

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 346
현재주가(25/7/30)	USD 266.04
상승여력	30.2%

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	-14.7	-51.2	-53.8
상대주가	-16.8	-53.5	-60.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA

choonghyun.kim@miraeeasset.com

박선영

seunyoung.park@miraeeasset.com

UNH US · 글로벌 의료기기 · 미국

유나이티드 헬스 그룹

가이던스 하향에도 불확실성은 여전

2Q25 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정순이익 시장기대치 크게 하회

2Q25 매출액은 1,116억 달러(13% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 51.5억 달러 (-35% YoY, OPM 4.6%)를 달성하였다. 조정순이익은 12억 달러의 매출채권 상각 등 일회성 비용 12억 달러가 반영된 37.1억 달러로 시장기대치를 크게 하회하였다. United Healthcare(건강보험) 부문은 매출액 861억 달러(17% YoY), 영업이익 20.8억 달러(OPM 2.4%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 672억 달러(7% YoY), 영업이익 30.8억 달러(OPM 4.6%)를 기록했다.

2025년 가이던스로 전체 매출은 4,480억 달러(이전 4,500억~4,550억 달러), 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 이용증가와 Optum Health의 객단가가 낮은 메디케어 어드밴티지 고객 유입으로 손해율은 89.25%(이전 87~88%), EPS는 16달러(이전 26~26.5달러)로 하향 조정했다.

12개월 선행 P/E 15배로 지난 5년간 주가의 -2 표준편차 수준까지 하락

건강보험 사업인 United Healthcare와 병원사업인 Optum Health의 부진이 뼈아프다. 의료이용 및 서비스 강도 증가에 따라 손해율은 2Q25 무려 89.4%에 달했고, 하반기에는 91.5%까지 치솟을 것으로 예상된다. Optum Health 매출의 65%에 달하는 가치기반의료 서비스 영업이익률도 1%대로 하락했다.

모두 당초 예상을 상회하는 의료서비스 이용에서 비롯되는 문제라 당장 개선하기 어렵다. 동사의 가장 큰 성장동력이었던 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 증가는 당초 예상치인 5%를 훌쩍 뛰어넘는 7.5%에 달하고 있다. 동사는 2025년 의료비용 전망치를 연초 대비 65억 달러 상향했고, EPS 가이던스도 대폭 하향했다.

가격 정책이 곧바로 실적에 반영되기 어려운 의료산업 특성상 하반기에 급격한 실적 개선을 기대하는 것은 구조적으로 어렵다. 또한, 실적개선을 위해 보험료나 의료 서비스 요금이 인상될 경우 이로 인한 가입자 이탈 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 하반기는 현재 가이던스를 지킬 수 있느냐가 추가 주가하락의 핵심이다. 현재 동사의 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 14.9배로 지난 5년간 주가의 -2 표준편차(12.5배)에 근접할만큼 하락했다. 그러나 의료서비스 이용은 상반기보다 하반기가 더 큰 만큼 아직 불확실성은 남아있다.

결산기 (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

2Q25 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정순이익 시장기대치 크게 하회

2Q25 매출액은 1,116억 달러(13% YoY, 시장기대치 부합), 영업이익 51.5억 달러(-35% YoY, OPM 4.6%)를 달성하였다. 조정순이익은 12억 달러의 매출채권 상각 등 일회성 비용 12억 달러가 반영된 37.1억 달러로 시장기대치를 크게 하회하였다.

United Healthcare(건강보험) 부문은 매출액 861억 달러(17% YoY), 영업이익 20.8억 달러(OPM 2.4%)를 기록했고, Optum(의료 서비스) 부문은 매출액 672억 달러(7% YoY), 영업이익 30.8억 달러(OPM 4.6%)를 기록했다.

2025년 가이드언스로 전체 매출은 4,480억 달러(이전 4,500억~4,550억 달러), 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 이용증가와 Optum Health의 객단가가 낮은 메디케어 어드밴티지 고객 유입으로 손해율은 89.25%(이전 87~88%), EPS는 16달러(이전 26~26.5달러)로 하향 조정했다.

Valuation 및 투자전략

동사의 실적부진이 이어지고 있다. 건강보험 사업인 United Healthcare와 병원사업인 Optum Health의 부진이 뼈아프다. 의료이용 및 서비스 강도 증가에 따라 손해율은 2Q25 무려 89.4%에 달했고, 하반기에는 91.5%까지 치솟을 것으로 예상된다. Optum Health 매출의 65%에 달하는 가치기반의료 서비스 영업이익률도 1%대로 하락했다.

모두 당초 예상을 상회하는 의료서비스 이용에서 비롯되는 문제라 당장 개선하기 어렵다. 동사의 가장 큰 성장동력이었던 메디케어 어드밴티지 고객의 의료서비스 증가율은 당초 예상치인 5%를 훌쩍 뛰어넘는 7.5%에 달하고 있다. 동사는 2025년 의료비용 전망치를 연초 대비 65억 달러 상향했다. 이를 반영하여 EPS 가이드언스도 대폭 하향했다.

동사는 2026년 시즌을 대비하여 메디케어 가입자의 의료 서비스 증가율을 10%로 가정하고, 관리가 어려운 상품을 중단하는 등 마진 회복을 위한 전사적 노력을 시행할 계획이다. Optum Health도 요금 인상과 더불어 저마진 사업을 중단할 계획이다.

가격 정책이 곧바로 실적에 반영되기 어려운 의료산업 특성상 하반기에 급격한 실적개선을 기대하는 것은 구조적으로 어렵다. 또한, 실적개선을 위해 보험료나 의료 서비스 요금이 인상될 경우 이로 인한 가입자 이탈 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 하반기는 현재 가이드언스를 지킬 수 있느냐가 추가 주가하락의 핵심이다. 현재 동사의 밸류에이션은 12개월 FWD P/E 기준 14.9배로 지난 5년간 주가의 -2 표준편차(12.5배)에 근접할만큼 하락했다. 그러나 의료서비스 이용은 상반기보다 하반기가 더 큰 만큼 아직 불확실성은 남아있다.

동사가 집중하고 있는 가치기반 의료서비스의 경우 오래 이용하는 고객일 경우 마진 기여도가 높아지는 것과 가치기반 의료서비스를 제공하기 위한 종합적인 인프라를 갖춘 기업이 매우 드물다는 것 부분은 여전히 동사의 강점이다.

Q) 2026년에 대한 생각?

A) 우리 기업 내에 의미 있는 비용 절감 기회가 있다고 생각한다. 투자가 부족했던 영역도 있다는 점을 균형 있게 고려해야 한다고 생각한다. Optum Insight의 영역도 그 중 하나다. Optum Insight는 더 많은 관심을 기울여야 하고, 안정적이고 깊이 있는 리더십을 확보해야 하며, 주로 포인트-투-포인트 솔루션 포트폴리오인 제품 제공을 업데이트하는 데 투자해야 한다. 예를 들어 핀테크 관련 의제는 매력적일 수 있지만 투자가 부족했다. 2027년, 2028년에 그러한 것들이 확실히 가속화될 것이라고 생각한다.

Optum Insight와 Optum Financial은 AI 분야에서 큰 기회를 가진 분야라고 생각한다. 보험사와 의료 서비스 제공자는 자신들의 문제와 직면한 역풍을 해결하는 데 도움이 될 기술 중심적인 솔루션을 찾고 있다. Optum Insight와 Optum Financial을 결합함으로써 시장에 훨씬 더 많은 재정적 유연성을 제공할 통합 솔루션을 만들 수 있게 되었다. 우리는 AI 기반 제품 포트폴리오를 개발하고 출시할 예정이다. 올해는 이미 AI 기반 RCM 솔루션을 출시했다. 올해 말에는 AI 기반 실시간 혜택 조정 솔루션을 출시할 예정이다. 앞으로 몇 분기와 몇 년 안에 더 많은 제품을 출시할 예정이며, 이는 사업의 미래에 대해 매우 낙관적인 전망을 갖게 한다.

Q) 메디케이드 목표 마진과 2026년 예상 마진?

A) 2025년에는 핵심 사업인 (Community and State) 메디케이드 사업이 손익분기점에 도달할 것으로 예상된다. 2025년 메디케이드 수익 전망은 의료 서비스 이용률이 재결정 최종 단계에서 예상했던 것보다 훨씬 높아 지속적인 높은 의료 추세로 인해 소폭 하락했다. 또한 청구 데이터에서 확인된 바와 같이 진료당 서비스 강도가 증가했다. 핵심 메디케이드 평가 주기 프로세스에서 12개월에서 18개월의 시차가 발생하여 비용 편익 비율이 다소 저하될 것으로 예상된다.

메디케이드 사업 자체에서 우리가 달성하고자 하는 마진은 주 정부 마진과 비슷한 수준인 약 2%다. 과거에는 커뮤니티 및 주 정부 부문에서 3%에서 5% 사이의 마진을 고려했었다. 물가상승률 감축법의 영향으로 메디케어 어드밴티지 부문의 마진이 3%에서 5%, 2%에서 4%로 조정되었다는 점을 고려하면, 커뮤니티 및 주 정부의 성장 목표에도 반영될 것으로 예상된다.

표 1. 2Q25 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q24	1Q25	2Q25		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	98,855	109,575	111,616	111,528	12.9%	1.9%
영업이익	7,875	9,119	5,150	6,263	-34.6%	-43.5%
영업이익률 (%)	8.0%	8.3%	4.6%	5.6%	-3.4%	-3.7%
조정 순이익	6,310	6,610	3,713	4,127	-41.2%	-43.8%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	99,796	98,855	100,820	100,807	109,575	111,616	112,918	113,912	400,278	448,021	475,799
United Health	75,357	73,866	74,853	74,132	84,617	86,103	84,463	85,206	298,208	340,389	359,347
Employer & Individual	17,839	18,646	18,985	19,019	19,066	18,950	20,325	20,504	74,489	78,845	84,878
Medicare & Retirement	35,486	34,904	34,904	34,188	41,705	42,623	40,989	41,350	139,482	166,667	174,158
Community & State	20,500	19,725	20,195	20,150	23,064	23,711	23,148	23,352	80,570	93,275	98,298
Global	1,532	591	769	775	782	819	0	0	3,667	1,601	0
Optum	61,052	62,879	63,925	65,101	63,885	67,225	68,163	69,943	252,957	269,216	288,707
Optum Health	26,731	27,050	25,917	25,660	25,309	25,205	25,399	25,403	105,358	101,316	107,132
Optum Insight	4,502	4,543	4,931	4,781	4,630	4,828	5,136	5,188	18,757	19,783	21,378
OptumRx	30,835	32,415	34,207	35,774	35,132	38,459	37,628	39,351	133,231	150,570	160,197
(Consolidation)	(36,613)	(37,890)	(37,958)	(38,426)	(38,927)	(41,712)	(39,707)	(41,237)	(150,887)	(161,584)	(172,255)
영업이익	7,931	7,875	8,708	7,773	9,119	5,150	5,283	5,147	32,287	24,699	29,777
United Health	4,395	4,004	4,212	2,973	5,226	2,075	2,458	2,982	15,584	12,741	12,252
Optum	3,536	3,871	4,496	4,800	3,893	3,075	2,825	2,165	16,703	11,958	17,525
Optum Health	1,899	1,919	2,161	1,791	1,614	636	768	889	7,770	3,907	4,741
Optum Insight	490	546	791	1,270	961	998	1,079	1,090	3,097	4,127	4,541
OptumRx	1,147	1,406	1,544	1,739	1,318	1,441	979	186	5,836	3,924	8,243
순이익	6,371	6,310	6,650	6,313	6,610	3,713	2,270	2,095	25,644	14,687	17,606
매출 성장률 (%)	8.6	6.4	9.2	6.8	9.8	12.9	12.0	13.0	7.7	11.9	6.2
United Health	6.9	5.2	7.2	4.7	12.3	16.6	12.8	14.9	6.0	14.1	5.6
Employer & Individual	7.8	11.3	12.6	11.7	6.9	1.6	7.1	7.8	10.9	5.8	7.7
Medicare & Retirement	7.5	7.6	9.0	5.5	17.5	22.1	17.4	20.9	7.4	19.5	4.5
Community & State	9.3	5.4	8.8	6.2	12.5	20.2	14.6	15.9	7.4	15.8	5.4
Global	-29.2	-74.6	-68.2	-67.7	-49.0	38.6	0.0	0.0	-60.6	-56.3	-100.0
Optum	12.9	11.6	12.7	9.4	4.6	6.9	6.6	7.4	11.6	6.4	7.2
Optum Health	16.2	13.1	8.6	4.6	-5.3	-6.8	-2.0	-1.0	10.5	-3.8	5.7
Optum Insight	0.1	-2.8	-0.9	-0.1	2.8	6.3	4.2	8.5	-0.9	5.5	8.1
OptumRx	12.5	13.2	18.5	14.8	13.9	18.6	10.0	10.0	14.8	13.0	6.4
영업이익률 (%)	7.9	8.0	8.6	7.7	8.3	4.6	4.7	4.5	8.1	5.5	6.3
United Health	5.8	5.4	5.6	4.0	6.2	2.4	2.9	3.5	5.2	3.7	3.4
Optum	5.8	6.2	7.0	7.4	6.1	4.6	4.1	3.1	6.6	4.4	6.1
Optum Health	7.1	7.1	8.3	7.0	6.4	2.5	3.0	3.5	7.4	3.9	4.4
Optum Insight	10.9	12.0	16.0	26.6	20.8	20.7	21.0	21.0	16.5	20.9	21.2
OptumRx	3.7	4.3	4.5	4.9	3.8	3.7	2.6	0.5	4.4	2.6	5.1
순이익률 (%)	6.4	6.4	6.6	6.3	6.0	3.3	2.0	1.8	6.4	3.3	3.7
손해율 (%)	84.3	85.1	85.2	87.6	84.8	89.4	90.7	90.9	85.5	89.0	88.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 고객 및 영업관련 데이터

(백만달러, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2022	2023	2024
유나이티드 헬스 그룹											
보험 고객 (천명)	52,780	52,750	51,475	50,415	50,665	50,675	51,285	51,280	51,695	52,750	50,675
Domestic	47,305	47,210	49,180	49,085	49,330	49,345	50,125	50,115	46,335	47,210	49,345
Commercial	27,250	27,315	29,415	29,570	29,730	29,730	30,000	29,970	26,685	27,315	29,730
Risk-based	8,120	8,115	8,545	8,735	8,900	8,845	8,410	8,440	8,045	8,115	8,845
Fee-based	19,130	19,200	20,870	20,835	20,830	20,885	21,590	21,530	18,640	19,200	20,885
Public & Senior	20,055	19,895	19,765	19,515	19,600	19,615	20,125	20,145	19,650	19,895	19,615
Medicare Advantage	7,645	7,695	7,760	7,770	7,810	7,845	8,245	8,350	7,105	7,695	7,845
Medicaid	8,065	7,845	7,680	7,410	7,450	7,435	7,570	7,490	8,170	7,845	7,435
Medicare Supplement	4,345	4,355	4,325	4,335	4,340	4,335	4,310	4,305	4,375	4,355	4,335
Global	5,475	5,540	2,295	1,330	1,335	1,330	1,160	1,165	5,360	5,540	1,330
Medicare Part D	3,335	3,315	3,085	3,065	3,055	3,050	2,835	2,800	3,295	3,315	3,050
(YoY, %)	2.8	2.0	-2.7	-4.6	-4.0	-3.9	-0.4	1.7	2.1	2.0	-3.9
Domestic	2.9	1.9	3.3	3.4	4.3	4.5	1.9	2.1	2.7	1.9	4.5
Commercial	2.6	2.4	7.6	8.8	9.1	8.8	2.0	1.4	0.4	2.4	8.8
Risk-based	0.8	0.9	6.5	8.7	9.6	9.0	-1.6	-3.4	0.8	0.9	9.0
Fee-based	3.4	3.0	8.0	8.9	8.9	8.8	3.4	3.3	0.2	3.0	8.8
Public & Senior	3.3	1.2	-2.4	-3.7	-2.3	-1.4	1.8	3.2	6.0	1.2	-1.4
Medicare Advantage	8.7	8.3	2.8	2.4	2.2	1.9	6.3	7.5	9.5	8.3	1.9
Medicaid	0.7	-4.0	-8.4	-11.3	-7.6	-5.2	-1.4	1.1	6.7	-4.0	-5.2
Medicare Supplement	-0.6	-0.5	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.3	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5
Global	2.1	3.4	-56.7	-75.3	-75.6	-76.0	-49.5	-12.4	-2.7	3.4	-76.0
Medicare Part D	0.8	0.6	-8.7	-8.6	-8.4	-8.0	-8.1	-8.6	-10.9	0.6	-8.0
Optum											
OptumHealth 고객 (백만명)	103.0	103.0	104.0	104.0	104.0	100.0	99.0	98.0	102	103	100
발행된 처방전(백만건)	383.0	400.0	395.0	399.0	407.0	422.0	408.0	414.0	1438	1542	1623
OptumInsight 백로그(십억 달러)	31.6	32.1	32.8	32.6	32.8	32.8	32.9	32.1	30	32.1	32.8
고객 증가율(%)	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-2.9	-4.8	-5.8	2.0	1.0	-2.9
처방전 증감률(%)	6.7	8.1	4.5	4.7	6.3	5.5	3.3	3.8	5.1	7.2	5.3
백로그 증감률(%)	31.1	7.0	6.8	3.8	3.8	2.2	0.3	-1.5	33.9	7.0	2.2

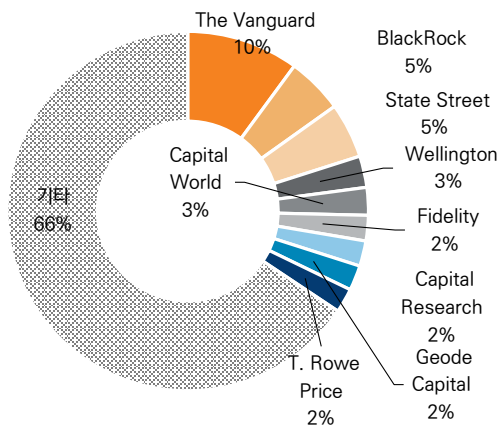
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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	336,301	8.1	5.5	5.8	11.1	14.8	12.5	0.6	0.5	0.5	9.2	10.1	9.2	546,131	624,576	656,942
시그나	110,882	3.8	3.7	3.8	13.4	10.0	9.0	0.3	0.3	0.3	9.2	8.2	7.7	337,167	355,426	371,362
CVS 헬스	109,823	2.3	3.5	3.7	12.5	10.2	8.8	0.2	0.2	0.2	10.8	8.1	7.4	508,653	535,224	553,493
엘러밴스 헬스	92,112	5.1	4.5	5.3	8.9	9.8	9.2	0.4	0.3	0.3	8.4	6.2	6.0	241,510	270,829	285,756
휴마나	43,976	2.2	2.6	2.1	13.7	15.8	19.3	0.3	0.2	0.2	4.8	5.5	6.1	160,671	176,690	183,129
센틴	17,651	1.9	0.3	0.8	6.2	13.8	7.1	0.1	0.1	0.1	8.5	7.5	5.1	222,491	258,668	261,188
Molina Healthcare	12,082	4.2	3.3	3.3	7.5	8.3	7.8	0.2	0.2	0.2	5.8	2.0	1.8	55,462	61,649	65,911
Healthequity	11,906	13.5	25.6	26.8	56.8	26.5	22.7	6.9	6.5	6.0	22.2	17.1	15.0	1,650	1,796	1,955
Progyny	2,807	5.8	15.9	16.5	40.5	14.8	13.2	1.7	1.6	1.5	22.0	8.8	7.7	1,593	1,702	1,896
Clover Health	2,057	-3.3	-3.5	-0.8	-	-	-	1.0	0.8	0.6	-	23.0	14.6	1,871	2,568	3,138
전체 평균		4.4	6.1	6.7	19.0	13.8	12.2	1.2	1.1	1.0	11.2	9.6	8.1	207,720	228,913	238,477

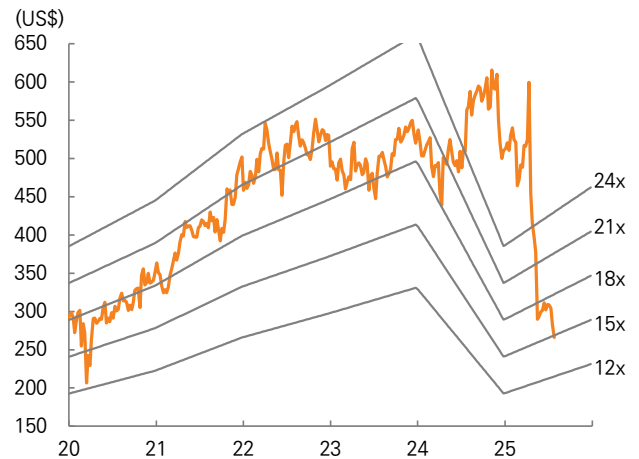
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 지분율



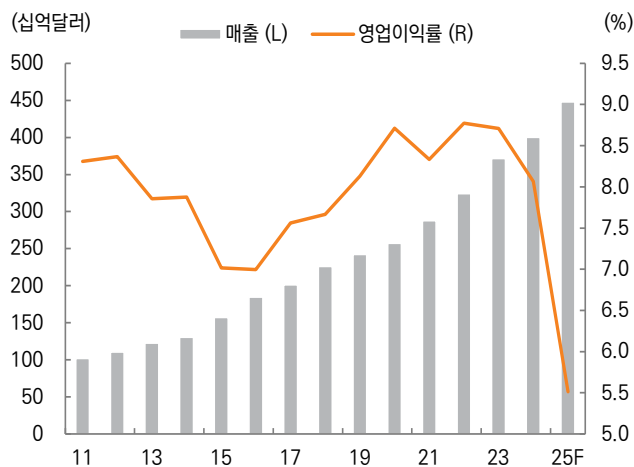
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 12개월 선행 P/E와 표준편차



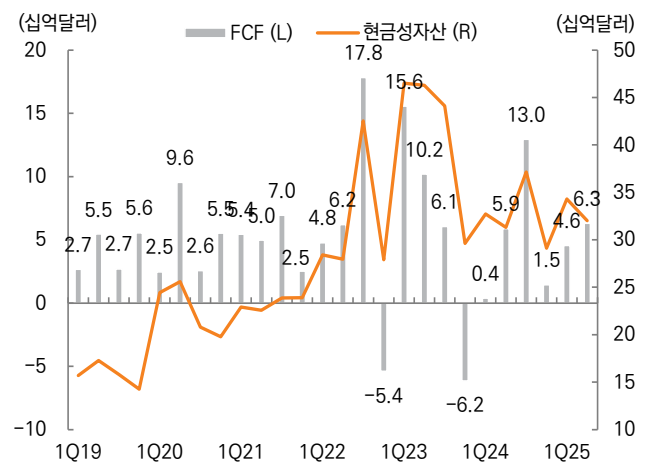
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 매출 및 영업이익률 추이



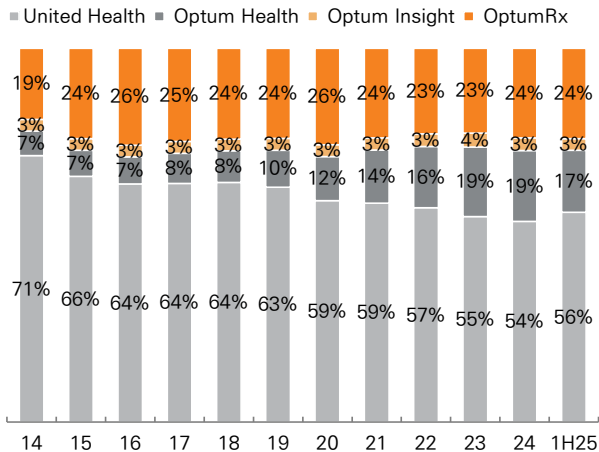
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 현금흐름 추이



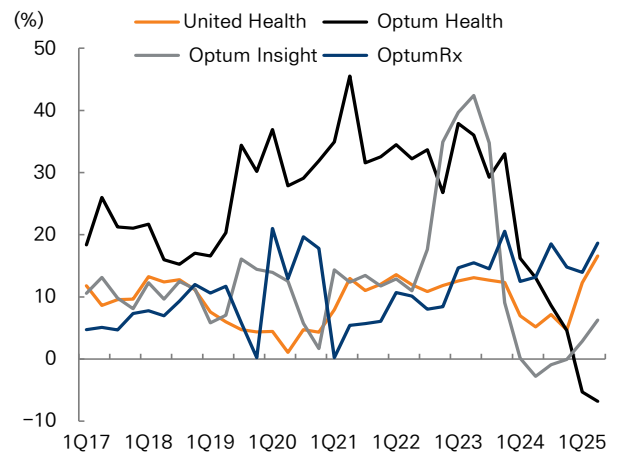
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부문별 매출 비중 추이



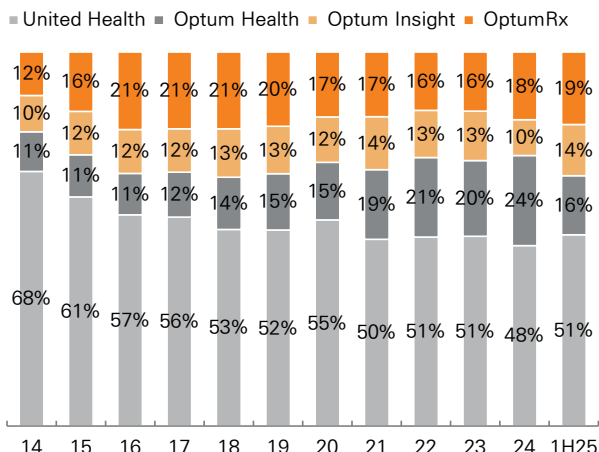
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 사업부문별 매출성장률 추이



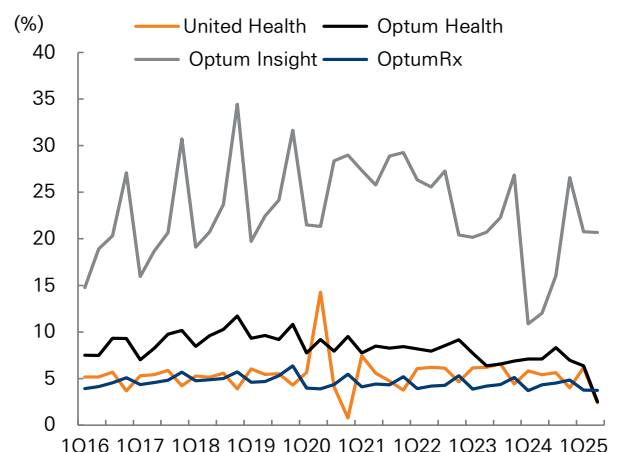
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 사업부문별 영업이익 비중 추이



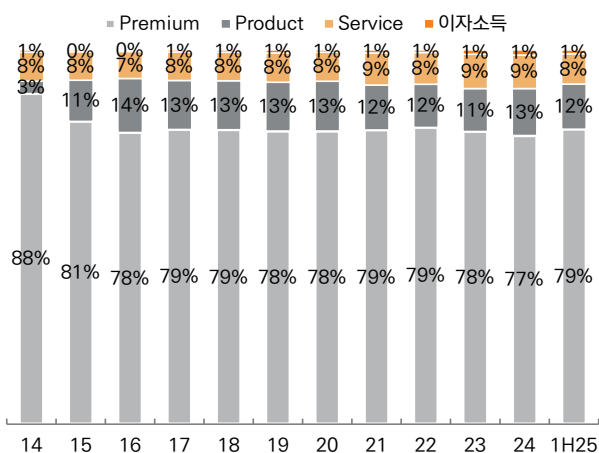
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 사업부문별 영업이익률 추이



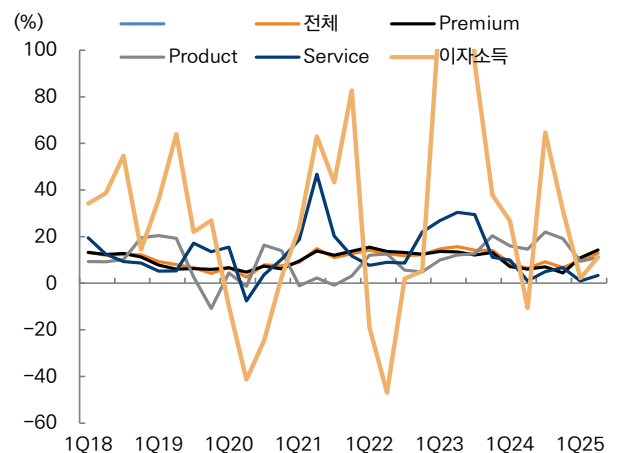
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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): 메디케어 가입자의 의료서비스 이용률 증가

매출액 861억 달러(17% YoY), 영업이익 20.8억 달러(OPM 2.4%)를 기록했다. 부문별로는 고용주 2% YoY, Medicare(연방정부형 공공보험) 22% YoY, Medicaid(주정부형 공공보험) 20% YoY, 글로벌 39% YoY의 실적을 달성했다. 손해율은 89.4%로 전년 동기 대비 4.3%p 증가, 전분기 대비 4.6%p 증가했으며, 지난 10년간 가장 높은 수치다.

고객별로 상업보험 부문은 24년 말 대비 약 24만 명의 고객을 추가하며, 2,997만 명(전분기 대비 3만명 감소)을 기록했다. 공공보험 부문에서 Medicare Advantage 고객은 24년 말 대비 50.5만 명(올해 목표 80만 명 추가 환자 유치)이 증가한 835만 명을 기록하였다. 공공보험 부문의 Medicaid는 24년 말 대비 5.5만 명이 증가한 749만 명(전분기 대비 8만명 감소)을 기록하였다.

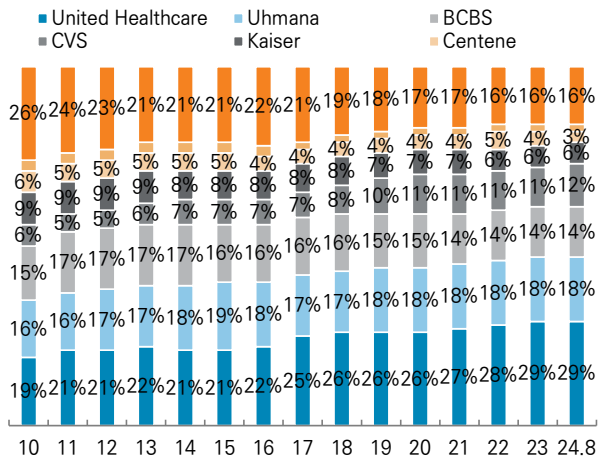
동사는 2025년 의료 비용 전망치를 65억 달러 상향하였다. 36억 달러가 메디케어, 23억 달러는 민간보험, 6억 달러는 메디케이드(행동건강)와 관련되어 있다. 메디케어는 2024년 상반기에 2025년 메디케어 어드밴티지 상품을 준비할 당시, 동사는 의료 서비스 이용 증가 트렌드를 상당히 과소평가하여 보험상품에 리스크를 반영하지 못했다. 당시 의료비 증가율을 5%로 가정했는데, 현재는 7.5% 수준이다.

최근 몇 년간 메디케어 네트워크와 보험 상품 설계가 복잡해지면서 이러한 추세에 효과적으로 대응하기 어려웠던 것으로 보인다. 메디케어 어드밴티지 프로그램은 전체 진료 부담의 70%를 차지하고 있다. 입원 환자 이용률은 상반기에 걸쳐 급증했으며, 올해 전체 부담에서 상대적으로 더 큰 비중을 차지할 것으로 예상된다. 대부분의 진료는 서비스 강도가 높아지고 비용이 증가하고 있는 것으로 보인다.

동사의 2026년 시즌 가격정책 전략은 마진 회복에 집중할 계획이다. 메디케어 사업은 역사적으로 3~5% 영업이익률이 목표다. 그러나 IRA 법안을 고려할 때 목표 마진은 2~4%로 하향하는 것이 합리적으로 보인다. 동사의 2026년 메디케어 사업의 영업이익률 목표는 2~3%다.

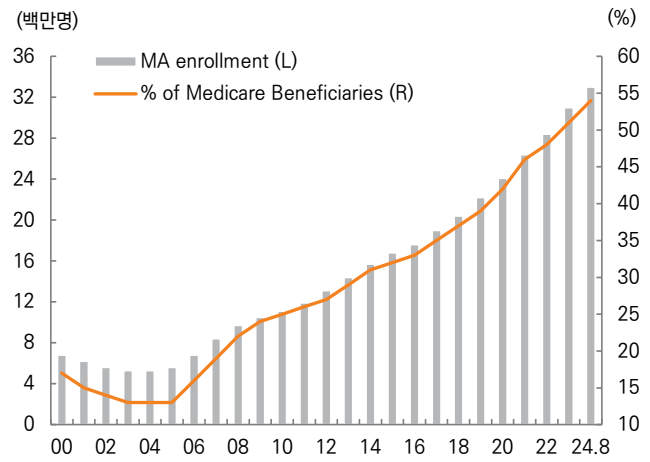
동사의 2026년 메디케어 의료비용 증가율 가정은 현재 7.5%보다 높은 10%다. 또한, PPO와 같이 관리가 어려운 상품은 운영을 종료할 계획이다. 메디케이드는 보장 인구의 건강상태와 이에 따른 수가 업데이트에 시차가 존재함에 따라 지속적으로 어려움을 겪고 있으며, 이러한 상황은 2026년에도 지속될 것으로 예상된다. 민간보험은 갱신이 연중 내내 이루어진다는 점에서 가격 책정을 더욱 유연하게 할 수 있을 것으로 보인다.

그림 11. Medicare Advantage 점유율



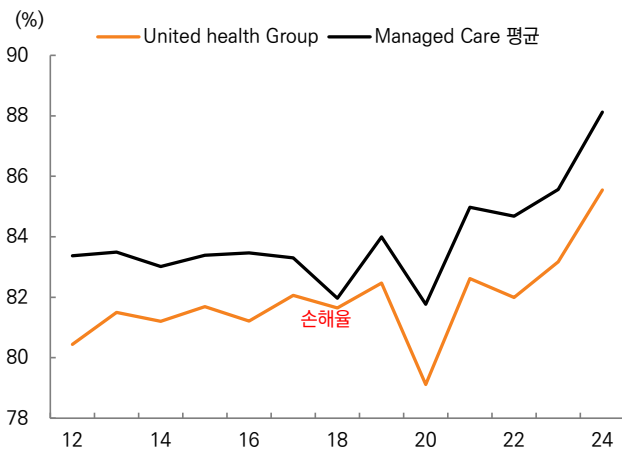
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Medicare Advantage 가입률 추이



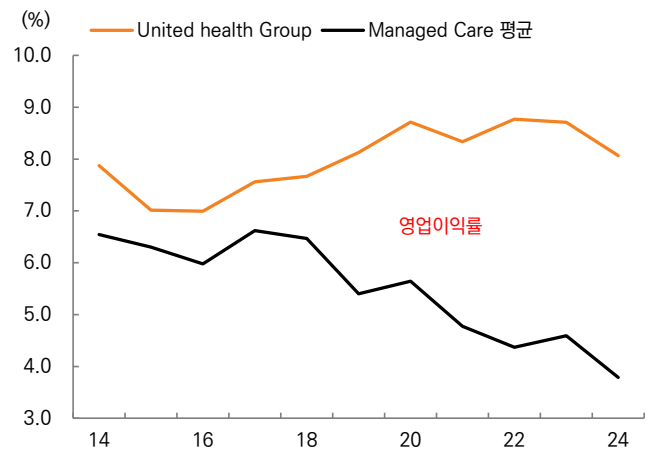
자료: KFF, 미래에셋증권 리서치센터

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



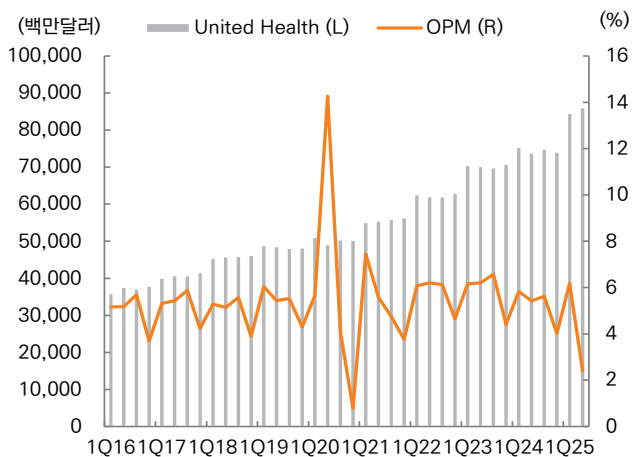
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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



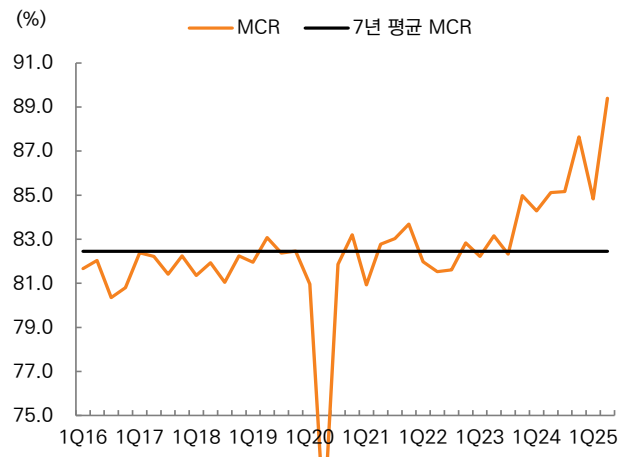
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. United Health 부문 매출 및 영업이익률 추이



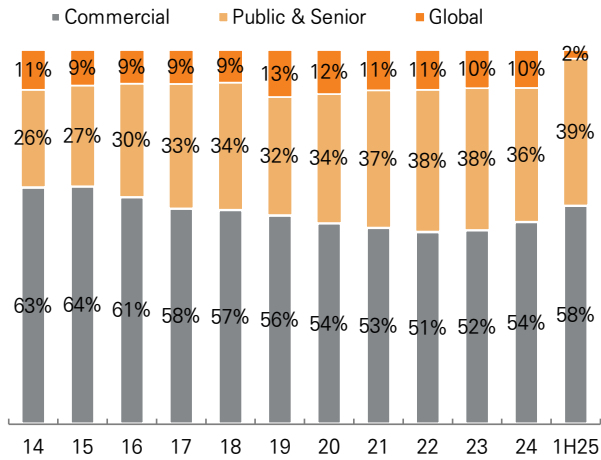
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 분기별 손해율 추이



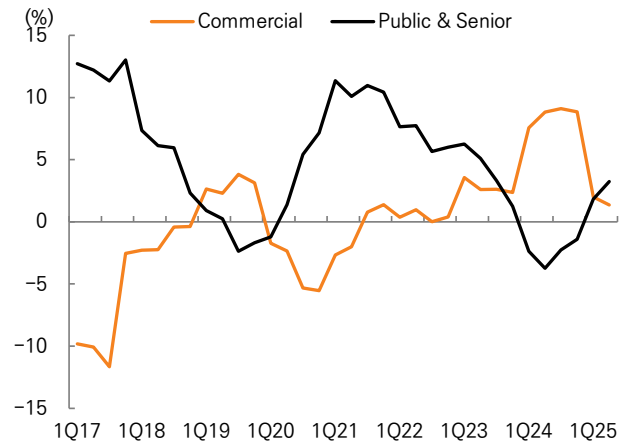
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. United Health의 고객별 매출 비중 추이



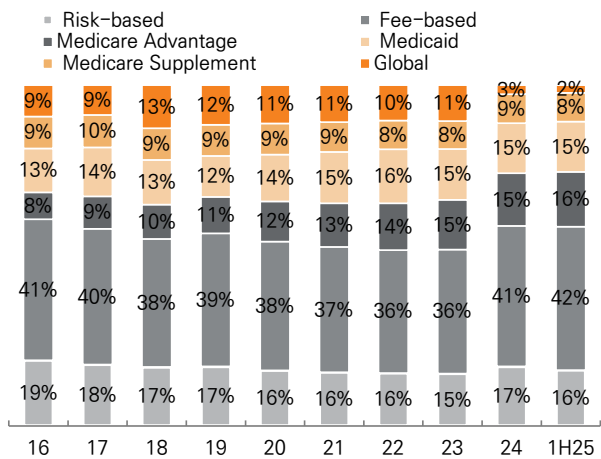
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. United Health의 고객별 매출성장률 추이



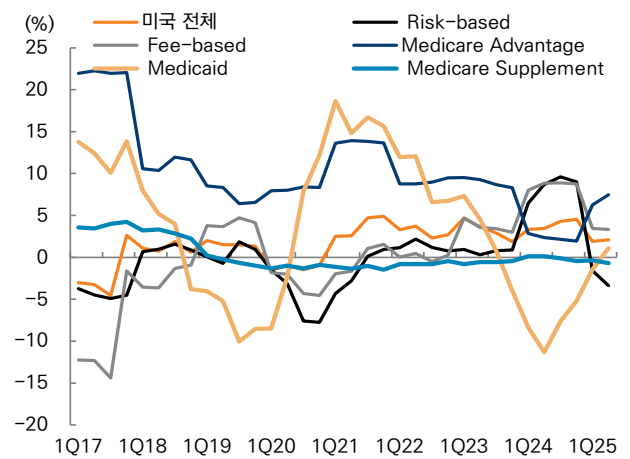
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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 672억 달러(7% YoY), 영업이익 30.8억 달러(OPM 4.6%)를 기록했다.

1) Optum Health

매출은 전년 대비 7% 감소한 252억 달러, 영업이익은 6.4억 달러(-67% YoY, OPM 2.5%)를 기록했다. 서비스 이용환자는 전년 대비 6% 감소한 9,800만명을 기록했으며, 고액당 매출은 257.2달러로 전년 대비 1% 감소했다.

동사는 Optum Health의 2025년 가이드스를 66억 달러 하향했다. 36억 달러(55%)는 가치기반 의료사업, 20억 달러(30%)는 기존에 계획되었던 포트폴리오 사업 중단 결정, 10억 달러(15%)는 서비스 사업 매출 감소(예상 대비 5% 감소), 인수 후 PMI 효과 등이 반영되었다.

동사의 가이드스 하향의 가장 큰 요인은 가치기반 의료서비스다. 동사는 완전 책임 의료체계를 통해 500만 명의 환자에게 가치기반 의료 서비스를 제공하고 있으며, 이는 Optum Health 매출의 65%를 차지하고 있다. 신규 가입자의 위험 상태와 의료서비스 이용증가 추세에 대한 과소평가 (현재 서비스받는 환자의 40%가 2024년 초부터 가입, 신규환자 마진 두 자릿수 적자상태)와 V-28 위험 모델 전환(3년간 110억 달러의 역풍, 이 중 2025년 70억 달러)의 미비한 실행을 반영하였다.

완전 책임형 가치 기반 의료사업의 영업이익률은 2023년 5%, 2024년 3%, 2025년에는 1% 수준으로 하락하였다. 다만, 긍정적인 부분은 현재 가치기반 의료 서비스를 받는 환자의 40%가 2024년 초부터 가입된 환자인데, 가치 기반의료는 환자가 서비스 받는 기간이 길어질수록 마진이 개선되는 경향이 있다는 것이다.

2021년에 가입한 환자의 영업이익률은 8%이며, 2022~2023년에 가입한 환자의 영업이익률은 2%를 기록하고 있다. 2024~2025년에 가입한 환자의 영업이익률은 적자다. 동사는 4개의 시장 선도 기업들과 함께 훨씬 더 집중된 지역 운영 모델을 구축할 예정이다. 2026년 가치기반 의료사업의 마진은 1%와 유사할 것으로 보이며, 2027년 이후 회복할 것으로 예상된다. 가치 기반 의료 사업의 회복까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

따라서 동사는 앞으로 가치기반 의료사업의 마진 회복에 집중할 것으로 보인다. V-28 역풍을 완화하기 위하여 요금 인상을 단행하고, PPO 서비스 환자의 40%인 20만명의 환자에 대한 약정을 중단할 계획이다. 2026년에도 PPO 서비스 대상을 축소해나갈 계획이다. 또한, 집중화된 운영모델, AI와 같은 신기술 도입을 통해 10억 달러의 비용 절감 전략을 추진할 계획이다.

가치기반 의료서비스 사업 외 다른 분야에서도 운영 효율화 전략을 전개할 예정이다. Optum Health 매출의 15%를 차지하는 행위별 수가제 의료 서비스 사업은 대부분 고객의 마진은 두 자릿수 초반이나, 일부 적자인 병원들을 고려할 때 전체 마진은 한 자릿수 중반이다. 이런 영역에서의 실적 개선도 진행해나갈 계획이다. Optum Health 매출의 20%를 차지(영업이익률 10%)하는 행동건강, 재향군인 및 건강금융서비스 등의 기타 서비스 사업도 2026년에는 의미있는 운영개선과 외형성장을 기대된다.

동사는 가치기반 의료서비스 사업 외 다른 영역의 성장을 반영하여 Optum Health의 장기 마진은 6~8%로 상향하였다. 특히 향후 10년간 상당한 성장 기회가 예상되는 가치 기반 의료 사업의 장기 마진은 5%에 이를 것으로 제시했다. Optum Health는 올해 30만 명(이전 65만명)의 새로운 가치기반 치료 환자를 신규 유치하여 4Q25 505만 명의 가치기반 치료환자 기반을 확보하는 것이 목표다.

2) Optum Rx

매출액 385억 달러(19% YoY), 영업이익 14.4억 달러(2% YoY, OPM 3.7%)를 기록했다. 처방전은 전년 대비 4% 증가한 4.14억 건을 발행하였다. 올해 초 설립한 바이오시밀러 유통전문 자회사인 Nuvaila는 설립 초기인 만큼 1.5억 달러의 부정적 영향을 끼쳤다.

3) Optum Insight

매출액은 전년 대비 6% 증가한 48억 달러, 영업이익 10.0억 달러(83% YoY, OPM 20.7%)를 기록했다. 수주잔고는 321억 달러(-2% YoY)를 확보하였다. 동사는 작년 사이버 공격 사건 이후 예상보다 느린 사업 회복세와 일부 성과 부진 프로젝트 종단을 반영하여 2025년 전망치를 10억 달러 하향하였다.

Q) Optum Health의 향후 마진은?

A) 지불자 전체의 가격 책정 측면에서, 유나이티드 헬스케어와 다른 지불자들이 가격을 조정함에 따라, 그 가격이 저희의 인당제 요율에 반영된다. 지불자 파트너들과 혜택 감축에 대해서도 협력하고 있다. 지불자 파트너들의 혜택을 대폭 감축하고, 올해는 훨씬 더 긴밀하고 투명한 양방향 대화를 통해 내년을 준비하는 것이 더 유리할 것으로 생각한다. 이러한 요소들이 V-28의 역풍을 50% 완화할 수 있을 것으로 생각한다. 내년 예산은 40억 달러다. 나머지 50%를 완화할 두 가지 요소가 있다. 하나는 운영 비용 절감이다. AI 및 기타 도구를 활용하여 모델을 지속적으로 개선하여 운영 비용을 절감하고 있다. 다음으로, 환자 집단과의 긴밀한 협력이다. 2026년으로 접어들면서, 말씀하신 대로 마진을 1% 수준으로 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

Q) 가치 기반 의료의 장기 목표 마진 5%에 대한 자세한 설명?

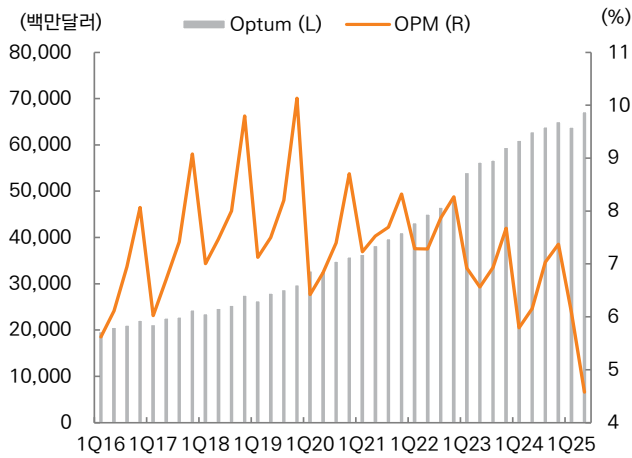
A) 옵тім 헬스의 장기 마진은 6~8%다. 현재 가치 기반 의료는 5% 수준으로 추정하고 있다. 문제는 V-28로 인해 시스템에 발생한 상당한 수익 감소와 그 의미, 그리고 그 영향을 조정하는 것이다. 1~2년차에는, 2025년 현재 기준으로 회원의 약 40%가 마이너스 마진을 기록하고 있다. 3~4년차 코호트는 2%의 마진을 기록하고, 5년차 이후에는 8% 이상의 마진을 기록하고 있다. 서비스 사업은 마진이 10% 정도다. 앞으로도 계속 성장해 나갈 것이다. 특히, 서비스 제공 수수료 부문에서 성장과 마진 개선의 기회가 있다. 가정 건강 관리는 두 자릿수 초반의 수익을 내고, 수술 센터는 20% 정도의 수익을 내고 있다. 옵тім 헬스의 마진 목표 변경의 대부분은 가치기반의료 관점에 따른 것이다. 실제로 우리는 이러한 의료기관들이 우리가 원하는 수준에 도달하는 데 걸리는 시간을 좀 더 신중하게 고려하고 있다. 여전히 대부분 행위별 수가제를 시행하는 의료기관들을 전환하고, 그들이 완전히 책임지는 의료기관으로 거듭날 수 있도록 하는 것이 중요한 요소다. 그리고 현재 500만 명의 환자를 진료하고 있다는 점을 고려하면, 실제 시장 규모는 훨씬 더 클 것이다. 앞으로 10년 동안 사업을 성장시키면서 이러한 투자를 지속할 것이다. 따라서 6~8%가 훨씬 더 합리적이고 더 나은 전망이라고 생각한다.

Q) 가치 기반 의료에 대한 코멘트?

A) 결국 핵심은 지난 몇 년간 행정부가 시행해 온 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. 두 번째는 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 현금금이 줄어드는 효과로 이어졌다. 이것이 현재 Optum Health에서 많은 문제를 야기하는 가장 큰 원인이다.

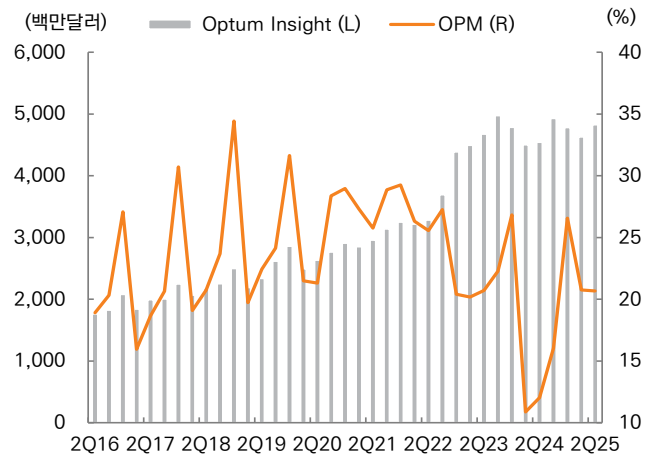
이러한 현상은 가치 기반 의료의 가치를 제대로 보여주지 못한다. 가치 기반 의료는 사람들이 더 오래 건강하게 지내고 급성 치료 기간을 단축할 수 있도록, 질병을 미리 예방하고, 늦은 진단으로 인한 높은 비용 부담을 피하고, 건강한 생활 습관과 조기 참여를 장려하며, 문제가 발생하기 전에 미리 예방하도록 하는 완전히 다른 접근 방식을 제시한다. 특히 Optum Health는 가정간호, 정신건강을 포괄한 통합 서비스로 퇴원 후 병원 방문, 급성질환 관리 프로그램 등을 시작할 수 있게 한다. 차별화된 가치 기반 의료 모델은 Optum Health가 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



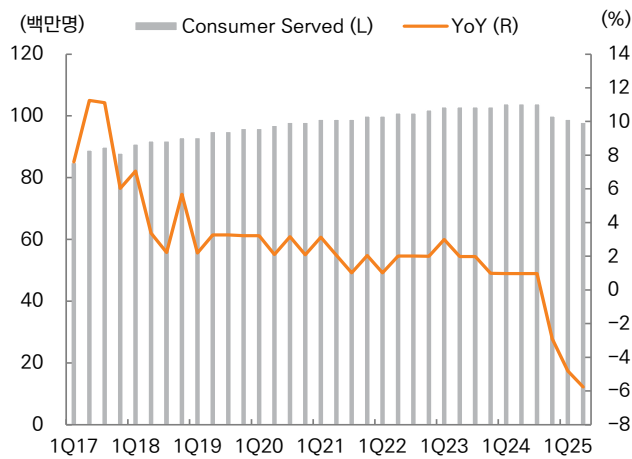
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. Optum Insight의 매출 및 영업이익률 추이



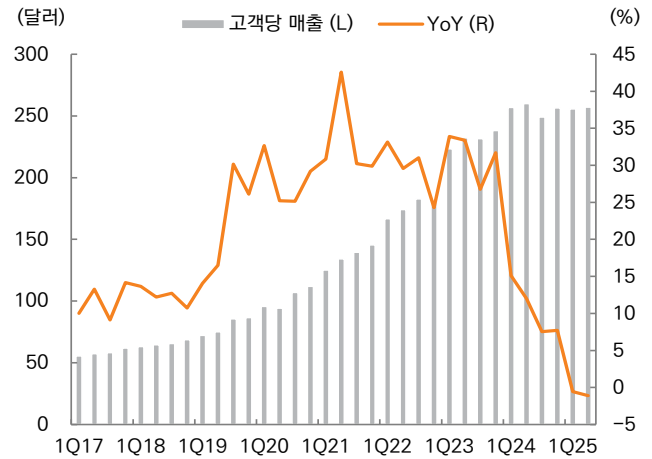
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. Optum Health: Optum 고객 추이



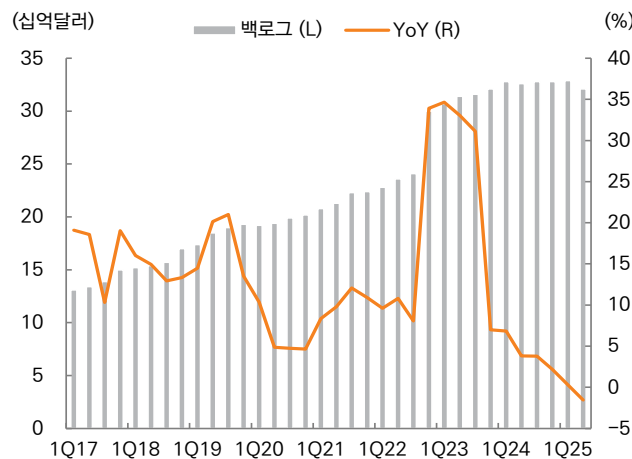
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. Optum Health: Optum 고객당 매출 추이



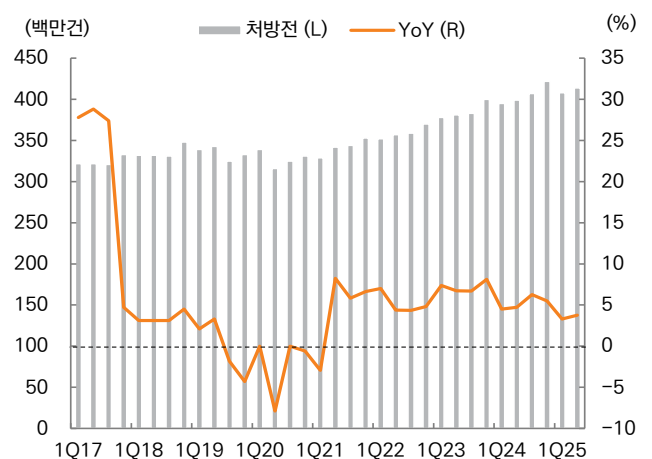
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. Optum Insight: 백로그 추이



자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

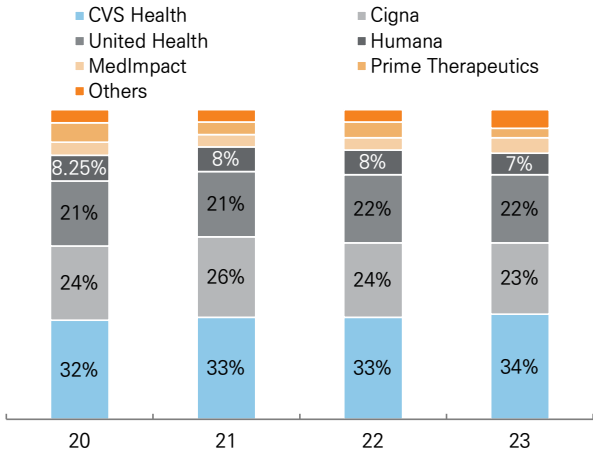
그림 26. Optum Rx: 처방전 추이



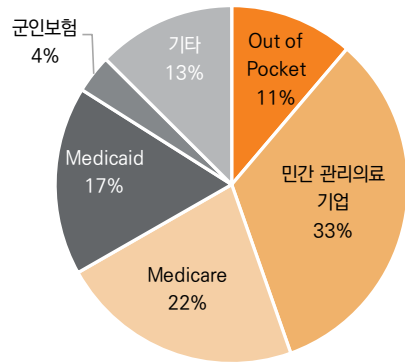
자료: UNH, 미래에셋증권 리서치센터

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 임상의사결정, 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, 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	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.