



유나이티드헬스 그룹 (UNH.US)

비용 압박 속 체질 개선 시작

- 유나이티드헬스는 의료보험·헬스케어 서비스를 통한 제공하는 건강관리 기업
- FY3Q25에서 연간 가이드는 상향되었으나 의료비 및 운영비 부담은 지속
- 체질 변화로 내년 실적 개선이 기대되고 있으나 단기적 회복 가능성은 제한적

FY3Q25 실적 Review

FY3Q25(9 월말) 실적은 매출액 1131.61 억달러(YoY +12.2%, QoQ +1.4%, 컨센서스 대비 +0.1%), 영업이익 43.15 억달러(YoY -51.9%, QoQ -16.2%, 컨센서스 대비 +3.9%), 영업이익률 3.8%(YoY -5.1%p, QoQ -0.8%p, 컨센서스 대비 +0.1%p)를 기록했다.

높아진 가이드, 여전히 비용 압박

세부 사업별로 UnitedHealthcare 는 YoY +16% 성장한 871 억 달러 매출을 달성했다. 특히 고령자 대상 보험과 저소득층·장애인 대상 보험 성장으로 가입자가 YoY +79.5 만 명 늘어난 5,010 만 명을 기록한 것이 성장을 주도했다. PBM 사업인 Optum 역시 Optum Rx(약국·처방약 관리)가 견인하며 YoY +8% 증가한 692 억 달러로 집계됐다. 다만, 비용 측면에서 압박은 지속되었다. 의료비용비율(MCR)이 YoY +4.7%p 상승한 89.9%를, 운영비용비율(OCR)이 YoY +0.3%p 오른 13.5%를 기록한 점이 이를 반증한다. 주가는 동사가 FY25 조정 EPS 가이드를 기존 \$16.0 에서 \$16.25 로 상향 조정하며, 장 초반 약 +4% 반등했으나, 높은 비용 부담 우려가 해소되지 않음이 확인되자 재차 보험권으로 복귀했다.

체질 개선을 통한 효율화 작업 진행

매출은 소폭 반등했지만 MCR 과 OCR 흐름을 보면 영업이익은 여전히 부진한 상태다. 이에 동사는 1)보험료 구조 재조정, 2)수익성이 낮은 사업 정리, 3)의사 네트워크 축소를 축으로 한 전사 효율화에 착수했다. 이 과정에서 보장 범위 조정 및 가입자 정비가 진행되며 내년 메디케어 전체 가입자는 약 100 만 명 감소할 것으로 예상되고, PPO 가입자 중 20 만 명의 이탈도 확정된 상태다. 흥미로운 점은 가입자 감소에도 불구하고 동사가 내년 실적 회복을 전망한다는 점이다. 의료비 및 MA 사업 비용 급등, Andrew Witty 전 CEO 의 갑작스러운 사임 등이 올해 주가 부진을 초래했으나, 이러한 불확실성 해소를 위한 체질 개선 작업이 본격화됐기 때문이다. 다만 비용 절감 효과는 2026~27 년 사이에야 실현될 가능성이 높고, V28 악영향(-60 억 달러 이상) 역시 내년이 피크로 예상되는 만큼, 4Q 실적 반등을 논하기는 이르다. 현재 주가는 약재보다는 개선 신호에 민감하게 반응할 수 있는 밸류에이션 레벨일 수 있으나, 업황 정상화 및 실적 가시성 확보까지는 시간이 필요하다.

▶ 현재주가

현재주가('25.10.28): \$367.84
블룸버그 목표주가: \$377.48

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
70%	23%	7%

Stock Data

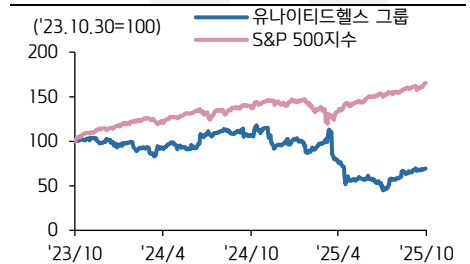
산업분류	건강관리 업체 & 서비스
S&P 500 (10/28)	6,890.89
현재주가/목표주가	367.84 / 377.48
52주 최고/최저 (\$)	630.73 / 234.6
시가총액 (백만\$)	333,204
유통주식 수 (백만)	906
일평균거래량 (3M)	14,632,508

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	371,622	400,278	447,517	457,355
영업이익	32,358	32,287	21,662	23,785
OPM(%)	8.7	8.1	4.8	5.2
순이익	23,567	25,699	14,733	15,855
EPS	25.12	27.66	16.26	17.69
증가율(%)	13.2	10.1	-41.2	8.8
PER(배)	22.1	15.2	22.6	20.8
PBR(배)	5.5	5.0	3.4	3.3
ROE(%)	26.9	15.9	14.5	15.2
배당수익률(%)	2.3	2.3	2.3	2.4

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-27.3	6.9	-12.4	-34.9
S&P Index	17.2	3.7	24.6	18.3



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주) 컨센서스는 2025-10-28 블룸버그 기준

유나이티드헬스 그룹 FY25 3Q ('25.07.01~09.30)

구분	FY25 3Q	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
	(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24 3Q	성장률	FY25 2Q
매출액	113,161	113,033	0.1%	100,820	12.2%	111,616	1.4%
영업이익	4,315	4,153	3.9%	8,965	-51.9%	5,150	-16.2%
영업이익률(%)	3.8%	3.7%	0.1%p	8.9%	-5.1%p	4.6%	-0.8%p
순이익	2,650	2,618	1.2%	6,651	-60.2%	3,716	-28.7%
EPS(USD)	2.92	2.83	3.3%	7.15	-59.2%	4.08	-28.4%

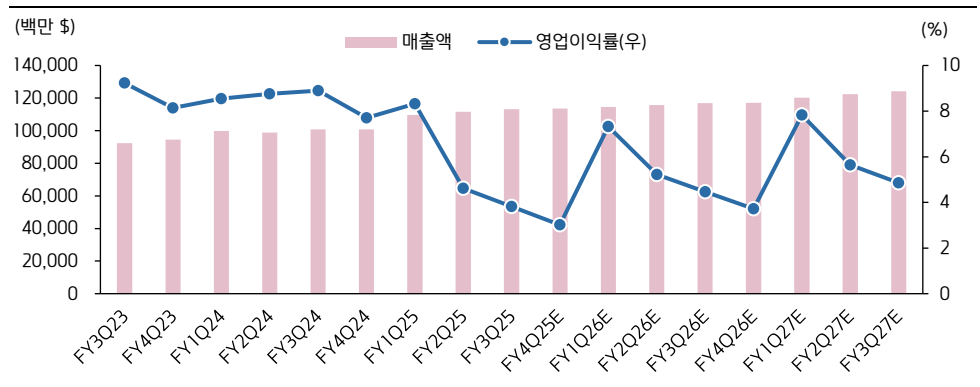
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 컨센서스는 2025-10-28 블룸버그 기준, 순이익, EPS는 Non-GAAP 기준

유나이티드헬스 그룹 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	(백만 USD)	FY25Q4	YoY 성장률	FY26Q1	YoY 성장률	FY25	YoY 성장률	FY26
매출액	113,520	12.6%	114,592	4.6%	447,517	11.8%	457,355	2.2%
영업이익	3,425	-55.9%	8,395	-7.9%	21,662	-32.9%	23,785	9.8%
영업이익률(%)	3.0%	-4.7%p	7.3%	-1.0%p	4.8%	-3.2%p	5.2%	0.4%p
순이익	1,877	-70.3%	5,860	-11.3%	14,733	-42.7%	15,855	7.6%
EPS(USD)	2.10	-69.1%	6.48	-10.0%	16.25	-41.2%	17.69	8.8%

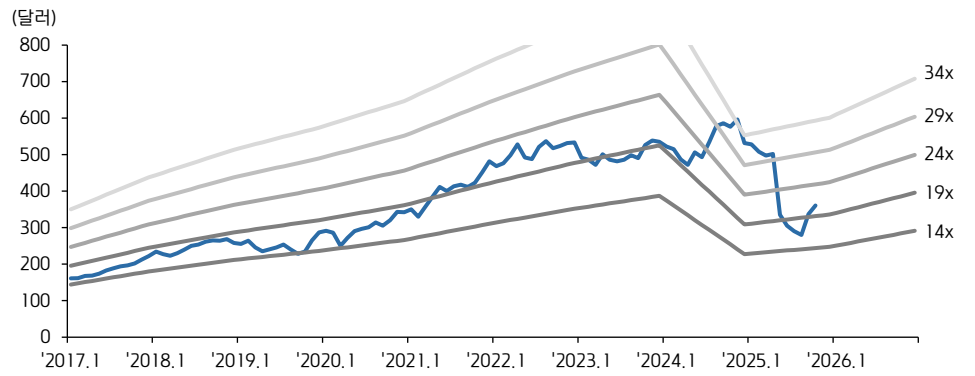
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 컨센서스는 2025-10-28 블룸버그 기준, 순이익, EPS는 Non-GAAP

유나이티드헬스 그룹 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 컨센서스는 2025-10-28 블룸버그 기준

유나이티드헬스 그룹 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유나이티드헬스 그룹 3개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

유나이티드헬스 그룹 상세 실적표

(십억 달러)	FY3Q24	FY2Q25	FY3Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	100,820	111,616	113,161	12.2	1.4
보험료 수익	77,442	87,905	88,979	14.9	1.2
제품 매출	12,631	13,564	13,296	5.3	-2.0
서비스 매출	9,104	9,039	9,754	7.1	7.9
투자 및 기타수익	1,643	1,108	1,132	-31.1	2.2
매출원가	92,112	106,466	108,846	18.2	2.2
지급의료비	65,957	78,585	79,958	21.2	1.7
영업비용	13,280	13,778	15,223	14.6	10.5
제품 매출원가	11,834	13,019	12,566	6.2	-3.5
감가상각비용	1,041	1,084	1,099	5.6	1.4
영업이익	8,708	5,150	4,315	-50.4	-16.2
순이자비용	-1,074	-1,027	-1,003		
자회사매각손실	-20	-41	-83		
세전이익	7,614	4,082	3,229	-57.6	-20.9
법인세비용	-1,356	-510	-686	-49.4	34.5
순이익	6,258	3,572	2,543	-59.4	-28.8
비지배지분손익	-203	-166	-195	-3.9	17.5
보통주 귀속 순이익	6,055	3,406	2,348	-61.2	-31.1
회석 EPS(달러/주)	6.51	4.08	2.59	-60.2	-36.5
회석 가중평균주수(백만주)	930	910	908	-2.4	-0.2
[Non-GAAP 영업지표]					
조정 영업이익	6,651	3,716	2,650	-60.2	-28.7
조정 회석 EPS (달러/주)	7.15	3.74	2.92	-59.2	-21.9
[부문별 실적 및 주요 영업지표]					
United Healthcare 매출액					
매출액	74,853	86,103	87,070	16.3	1.1
Employer & Individual - Domestic	18,985	18,950	19,049	0.3	0.5
Employer & Individual - Global	769	819	826	7.4	0.9
Medicare & Retirement	34,904	42,623	43,356	24.2	1.7
Community & State	20,195	23,711	23,839	18.0	0.5
영업이익	4,212	2,075	1,805	-57.1	-13.0
영업이익률(%)	5.6	2.4	2.1	-3.6%p	-0.3%p
Optum					
매출액	63,925	67,225	69,177	8.2	2.9
Optum Health	25,917	25,205	25,900	-0.1	2.8
Optum Insight	4,931	4,828	4,915	-0.3	1.8
Optum Rx	34,207	38,459	39,679	16.0	3.2
Optum eliminations	-1,130	-1,267	-1,317	16.5	3.9
영업이익	4,496	3,075	2,510	-44.2	-18.4
영업이익률(%)	7.0	4.6	3.6	-3.4%p	-0.9%p

자료: 유나이티드헬스 그룹, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.