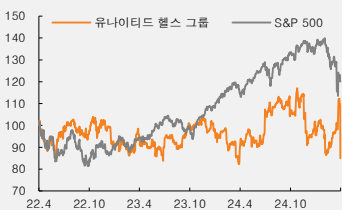


Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 626
현재주가(25/4/17)	USD 454.11
상승여력	37.9%

S&P 500(p)	5,282.70
EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
배당수익률(%)	1.6
시가총액(십억USD)	415.38
시가총액(조원)	592.91
상장주식수(백만주)	914.7
60일 평균 거래대금(백만USD)	2,837.67
52주 최저가(USD)	454.11
52주 최고가(USD)	625.25

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.0	-19.8	-5.2
상대주가	-2.2	-11.3	-9.9



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraesasset.com

박선영
seunyoung.park@miraesasset.com

유나이티드 헬스 그룹

V28 효과로 연간 가이드런스 대폭 하향

1Q25 Review: 매출 및 조정순이익 모두 시장기대치 부합

1Q25 매출액은 1,095.8억 달러(10% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 91.2억 달러(15% YoY, OPM 8.3%, 시장기대치 하회)를 달성하였다. 조정순이익은 66.1억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합하였다. United Healthcare(건강보험)부문은 매출액 846.2억 달러(12% YoY), 영업이익 52.3억 달러(OPM 6.2%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 638.9억 달러(5% YoY), 영업이익 38.9억 달러(OPM 6.1%)를 기록했다.

2025년 가이드نس로 전체 매출은 4,500억~4,550억 달러로 동일하게 유지했으나, 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 이용증가와 Optum Health의 객단가가 낮은 메디케어 어드밴티지 고객 유입으로 손해율은 87~88%(이전 86.5%)로 상향조정, EPS는 26~26.5달러(이전 29.5~30달러)로 하향조정했다.

12개월 선행 P/E 17배로 지난 5년간 주가의 -2 표준편차 수준까지 하락

동사는 메디케어의 새로운 보상모델인 V28 효과로 인한 부진한 1Q25 실적과 25년 실적 가이드نس 하향의 여파로 실적발표 당일 시가총액이 무려 22% 급락했다. 새로운 메디케어 수가 모델인 V28이 시행되면서 보험료가 상승했고, 높아진 보험료를 보상받기 위해 환자들이 병원을 더 많이 방문하며 손해율이 상승하고 비용이 증가했다. 또한, V28에 의한 예산 감축으로 서비스가 중단된 경쟁사 메디케어 고객들을 Optum Health의 새 고객으로 유치하였는데, 이런 고객들은 새 건강보험을 찾는 과정에서 건강관리 참여도 하락으로 메디케어로부터 받는 환급금이 줄어들었다.

이 과정에서 United Healthcare는 보험료 인상효과가 더 크게 나타나며 긍정적인 실적을 기록했으나, United Healthcare 외의 다른 보험사 고객도 서비스하는 Optum Health에는 부정적인 영향이 더 컸다.

동사는 2025년 중 해결될 수 있는 문제로 보고 있지만, 반대로 이야기하면 이러한 이슈가 2025년 내내 지속될 수 있다는 이야기가 된다. 그러나 실적발표 당일 주가 급락에 의해 동사의 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 16.8배로 지난 5년간 주가의 -2 시그마(16.3배)에 근접할만큼 하락했다. 가이드نس 하향의 충격은 단기간에 주가에 반영되었다는 판단이다. 지나친 우려는 지양할 필요가 있어보인다.

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (백만USD)	257.1	287.6	324.2	371.6	400.3
영업이익 (백만USD)	22.4	24	28.4	32.4	32.3
영업이익률 (%)	8.7	8.3	8.8	8.7	8.1
순이익 (백만USD)	15.4	17.3	20.12	22.38	14.41
EPS (USD)	16.2	18.3	21.4	23.5	15.5
ROE (%)	25	25.2	26.9	26.9	15.9
P/E (배)	21.9	27.8	25.0	22.1	15.2
P/B (배)	5.1	6.6	6.4	5.5	5.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유나이티드 헬스 그룹, 미래에셋증권 리서치센터

1Q25 Review: 매출 및 조정순이익 모두 시장 기대치 부합

1Q25 매출액은 1,095.8억 달러(10% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 91.2억 달러(15% YoY, OPM 8.3%, 시장기대치 하회)를 달성하였다. 조정순이익은 66.1억 달러를 기록하며 시장기대치에 부합하였다.

United Healthcare(건강보험)부문은 매출액 846.2억 달러(12% YoY), 영업이익 52.3억 달러(OPM 6.2%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 638.9억 달러(5% YoY), 영업이익 38.9억 달러(OPM 6.1%)를 기록했다.

2025년 가이드언스로 전체 매출은 4,500억~4,550억 달러로 동일하게 유지했으나, 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 이용증가와 Optum Health의 객단가가 낮은 메디케어 어드밴티지 고객 유입으로 손해율은 87~88%(이전 86.5%), EPS는 26~26.5달러(이전 29.5~30달러)로 하향조정했다. 이외 2025년 메디케어 어드밴티지 신규고객 유치는 80만명, 가치 기반 의료서비스 신규고객 유치는 65만명으로 제시했다.

Valuation 및 투자전략

동사는 메디케어의 새로운 보상모델인 V28 효과로 인한 부진한 1Q25 실적과 2025년 실적 가이드언스 하향의 여파로 실적발표 당일 시가총액이 무려 22% 급락했다.

새로운 메디케어 수가 모델인 V28이 시행되면서 보험료가 상승했고, 높아진 보험료를 보상받기 위해 환자들이 병원을 더 많이 방문하며 손해율이 상승하고 비용이 증가했다. 또한, V28에 의한 예산 감축으로 서비스가 중단된 경쟁사 메디케어 고객들을 Optum Health의 새 고객으로 유치하였는데, 이런 고객들은 새 건강보험을 찾는 과정에서 건강관리 참여도 하락으로 메디케어로부터 받는 환급금이 줄어들었다.

이 과정에서 United Healthcare는 보험료 인상효과가 더 크게 나타나며 긍정적인 실적을 기록했으나, United Healthcare외 다른 보험사 고객도 서비스하는 Optum Health에는 부정적인 영향이 더 컸다.

동사는 2025년 중 해결될 수 있는 문제로 보고 있지만, 반대로 이야기하면 이러한 이슈가 2025년 내내 지속될 수 있다는 이야기가 된다. 그러나 실적발표 당일 주가 급락에 의해 동사의 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 16.8배로 지난 5년간 주가의 -2 표준편차(16.3배)에 근접할만큼 하락했다. 가이드언스 하향의 충격은 단기간에 주가에 반영되었다는 판단이다. 지나친 우려는 지양할 필요가 있어보인다.

표 1. 1Q25 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	99,796	100,807	109,575	111,500	9.8%	8.7%
영업이익	7,931	7,773	9,119	9,505	15.0%	17.3%
영업이익률 (%)	7.9%	7.7%	8.3%	8.5%	0.4%	0.6%
조정 순이익	6,371	6,313	6,610	6,690	3.7%	4.7%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	99,796	98,855	100,820	100,807	109,575	112,695	113,927	114,920	400,278	451,116	487,206
United Health	75,357	73,866	74,853	74,132	84,617	84,296	85,217	85,960	298,208	340,090	365,525
Employer & Individual	17,839	18,646	18,985	19,019	19,066	20,285	20,507	20,686	74,489	80,543	87,976
Medicare & Retirement	35,486	34,904	34,904	34,188	41,705	40,908	41,355	41,716	139,482	165,684	176,372
Community & State	20,500	19,725	20,195	20,150	23,064	23,102	23,355	23,559	80,570	93,080	99,882
Global	1,532	591	769	775	782	0	0	0	3,667	782	0
Optum	61,052	62,879	63,925	65,101	63,885	70,741	71,439	72,080	252,957	278,146	300,134
Optum Health	26,731	27,050	25,917	25,660	25,309	29,075	29,393	29,649	105,358	113,427	123,208
Optum Insight	4,502	4,543	4,931	4,781	4,630	5,265	5,248	5,312	18,757	20,455	22,381
OptumRx	30,835	32,415	34,207	35,774	35,132	36,400	36,798	37,119	133,231	145,450	154,545
(Consolidation)	(36,613)	(37,890)	(37,958)	(38,426)	(38,927)	(42,342)	(42,730)	(43,121)	(150,887)	(167,119)	(178,453)
영업이익	7,931	7,875	8,708	7,773	9,119	8,077	9,073	8,966	32,287	35,235	37,975
United Health	4,395	4,004	4,212	2,973	5,226	4,383	4,431	4,470	15,584	18,511	19,439
Optum	3,536	3,871	4,496	4,800	3,893	3,694	4,642	4,496	16,703	16,724	18,536
Optum Health	1,899	1,919	2,161	1,791	1,614	2,384	2,410	2,431	7,770	8,840	9,546
Optum Insight	490	546	791	1,270	961	1,106	1,102	1,115	3,097	4,284	4,770
OptumRx	1,147	1,406	1,544	1,739	1,318	204	1,130	949	5,836	3,601	4,220
순이익	6,371	6,310	6,650	6,313	6,610	5,266	6,295	6,150	25,644	24,321	25,550
매출 성장률 (%)	8.6	6.4	9.2	6.8	9.8	14.0	13.0	14.0	7.7	12.7	8.0
United Health	6.9	5.2	7.2	4.7	12.3	14.1	13.8	16.0	6.0	14.0	7.5
Employer & Individual	7.8	11.3	12.6	11.7	6.9	8.8	8.0	8.8	10.9	8.1	9.2
Medicare & Retirement	7.5	7.6	9.0	5.5	17.5	17.2	18.5	22.0	7.4	18.8	6.5
Community & State	9.3	5.4	8.8	6.2	12.5	17.1	15.6	16.9	7.4	15.5	7.3
Global	-29.2	-74.6	-68.2	-67.7	-49.0	0.0	0.0	0.0	-60.6	-78.7	-100.0
Optum	12.9	11.6	12.7	9.4	4.6	12.5	11.8	10.7	11.6	10.0	7.9
Optum Health	16.2	13.1	8.6	4.6	-5.3	7.5	13.4	15.5	10.5	7.7	8.6
Optum Insight	0.1	-2.8	-0.9	-0.1	2.8	15.9	6.4	11.1	-0.9	9.1	9.4
OptumRx	12.5	13.2	18.5	14.8	13.9	12.3	7.6	3.8	14.8	9.2	6.3
영업이익률 (%)	7.9	8.0	8.6	7.7	8.3	7.2	8.0	7.8	8.1	7.8	7.8
United Health	5.8	5.4	5.6	4.0	6.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.4	5.3
Optum	5.8	6.2	7.0	7.4	6.1	5.2	6.5	6.2	6.6	6.0	6.2
Optum Health	7.1	7.1	8.3	7.0	6.4	8.2	8.2	8.2	7.4	7.8	7.7
Optum Insight	10.9	12.0	16.0	26.6	20.8	21.0	21.0	21.0	16.5	20.9	21.3
OptumRx	3.7	4.3	4.5	4.9	3.8	0.6	3.1	2.6	4.4	2.5	2.7
순이익률 (%)	6.4	6.4	6.6	6.3	6.0	4.7	5.5	5.4	6.4	5.4	5.2
손해율 (%)	84.3	85.1	85.2	87.6	84.8	86.5	86.7	86.9	85.5	86.3	86.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 고객 및 영업관련 데이터

(백만달러, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024
유나이티드 헬스 그룹											
보험 고객 (천명)	52,835	52,780	52,750	51,475	50,415	50,665	50,675	51,285	51,695	52,750	50,675
Domestic	47,450	47,305	47,210	49,180	49,085	49,330	49,345	50,125	46,335	47,210	49,345
Commercial	27,175	27,250	27,315	29,415	29,570	29,730	29,730	30,000	26,685	27,315	29,730
Risk-based	8,035	8,120	8,115	8,545	8,735	8,900	8,845	8,410	8,045	8,115	8,845
Fee-based	19,140	19,130	19,200	20,870	20,835	20,830	20,885	21,590	18,640	19,200	20,885
Public & Senior	20,275	20,055	19,895	19,765	19,515	19,600	19,615	20,125	19,650	19,895	19,615
Medicare Advantage	7,590	7,645	7,695	7,760	7,770	7,810	7,845	8,245	7,105	7,695	7,845
Medicaid	8,355	8,065	7,845	7,680	7,410	7,450	7,435	7,570	8,170	7,845	7,435
Medicare Supplement	4,330	4,345	4,355	4,325	4,335	4,340	4,335	4,310	4,375	4,355	4,335
Global	5,385	5,475	5,540	2,295	1,330	1,335	1,330	1,160	5,360	5,540	1,330
Medicare Part D	3,355	3,335	3,315	3,085	3,065	3,055	3,050	2,835	3,295	3,315	3,050
(YoY, %)	3.1	2.8	2.0	-2.7	-4.6	-4.0	-3.9	-0.4	2.1	2.0	-3.9
Domestic	3.6	2.9	1.9	3.3	3.4	4.3	4.5	1.9	2.7	1.9	4.5
Commercial	2.6	2.6	2.4	7.6	8.8	9.1	8.8	2.0	0.4	2.4	8.8
Risk-based	0.3	0.8	0.9	6.5	8.7	9.6	9.0	-1.6	0.8	0.9	9.0
Fee-based	3.6	3.4	3.0	8.0	8.9	8.9	8.8	3.4	0.2	3.0	8.8
Public & Senior	5.1	3.3	1.2	-2.4	-3.7	-2.3	-1.4	1.8	6.0	1.2	-1.4
Medicare Advantage	9.3	8.7	8.3	2.8	2.4	2.2	1.9	6.3	9.5	8.3	1.9
Medicaid	4.6	0.7	-4.0	-8.4	-11.3	-7.6	-5.2	-1.4	6.7	-4.0	-5.2
Medicare Supplement	-0.6	-0.6	-0.5	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.3	-0.5	-0.5	-0.5
Global	-1.5	2.1	3.4	-56.7	-75.3	-75.6	-76.0	-49.5	-2.7	3.4	-76.0
Medicare Part D	0.8	0.8	0.6	-8.7	-8.6	-8.4	-8.0	-8.1	-10.9	0.6	-8.0
Optum											
OptumHealth 고객 (백만명)	103.0	103.0	103.0	104.0	104.0	104.0	100.0	99.0	102	103	100
발행된 처방전(백만건)	381.0	383.0	400.0	395.0	399.0	407.0	422.0	408.0	1438	1542	1623
OptumInsight 백로그(십억 달러)	31.4	31.6	32.1	32.8	32.6	32.8	32.8	32.9	30	32.1	32.8
고객 증가율(%)	2.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-2.9	-4.8	2.0	1.0	-2.9
처방전 증감률(%)	6.7	6.7	8.1	4.5	4.7	6.3	5.5	3.3	5.1	7.2	5.3
백로그 증감률(%)	33.1	31.1	7.0	6.8	3.8	3.8	2.2	0.3	33.9	7.0	2.2

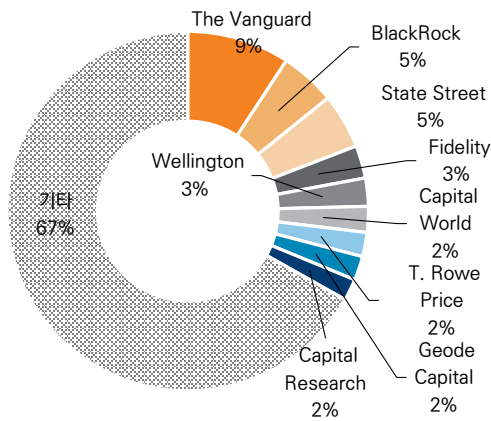
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (x)			P/S (x)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
유나이티드헬스 그룹	589,142	8.1	8.1	8.3	17.2	15.7	13.9	1.0	0.9	0.8	13.6	11.4	10.2	546,130	641,758	694,164
앨러밴스 헬스	136,312	5.1	5.6	5.8	13.7	12.3	10.8	0.6	0.5	0.5	7.8	8.1	7.3	241,510	272,744	294,472
시그나	126,957	3.8	3.9	4.0	15.0	11.2	10.0	0.4	0.4	0.3	8.2	9.0	8.6	337,166	359,052	375,409
CVS 헬스	120,500	2.3	3.4	3.5	16.5	11.4	9.8	0.2	0.2	0.2	9.8	8.8	8.1	508,652	555,478	582,781
휴마나	45,278	2.2	2.6	2.2	16.6	16.2	19.1	0.3	0.3	0.2	6.1	5.6	6.1	160,671	179,665	184,464
센틴	42,714	1.9	2.0	2.1	9.8	8.3	7.7	0.2	0.2	0.2	7.4	6.9	6.5	222,490	245,410	252,512
Molina Healthcare	24,999	4.2	4.3	4.4	15.0	13.2	11.5	0.5	0.4	0.4	5.6	5.7	5.1	55,462	62,515	67,403
Healthequity	10,369	13.5	22.4	27.9	57.7	23.5	19.5	6.1	5.6	5.1	31.4	15.1	13.0	1,650	1,856	2,033
Clover Health	2,609	-3.3	-2.8	-0.9	-	-	-	1.3	1.0	0.8	-	33.3	18.1	1,871	2,717	3,208
Progyny	2,605	5.8	15.8	14.8	39.5	13.4	12.2	1.7	1.5	1.4	17.9	8.2	7.2	1,593	1,781	1,983
전체 평균		4.4	6.5	7.2	22.3	13.9	12.7	1.2	1.1	1.0	12.0	11.2	9.0	207,720	232,298	245,843

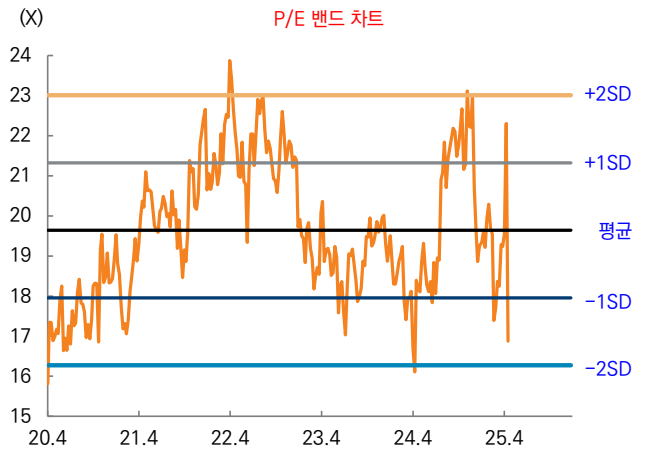
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



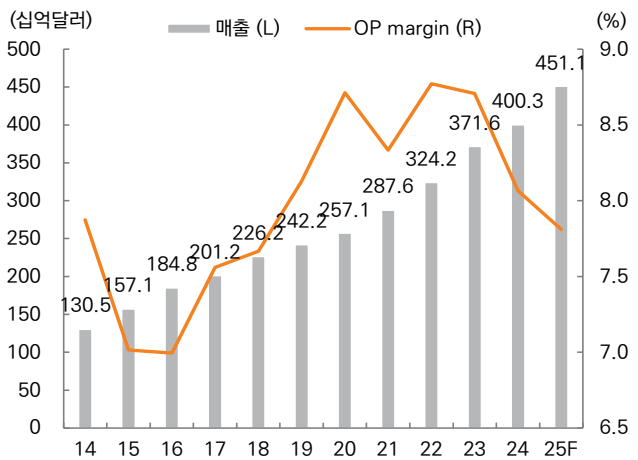
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E와 표준편차



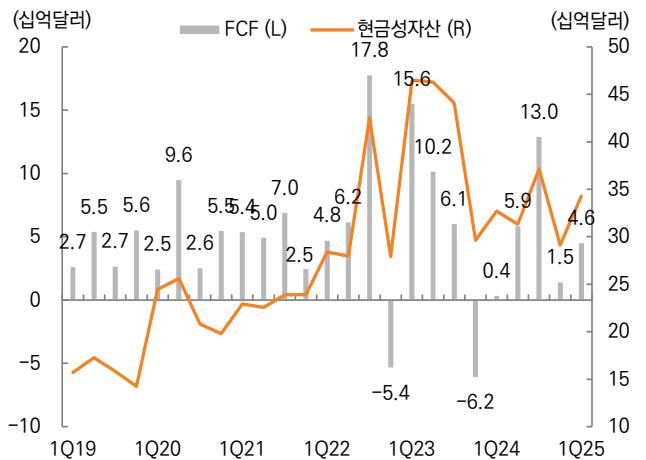
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출 및 영업이익률 추이



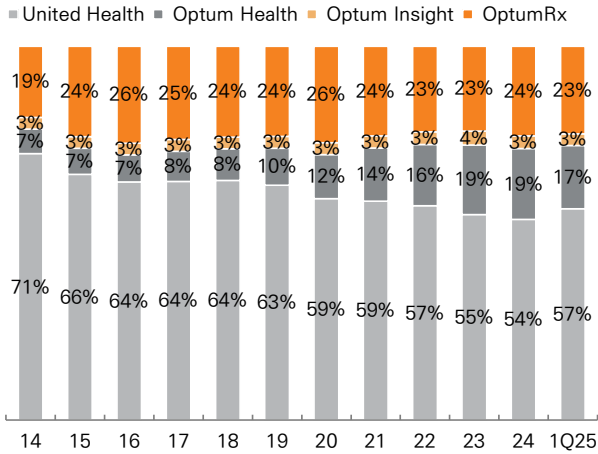
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 현금흐름 추이



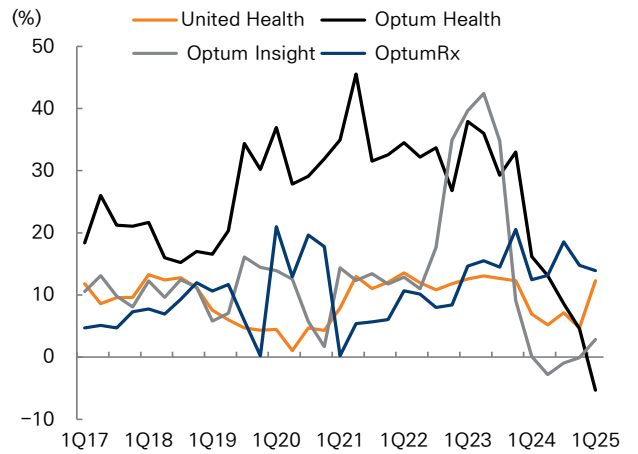
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 매출 비중 추이



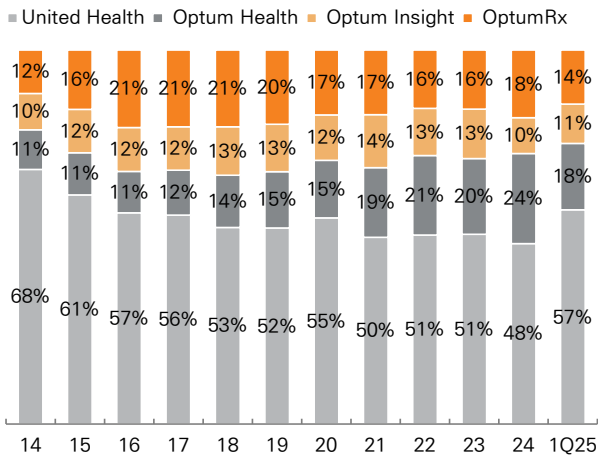
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 매출성장률 추이



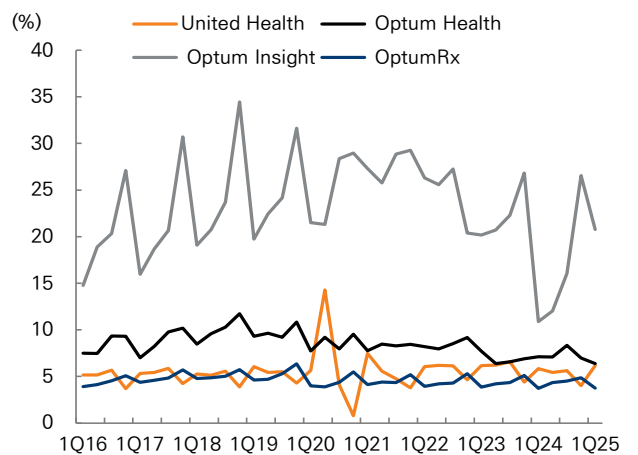
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부문별 영업이익 비중 추이



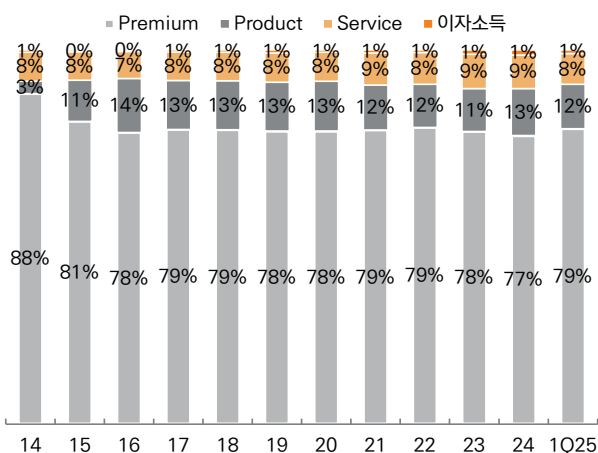
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부문별 영업이익률 추이



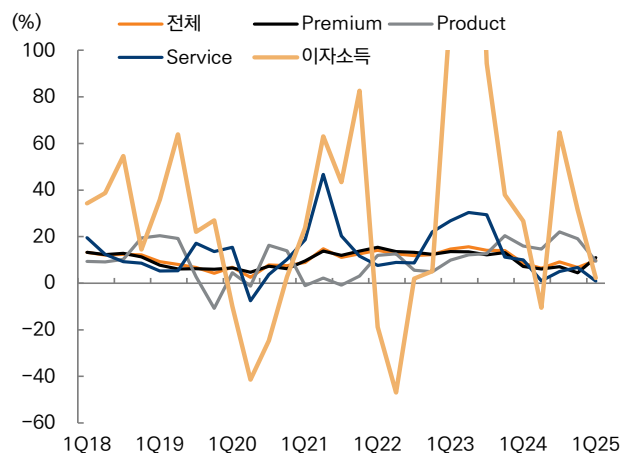
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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): 공보험이 주도하는 성장

매출액 846.2억 달러(12% YoY), 영업이익 52.3억 달러(OPM 6.2%)를 기록했다. 부문별로는 고용주 7% YoY, Medicare(연방정부항 공공보험) 18% YoY, Medicaid(주정부항 공공보험) 13% YoY, 글로벌 -49% YoY(브라질 사업 매각)의 실적을 달성했다. 손해율은 84.8%로 전년 동기 대비 0.5%p 증가, 전분기 대비 2.8%p 감소했다.

고객별로 상업보험 부문은 24년 말 대비 약 27만명의 고객을 추가하며, 3,000만 명을 기록했다. 공공보험 부문에서 Medicare Advantage 고객은 24년 말 대비 40만 명(올해 목표 80만 명 추가 환자 유치)이 증가한 825만 명을 기록하였다. 공공보험 부문의 Medicaid는 24년 말 대비 14만 명이 증가한 757만 명을 기록하였다.

Q) 메디케어 어드밴티지(MA) 비용 추세에 대한 자세한 코멘트?

A) 우리는 2025년에는 2024년에 관찰한 것과 동일한 수준의 진료 수준과 소비단위(Unit Consumed)를 예상했다. 그러나 1Q25 소비단위 수준이 전체적으로 2배가 증가했다. 이는 현재 비용증가의 1/3에 해당한다. 의사 진료 및 외래 진료가 가장 증가했고, 입원 진료 증가는 상대적으로 적다. 현재로는 지금 이 추세가 2026년까지 이어질 것으로 가정하고 있다.

Q) 1차 진료 방문 빈도가 증가하는 이유는?

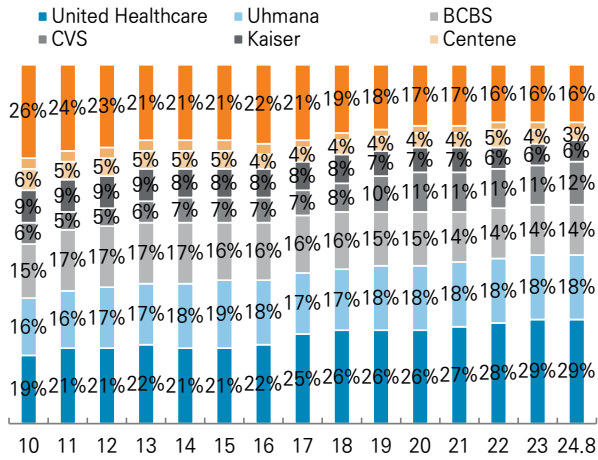
A) 우리는 행위별 수가제를 적용받는 MA 집단에서 의사 외래 진료 활동이 증가하는 것을 확인했다. 우리가 목격한 변화 중 하나는 그들이 일반적으로 가정방문을 포함한 예방 진료를 더 많이 찾고 있다는 점인데, 이는 긍정적인 현상이다. 이것 자체가 추세를 주도하는 것은 아니지만, 전문의 진료, 의사 전문의 진료, 그리고 기타 외래 진료를 포함한 후속 진료가 예상보다 더 많이 이루어지고 있다.

또한, MA 사업 중 그룹 은퇴자 사업에서 이용률이 상당히 증가하고 있다는 것이다. 이들은 전년 대비 보험료 인상률이 가장 높았다. Medicare 자금 삭감과 관련된 압력으로 인해 그룹 은퇴자 사업의 보험료가 전에 없이 급등하고 있고, 보험료가 50달러에서 200달러로 오르는 그룹이 있었다. 이 집단에서 우리가 예상했던 것보다 훨씬 많은 진료와 돌봄 수요가 증가하고 있다. 그리고 예방 관리, 연례 건강 검진, 재택 임상 평가가 증가하고 있으며, 이는 다시 후속 관리를 위한 진료로 이어진다.

Q) 메디케이드에 대한 업데이트?

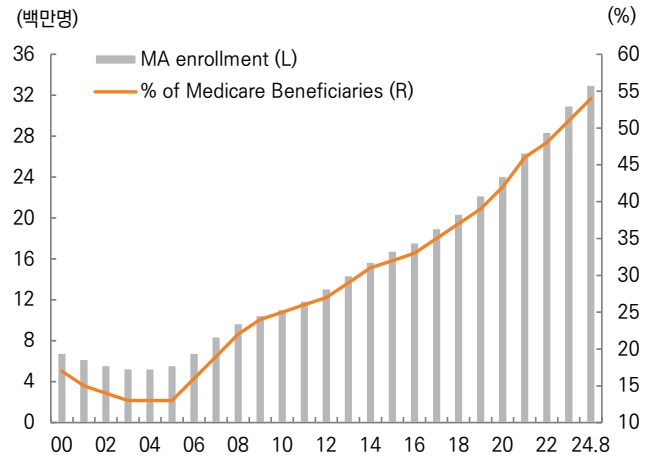
A) 2024년 하반기에 요금 인상이 이뤄졌고, 이러한 진전은 2025년에도 이어졌다. 전반적으로 메디케이드 보장 인구의 급성도와 요금 지원금 간의 격차는 매 주기마다 줄어들고 있다. 우리는 주정부와 협력관계를 통해서 올해동안 이 격차가 계속 줄어들 것으로 예상한다.

그림 11. Medicare Advantage 점유율



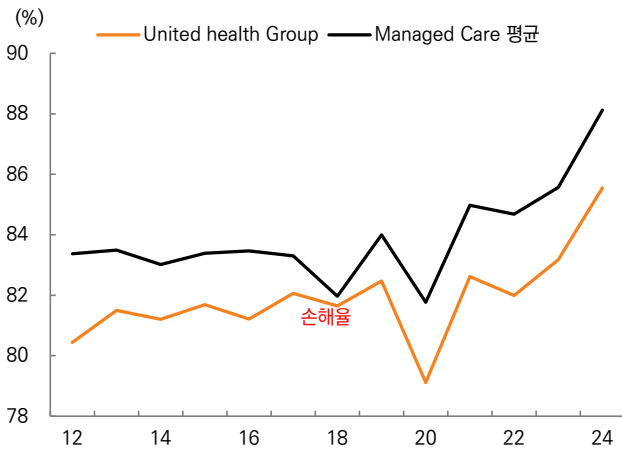
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Medicare Advantage 가입률 추이



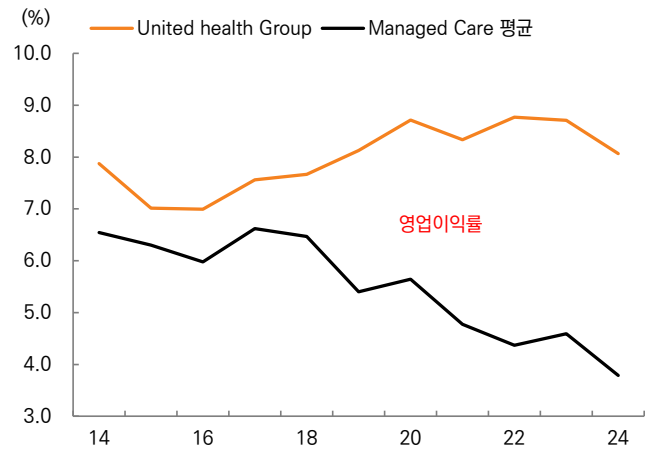
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

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



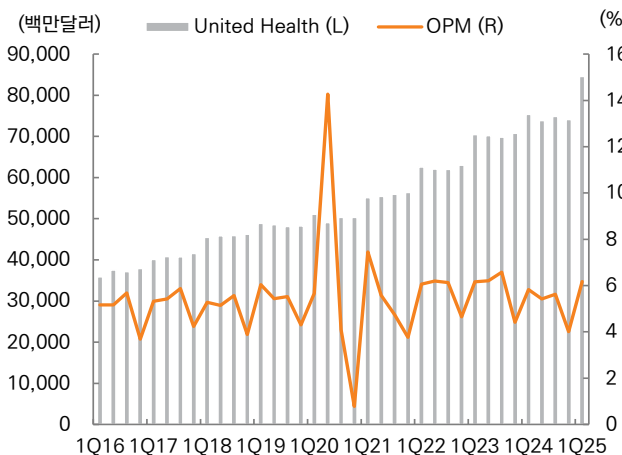
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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



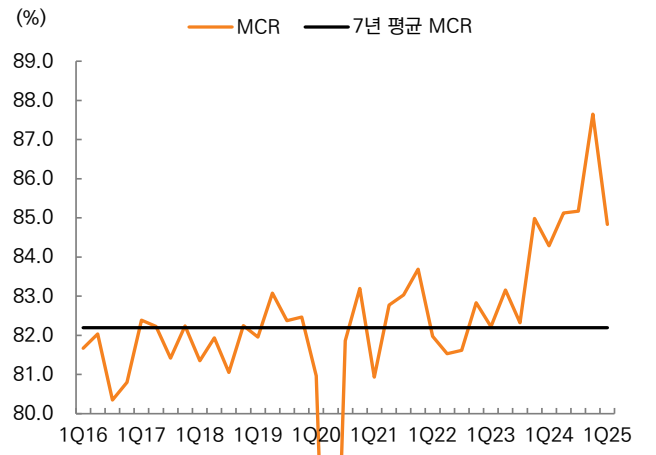
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. United Health 부문 매출 및 영업이익률 추이



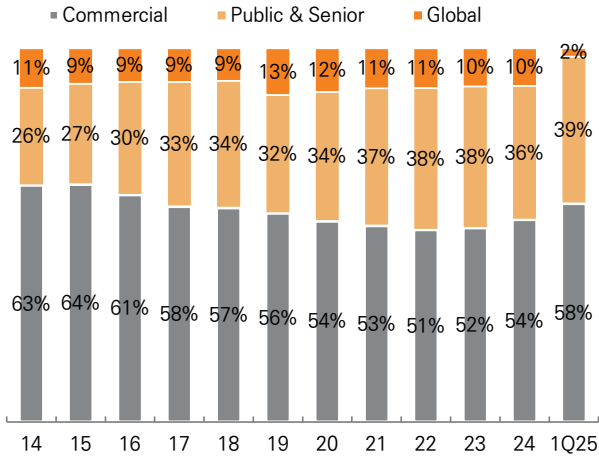
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 분기별 손해율 추이



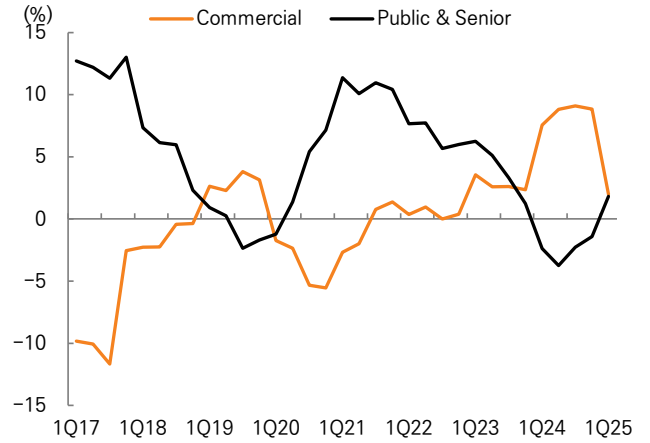
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. United Health의 고객별 매출 비중 추이



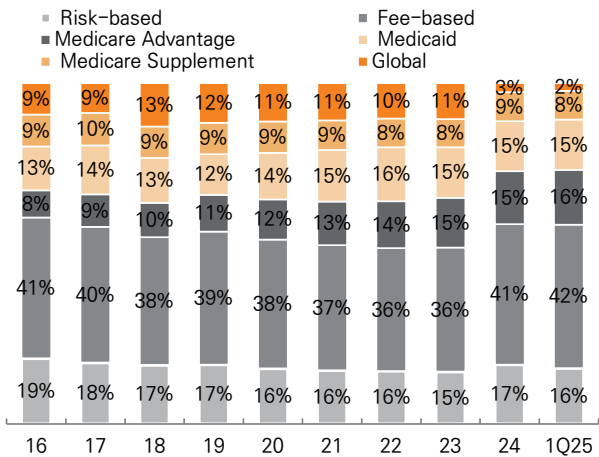
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. United Health의 고객별 매출성장률 추이



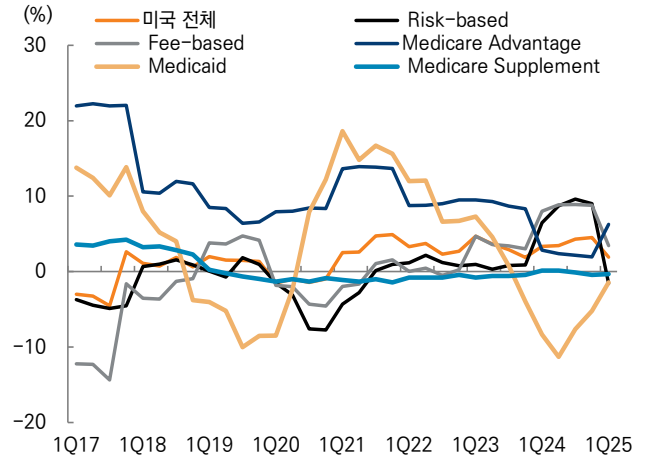
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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 638.9억 달러(5% YoY), 영업이익 38.9억 달러(OPM 6.1%)를 기록했다.

1) Optum Health

매출은 전년 대비 5% 감소한 253.1억 달러, 영업이익은 16.1억 달러(-15% YoY, OPM 6.4%)를 기록했다. 서비스 이용환자는 전년 대비 5% 감소한 9,900만명을 기록했으며, 고객당 매출은 255.6달러로 전년 대비 1% 감소했다. Optum Health는 올해 65만명의 새로운 가치기반 치료 환자를 신규 유치하여 4Q25 540만명의 가치기반 치료환자 기반을 확보하는 것이 목표다.

2) Optum Rx

매출액 351.3억 달러(14% YoY), 영업이익 13.2억 달러(15% YoY, OPM 3.8%)를 기록했다. 처방전은 전년 대비 3% 증가한 4.08억건을 발행하였다. Optum Rx는 다양한 가격할인 정책을 시도하고 있다. 사전 승인의 10% 이상을 차지하는 80개 의약품에 대한 사전승인을 철회하며, 2028년까지 제약사로부터 수령한 리베이트 전액을 고객에게 전달하고 의약품 비용지불 모델을 비용기반 모델(원가에 기반하여 브랜드 약물을 더 돈을 주고, 제네릭을 덜 주는 모델)로 전환할 계획을 공개했다.

3) Optum Insight

매출액은 전년 대비 3% 증가한 46.3억 달러, 영업이익 9.6억 달러(96% YoY, OPM 20.8%)를 기록했다. 수주잔고는 329억 달러(전년과 유사)를 확보하였다.

Q) 현 행정부의 의료예산 감축에 대한 생각은?

A) 모든 의료 시장, 특히 미국의 특징 중 하나는 혁신이 부족하지는 않지만, 새로운 기기, 신약, 새로운 치료 모델 등 포인트 솔루션에 치중하는 경향이 있다는 것이다. 이러한 혁신은 매우 고립된 방식으로 나타나는 경향이 있다. 미국에서는 혁신에 많은 돈을 투자하지만, 그 성과를 제대로 보지 못하고 있다. 그 이유는 혁신이 제대로 통합되지 않았기 때문이라고 생각한다.

인센티브를 조정하지 않고, 업무 흐름을 제대로 고려하지 않았기 때문이다. 우리는 어떻게 하면 환자가 최대한 건강한 상태를 오래 유지할 수 있을까를 고민하고 이것이 우리의 가치기반 의료의 핵심이라고 생각한다. 그동안 정부는 메디케어 어드밴티지에 자금을 지원하고 참여자에게 인센티브를 제공하는 시스템을 구축해왔다. 안타깝게도 V28을 통해 가장 많은 혁신이 일어나고 있는 부분은 가격 인하에 집중되어 있어 안타깝다. 우리가 아는 것은 메디케어 어드밴티지가 기존 메디케어보다 비용이 저렴하다는 것이다.

Q) Optum Health 실적 부진의 원인은?

A) V28에서 파생된 효과로 본다. 전국적으로 V28에 의한 메디케어 예산감축으로 인해 여러 지역에서 건강보험 서비스가 중단되었다. 이러한 서비스를 가입했던 고객들은 새로운 건강보험 서비스를 찾아야했고, 이들 중 상당수가 Optum Health의 고객이 되었다. 이러한 고객들은 6~8개월간 건강관리에 대한 참여를 하지 못했고, 이는 메디케어로부터 받는 환급금이 줄어드는 효과로 이어졌다. 이것이 현재 Optum Health에서 많은 문제를 야기하는 가장 큰 원인이다.

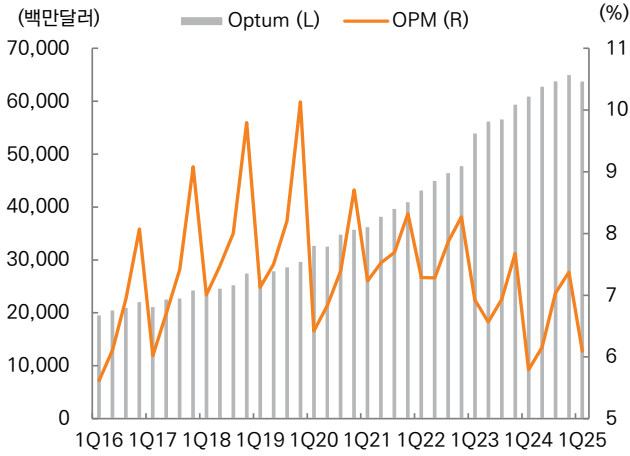
이들에게 책정된 보험환급금은 이들의 건강상태를 제대로 반영하지 못했을 가능성이 높다. 또한 V28의 영향을 더 많이 받는 급성질환 환자에 대한 영향을 우리가 과소평가했다. 하지만 우리는 이는 시장이 가격하락을 받아들이는 과정에서 발생하는 일시적인 사건으로 2025년 동안 해결될 수 있는 일이라고 생각한다. 우리는 모든 시장에서 선두주자다. 시장 선도적 입지를 굳건히 하고 있기 때문에, 어쩌면 훨씬 더 큰 부담을 감당하고 있을 것이다. 내년에는 V28 모델에서 가격이 더 인하될 것이 분명하다. 2026년에는 2025년의 데이터를 기반으로 V28로 인한 효과를 더 잘 예측하고 관리할 것이다. 또한, 2026년에는 가격책정 시 이런 요소들을 충분히 반영할 예정이며, V28에 더 효과적으로 대응하기 위해 EMR 통합을 더욱 가속화할 계획이다.

Q) 가치 기반 의료에 대한 코멘트?

A) 결국 핵심은 지난 몇 년간 행정부가 시행해온 극적인 가격 인하정책에 어떻게 적응할 것이냐 하는 것이다. 대략 업계 전체에 약 9%의 가격인하가 이루어졌다고 한다. 우리가 V28의 2년차에서 관찰하는 것은 첫번째 보험료가 상승했고, 이로 인해 소비자들의 행동이 변화했다. 높아진 보험료를 보상받기 위해 병원을 더 많이 방문하는 것이다. 두번째는 전국적으로 메디케어 예산감축으로 인해 여러 지역에서 건강보험 서비스가 중단되었다. 이러한 서비스를 가입했던 고객들은 새로운 건강보험 서비스를 찾아야했고, 이들 중 상당수가 Optum Health의 고객이 되었다. 이러한 고객들은 6~8개월간 건강관리에 대한 참여를 하지 못했고, 이는 메디케어로부터 받는 환급금이 줄어드는 효과로 이어졌다. 이것이 현재 Optum Health에서 많은 문제를 야기하는 가장 큰 원인이다.

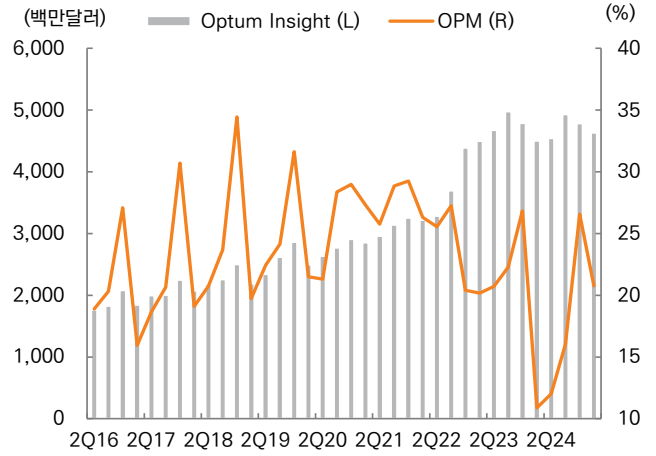
이러한 현상은 가치 기반 의료의 가치를 제대로 보여주지 못한다. 가치 기반 의료는 사람들이 더 오래 건강하게 지내고 급성 치료 기간을 단축할 수 있도록, 질병을 미리 예방하고, 늦은 진단으로 인한 높은 비용 부담을 피하고, 건강한 생활 습관과 조기 참여를 장려하며, 문제가 발생하기 전에 미리 예방하도록 하는 완전히 다른 접근 방식을 제시한다. 특히 Optum Health는 가정간호, 정신건강을 포괄한 통합 서비스로 퇴원 후 병원 방문, 급성질환 관리 프로그램 등을 시작할 수 있게 한다. 차별화된 가치 기반 의료 모델은 Optum Health가 업계 평균을 뛰어넘는 성장과 높은 고객 유지율을 기록할 수 있었던 원동력이다. 우리는 가치기반 의료 서비스를 받는 여러 고객군의 지표가 다른 고객들보다 성과가 좋다는 여러 데이터를 확보하고 있다. 즉, 현재의 문제들의 우리의 가치 기반 의료 전략의 신뢰도를 하락시키는 근거가 될 수는 없다고 생각한다.

그림 21. Optum 매출 및 영업이익률 추이



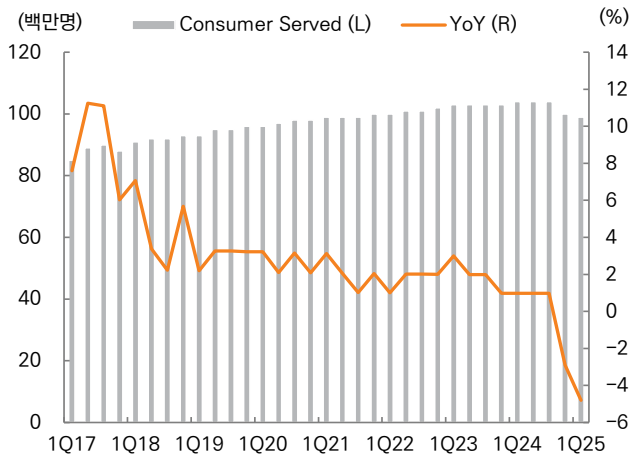
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Optum Insight의 매출 및 영업이익률 추이



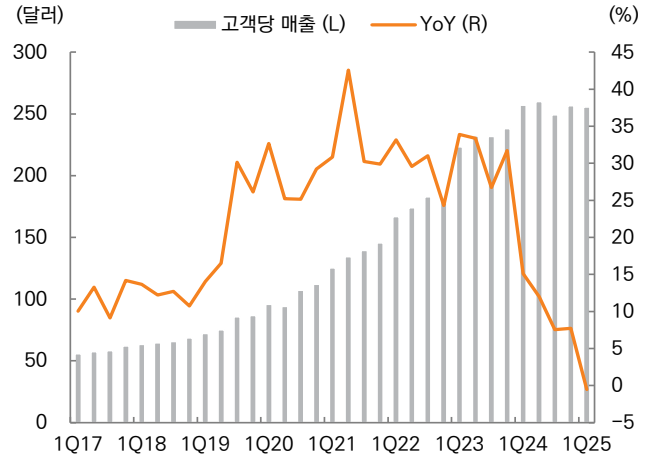
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. Optum Health: Optum 고객 추이



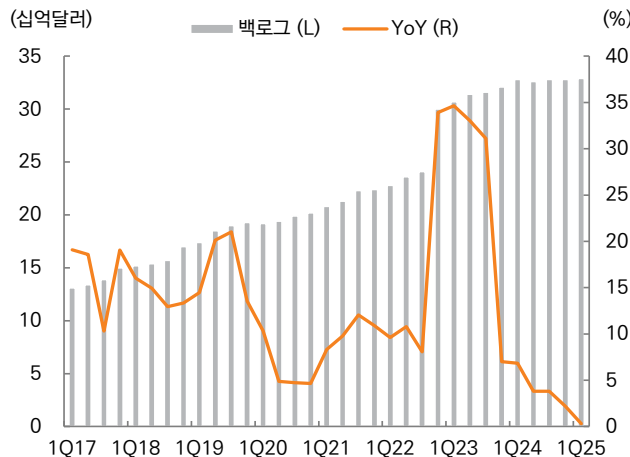
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Optum Health: Optum 고객당 매출 추이



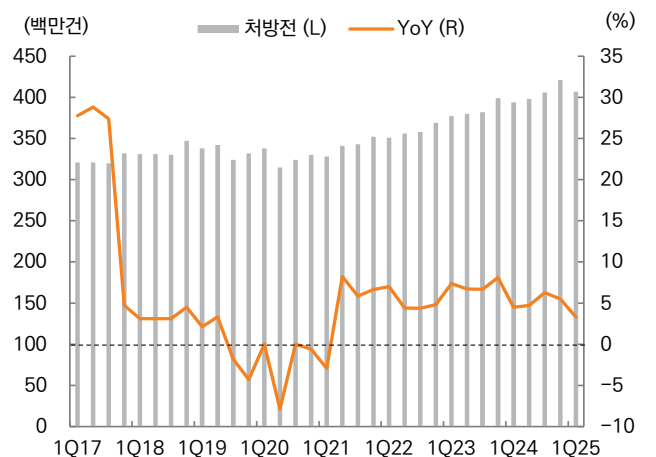
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. Optum Insight: 백로그 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

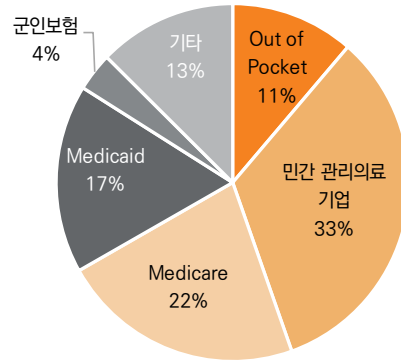
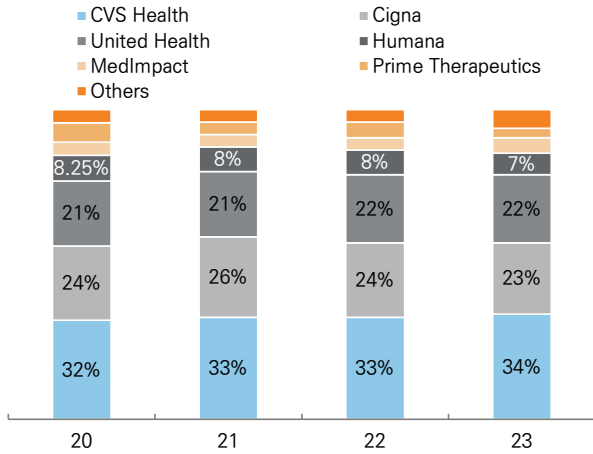
그림 26. Optum Rx: 처방전 추이



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 공격효과 제외)
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.