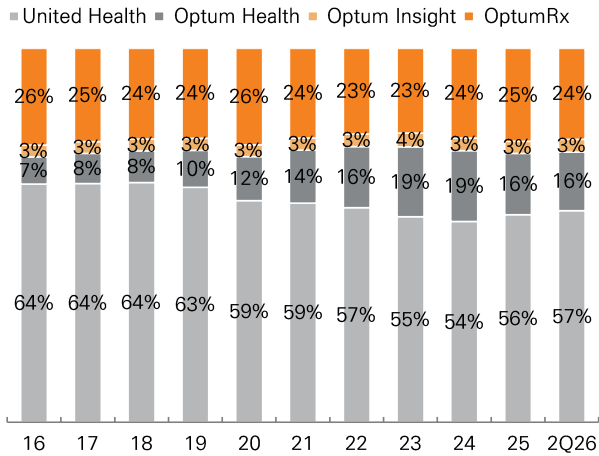
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 현금흐름 추이



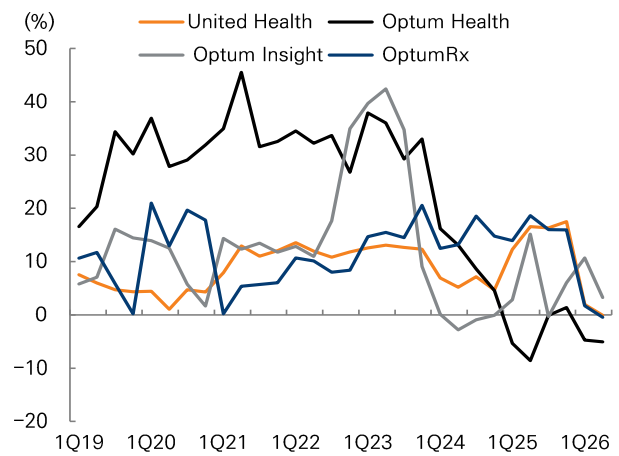
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 매출 비중 추이



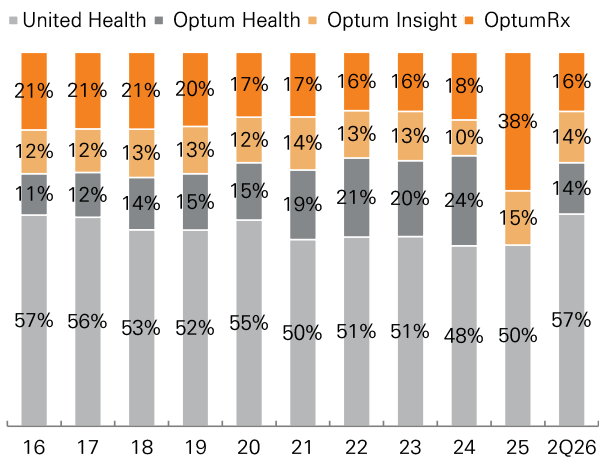
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 매출성장률 추이



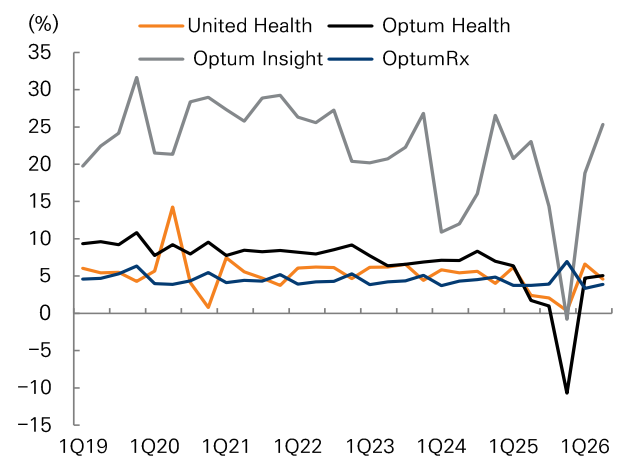
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부문별 영업이익 비중 추이



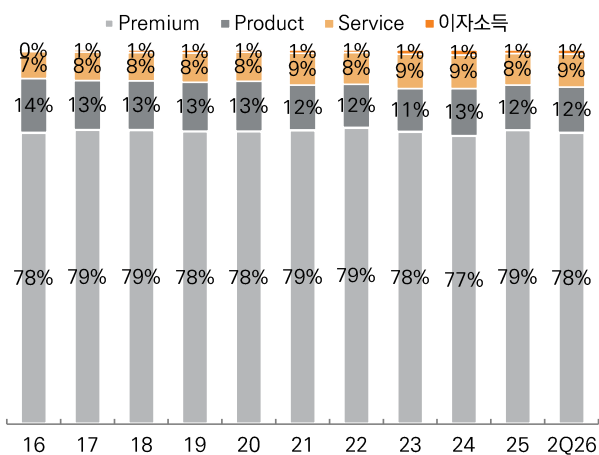
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부문별 영업이익률 추이



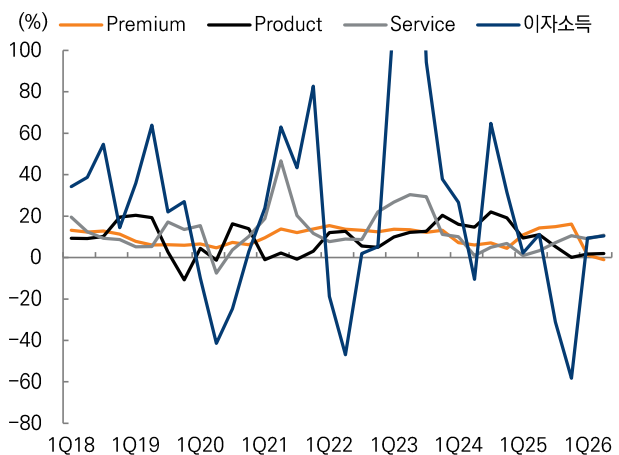
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 품목별 매출 비중 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 품목별 매출성장률 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

건강보험 부문(United Health)

1) 건강보험 부문(United Health)

매출액 860억 달러(전년과 유사), 영업이익 39.4 달러(OPM 4.6%)를 기록했다. 부문별로는 고용주 1% YoY, Medicare(연방정부형 공공보험) -1% YoY, Medicaid(주정부형 공공보험) 0% YoY의 실적을 달성했다. 손해율은 86.7%로 전년 동기 대비 2.7%p 감소, 전분기 대비 2.8%p 증가했다.

메디케어는 가입자 유지율은 예상보다 높은 수준을 유지하고 있으며, '26년말 기준 가입자가 110만명 감소할 것으로 예상된다. 또한, 의료비용 측면에서도 과거평균보다는 높은 수준이나 동사의 예상치대비 낮게 유지되고 있어, 26년 연간 메디케어 의료비용은 동사의 초기 예상치(10%)대비 낮을 것으로 전망된다. 동사는 메디케어 사업부문의 연간 영업이익률은 3% 이상을 제시했다.

다만, 상업부문은 의료비용 상승률이 11% 이상을 기록하고 있다. 이러한 상승세의 주요 원인은 상업 보험에만 적용되는 '놀라운 비용 청구 금지법(No Surprises Act)'에 따른 독립적인 비용 조정 압력과, 진료비 상승으로 인한 의료 제공자들의 공격적인 청구 때문이다. 상업부문의 마진 회복은 당초 예상보다 느리게 진행될 가능성이 높아 보인다.

동사는 운영 효율성 향상에 집중하는 동시에 기술, 인공지능(AI), 의료 서비스 개선, 고객 경험 향상에 투자를 지속하고 있다. 이를 기반으로 동사는 올해 말까지 사전 승인 건수를 30%(소아진료는 2/3 감소) 줄일 계획이다.

'26년 가이던스는 미국 고객 수 4,976만 명(-5% YoY), 매출 3,350억 달러(-3% YoY), OPM 3.2%(+0.5%p YoY), 의료 이용률 10% YoY, 손해율 87.9~88.4%(-0.8~+1.3%p)다. 고객 수는 상업보험 부문은 25년 말 대비 55만~85만 명(리스크 기반 고객 130만~140만 명 감소)의 고객이 감소할 예정이며, 공공보험 부문은 166만~181만 명(Medicare Advantage 고객 110만명, Medicaid 고객 56만~71만 명)이 감소할 예정이다.

Q) MLR(의료손해율) 정상화 시점과 향후 전망은?

A) 손해율은 현재 높은 수준이 지속되고 있지만 점진적으로 정상화될 것으로 기대한다. 다만 정상화 속도는 과거 예상보다 다소 늦어졌다. 메디케어 어드밴티지와 상업보험 모두 의료 이용률이 예상보다 높았으며, 특히 전문의약품, 행동건강, 외래수술, GLP-1 사용 증가 등이 부담으로 작용했다. 그러나 보험료 인상(Rate Action), 상품구조 개선(Benefit Design), 네트워크 관리, 가치기반 진료 확대 등을 통해 시간이 지나면서 의료 손해율은 점진적으로 개선될 것으로 보고 있다.

우리는 단기간에 과거 수준으로 회복될 것으로 가정하지 않고 현재의 높은 의료비 환경을 기준으로 사업계획을 수립하고 있으며, 운영 효율 개선을 통해 지속적으로 마진을 회복해 나갈 계획이다.

Q) Medicare Advantage 의료비 추세와 2027년 전망은?

A) 메디케어 어드밴티지(Medicare Advantage)의 의료비 증가율은 여전히 과거 대비 높은 수준이지만, 당초 사업계획(Benefit Planning)에서 가정했던 수준보다는 낮게 나타나고 있다. 이는 의료비 추세가 정상화됐다는 의미는 아니며, 여전히 높은 수준이 지속되고 있지만 예상보다 양호하게 관리되고 있다는 의미이다.

2026년 의료비 추세는 크게 세 가지 요소를 반영해 산정했다. 첫째, 2025년에 나타났던 높은 의료 이용률(Utilization)이 지속될 것으로 가정했다. 둘째, 수가(Fee Schedule)와 달력 효과(Calendar Impact) 등 알려진 요인을 반영했다. 셋째, 관세(Tariff) 등 예측하기 어려운 위험요인까지 일부 포함했다.

현재까지는 독감 및 호흡기 질환 시즌이 예상보다 약했고, 겨울 폭풍 등의 영향도 제한적이었으며, 관세 등 불확실성도 예상만큼 발생하지 않았다. 또한 보험상품 구조(Benefit Design), 가입자 구성(Membership Mix), 네트워크 최적화, 가치기반 진료(Value-Based Care) 확대 등 우리가 시행한 다양한 조치들도 의료비 안정화에 기여하고 있다.

2027년 사업계획 역시 현재 경험하고 있는 높은 의료비 수준을 기본 가정으로 삼고 있으며, 수가 변경 등 일반적인 연간 변동만 반영하고 있다. 따라서 현재 시점에서는 의료비 추세가 급격하게 변화할 것으로 예상하지 않는다.

Q) 올해 높은 EPS는 일회성인가? 2027년 이후에도 13~16% 성장률을 적용할 수 있는가?

A) 우리는 올해 실적의 질이 매우 높다고 판단한다. 올해 제시한 EPS 20달러는 향후 실적의 출발점으로 적절하다고 생각한다. 일부 전기 조정(Prior Period Development)이 포함되어 있지만 전체 이익의 지속가능성에는 영향을 주지 않는다. 따라서 2027년 이후에도 우리는 이 수준을 기준으로 장기 성장률 13~16%를 적용하는 것이 적절하다고 본다. 우리는 과거에도 이 성장 알고리즘을 변경한 적이 없으며, 앞으로도 동일한 장기 성장 목표를 유지할 계획이다.

Q) '26년 가이던스 변화는?

A) 하반기는 상반기 절반수준의 영업이익을 예상한다. 연간 영업이익은 최소 유나이티드 헬스케어 120억달러(상반기 75%, 하반기 25%), 옵텀헬스 22억달러(대부분 상반기, 4Q26은 소폭 손실 예상)가 될 것 같다. Optum Insight와 Optum Rx는 영업이익의 55%가 하반기에 발생할 것 같다. 영업비용은 인력, AI에 대한 투자로 기존 가이던스의 상단에 근접할 것이다. 순이익 가이던스는 19.5달러에서 20달러로 상향했다.

Q) Medicaid 및 Commercial 사업의 의료비 추세와 마진 전망은?

A) 우리는 메디케이드 사업이 2분기에도 예상 범위 내에서 운영됐다고 판단한다. 상반기에는 네트워크 최적화(Network Curation), 지급 적정성(Payment Integrity), 부정·낭비·남용 관리, 운영비 절감 등의 실행 효과가 나타났다. 다만 의료비 추세는 팬데믹 이전 대비 여전히 높은 수준이며, 전문의약품, 재택·지역사회 기반 서비스, 행동건강 비용 부담은 지속되고 있다. 또한 복합질환 환자군에서는 입원과 전문간호시설(SNF) 비용도 다소 증가하고 있다.

7월 1일 기준으로 전체 연간 매출의 약 80%에 해당하는 보험료 인상(Rate Action)이 계획대로 반영되고 있으며, 주 정부들과 9월 및 10월 보험료 협상도 계속 진행 중이다. 우리는 2026년 연간 보험료 인상률이 약 6~7% 수준이 될 것으로 예상하지만, 여전히 의료비 증가율에는 미치지 못할 것으로 보고 있다. 따라서 2026년 메디케이드 마진은 기존에 제시했던 -1.0%~-1.7% 범위를 유지할 것으로 전망한다.

상업보험(Commercial)은 의료비 증가율이 당초 예상했던 11%를 소폭 상회하고 있다. 가장 큰 요인 가운데 하나는 No Surprises Act(NSA)의 독립분쟁조정(Independent Dispute Resolution) 제도가 의도와 달리 일부 의료기관에 의해 활용되고 있다는 점이다. 이 영향만으로도 올해 의료비 증가율이 약 50bp 추가 상승했고, 누적 기준으로는 최소 100bp 수준의 부담이 발생하고 있다.

또한 외래, 응급실 등의 의료코딩 강화(Coding Intensity)가 예상보다 빠르게 진행되고 있으며, 전문의약품과 GLP-1, 항염증 치료제 사용 확대도 비용 증가를 유발하고 있다. 이로 인해 당초 계획했던 2026년 상업보험 마진 개선 폭은 달성하지 못하게 되었으며, 과거 제시했던 2027년 정상 마진 회복 시점은 다소 늦어질 것으로 보고 있다.

다만 이는 회복이 중단된 것이 아니라 일정이 지연된 것으로 판단하며, 행정비용 효율화, 인공지능(AI)을 활용한 부정청구 탐지, 의료비 관리 등을 통해 장기적으로 7% 이상의 역사적 마진 수준을 회복할 수 있다고 자신한다.

Q) Medicare Advantage Star Rating(스타등급) 전망과 2027년 수익성 영향은?

A) 우리는 '27년에도 메디케어 어드밴티지 스타등급이 지속적으로 개선될 것으로 기대한다. 현재 품질(Quality)과 회원 경험(Member Experience)을 높이기 위한 투자를 계속하고 있으며, 이러한 노력은 장기적으로 수익성과 경쟁력 모두를 강화할 것이다.

'26년에는 일부 스타등급 하락 영향이 남아 있지만, '27년부터는 등급 개선 효과가 점진적으로 반영될 것으로 예상된다. 다만 우리는 단순히 보너스 지급(Bonus Payment)을 위한 스타등급 개선이 아니라 회원의 실제 건강성과 경험을 높이는 방향으로 운영하고 있으며, 이것이 장기적으로 가장 큰 경쟁력이 될 것으로 판단한다.

Q) 구조조정 이후 턴어라운드 진행 상황과 장기 EPS 성장률(13~16%) 목표는 유지되는가?

A) 우리는 턴어라운드가 끝났다고 생각하지 않는다. 앞으로도 지속적으로 회사를 개선하고 운영 효율을 높이는 것이 우리의 기본적인 경영 방식이다. 목표는 단순히 이익 성장률을 회복하는 것이 아니라, 회사의 사명에 걸맞은 경쟁력과 의료서비스 품질을 지속적으로 높이는 것이다.

장기적으로 제시했던 연평균 EPS 성장률 13~16% 목표 역시 변함없이 유지하고 있다. 최근 몇 년 동안 여러 어려움이 있었지만 이는 일시적인 현상이었으며, 생산성 향상과 자본배분 효율 개선, 특히 인공지능(AI)을 포함한 기술 발전을 고려하면 과거보다 오히려 성장 잠재력이 커졌다고 판단한다. 따라서 우리는 앞으로도 장기적으로 13~16% 성장을 달성할 수 있다고 확신한다.

Q) AI(인공지능) 투자와 생산성 향상 효과는 어느 정도인가?

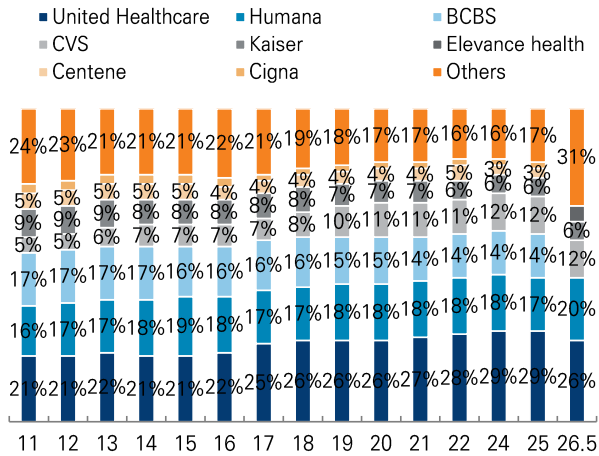
A) 우리는 인공지능(AI)이 앞으로 회사의 가장 중요한 생산성 향상 수단 가운데 하나가 될 것으로 판단한다. 현재 AI는 단순한 자동화 수준을 넘어 보험심사, 고객 응대, 의료비 지급 심사, 부정청구 탐지(Fraud Detection), 사전승인(Prior Authorization), 임상지원 등 거의 모든 업무 영역에 적용되고 있다.

특히 생성형 인공지능(Generative AI)은 고객센터 상담시간 단축, 행정업무 감소, 의료진 지원 등에 이미 활용되고 있으며 앞으로 적용 범위는 더욱 확대될 것이다. 현재도 수천 개의 AI 프로젝트를 운영하고 있으며, 이러한 기술 투자는 향후 수년 동안 지속적인 비용 절감과 생산성 향상으로 이어질 것으로 기대한다. 우리는 AI를 단순한 비용 절감 도구가 아니라 회원 경험과 의료 품질까지 동시에 개선하는 핵심 경쟁력으로 보고 있으며, 이것이 장기적인 EPS 성장률 13~16%를 유지할 수 있는 중요한 기반이 될 것으로 판단한다.

Q) Medicare Advantage 보험료 인상(Rate Increase)과 2027년 입찰(Bid) 전략은?

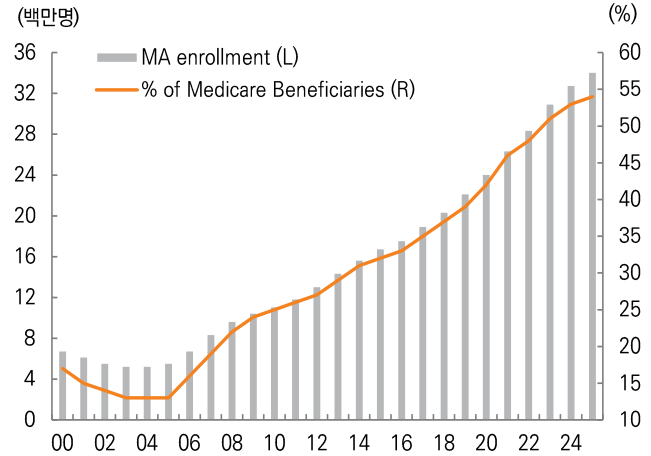
A) 우리는 2027년 입찰에서도 수익성을 최우선으로 고려할 계획이다. 지난 2년 동안 보험상품(Benefit Design)을 조정하고 보험료를 인상하면서 단기적으로 가입자 증가가 둔화되는 영향을 감수했지만, 이는 장기적으로 지속 가능한 사업구조를 만들기 위한 결정이었다. 현재 의료비 증가율은 여전히 높은 수준이기 때문에 보험료 역시 이에 맞춰 지속적으로 조정할 필요가 있다. 우리는 시장점유율 확대를 위해 무리하게 가격 경쟁을 하기보다는 적정 수익성을 확보하는 방향을 유지할 것이다. 다만 가치기반 진료, 네트워크 최적화, 운영 효율 개선 등을 통해 가입자에게 제공하는 가치는 지속적으로 높여 나갈 계획이다.

그림 11. Medicare Advantage 점유율



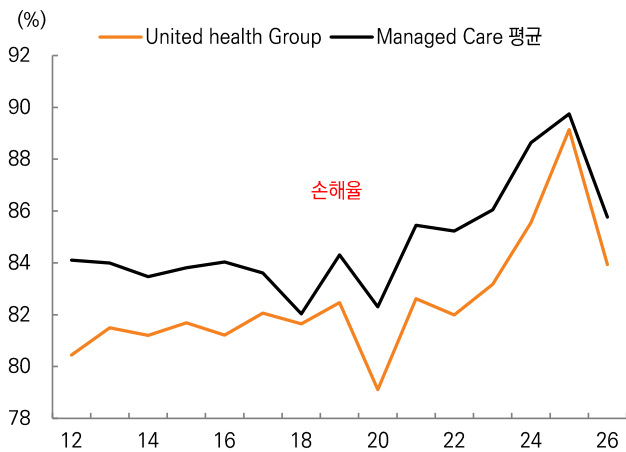
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Medicare Advantage 가입률 추이



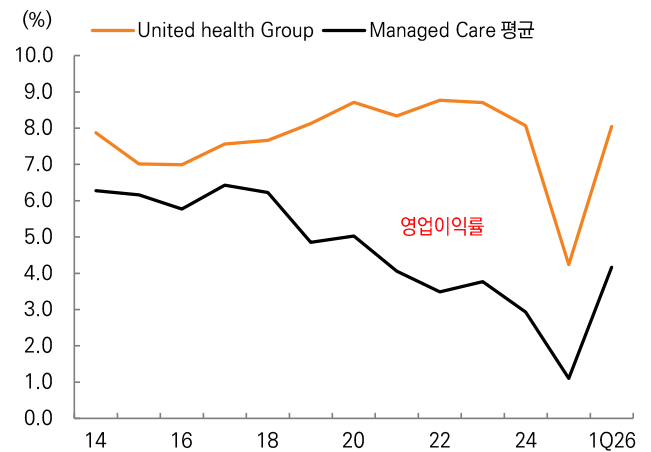
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 손해율: Managed care 평균 vs. United Health



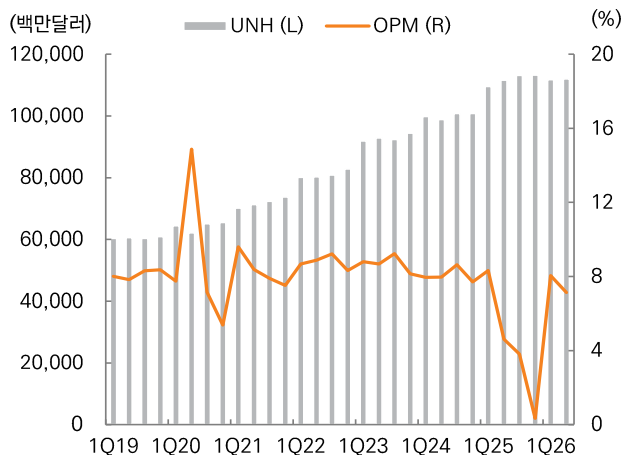
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 영업이익률: Managed care 평균 vs. United Health



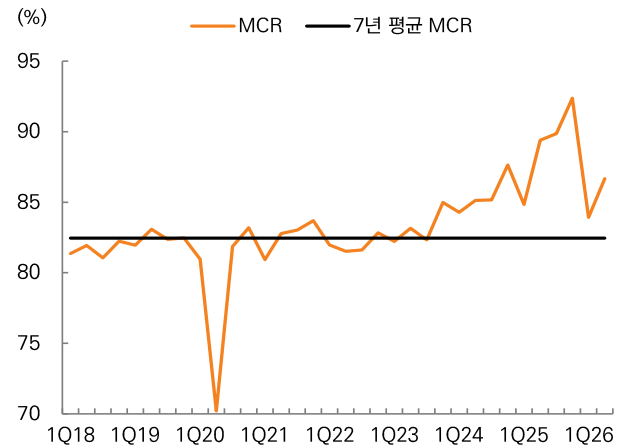
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. United Health 부문 매출 및 영업이익률 추이



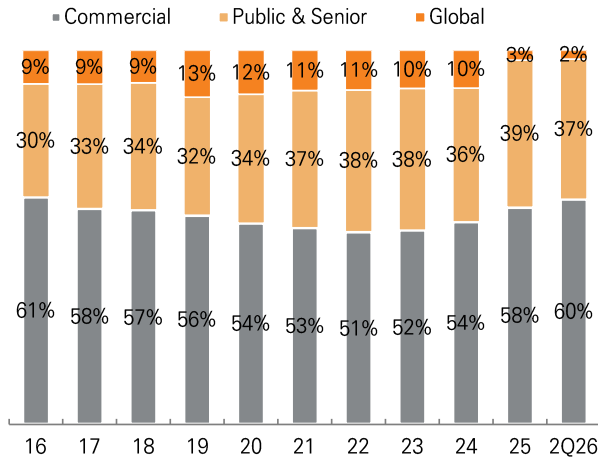
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 분기별 손해율 추이



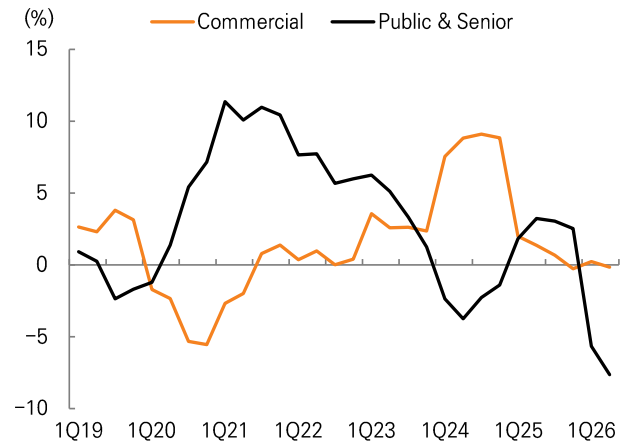
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. United Health의 고객별 매출 비중 추이



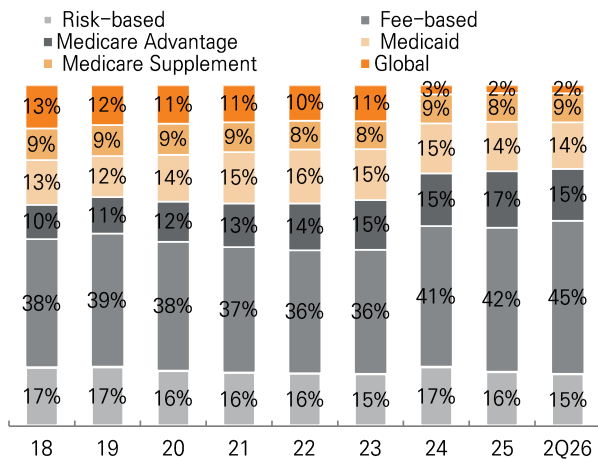
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. United Health의 고객별 매출성장률 추이



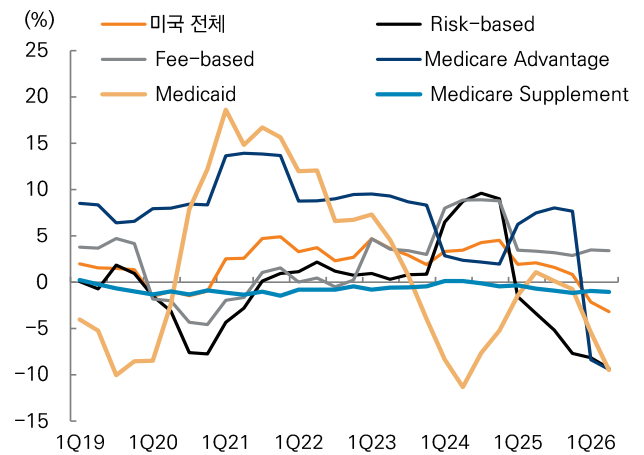
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 보험 고객 비중 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 보험 고객 증가율 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

의료 서비스 부문(Optum)

Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 657억 달러(-2% YoY), 영업이익 40.5억 달러(OPM 6.2%)를 기록했다.

1) Optum Health

매출은 234.7억 달러(-5% YoY), 영업이익은 11.9억 달러(177% YoY, OPM 5.1%), 서비스 이용 환자는 9,300만 명(-5% YoY), 고객당 매출은 252.4달러(1% YoY)였다.

Optum Health는 전사적으로 AI 도입에 박차를 가하고 있다. 전체 의료진의 70%가 AI 기반 주변 소음 감지 기능을 사용하고 있으며, 연말까지 90%를 넘어설 것으로 제시했다. 환자 경험은 전년 대비 약 5% 향상되었으며, 환자 대면 시간은 약 20만 시간 증가했다. 이 외에도 서부 및 남부지역에서 환자 입원율이 약 10% 감소했고, 가정 방문 의료서비스로 인해 재입원율이 감소하고 있다. 또한, 현재 연간 250만건의 교외 가정방문 진료를 실시하고 있으며, '26년말까지 전지역으로 서비스 영역을 확장할 계획이다.

'26년 가이드스는 고객 수 8,400만 명(-12% YoY, Fully Accountable 가치 기반 지불제 고객 410만 명 포함(-18% YoY)), 매출 910억 달러 (-11% YoY), OPM 2.4%(+0.3%p YoY)다. '27년 마진 목표는 6~8%(가치기반지불제 5%)다.

Q). Optum Health의 회복 속도와 가치기반 진료(Value-Based Care) 전략은?

A) 옵텀 헬스(Optum Health)는 올해 예상보다 빠르게 정상화되고 있다. 우리는 가치기반 진료(Value-Based Care) 모델을 지속적으로 확대하고 있으며, 현재 운영 중인 환자 군에서도 의료비 관리 효과가 점차 나타나고 있다.

특히 환자의 건강위험도(Risk Adjustment)를 보다 정확하게 관리하고 있으며, 만성질환 관리, 예방 중심 진료, 재입원 감소 등을 통해 의료비를 절감하고 있다. 이러한 운영 개선은 단기적인 비용 절감뿐 아니라 향후 수년간 의료비 증가율을 낮추는 기반이 될 것으로 기대한다.

또한 가치기반 진료 확대와 함께 진료 네트워크 최적화(Network Optimization), 임상 프로토콜 개선, 데이터 기반 환자 관리 등을 동시에 추진하고 있으며, 이러한 요소들이 2027년 이후 수익성 개선에도 중요한 역할을 할 것으로 판단한다.

2) Optum Rx

United healthcare의 고객 감소 영향으로 매출 383억 달러(전년과 유사), 영업이익 14.9억 달러(3% YoY, OPM 3.9%)를 기록했다. 처방전은 3.87억 건(-7% YoY)을 발행했다.

동사는 2027년 말까지 제조업체 리베이트 100%를 고객에게 전달하겠다는 전략을 시행 중인데, 26년 말까지 고객의 95% 이상이 100% 리베이트 혜택을 받을 것으로 보인다. PBM 비즈니스모델 개선의 일환으로 지난 5월에는 PBM 및 GPO 수수료의 완전한 투명성을 바탕으로 회원당 월별 요금을 부과하는 새로운 약국 관리 방식을 발표했다. 고객 피드백은 긍정적이라고 밝혔다.

2026년 가이드스는 매출 1,505억 달러 (-3% YoY), OPM 4.2%(-0.5%p YoY), 연간 처방전 15.2억 건(-8% YoY)다.

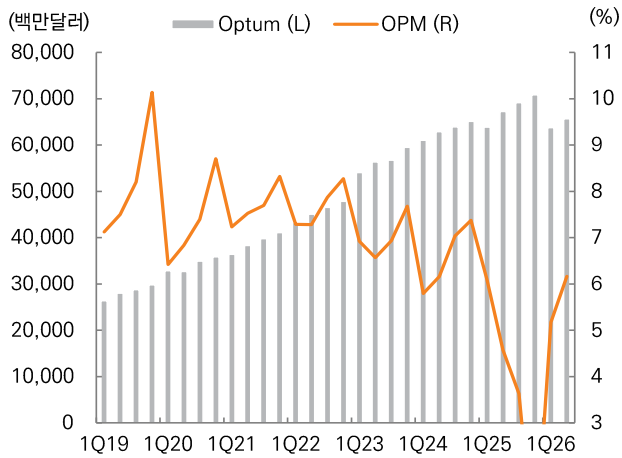
3) Optum Insight

매출액은 54억달러(3% YoY), 영업이익 13.7억달러(14% YoY, OPM 25.3%)를 기록했다.

동사의 AI 기반 코딩, 실시간 보험사 및 의료기관 인터페이스, 임상 품질 및 안전 지원과 같은 솔루션(Value Connect 등)에 대한 보험사와 의료기관의 수요가 증가하고 있다.

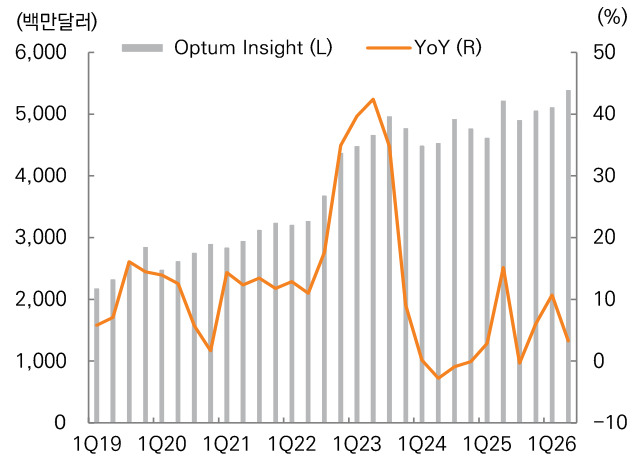
2026년 가이드스는 210억달러(8% YoY, Optum Financial Services 사업부 이동), OPM 22.6%(+9.1%p YoY)다.

그림 21. Optum 매출 및 영업이익률 추이



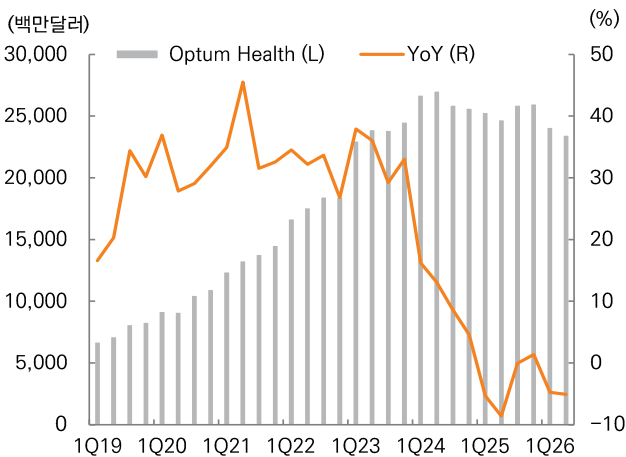
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Optum Insight의 매출 및 영업이익률 추이



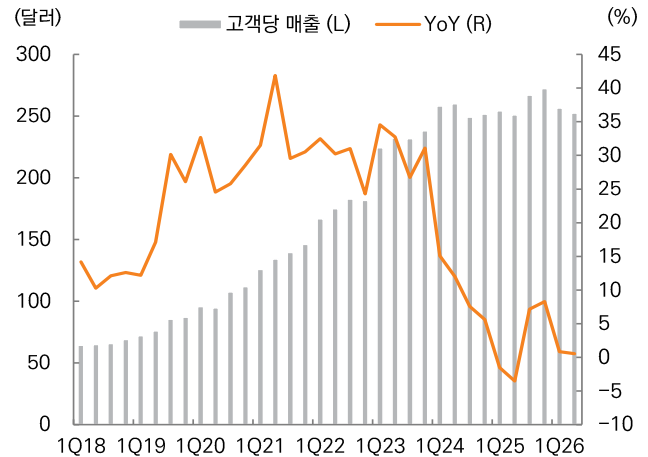
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. Optum Health의 매출 및 영업이익률 추이



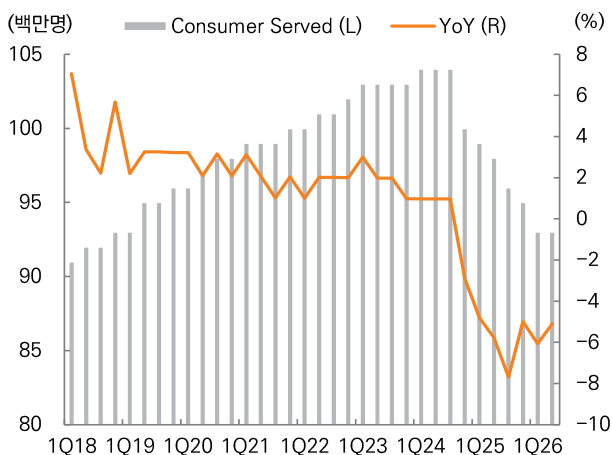
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Optum Health: Optum 고객당 매출 추이



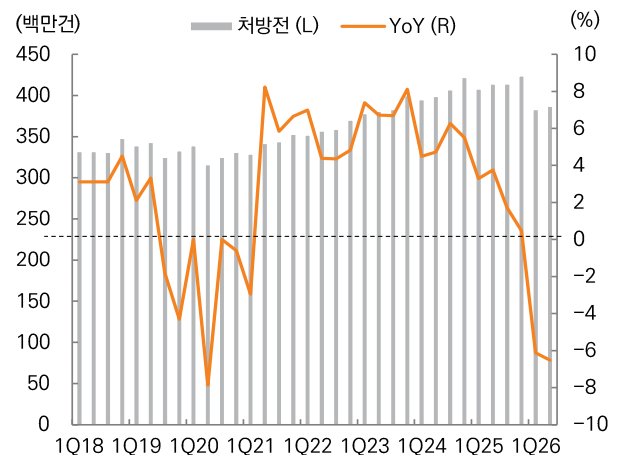
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. Optum Health: Optum 고객 추이



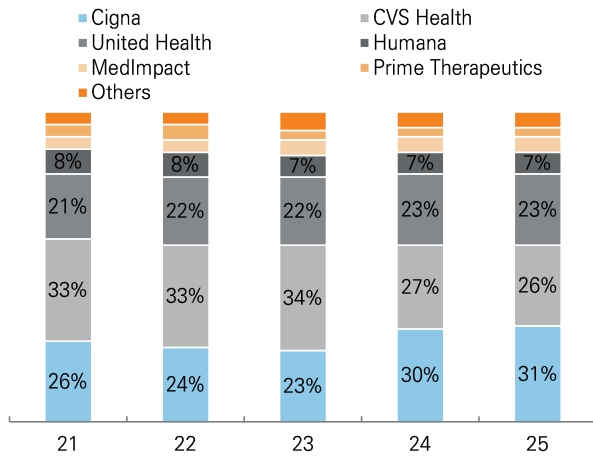
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. Optum Rx: 처방전 추이



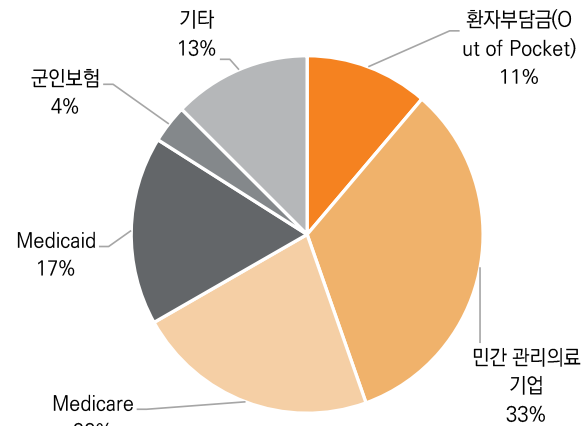
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. PBM 점유율 (2025년 기준)



자료: Drug channels, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 미국 의료 지출 분담 비중(2020년 기준)



자료: CMS, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. UnitedHealth Group 사업 부문별 현황(2025년 기준)

사업부문	United Health	Optum Health	Optum Rx	Optum Insight
매출(십억달러)	344.9	102.4	154.7	19.4
비중	55%	16%	25%	3%
5년간 연평균 성장률	11%	21%	12%	12%
영업이익(십억달러)	9.4	-0.3	7.2	2.6
영업이익률	2.7%	-0.3%	4.6%	13.5%
고객 접점 및 규모	미국 총 고객 수 4,976만 명 (상업고객 2,965만 명, 공보험 고객 2,011만 명)	- 9,500만 명의 고객 (가치 기반계약 410만 명) - 2,700개의 의료기관과 13만 명의 의료진, 6.7만 개 약국 - 건강보험 파트너 100개 - 건강보험 금융(AUM 200억 달러, 연간 처리액 5,000억 달러)	- 연간 16.6억 개 이상의 처방전 발행 (연 1,580억 달러 처방의약품, 이중 620억 달러가 전문의약품) - 6.2천만 명의 환자, 770개의 약국 - 1,300명 의료진, 2.2억 건의 의약품 원격배송	- 230억 건의 전자거래, 1.4억 개의 임상 의사결정 - 2.85억 명의 비식별 임상 및 청구 데이터 - 매출채권관리 1,900억 달러 - 미국내 건강보험사 80%가 고객 - 수주잔고 311억 달러
주요 사업	건강보험 서비스	의료기관 운영, 왕진서비스, 디지털 헬스, 건강예방서비스, HSA, EHR	PBM 서비스	의료데이터분석 SW, 의료 컨설팅
생성되는 데이터	청구 데이터, 환자의 표현형 데이터	전자의무기록, 실세계 데이터, 모니터링 데이터, 임상 데이터, 유전형 데이터	의약품 데이터, 처방전 데이터	전자의무기록, 임상 데이터, 청구데이터
그룹내 시너지 효과	손해율 및 영업이익률 개선	가치 기반의료 서비스를 통한 비용절감	약가산정과 처방 권장리스트 작성	데이터 관리 및 분석 프로세스 고도화
단기 재무 목표	- '26년 매출 3,350억 달러, OPM 3.2%, 의료이용률 10% YoY, 손해율 88.3~89.3%, 미국 고객 수 4,976만 명 - OPM (MA '27년 2~4% → 이후 3~5%, 메디케이드 '28년 2%, 상업보험 '26년 5.5%, '27년 7~9%)	- '26년 매출 910억 달러, OPM 2.4%, 고객 수 8,400만 명(가치기반 지불제 410만 명) - '27년 OPM 6~8%(가치기반지불제 5%)	- '26년 매출 1,505억 달러, OPM 4.2%, 처방전 15.2억건	- '26년 매출 210억 달러, OPM 22.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.