



유나이티드헬스 그룹 (UNH.US)

실적은 정상화 궤도, 리레이팅은 12월이 분수령

- 3Q26 전 사업부 마진 개선(MCR -150bp), 가이드스 3차 상향 및 27년 하한선 제시
- 27년 MA 트리플 호재(가입자·요율·Stars), Optum 체질 개선으로 이익 성장 가속화
- Fwd P/E 17.6배는 3년 평균 수준, 12월 가이드스 확인 시 리레이팅 기대

보험과 헬스케어 서비스의 수직 계열화를 완성

유나이티드헬스 그룹(UNH)은 미국 최대 건강보험사인 UnitedHealthcare(UHC, 가입자 수 4,830 만 명)와 종합 헬스케어 서비스 기업 Optum 을 양대 축으로 하는 통합 의료 플랫폼 기업이다. 사업 포트폴리오는 크게 건강보험(UHC)과 헬스케어 서비스(Optum)로 양분된다. UHC 는 고용주 및 개인 대상의 E&I(Employer & Individual), 메디케어 중심의 M&R(Medicare & Retirement), 메디케이드 중심의 C&S(Community & State)로 구성되어 전 연령층과 소득 계층을 아우른다. Optum 은 직접 의료 서비스를 제공하는 Optum Health, 헬스케어 데이터 및 기술 솔루션을 공급하는 Optum Insight, 그리고 미국 3대 PBM(약제급여관리) 중 하나인 Optum Rx 로 나뉜다.

FY3Q26 실적: 전 사업부 동반 마진 개선

3Q26 매출액은 \$112.7B(-0.4% YoY)로 컨센서스에 부합(+1%)했으며, 영업이익 \$6.6B(+52% YoY), 조정 EPS \$4.69(+61% YoY)를 기록해 시장 기대치(\$4.14)를 13% 상회하는 호실적을 달성했다. 의료손해율(MCR)이 88.4%로 전년 대비 150bp 하락하고 영업비용률 역시 12.8%(-70bp YoY)로 낮아지면서, UHC OPM 3.3%(전년 동기 2.1%), Optum Health OPM 3.2%(전년 동기 0.2%)를 비롯한 6개 전 사업부의 수익성이 일제히 개선되었다. 2026 년 발생분 준비금의 유리한 변동(Favorable development) \$610M(70bp) 효과를 제외하더라도 실질 MCR 은 89.1%로 전년 대비 80bp 의 견조한 개선세를 나타냈다.

가이드스: 연내 3차 상향, 2027년 실적 Floor 선제 제시

FY26 조정 EPS 가이드스를 \$20.50 이상(기존 \$19.50~\$20.00)으로 연내 3 차 상향 조정했다. 4Q 묵시적 가이드스는 \$2.20 이상(컨센서스 \$2.26)으로, 4 분기 집중 투자와 Optum Health 의 계절적 비용 요인을 반영한 보수적 바닥이다. 핵심 관전 포인트는 2027 년 이익 눈높이다. 경영진은 \$20.50 베이스에 장기 성장률(13~16%) 하단을 적용한 EPS \$23.2 이상을 합리적 시작점으로 제시하며 시장의 과소평가를 지적했다. MA 마진 밴드 상단(2~4%) 안착 및 Medicaid 저점(-1% 상회) 통과가 가시화되는 가운데, 2027 년 공식 가이드스는 12 월 투자자 미팅에서 구체화될 예정이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.16): \$401.43

목표주가 컨센서스: \$477.48

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
83%	17%

Stock Data

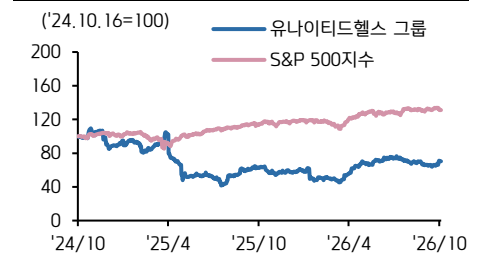
산업분류	건강관리 업체 & 서비스
S&P 500 (10/16)	7,659.44
현재주가/목표주가	401.43 / 477.48
52주 최고/최저 (\$)	461.62 / 255.97
시가총액 (백만\$)	360,321
유통주식 수 (백만)	898
일평균거래량 (3M)	5,280,802

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	400,278	448,007	448,214	463,397
영업이익	34,407	21,932	26,915	29,728
OPM(%)	8.6	4.9	6.0	6.4
순이익	25,699	14,844	18,607	20,870
EPS	27.66	16.32	20.56	23.40
증가율(%)	10.1	-41.0	26.0	13.8
PER(배)	15.2	24.6	19.5	17.2
PBR(배)	5.0	3.6	3.5	3.3
ROE(%)	15.9	14.5	17.7	19.3
배당수익률(%)	2.3	2.2	2.2	2.3

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	21.6	6.5	23.7	12.6
S&P Index	11.9	0.1	7.5	14.9



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2026-10-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

주가 동향: 당일 변동성 소화 후 후속 매수 유입, 이틀간 +7.6% 반등

실적 발표 당일(10/13) 주가는 장중 +5.6%(\$399.88)까지 급등한 뒤 차익 매물이 출회되며 -0.2%(\$377.76)로 마감했다(거래량 1,270만 주, 1개월 일평균의 2.2배). 반면 이튿날 S&P 500의 1.1% 하락 속에서도 +4.7% 반등에 성공했고, 10/15에도 +2.8%(\$406.67) 상승하며 실적 발표 후 3거래일 누적 +7.4%를 기록한 뒤 10/16에는 -1.3%(\$401.43)로 소폭 되돌렸다.

분기별 실적 발표 당일 반응은 1Q +7.0% → 2Q +1.2%(장중 +10% 후 되돌림) → 3Q -0.2%로 악화되는 양상이나, 발표 직후 이틀간의 후속 매수 강도는 3분기가 가장 강력했다. 10/1일 \$365(7월 고점 \$436.35 대비 -16%)에서 시작된 반등 국면에서 당일 되돌림이 단기 어닝 비트 피로감(Beat fatigue)의 반영이었다면, 이후 이틀간 유입된 후속 매수세는 가이드نس 상향과 2027년 실적 하한선(Floor) 제시를 시장이 온전히 소화한 결과로 해석된다. 10/16 종가 기준 주가는 7월 고점 대비 -8%, YTD +22% 수준이다.

밸류에이션: 리레이팅 전 구간, 12월 가이드نس가 분수령

동사는 10/16 종가(\$401.43) 기준 FY26E P/E 19.5배, FY27E 17.2배, FY28E 14.8배(블룸버그 컨센서스)에 거래 중이다. 12M Fwd 기준 17.6배로 피어 그룹(ELV 14.7배, CNC 13.2배, CI 9.2배) 대비 할증되어 있으나, 이는 FY25 실적 저점 통과 후 정상 궤도로 복귀하는 초입 국면(FY24 \$27.66 → FY25 \$16.35 → FY26E \$20.6 → FY27E \$23.4 → FY28E \$27.2)임을 감안해야 한다.

12M Fwd P/E 17.6배는 3년 평균(17.8배)과 같고 5년 평균(19.0배)보다 7% 낮은 수준이다. 실적 발표 후 반등에도 멀티플은 발표 전(17.3배)과 거의 같아, 주가는 이익 추정치 상향분만 반영했을 뿐 리레이팅은 시작되지 않았다. ELV 대비 프리미엄도 과거 5년 평균 42%에서 20%로 축소됐다. 전사 이익의 57%를 견인하는 비보험(Optum) 중심의 포트폴리오와 FY26E ROE 17~19%, FCF 수익률 6.3%를 고려하면 프리미엄은 정당하며, 배당수익률 2.3%와 YTD \$5.0B 규모의 자사주 매입이 주가 하방 경직성을 뒷받침하고 있어 현 밸류에이션 매력도는 유효하다.

추가적인 멀티플 리레이팅의 조건은 1) 12월 투자자 미팅에서 제시될 2027년 조정 EPS 가이드نس가 경영진 시사치($\geq \$23.2$)를 충족하며 시장 기대치(\$23.40)를 웃도는지, 2) 커머셜 리스크 사업 부문의 마진 회복 경로가 구체화되는지, 3) 2027 AEP(연례 가입 기간)를 거쳐 Medicare Advantage 가입자가 연간 기준 성장으로 전환하는지 등 세 가지로 요약된다.

법무부(DOJ) 조사, RADV 감사, PBM 규제 등 정책 리스크가 밸류에이션 상단(5년 평균 19배 내외)을 제한하고 있으나, 멀티플이 3년 평균에 머물더라도 2027~2028년 EPS 성장(YoY +13.8%, +16.0%)에 연동된 주가 상승 흐름은 지속될 것으로 판단한다. 가이드نس가 컨센서스를 상회해 멀티플이 5년 평균으로 복귀하면 8% 안팎의 추가 업사이드가 더해진다.

투자포인트: 마진 회복의 질과 2027 년 성장 전환의 조건

1. 마진 회복의 질: MCR 150bp 개선, 견고한 준비금 적립과 현금 창출력 입증

3Q MCR 은 88.4%(−150bp YoY), 9M 누적 기준 86.3%(−170bp YoY)로 개선됐다. 이는 전년도 의료비 추정 오차에 대응한 2026 년 요율 인상, 급여 설계 축소(MA PPO·ACA 개인시장), 의료비 통제에 기인한다. 질적으로 세 가지를 확인한다. 첫째, \$610M 규모의 유리한 준비금 변동은 2026 년 당해 발생분(Intra-year)으로 상반기 적립이 보수적이었음을 방증한다. 둘째, 미지급의료비일수(DCP)가 47.0 일로 전분기와 동일하고 전년(46.2 일) 대비 상승해, 준비금 환입으로 만든 이익이 아님을 증명한다. 셋째, 9M 누적 영업현금흐름(OCF)은 \$25.1B(+35% YoY)로 연간 가이던스(~\$24B)를 초과했다. 이 현금으로 자사주 매입 \$5.0B, 배당 \$6.2B(연간 \$8B 이상)를 집행하면서도 부채비율은 41.7%(2Q 41.2%)로 연말 목표치(40% 내외)에 근접했다. 경영진은 2027 년 요율 산정에도 현 수준의 높은 의료비 트렌드를 반영했다고 밝혔다.

2. UnitedHealthcare: 2027 년 MA '트리플 호재'와 커머셜·Medicaid 저점 통과

2026 년 Medicare Advantage(MA) 마진은 목표 밴드(2~4%) 상단에 안착할 전망이다. 가입자 이탈은 YTD −93.5 만 명에 그쳐 연초 가이던스(−130~140 만 명) 대비 선방했으며, 3Q 에는 4 만 명 순증 전환했다. 2027 년 상품은 저수익 PPO 비중을 축소하고 D-SNP(이중수급자), C-SNP(만성질환), 고가치 HMO 에 집중하는 동시에 전국 Medicare 수급자의 94%를 포괄하도록 커버리지를 확장했다. 2027 년 Stars(품질 등급, 2028 년 정산)에서 4 성 이상 플랜 가입자 비중 69% 이상을 확보하며 기대치에 부합했다. 4 월 확정된 2027 년 MA 요율 인상(+2.48%)을 감안할 때 2027 년은 가입자, 요율, Stars 가 동반 우호적인 첫 해가 될 것이며, 경영진도 성장 재개에 유리한 국면으로 본다. 반면 커머셜 부문은 의료비 트렌드가 기존 가정치(11%)를 상회하고 No Surprises Act(NSA)에 따른 중재(IDR) 절차 남용으로 마진 회복이 지연되고 있으며, Medicaid 는 2026 년 저점(핵심 마진 −1% 상회)을 거쳐 2028 년 말 정상 마진 복귀를 목표로 한다. 두 사업부는 2026 년 기저가 낮은 만큼 2027 년 요율 인상과 주정부 수가 현실화에 따른 2027~2028 년 실적 레버리지가 클 것으로 판단한다.

3. Optum: 사업 체질 개선 완료, 전사 이익의 57%를 견인하는 핵심 엔진

3Q Optum 영업이익은 \$3.7B(+49% YoY)를 기록하며 전사 영업이익의 57%를 차지했다. Optum Health(매출 \$22.9B, −10% YoY)는 가치기반진료(VBC) 역량이 취약한 시장을 정리함에 따라 외형은 감소했으나, OPM 은 3.2%(조정 2.6%)로 전년 동기(0.2%) 대비 회복했다. 전체 환자 2,000 만 명 중 완전책임(Fully accountable) 계약 환자(400 만 명)의 확장 여력을 바탕으로 2028 년 마진 목표(6~8%)를 향해 2027 년부터 회복세가 가속화될 전망이다(단, 4Q 는 계절 요인과 AI·워크플로우 투자로 적자 예상). Optum Rx(매출 \$39.9B, OPM 4.3%)는 전체 처방량 감소(−5% YoY)에도 전문의약품 물량 증가(+2.6%), 외부(비 UHC) 가입자 비중 최초 50% 돌파, 90%대 후반의 고객 유지율로 투명 PBM 모델의 경쟁력을 입증했다. Optum Insight(매출 \$5.5B, OPM 23.4%)는 2026 년을 투자의 해로 삼고 청구 코딩 자동화 Integrity One(15 개 기관 도입, 24 개 기관 진행 중) 및 Anthropic·Microsoft·Google 파트너십을 통해 2028 년 성장 가속을 도모하고 있다.

리스크 요인: 정책 규제, 의료비 트렌드 부담, 4분기 실적 저점 통과

매크로 및 정책 리스크: CMS의 Medicare Advantage(MA) 요율 규제 및 RADV(위험조정 데이터 검증) 감사 강화, 미 법무부(DOJ)의 Medicare 프로그램 관련 민·형사상 조사(공시 명시), 의회의 PBM 개혁 입법 추진 등이 밸류에이션 멀티플 상단을 제약하고 있다. 아울러 OB3(2025 예산조정법)에 따른 Medicaid 수급 자격 재심사 및 커버리지 축소, 금리 인하에 따른 분기 \$1.1B 규모의 투자수익 감소 가능성도 잠재적 부담 요인이다.

산업 및 업황 리스크: 커머셜 부문의 의료비 상승 추세(트렌드 11%+) 장기화와 No Surprises Act(NSA) 중재(IDR) 절차 남용에 따른 비용 청구 리스크가 상존한다. 이에 더해 고가 전문의약품 및 급성기 의료 서비스 이용 강도 증가, 주정부의 Medicaid 수가 조정 시차, 업계 전반의 급여 설계 축소에 따른 가입자 쟁탈전 심화가 마진 회복 속도를 늦출 수 있다.

기업 고유 리스크: 연말 정책 개혁·현대화 집중 투자로 4Q 조정 EPS 목시적 가이던스(\$2.20)가 낮게 형성되어 있으며 Optum Health의 4분기 적자 가능성이 높다. 또한 3분기 실적 개선의 준비금 변동(70bp) 의존도, 커머셜 리스크 부문의 구조적 마진 정상화 지연, 남미 사업 매각 손실(3Q \$76M)이 단기 실적 변동성을 확대할 수 있다. 최근 핵심 경영진 교체에 따른 전략 실행력 검증과 2024년 발생한 Change Healthcare 사태와 같은 대규모 사이버 보안 위협 역시 상시 모니터링 변수다.

유나이티드헬스 그룹 FY3Q26 ('26.07.01~10.31)

구분	FY3Q26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 \$)	발표치	컨센서스	차이	FY3Q25	성장률	FY2Q26	성장률
매출액	112,694	111,029	1.5%	113,161	-0.4%	112,032	0.6%
영업이익	6,563	5,383	21.9%	4,315	52.1%	7,991	-17.9%
영업이익률	5.8%	4.8%	1.0%p	3.8%	2.0%p	7.1%	-1.3%p
순이익	4,228	3,670	15.2%	2,650	59.5%	5,792	-27.0%
EPS (USD)	4.69	4.12	13.7%	2.92	60.6%	6.38	-26.5%

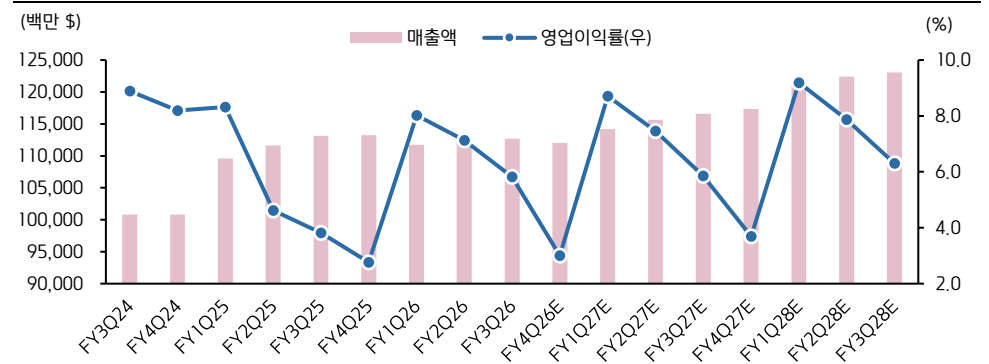
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-18 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

유나이티드헬스 그룹 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 \$)	FY26Q4	YoY 성장률	FY27Q1	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	112,038	-1.0%	114,194	2.2%	448,214	0.1%	463,397	3.4%
영업이익	3,372	7.7%	9,950	11.0%	26,915	23.9%	29,728	10.5%
영업이익률	3.0%	0.2%p	8.7%	0.7%p	6.0%	1.2%p	6.4%	0.4%p
순이익	2,046	6.4%	7,239	10.0%	18,607	24.9%	20,870	12.2%
EPS (USD)	2.28	7.8%	8.05	11.3%	20.56	25.8%	23.40	13.8%

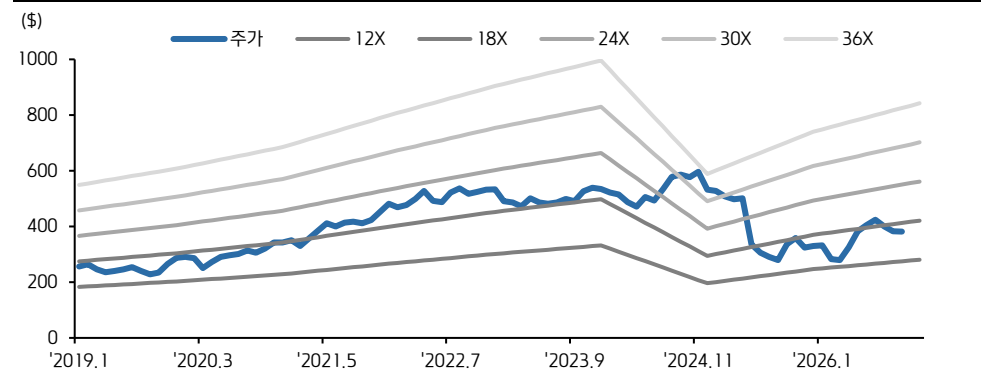
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

유나이티드헬스 그룹 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

유나이티드헬스 그룹 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

유나이티드헬스 그룹 상세실적표

(백만 \$)	FY3Q25	FY2Q26	FY3Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	113,161	112,032	112,694	-0.4	0.6
보험료 수익	88,979	86,956	87,078	-2.1	0.1
제품 매출	13,296	13,835	14,293	7.5	3.3
서비스 매출	9,754	10,018	10,246	5.0	2.3
투자 및 기타수익	1,132	1,223	1,077	-4.9	-11.9
매출원가	108,846	104,041	106,131	-2.5	2.0
지급의료비	79,958	75,358	76,982	-3.7	2.2
영업비용	15,223	14,268	14,369	-5.6	0.7
제품 매출원가	12,566	13,375	13,707	9.1	2.5
감가상각비용	1,099	1,040	1,073	-2.4	3.2
영업이익	4,315	7,991	6,563	52.1	-17.9
순이자비용	-1,003	-962	-963		
자회사 매각 관련 손실	-83	-61	-76		
세전이익	3,229	6,968	5,524	71.1	-20.7
법인세비용	-686	-1,298	-1,224	78.4	-5.7
순이익	2,543	5,670	4,300	69.1	-24.2
비지배지분손익	-195	-186	-190	-2.6	2.2
보통주 귀속 순이익	2,348	5,484	4,110	75.0	-25.1
회석 EPS(달러/주)	2.59	6.04	4.56	76.1	-24.5
회석 가중평균주수(백만주)	908	906	902	-0.7	-0.4
부문별 실적 및 주요 영업지표					
United Healthcare 매출액					
매출액	87,070	86,017	86,330	-0.8	0.4
Employer & Individual - Domestic	19,049	19,048	19,223	0.9	0.9
Employer & Individual - Global	826	944	985	19.2	4.3
Medicare & Retirement	43,356	42,390	42,420	-2.2	0.1
Community & State	23,839	23,635	23,702	-0.6	0.3
영업이익	1,805	3,942	2,831	56.8	-28.2
영업이익률(%)	2.1	4.6	3.3	1.2%p	-1.3%p
Optum					
매출액	69,177	65,663	66,883	-3.3	1.9
Optum Health	25,422	23,472	22,910	-9.9	-2.4
Optum Insight	5,320	5,402	5,474	2.9	1.3
Optum Rx	39,679	38,292	39,927	0.6	4.3
영업이익	2,510	4,049	3,732	48.7	-7.8
영업이익률(%)	3.6	6.2	5.6	2.0%p	-0.6%p
주요 영업지표 [Non-GAAP]					
보통주 귀속 순이익 (adj.)	2,650	5,792	4,228	59.5	-27.0
회석 EPS (adj.) (\$/주)	2.92	6.38	4.69	60.6	-26.5

자료: 유나이티드헬스 그룹, 키움증권 리서치

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.