

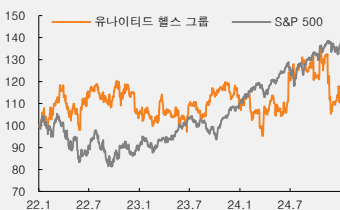
Not Rated

| | |
|---------------------|------------|
| Refinitiv 평균목표주가 | USD 639 |
| 현재주가(25/1/21) | USD 524.99 |
| 상승여력 | 21.6% |

| | |
|----------------|----------|
| S&P 500(p) | 6,049.24 |
| EPS 성장률(25F,%) | - |
| P/E(25F,x) | - |
| 배당수익률(%) | 1.6 |

| | |
|--------------------|----------|
| 시가총액(십억USD) | 483.14 |
| 시가총액(조원) | 702.00 |
| 상장주식수(백만주) | 920.3 |
| 60일 평균 거래대금(백만USD) | 2,623.95 |
| 52주 최저가(USD) | 439.20 |
| 52주 최고가(USD) | 625.25 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-----|-------|-------|
| 절대주가 | 5.0 | -7.1 | 4.3 |
| 상대주가 | 2.9 | -15.5 | -16.6 |



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraesasset.com

박선영

seunyoung.park@miraesasset.com

유나이티드 헬스 그룹

손해율 악화에도 가이드언스 유지

4Q24 Review: 매출액 및 조정순이익 시장기대치 부합

동사의 4Q24 매출액은 1,008.1억 달러(7% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 77.7억 달러(1% YoY, OPM 7.7%, 시장기대치 하회)를 달성하였다. 조정순이익은 63.1억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합하였다.

United Healthcare(건강보험)부문은 매출액 741.3억 달러(5% YoY), 영업이익 29.7억 달러(OPM 4.0%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 651.0억 달러(9% YoY), 영업이익 48.0억 달러(OPM 7.4%)를 기록했다.

2025년 가이드언스로 United Healthcare(매출 3,400억달러, 고객 190만명 증가, OPM 5.2~5.3%, 손해율 86.5%), Optum Health(매출 1,170억 달러, 가치기반 계약 환자 540만명, OPM 8.2~8.3%), Optum Insight(매출 220억 달러, 수주잔고 350억 달러, OPM 20.9~21.2%), Optum Rx(매출 1,460억 달러, OPM 4.4%), EPS 30달러, 운영현금흐름 330억 달러를 제시했다.

12개월 선행 P/E 18배로 지난 5년 평균 대비 저평가

동사는 시장기대치에 부합하는 실적을 기록했으나, 손해율이 크게 악화되며 실적발표 이후 주가가 크게 하락했다. 4Q24 손해율은 87.6%로 지난 10년 내 가장 높은 수치다. 손해율 악화의 가장 큰 요인은 팬데믹의 기저효과로 인한 의료서비스 사용 증가다. 의료 서비스 증가 추세는 2025년까지 이어질 가능성이 높으며, 동사도 2025년 연간 손해율을 2024년보다 1%p 높게 제시하고 있다.

그럼에도 동사는 작년보다 개선된 8.3~8.6%의 영업이익률을 가이드언스로 제시하고 있다. 가장 큰 이유는 AI를 비롯한 디지털기술과 그룹사 시너지를 적극적으로 활용하는 판관비 절감정책과 사이버공격으로 주춤했던 Optum Insight의 정상화다. 또한, 동사의 중요한 성장동력인 Medicare Advantage에서 여전히 경쟁사 대비 높은 성장세를 기록하고 있는 것도 강점이다.

현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17.6배로 글로벌 Peer(13.5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(19.3배) 대비 저평가되고 있다.

| 계산기 (12월) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (백만USD) | 242.2 | 257.1 | 287.6 | 324.2 | 371.6 |
| 영업이익 (백만USD) | 19.7 | 22.4 | 24 | 28.4 | 32.4 |
| 영업이익률 (%) | 8.1 | 8.7 | 8.3 | 8.8 | 8.7 |
| 순이익 (백만USD) | 13.8 | 15.4 | 17.3 | 20.12 | 22.38 |
| EPS (USD) | 14.6 | 16.2 | 18.3 | 21.4 | 23.5 |
| ROE (%) | 25.3 | 25 | 25.2 | 26.9 | 26.0 |
| P/E (배) | 20.5 | 21.9 | 27.8 | 25.0 | 22.1 |
| P/B (배) | 4.8 | 5.1 | 6.6 | 6.4 | 5.2 |

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 유나이티드 헬스 그룹, 미래에셋증권 리서치센터

4Q24 Review

매출액 및 조정순이익 모두 시장 기대치 부합

동사의 4Q24 매출액은 1,008.1억 달러(7% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 77.7억 달러(1% YoY, OPM 7.7%, 시장기대치 하회)를 달성하였다. 조정순이익은 63.1억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합하였다.

United Healthcare(건강보험)부문은 매출액 741.3억 달러(5% YoY), 영업이익 29.7억 달러(OPM 4.0%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 651.0억 달러(9% YoY), 영업이익 48.0억 달러(OPM 7.4%)를 기록했다.

2025년 가이드선으로 United Healthcare(매출 3,400억달러, 고객 190만명 증가, 손해율 86.5%, OPM 5.2~5.3%), Optum Health(매출 1,170억 달러, 가치기반 계약 환자 540만명, OPM 8.2~8.3%), Optum Insight(매출 220억 달러, 수주잔고 350억 달러, OPM 20.9~21.2%), Optum Rx(매출 1,460억 달러, OPM 4.4%), EPS 30달러, 운영현금흐름 330억 달러를 제시했다.

Valuation 및 투자전략

동사는 시장기대치에 부합하는 실적을 기록했으나, 손해율이 크게 하락하며 실적발표 이후 주가가 크게 하락했다. 4Q24 손해율은 87.6%로 지난 10년 내 가장 높은 수치다. 손해율 악화의 가장 큰 요인은 팬데믹의 기저효과로 인한 의료서비스 사용 증가다. 의료 서비스 증가 추세는 2025년까지 이어질 가능성이 높으며, 동사도 2025년 연간 손해율을 2024년보다 1%p 높게 제시하고 있다.

그럼에도 동사는 작년보다 개선된 8.3~8.6%의 영업이익률을 가이드선으로 제시하고 있다. 가장 큰 이유는 AI를 비롯한 디지털기술과 그룹사 시너지를 적극적으로 활용하는 판관비 절감정책과 사이버공격으로 주춤했던 Optum Insight의 정상화다. 또한, 동사의 중요한 성장동력인 Medicare Advantage에서 여전히 경쟁사 대비 높은 성장세를 기록하고 있는 것도 강점이다.

현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17.6배로 글로벌 Peer(13.5배) 대비 고평가되고 있으나, 동사의 지난 5년 평균(19.3배) 대비 저평가되고 있다.

표 1. 4Q24 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

| | 4Q23 | 3Q24 | 4Q24 | | 성장률 | |
|-----------|--------|---------|---------|---------|-------|--------|
| | | | 확정 실적 | 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 94,427 | 100,820 | 100,807 | 101,681 | 6.8% | 0.0% |
| 영업이익 | 7,689 | 8,708 | 7,773 | 8,530 | 1.1% | -10.7% |
| 영업이익률 (%) | 8.1% | 8.6% | 7.7% | 8.4% | -0.4% | -0.9% |
| 순이익 | 5,760 | 6,650 | 6,313 | 6,183 | 9.6% | -5.1% |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2023 | 2024 | 2025F |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출 | 91,931 | 92,903 | 92,361 | 94,427 | 99,796 | 98,855 | 100,820 | 100,807 | 371,622 | 400,278 | 452,514 |
| United Health | 70,468 | 70,231 | 69,853 | 70,808 | 75,357 | 73,866 | 74,853 | 74,132 | 281,360 | 298,208 | 338,481 |
| Employer & Individual | 16,544 | 16,759 | 16,854 | 17,030 | 17,839 | 18,646 | 18,985 | 19,019 | 67,187 | 74,489 | 81,453 |
| Medicare & Retirement | 33,006 | 32,440 | 32,022 | 32,394 | 35,486 | 34,904 | 34,904 | 34,188 | 129,862 | 139,482 | 164,263 |
| Community & State | 18,755 | 18,707 | 18,560 | 18,982 | 20,500 | 19,725 | 20,195 | 20,150 | 75,004 | 80,570 | 92,765 |
| Global | 2,163 | 2,325 | 2,417 | 2,402 | 1,532 | 591 | 769 | 775 | 9,307 | 3,667 | 0 |
| Optum | 54,059 | 56,344 | 56,737 | 59,495 | 61,052 | 62,879 | 63,925 | 65,101 | 226,635 | 252,957 | 284,565 |
| Optum Health | 23,004 | 23,917 | 23,864 | 24,534 | 26,731 | 27,050 | 25,917 | 25,660 | 95,319 | 105,358 | 116,749 |
| Optum Insight | 4,496 | 4,674 | 4,977 | 4,785 | 4,502 | 4,543 | 4,931 | 4,781 | 18,932 | 18,757 | 21,654 |
| OptumRx | 27,418 | 28,646 | 28,857 | 31,166 | 30,835 | 32,415 | 34,207 | 35,774 | 116,087 | 133,231 | 146,162 |
| (Consolidation) | (32,596) | (33,672) | (34,229) | (35,876) | (36,613) | (37,890) | (37,958) | (38,426) | (136,373) | (150,887) | (170,532) |
| 영업이익 | 8,086 | 8,057 | 8,526 | 7,689 | 7,931 | 7,875 | 8,708 | 7,773 | 32,358 | 32,287 | 38,347 |
| United Health | 4,343 | 4,358 | 4,592 | 3,122 | 4,395 | 4,004 | 4,212 | 2,973 | 16,415 | 15,584 | 17,601 |
| Optum | 3,743 | 3,699 | 3,934 | 4,567 | 3,536 | 3,871 | 4,496 | 4,800 | 15,943 | 16,703 | 20,746 |
| Optum Health | 1,776 | 1,525 | 1,568 | 1,691 | 1,899 | 1,919 | 2,161 | 1,791 | 6,560 | 7,770 | 9,573 |
| Optum Insight | 907 | 968 | 1,109 | 1,284 | 490 | 546 | 791 | 1,270 | 4,268 | 3,097 | 4,547 |
| OptumRx | 1,060 | 1,206 | 1,257 | 1,592 | 1,147 | 1,406 | 1,544 | 1,739 | 5,115 | 5,836 | 6,626 |
| 순이익 | 5,903 | 5,772 | 6,140 | 5,760 | 6,371 | 6,310 | 6,650 | 6,313 | 23,575 | 25,644 | 27,474 |
| 매출 성장률 (%) | 14.7 | 15.6 | 14.2 | 14.1 | 8.6 | 6.4 | 9.2 | 6.8 | 14.6 | 7.7 | 13.1 |
| United Health | 12.6 | 13.1 | 12.7 | 12.3 | 6.9 | 5.2 | 7.2 | 4.7 | 12.7 | 6.0 | 13.5 |
| Employer & Individual | 4.6 | 7.7 | 5.8 | 4.6 | 7.8 | 11.3 | 12.6 | 11.7 | 5.6 | 10.9 | 9.3 |
| Medicare & Retirement | 13.4 | 13.3 | 14.8 | 15.5 | 7.5 | 7.6 | 9.0 | 5.5 | 14.2 | 7.4 | 17.8 |
| Community & State | 20.7 | 19.4 | 15.6 | 14.7 | 9.3 | 5.4 | 8.8 | 6.2 | 17.6 | 7.4 | 15.1 |
| Global | 1.4 | 3.5 | 14.0 | 10.8 | -29.2 | -74.6 | -68.2 | -67.7 | 7.4 | -60.6 | -100.0 |
| Optum | 25.0 | 25.0 | 21.9 | 24.3 | 12.9 | 11.6 | 12.7 | 9.4 | 24.0 | 11.6 | 12.5 |
| Optum Health | 37.9 | 36.0 | 29.3 | 33.0 | 16.2 | 13.1 | 8.6 | 4.6 | 33.9 | 10.5 | 10.8 |
| Optum Insight | 39.7 | 42.4 | 34.8 | 9.1 | 0.1 | -2.8 | -0.9 | -0.1 | 29.8 | -0.9 | 15.4 |
| OptumRx | 14.7 | 15.5 | 14.5 | 20.5 | 12.5 | 13.2 | 18.5 | 14.8 | 16.4 | 14.8 | 9.7 |
| 영업이익률 (%) | 8.8 | 8.7 | 9.2 | 8.1 | 7.9 | 8.0 | 8.6 | 7.7 | 8.7 | 8.1 | 8.5 |
| United Health | 6.2 | 6.2 | 6.6 | 4.4 | 5.8 | 5.4 | 5.6 | 4.0 | 5.8 | 5.2 | 5.2 |
| Employer & Individual | 4.6 | 7.7 | 5.8 | 4.6 | 7.8 | 11.3 | 12.6 | 11.7 | 5.6 | 10.9 | 9.3 |
| Medicare & Retirement | 13.4 | 13.3 | 14.8 | 15.5 | 7.5 | 7.6 | 9.0 | 5.5 | 14.2 | 7.4 | 17.8 |
| Community & State | 20.7 | 19.4 | 15.6 | 14.7 | 9.3 | 5.4 | 8.8 | 6.2 | 17.6 | 7.4 | 15.1 |
| Global | 1.4 | 3.5 | 14.0 | 10.8 | -29.2 | -74.6 | -68.2 | -67.7 | 7.4 | -60.6 | -100.0 |
| Optum | 6.9 | 6.6 | 6.9 | 7.7 | 5.8 | 6.2 | 7.0 | 7.4 | 7.0 | 6.6 | 7.3 |
| Optum Health | 7.7 | 6.4 | 6.6 | 6.9 | 7.1 | 7.1 | 8.3 | 7.0 | 6.9 | 7.4 | 8.2 |
| Optum Insight | 20.2 | 20.7 | 22.3 | 26.8 | 10.9 | 12.0 | 16.0 | 26.6 | 22.5 | 16.5 | 21.0 |
| OptumRx | 3.9 | 4.2 | 4.4 | 5.1 | 3.7 | 4.3 | 4.5 | 4.9 | 4.4 | 4.4 | 4.5 |
| 순이익률 (%) | 6.4 | 6.2 | 6.6 | 6.1 | 6.4 | 6.4 | 6.6 | 6.3 | 6.3 | 6.4 | 6.1 |
| 손해율 (%) | 82.2 | 83.2 | 82.3 | 85.0 | 84.3 | 85.1 | 85.2 | 87.6 | 83.2 | 85.5 | 85.7 |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 고객 및 영업관련 데이터

(백만달러, %)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유나이티드 헬스 그룹 | | | | | | | | | | | |
| 보험 고객 (천명) | 52,890 | 52,835 | 52,780 | 52,750 | 51,475 | 50,415 | 50,665 | 50,675 | 51,695 | 52,750 | 50,675 |
| Domestic | 47,595 | 47,450 | 47,305 | 47,210 | 49,180 | 49,085 | 49,330 | 49,345 | 46,335 | 47,210 | 49,345 |
| Commercial | 27,350 | 27,175 | 27,250 | 27,315 | 29,415 | 29,570 | 29,730 | 29,730 | 26,685 | 27,315 | 29,730 |
| Risk-based | 8,025 | 8,035 | 8,120 | 8,115 | 8,545 | 8,735 | 8,900 | 8,845 | 8,045 | 8,115 | 8,845 |
| Fee-based | 19,325 | 19,140 | 19,130 | 19,200 | 20,870 | 20,835 | 20,830 | 20,885 | 18,640 | 19,200 | 20,885 |
| Public & Senior | 20,245 | 20,275 | 20,055 | 19,895 | 19,765 | 19,515 | 19,600 | 19,615 | 19,650 | 19,895 | 19,615 |
| Medicare Advantage | 7,545 | 7,590 | 7,645 | 7,695 | 7,760 | 7,770 | 7,810 | 7,845 | 7,105 | 7,695 | 7,845 |
| Medicaid | 8,380 | 8,355 | 8,065 | 7,845 | 7,680 | 7,410 | 7,450 | 7,435 | 8,170 | 7,845 | 7,435 |
| Medicare Supplement | 4,320 | 4,330 | 4,345 | 4,355 | 4,325 | 4,335 | 4,340 | 4,335 | 4,375 | 4,355 | 4,335 |
| Global | 5,295 | 5,385 | 5,475 | 5,540 | 2,295 | 1,330 | 1,335 | 1,330 | 5,360 | 5,540 | 1,330 |
| Medicare Part D | 3,380 | 3,355 | 3,335 | 3,315 | 3,085 | 3,065 | 3,055 | 3,050 | 3,295 | 3,315 | 3,050 |
| (YoY, %) | 3.8 | 3.1 | 2.8 | 2.0 | -2.7 | -4.6 | -4.0 | -3.9 | 2.1 | 2.0 | -3.9 |
| Domestic | 4.7 | 3.6 | 2.9 | 1.9 | 3.3 | 3.4 | 4.3 | 4.5 | 2.7 | 1.9 | 4.5 |
| Commercial | 3.6 | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 7.6 | 8.8 | 9.1 | 8.8 | 0.4 | 2.4 | 8.8 |
| Risk-based | 0.9 | 0.3 | 0.8 | 0.9 | 6.5 | 8.7 | 9.6 | 9.0 | 0.8 | 0.9 | 9.0 |
| Fee-based | 4.7 | 3.6 | 3.4 | 3.0 | 8.0 | 8.9 | 8.9 | 8.8 | 0.2 | 3.0 | 8.8 |
| Public & Senior | 6.2 | 5.1 | 3.3 | 1.2 | -2.4 | -3.7 | -2.3 | -1.4 | 6.0 | 1.2 | -1.4 |
| Medicare Advantage | 9.5 | 9.3 | 8.7 | 8.3 | 2.8 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 9.5 | 8.3 | 1.9 |
| Medicaid | 7.3 | 4.6 | 0.7 | -4.0 | -8.4 | -11.3 | -7.6 | -5.2 | 6.7 | -4.0 | -5.2 |
| Medicare Supplement | -0.8 | -0.6 | -0.6 | -0.5 | 0.1 | 0.1 | -0.1 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 |
| Global | -3.7 | -1.5 | 2.1 | 3.4 | -56.7 | -75.3 | -75.6 | -76.0 | -2.7 | 3.4 | -76.0 |
| Medicare Part D | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | -8.7 | -8.6 | -8.4 | -8.0 | -10.9 | 0.6 | -8.0 |
| Optum | | | | | | | | | | | |
| OptumHealth 고객 (백만명) | 103.0 | 103.0 | 103.0 | 103.0 | 104.0 | 104.0 | 104.0 | 100.0 | 102 | 103 | 100 |
| 발행된 처방전(백만건) | 378.0 | 381.0 | 383.0 | 400.0 | 395.0 | 399.0 | 407.0 | 422.0 | 1438 | 1542 | 1623 |
| OptumInsight 백로그(십억 달러) | 30.7 | 31.4 | 31.6 | 32.1 | 32.8 | 32.6 | 32.8 | 32.8 | 30 | 32.1 | 32.8 |
| 고객 증가율(%) | 3.0 | 2.0 | 2.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | -2.9 | 2.0 | 1.0 | -2.9 |
| 처방전 증감률(%) | 7.4 | 6.7 | 6.7 | 8.1 | 4.5 | 4.7 | 6.3 | 5.5 | 5.1 | 7.2 | 5.3 |
| 백로그 증감률(%) | 34.6 | 33.1 | 31.1 | 7.0 | 6.8 | 3.8 | 3.8 | 2.2 | 33.9 | 7.0 | 2.2 |

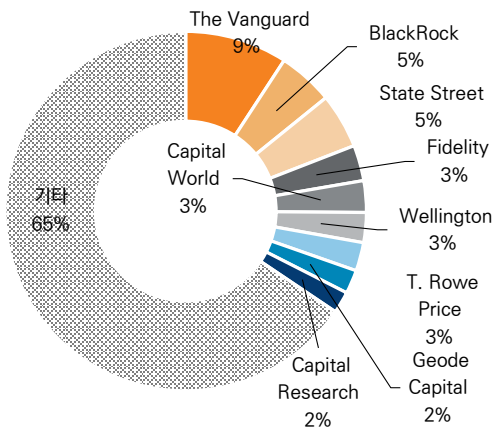
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

| 회사명 | 시가총액 (십억원) | 영업이익률 (%) | | | P/E (x) | | | P/S (x) | | | EV/EBITDA(x) | | | 매출 (십억원) | | |
|-------------------|---------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|----------------|----------------|----------------|
| | | 23 | 24F | 25F | 23 | 24F | 25F | 23 | 24F | 25F | 23 | 24F | 25F | 23 | 24F | 25F |
| 유나이티드헬스 그룹 | 693,847 | 8.1 | 8.3 | 8.5 | 20.0 | 17.7 | 15.7 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 14.2 | 12.8 | 11.6 | 546,130 | 646,871 | 700,408 |
| 엘러밴스 헬스 | 129,637 | 5.1 | 5.5 | 5.5 | 11.3 | 11.8 | 11.1 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 10.1 | 7.5 | 6.9 | 223,885 | 257,299 | 277,581 |
| 시그나 | 115,280 | 4.4 | 4.1 | 4.3 | 12.5 | 10.1 | 9.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 10.1 | 8.5 | 7.9 | 255,147 | 359,933 | 369,639 |
| CVS 헬스 | 96,054 | 3.8 | 3.0 | 3.3 | 10.4 | 10.3 | 8.9 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 10.8 | 8.8 | 7.9 | 467,495 | 548,310 | 570,520 |
| 휴마나 | 49,227 | 3.8 | 2.6 | 2.7 | 16.5 | 17.7 | 16.9 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 7.2 | 5.8 | 5.5 | 138,996 | 171,580 | 174,860 |
| 센틴 | 46,156 | 1.9 | 2.2 | 2.1 | 10.4 | 9.3 | 8.8 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 9.5 | 6.7 | 6.7 | 201,226 | 238,068 | 247,939 |
| Molina Healthcare | 24,434 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 14.3 | 12.6 | 11.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 7.1 | 5.1 | 4.6 | 44,521 | 59,483 | 63,897 |
| Healthequity | 13,036 | 11.8 | 13.5 | 20.3 | 71.5 | 33.3 | 28.3 | 7.9 | 7.6 | 7.3 | 25.2 | 20.6 | 18.1 | 1,313 | 1,740 | 1,809 |
| Clover Health | 3,055 | -10.3 | -4.2 | -2.4 | - | - | - | 1.3 | 1.5 | 1.3 | - | 32.4 | 36.0 | 2,657 | 2,040 | 2,347 |
| Progyny | 2,627 | 5.7 | 16.6 | 16.2 | 38.8 | 13.8 | 13.6 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 18.5 | 8.2 | 8.3 | 1,422 | 1,687 | 1,709 |
| 전체 평균 | | 3.9 | 5.6 | 6.5 | 22.9 | 15.2 | 13.8 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 12.5 | 11.6 | 11.3 | 188,279 | 228,701 | 241,071 |

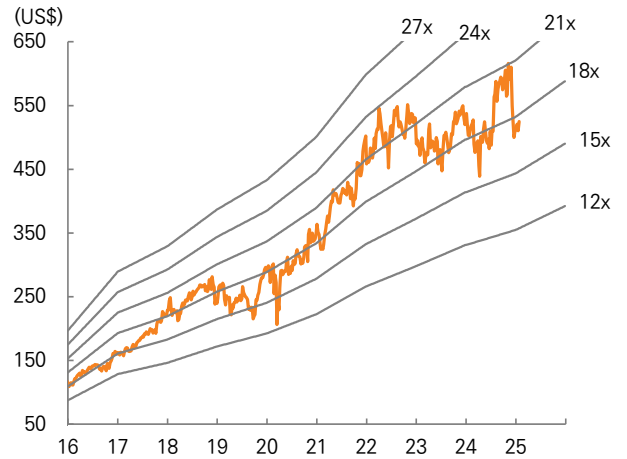
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



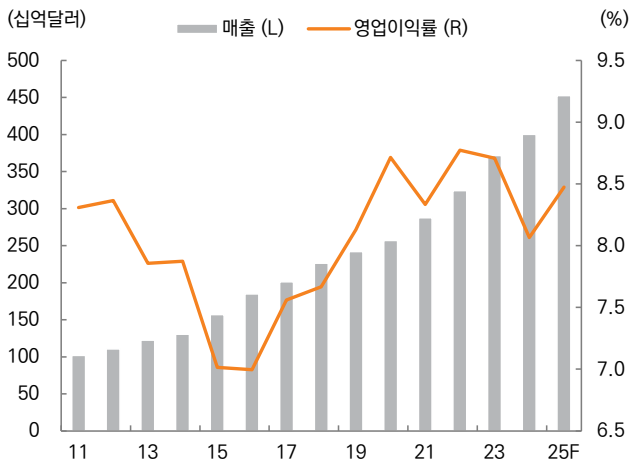
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



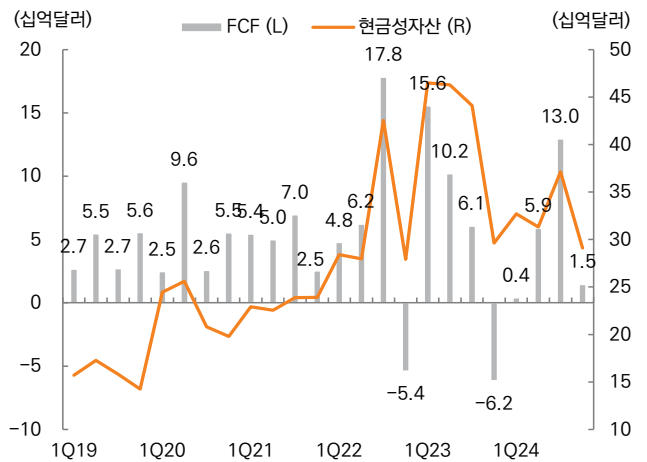
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출 및 영업이익률 추이



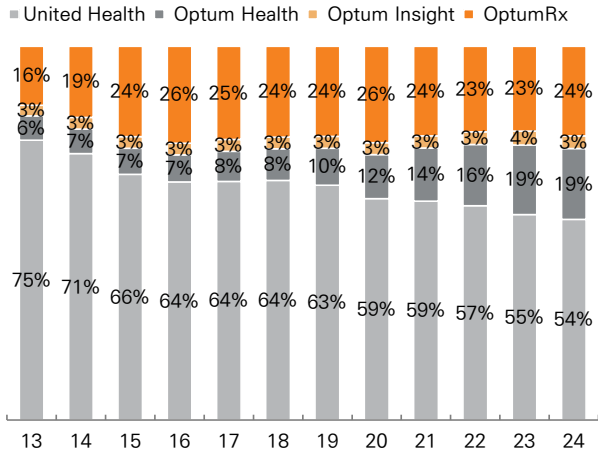
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 현금흐름 추이



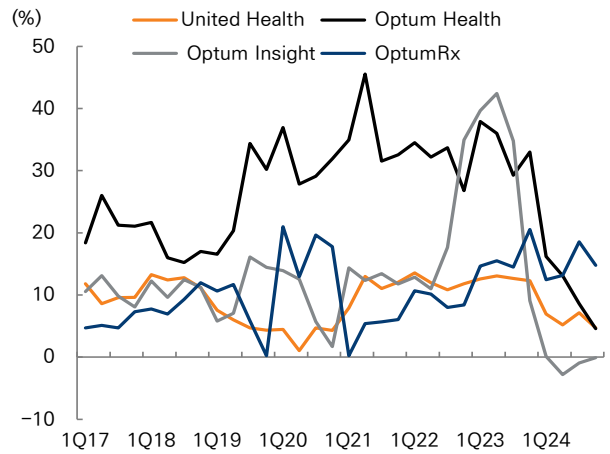
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 매출 비중 추이



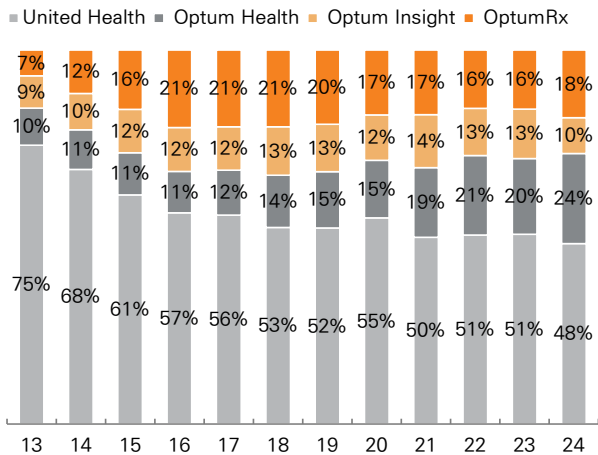
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 매출성장률 추이



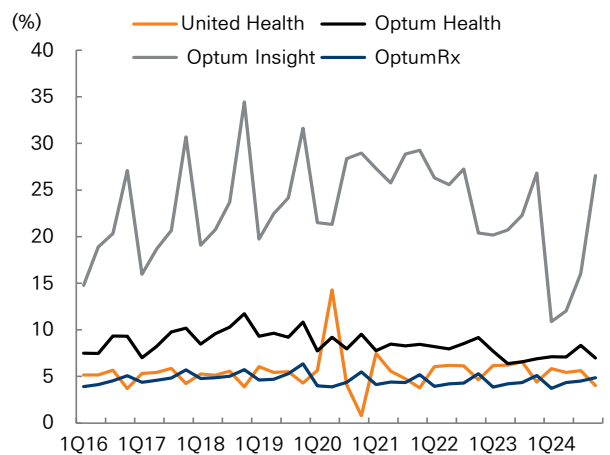
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부문별 영업이익 비중 추이



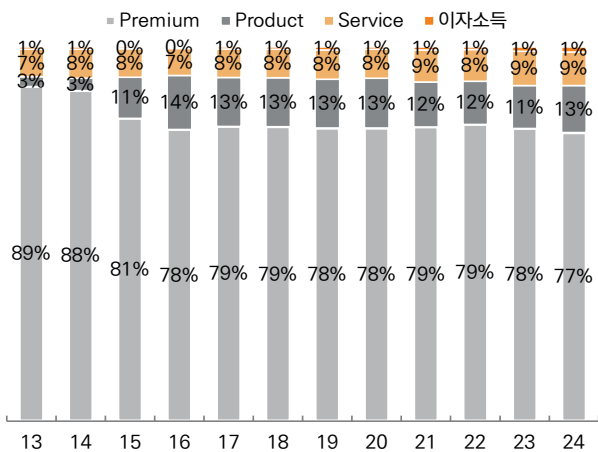
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부문별 영업이익률 추이



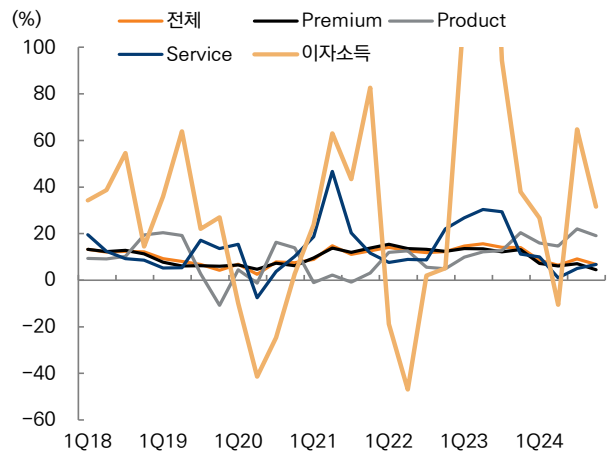
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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): 공보험이 주도하는 성장

매출액 741.3억 달러(5% YoY), 영업이익 29.7억 달러(OPM 4.0%)를 기록했다. 부문별로는 고용주 12% YoY, Medicare(연방정부향 공공보험) 6% YoY, Medicaid(주정부향 공공보험) 6% YoY, 글로벌 -68% YoY(브라질 사업 매각)의 실적을 달성했다.

손해율은 87.6%로 전년 동기 대비 2.7%p, 전분기대비 2.4%p 증가하며 지난 10년 내 가장 높은 손해율을 기록했다.

손해율 악화는 70%는 환자 Mix 변화와 Medicaid 수가 업데이트 타이밍에서 기인한다. 작년 하반기부터 Medicare Advantage 고객 중 일부 상품 고객의 의료이용률이 크게 상승했다. 또한, Medicaid 회원의 현재 건강 상태와 수가 업데이트의 타이밍이 맞지 않고 있다. Medicaid는 수가 업데이트 시 1년 이상 된 치료 활동 데이터를 사용하는데, 자격재심사로 인해 적용 대상자 수와 평균 심각도가 모두 변경되었다. 손해율 악화의 30% 원인은 사이버공격과 남미사업, 인플레이션 감소법 영향이다. 인플레이션 감소법을 제약사들이 조기에 활용하면서 심혈관 및 자가면역질환과 암 관련 고가 의약품의 처방이 크게 증가하였다.

고객별로 상업보험 부문은 23년 말 대비 약 242만명의 고객을 추가하며, 2,973만명을 기록했다. 공공보험 부문에서 Medicare Advantage 고객은 23년 말 대비 15만명이 증가한 785만명을 기록하였다. 공공보험 부문의 Medicaid는 공중보건 비상사태 해제로 인한 자격재심사로 23년 말 대비 41만명이 감소한 744만명을 기록하였다.

Q) Medicare Advantage 사업의 마진에 대한 전망은?

A) Medicare Advantage에 대한 장기 계획 접근 방식에 대해 생각할 때, 우리는 목표 마진에 대한 견해를 일관되게 유지하고 있다. 2025년에도 그것은 변하지 않았다.

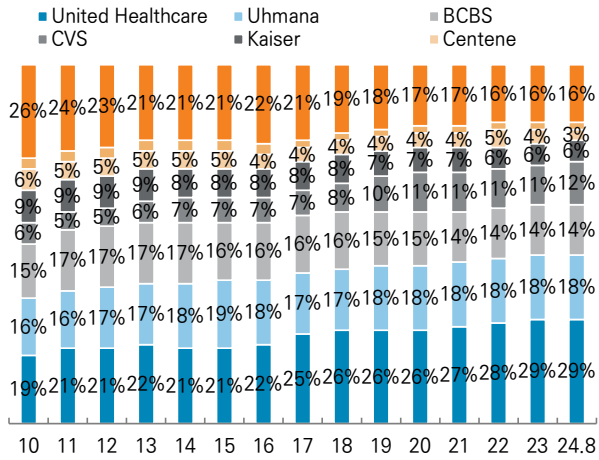
Q) 4Q24 손해율이 크게 악화되었는데, 2025년 손해율 전망은?

A) 3Q24 실적발표에서 언급했던 병원 이용률 상승과 전문의약품 처방 상승 추세는 4Q24까지 이어졌다. 현재 이 추세가 안정화되는 것을 보고 있다. 우리는 2025년 손해율이 86.5%로 2024년보다 1%p 높을 것으로 예상한다.

Q) MA에서 AEP(Annual Enrollment Period) 기간의 성과는?

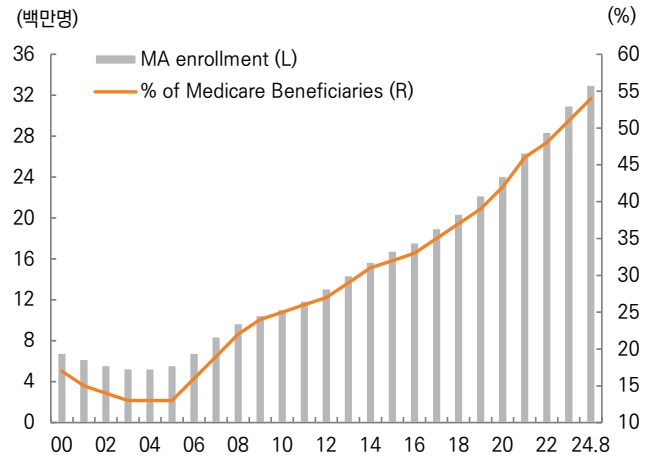
A) AEP는 우리의 기대치와 일치하며, 우리의 2025년 목표인 80만명 고객 증가 목표 달성을 위한 좋은 출발이라고 생각한다. 2025년 연간 성장의 50% 이상이 AEP에서 발생할 것으로 예상된다. 또한 유지율이 거의 기록적인 수준에서 성과를 거두고 있다. 이는 우리가 소비자에게 제공하는 가치에 대한 훌륭한 증거다. 마지막으로, 지난 몇 년 동안 이탈했던 회원들이 2024년에는 2023년 대비 3배가 많이 돌아오고 있다. 2025년 MA는 2024년과 비슷한 속도로 성장할 것으로 기대하며, 장기적으로 7~9% 성장률과 70%의 침투율을 기록할 것이라는 점에 확신이 있다.

그림 11. Medicare Advantage 점유율



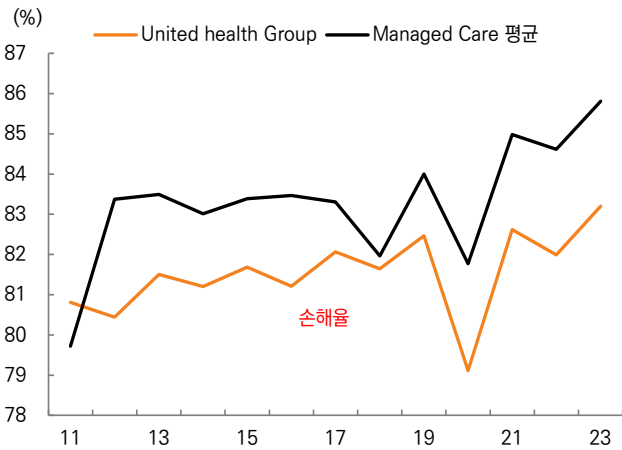
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Medicare Advantage 가입률 추이



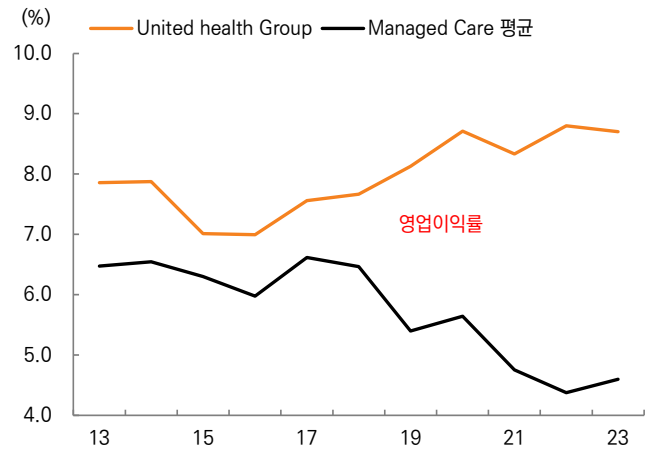
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

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



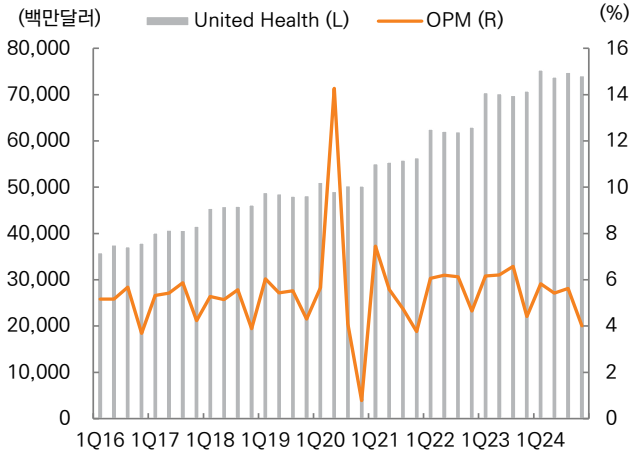
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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



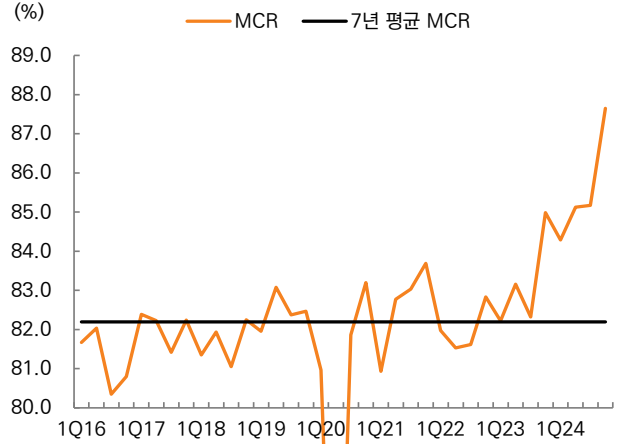
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. United Health 부문 매출 및 영업이익률 추이



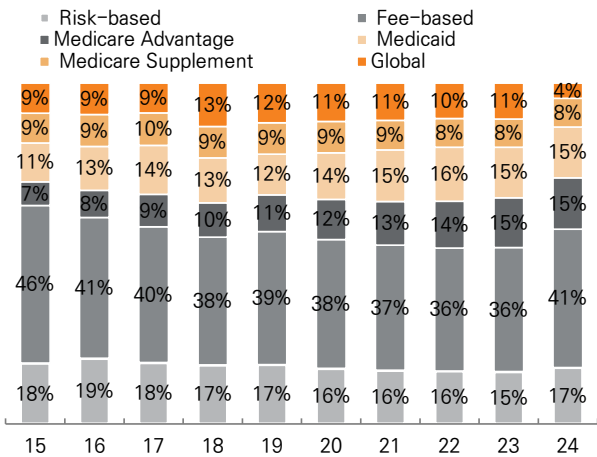
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 분기별 손해율 추이



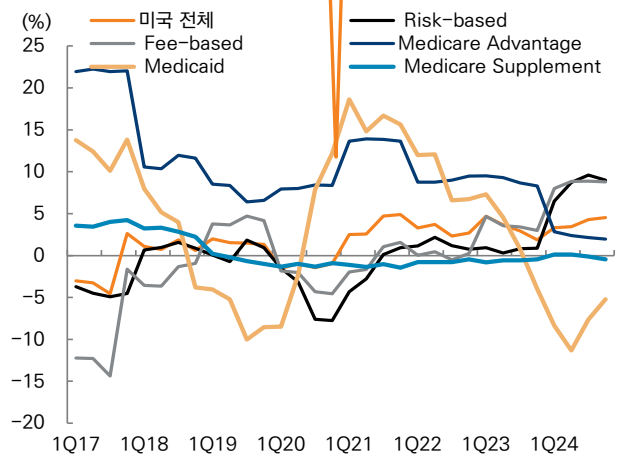
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. United Health의 고객별 매출 비중 추이



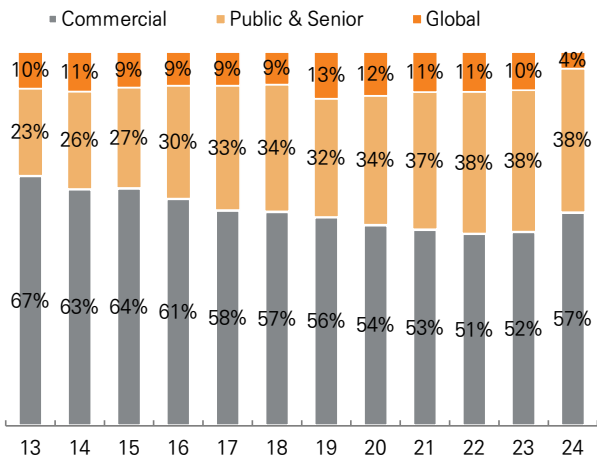
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. United Health의 고객별 매출성장률 추이



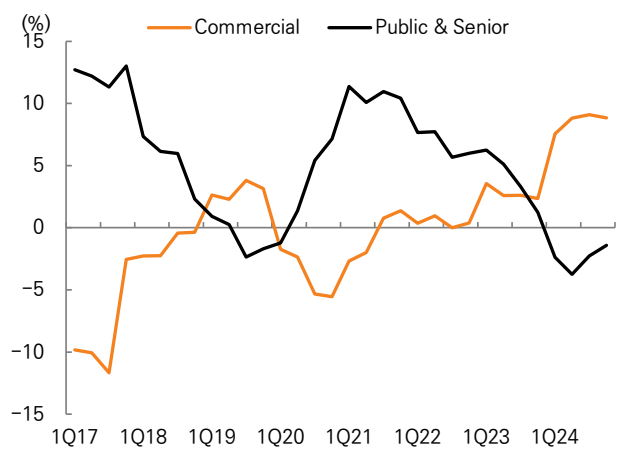
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 보험 고객 비중 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 보험 고객 증가율 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

의료서비스 부문(Optum)

Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 651.0억 달러(9% YoY), 영업이익 48.0억 달러(OPM 7.4%)를 기록했다.

1) Optum Health

매출은 전년 대비 5% 증가한 256.6억 달러, 영업이익은 17.9억 달러(6% YoY, OPM 7%)를 기록했다. 서비스 이용환자는 전년 대비 3% 감소한 1억명을 기록했으나, 고객당 매출은 256.6달러로 전년 대비 8% 증가했다.

2) Optum Rx

매출액 357.7억 달러(15% YoY), 영업이익 17.4억 달러(9% YoY, OPM 4.9%)를 기록했다. 처방전은 전년 대비 5% 증가한 4.22억건을 발행하였다.

3) Optum Insight

매출액은 전년과 유사한 47.8억 달러, 영업이익 12.7억 달러(-1% YoY, OPM 26.6%)를 기록했다. 수주잔고는 328억 달러(2% YoY)를 확보하였다.

Q) PBM 개혁시도에 대한 영향은?

A) PBM은 미국 의료 시스템 전반에서 유일하게 효과적인 메커니즘이다. PBM은 최종 지불자, 고용주, 노조, 국가, 환자를 대신하여 제약사와 협상하여 가격을 낮추려고 한다. 미국의 의약품 가격은 세계 어느 나라보다 높게 설정된다. 미국 의약품 가격은 매년 상승하는데 이는 매우 이례적이다.

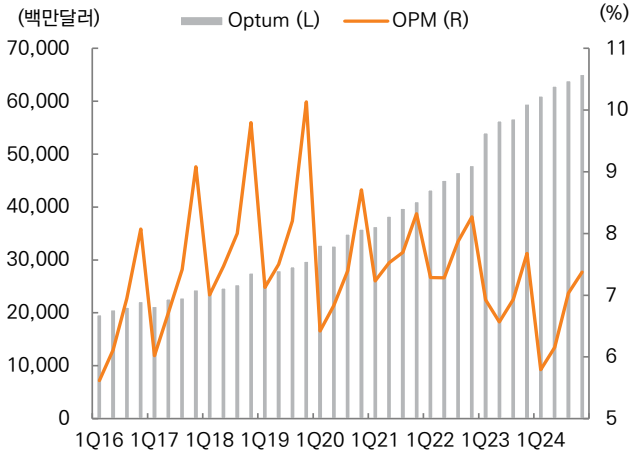
가격을 낮추기 위해 PBM이 협상을 진행하면서 할인이 달성되고 이는 고용주, 노조와 주(State)에 돌아간다. 우리는 PBM에서 협상한 모든 할인을 지불자, 주 또는 노동조합으로 100% 반영되도록 전념하고자 한다. 우리는 이미 98%를 달성하고 있다. 우리는 환자들이 그 혜택을 보는 것을 보고 싶고, 우리와 함께 일하고 싶어하는 모든 사람과 협력하여 실현하고 싶다. 그리고 그것이 올해 우리가 전국의 정책 입안자 및 다른 사람들과 교류할 방식이다.

Q) Optum Health에서 고객수가 약 400만명 줄었고, 마진이 악화되었는데 2025년 전망?

A) V28 이후 우리는 사업을 재편하기 위한 다개년 계획을 준비해왔다. 여기에는 환자 직접 참여 및 의료 관리를 중심으로 한 노력과 함께 운영 비용 효율성을 낮추기 위해 사업을 통합하는 것도 포함된다. 이런 계획이 실행되는 과정에서 일부 기존 계약의 구조 조정 및 개선이 진행되며 일회성 비용이 발생하고 있다. 또한, 팬더믹에 크게 증가했던 여러 응급진료소를 폐쇄하고 있다.

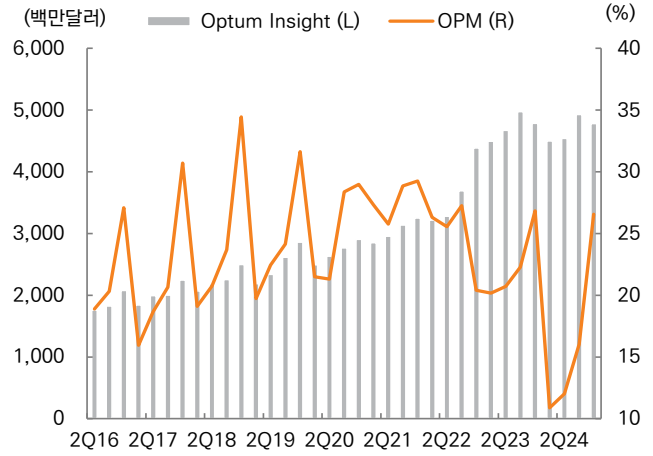
그럼에도 불구하고, 우리는 2025년을 긍정적으로 보고 있다. 우리의 AEP 성장은 강력했고, 강력한 유지율을 기록했다. 또한 우리는 2년차에 접어들면서 V28에 대한 이해도가 높아졌다.

그림 21. Optum 매출 및 영업이익률 추이



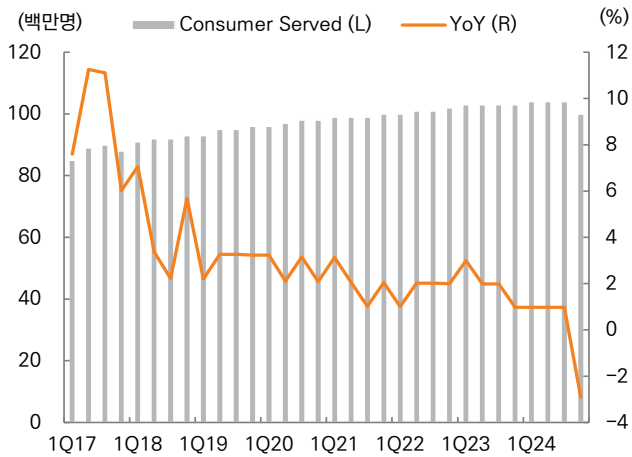
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Optum Insight의 매출 및 영업이익률 추이



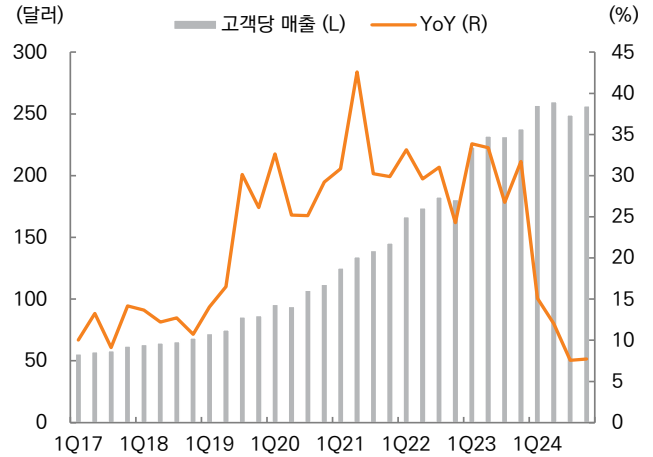
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. Optum Health: Optum 고객 추이



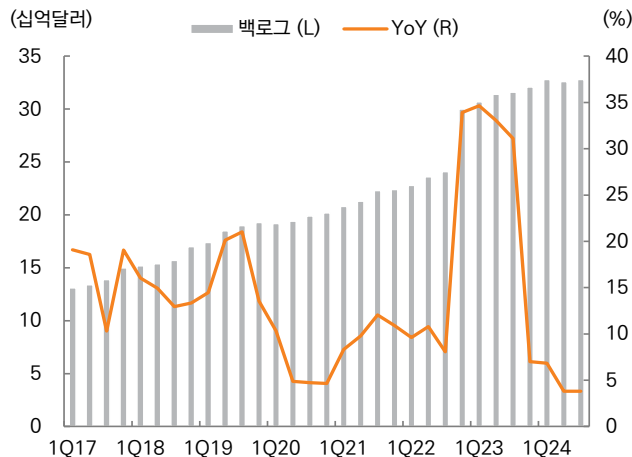
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Optum Health: Optum 고객당 매출 추이



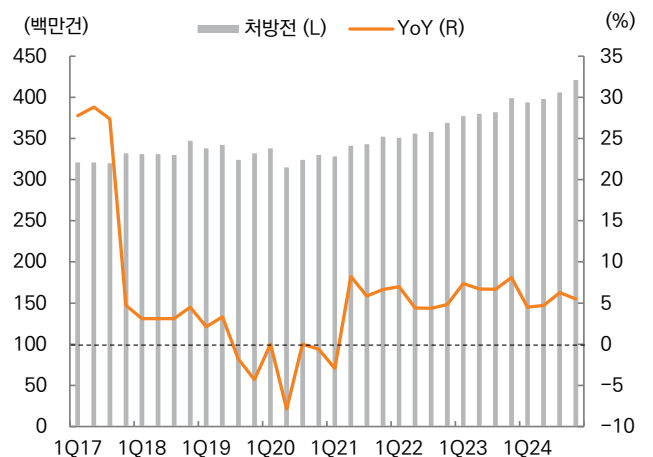
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. Optum Insight: 백로그 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

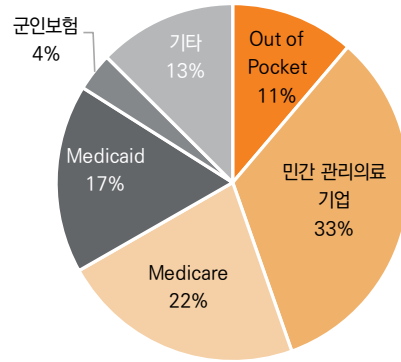
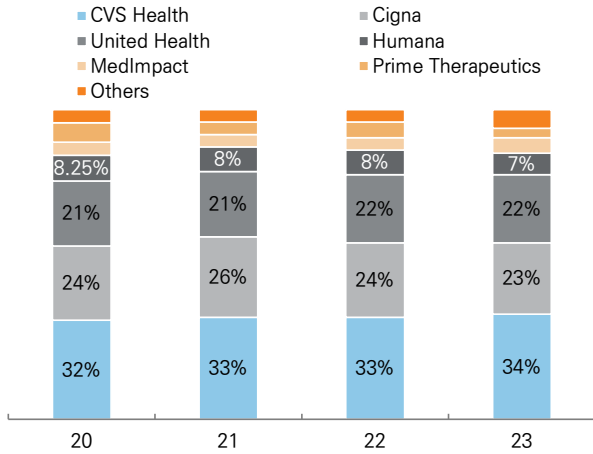
그림 26. Optum Rx: 처방전 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. PBM 점유율 (2023년 기준)

그림 28. 미국 의료 지출 분담 비중(2020년 기준)



자료: Drug channels, 미래에셋증권 리서치센터

자료: CMS, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. UnitedHealth Group 사업부문별 현황(2024년 기준)

| 사업부문 | United Health | Optum Health | Optum Rx | Optum Insight |
|-------------|---|---|--|---|
| 매출(십억 달러) | 298.2 | 105.4 | 133.2 | 18.8 |
| 비중 | 54% | 19% | 24% | 3% |
| 5년간 연평균 성장률 | 9% | 28% | 12% | 13% |
| 영업이익(십억 달러) | 15.6 | 7.8 | 5.8 | 3.1 |
| 비중 | 48% | 24% | 18% | 10% |
| 5년간 연평균 성장률 | 9% | 21% | 8% | 4% |
| 영업이익률 | 5.2% | 7.4% | 4.4% | 23.4%(사이버 공격) |
| 고객 접점 및 규모 | 미국 총고객 수 49.3백만명 (상업고객 29.7백만명, 공보험 고객 19.6백만명) | 1억명의 고객(가치기반계약 470만명), 2,700개의 의료기관과 13만명의 의료진, 6.7만개 약국, 건강보험 파트너 100개, 건강보험 금융(AUM 200억 달러, 연간 처리액 5,000억 달러) | 연간 16.2억개 이상의 처방전 발행 (연 1,580억 달러 처방의약품, 이중 620억 달러가 전문의약품), 6.2천만명의 환자, 770개의 약국, 1,300명 의료진, 2.2억건의 의약품 원격배송 | 230억건의 전자거래, 1.4억개의 임상 의사결정, 2.85억명의 비식별 임상 및 청구 데이터, 매출채권관리 1,900억 달러, 미국내 건강보험사 80%가 고객, 수주잔고 328억 달러 |
| 주요 사업 | 건강보험 서비스 | 의료기관 운영, 양진서비스, 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 | 가치기반의료서비스를 통한 비용절감 | 약가산정과 처방 권장리스트 작성 | 데이터 관리 및 분석 프로세스 고도화 |

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.