

FACCTing

기업 리서치

작성자: 권준하

보유 / 매수 / 매도

목표가: \$380

현재가: \$364.48

데이터 날짜: 10/21/2025

52주 주가 범위: \$234.60 ~ 630.73

현재 주가: \$364.48

주가수익비율: 15.60

베타 추정치: 0.48

배당수익률: 2.45%

2024 DPS: \$8.18

2024 EPS: \$15.64

2025 DPS: \$8.23

2025 EPS: \$27.53

2026 DPS: \$8.89

2026 EPS: \$29.66

자기자본가치: \$322,963.21

기업가치: \$379,442.20

산업: 헬스케어 서비스

Retrieved from FactSet

티커: UNH

유나이티드헬스그룹

Research Summary

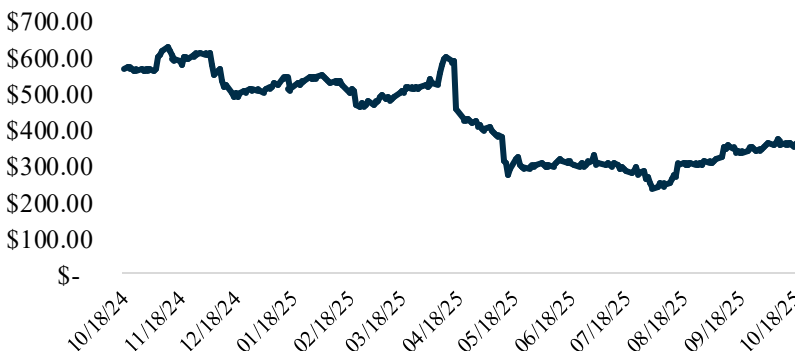
회사 개요

UnitedHealth Group는 사람들의 더 건강한 삶을 돕는 것을 사명으로 하는 헬스케어 및 웰빙 기업입니다. 회사는 네 가지 보고 부문으로 구성되어 있습니다: UnitedHealthcare(건강보험), 그리고 Optum 그룹의 세 부문인 Optum Health(의료 서비스 제공), Optum Insight(데이터 및 기술), Optum Rx(약국 서비스)입니다. 회사의 주요 수익원은 현재 전체 매출의 70% 이상을 차지하는 UnitedHealthcare의 보험료이지만, 진정한 경쟁력은 Optum 부문과의 시너지 통합에 있습니다. 이러한 독특한 구조를 통해 UNH는 기술과 데이터를 활용하여 전통적인 행위별 수가제(fee-for-service) 모델에서 가치 기반 의료(value-based care) 모델로 전환하고, 이를 통해 의료비를 효율적으로 관리하며 환자 치료 결과를 향상시키고 있습니다.

가치평가

UnitedHealth Group의 목표 주가는 주가수익비율(PER) 분석, 배당할인모형(DDM), 그리고 현금흐름할인모형(DCF) 등 세 가지 가치평가 모형과 현재의 경제 상황 등을 종합적으로 고려하여 \$380으로 산정되었습니다. 내재가치와 현재 시장가격 간의 괴리가 존재하며, 현재 주가는 외부 요인으로 인해 저평가되어 있는 것으로 판단됩니다. 따라서 본 보고서는 강력한 매수(Strong Buy) 의견을 제시합니다.

최근 12개월 주가(FactSet)



UnitedHealth Group Share Price

CONTENTS

1. 거시경제 개요	3
2. 산업 개요	7
3. 기업 개요	11
4. 기업 분석	14
5. 가치평가	27
6. 결론	33
7. 참고문헌	36
8. 부록	39

거시경제 개요

- 경제 환경
- 정책 및 규제 환경
- 사회인구학적 성장 요인

거시경제 개요

Economic Environment

UnitedHealth Group과 같은 기업은 정책금리, 인플레이션율, 고용률에 매우 민감하게 반응합니다. 보험회사는 일반적으로 보험료를 선납으로 받고, 이를 채권과 같은 고정수익 증권에 투자합니다. UNH의 사례는 금리 변동이 기업의 이자수익에 직접적인 영향을 미친다는 점을 잘 보여줍니다. UNH는 ****이자율 변화가 투자수익에 미치는 영향에 대한 민감도 분석(Figure 1)****을 제공합니다. 2025년 9월, ****미국 연방기금금리(Effective Federal Fund Rate)****는 25bp(0.25%) 인하되었으며, 연말까지 두 차례의 추가 금리 인하가 예상되고 있습니다(Cox, 2025). 이러한 변화는 고정수익 증권 투자수익에 큰 영향을 미칠 수 있습니다.

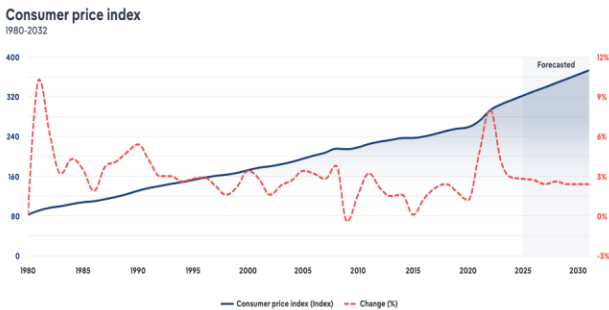
또한 인플레이션율 역시 UNH와 같은 기업에 매우 중요한 요인입니다. 물가상승은 의료비용을 증가시켜 수익성을 악화시키기 때문입니다. 특히 인플레이션율이 예상보다 높을 경우, 보험료가 다음 해의 예상 인플레이션율을 기준으로 설정되기 때문에 기업에 더 큰 부담이 됩니다. 2025년 ****소비자물가지수(CPI)****는 2.8% 상승할 것으로 예상되며, 이후에는 점차 하락할 것으로 전망됩니다(IBISWorld, n.d.-a) (Figure 2). 그러나 미국 정부의 최근 중국산 수입품에 대한 100% 관세 부과 조치는 CPI에 상당한 영향을 미칠 것입니다.

이에 따라 미국의 관세 정책에 따라 인플레이션율의 변동성이 커질 것으로 보입니다. 마지막으로, 미국의 고용률은 의료산업, 특히 의료보험 회사에 중요한 지표입니다. 이는 고용주 제공 보험(employer-sponsored insurance) 구조 때문입니다. 기업의 수익은 고용률과 양의 상관관계를 가지며, 높은 고용률은 산업 전반에 긍정적인 영향을 미칩니다. 그러나 최근 실업률이 상승세를 보이고 있으며, ****2025년 8월 기준 4.3%****에 도달했습니다(Bureau of Labor Statistics, 2025).

Visuals

Increase (Decrease) in Market Interest Rate	Investment Income Per Annum (\$)	Interest Expense Per Annum (\$)	Fair Value of Financial Assets (\$)	Fair Value of Financial Liabilities (\$)
2%	666	537	(4,151)	(8,866)
1%	333	268	(2,182)	(4,828)
(1%)	(333)	(252)	2,082	5,831
(2%)	(666)	(503)	4,311	12,935

(Figure 1 – UNH 10-K)

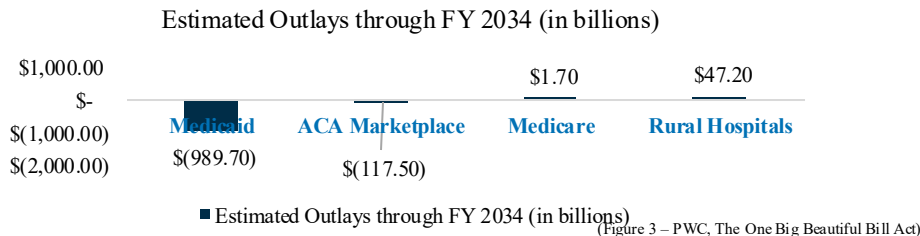


(Figure 2 – IBIS World)

거시경제 개요

One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)

One Big Beautiful Bill Act (OBBBA)는 UNH와 헬스케어 산업의 다른 기업들이 직면하고 있는 주요 정치적 쟁점입니다. 트럼프 대통령 행정부 하에서 OBBBA는 메디케이드(Medicaid)에 중대한 변화를 시행하고, 2010년 환자보호 및 부담적정보험법(ACA, Patient Protection and Affordable Care Act)의 주요 요소를 폐지하거나 지속하지 않습니다. 이 법안은 정부 건강보험에 대한 추가적인 자격 요건을 이행하고, 가입 관련 행정 절차를 확대하며, 주(state)가 메디케이드에 대한 연방 자금을 획득하는 방식을 수정하고, ACA 보험료 보조금 지급을 연장하지 않음으로써 2034 회계연도(FY 2034)까지 연방 의료 지출을 약 1조 달러 절감할 것으로 예상됩니다 (PricewaterhouseCoopers, n.d.). 이 정책은 정부 지원 가입자 수의 감소와 미보험자 증가로 인한 시스템 전반의 비용 상승을 야기할 수 있으므로, UNH에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상됩니다. 의회 예산국(Congressional Budget Office)은 OBBBA 시행 후 정부 지출에 대한 추정치(그림 3)를 발표했는데, 이는 메디케이드와 ACA 마켓플레이스를 합친 연방 지출에서 1조 달러 이상의 순 감소를 예상합니다.



Policy & Regulatory Environment

인플레이션 감축법 (IRA)

2022년에 발효된 인플레이션 감축법(IRA)은 메디케어(Medicare)의 처방약 가격 인하, 처방약 본인 부담 비용에 대한 연간 상한제 (2025년에 \$2,000), 및 기타 여러 가지 의료 혜택을 미국인들에게 제공합니다 (Centers for Medicare & Medicaid Services, n.d.). IRA는 UNH에 긍정적 영향과 부정적 영향을 모두 미칠 수 있습니다. IRA는 확대된 부담적정보험법(ACA) 보험료 보조금을 2025년까지 연장했는데, 이는 더 크고 안정적인 위험 풀(risk pool)을 조성함으로써 UNH의 "고용주 및 개인(Employer & Individual)" 사업 부문에 직접적인 혜택을 줍니다. 그러나 이 법의 부작용은 UNH의 주요 사업 중 하나인 Optum Rx의 약국 부문 수익에 압박을 가할 것이라는 점입니다. 따라서 IRA는 ACA 연장으로 인해 단기적인 혜택을 제공하지만, Optum Rx에는 장기적인 재정적 위험을 안겨줍니다.

Policy & Regulatory Environment

거시경제 개요

인구고령화

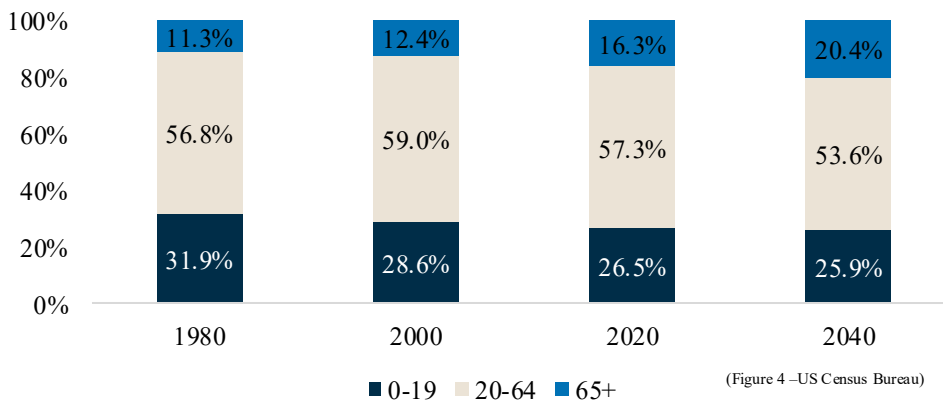
인구 고령화는 미국 경제에 심각한 영향을 미치고 있는 주요 인구통계학적 추세이며, UnitedHealth Group(UNH)에도 중대한 영향을 미칩니다. 선진 의료 기술과 인프라 덕분에 최근 기대 수명이 증가하고 있습니다. 2020년에는 65세 이상 인구가 전체 인구의 ****16.3%****를 차지했지만, 2040년에는 미국 정부가 65세 이상 인구가 전체 인구의 ****20.4%****를 차지할 것으로 예상합니다 (그림 4) (Urban Institute, n.d.). 인구 고령화 속도는 예상보다 빠르게 증가하고 있습니다.

Sociodemographic Growth Drivers

인구고령화와 UNH의 관계

인구 고령화는 UNH에 직접적인 영향을 미칩니다. IRA와 유사하게, 인구 고령화는 회사에 긍정적 영향과 부정적 영향을 모두 가져옵니다. 긍정적 영향: 고령화가 UNH에 미치는 가장 큰 긍정적 영향은 메디케어(Medicare) 사업의 성장입니다. 더 많은 사람들이 의료 서비스를 요구하게 되면서 UNH에게 거대하고, 보장되며, 성장하는 시장이 창출됩니다. 부정적 영향: 부정적 영향은 의료 비용의 증가입니다. 고령층은 의료 서비스를 더 자주 이용하기 때문에 이는 회사(UNH)의 의료 비용(medical costs)에 직접적인 영향을 미칠 것입니다.

인구 연령 분포



산업 개요

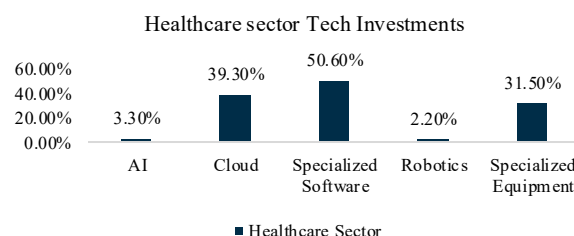
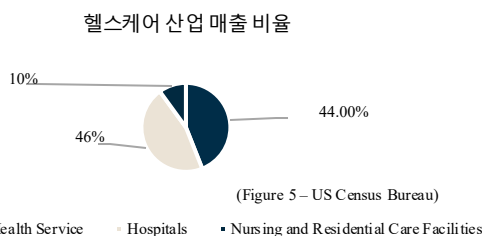
- 산업 설명
- 경쟁 요인 / 압력
- 주요 동향

산업 개요

UnitedHealth Group(UNH)의 산업 분류는 단순한 보험사를 넘어섭니다. UNH는 의료 서비스의 **자금 조달(보험)과 제공(진료 서비스)**을 모두 포괄하는 **수직 통합형 헬스케어 복합 기업(Vertically Integrated Healthcare Conglomerate)**으로 가장 잘 정의됩니다. 글로벌 산업 분류 기준(GICS, Global Industry Classification Standard)에 따르면, UNH는 주로 헬스케어 제공 및 서비스(Health Care Providers & Services) 산업에 속합니다.

Industry Description

미국의 헬스케어 부문은 미국 GDP의 **7%**를 차지하고 있으며, 미국 노동자의 **11%**를 고용하고 있습니다. 헬스케어 부문은 환자에게 의료 및 치료 서비스를 제공하고, 환자 진료 및 서비스에 대한 수수료를 통해 수익을 창출하며, 의약품 및 기타 의료 상품의 재판매를 통해 보충적인 수입을 얻습니다 (그림 5). 그러나 헬스케어 기업들이 기술에 상당한 투자를 하면서 이 모델은 빠르게 진화하고 있습니다 (그림 6) (Vertical IQ, 2024).



이중 경쟁 환경

UnitedHealth Group (UNH)은 두 가지 주요 사업 축인 UnitedHealthcare와 Optum에 대해 각각 별개의 경쟁자 그룹과 마주하는 복잡한 환경에서 운영됩니다. 따라서 앞서 언급했듯이, 헬스케어 산업을 **보험(Insurance)**과 **진료 서비스(Care Services)**의 두 분야로 나누어 분석하는 것이 중요합니다.

Competitive Landscape

건강 및 의료 보험 산업의 경쟁

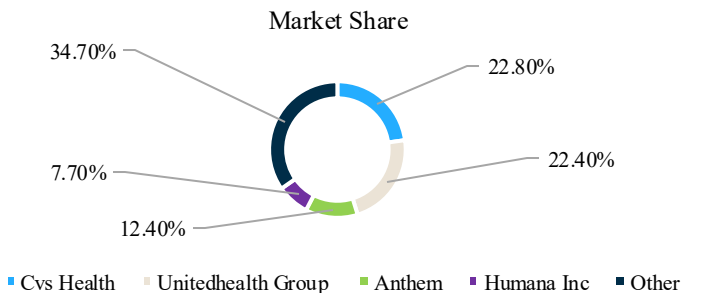
UNH를 특징짓는 주요 산업은 건강 및 의료 보험 산업입니다. 이 산업은 높은 진입 장벽, 규제 정책 및 경쟁을 가지고 있으며, 집중도와 지원(assistance)은 보통 수준이고, 수익 변동성과 혁신은 낮은 특징을 보입니다. 이 산업의 주요 상품은 PPO(Preferred Provider Organization) 플랜, PBM(Pharmacy Benefit Management), 그리고 **HDHP(High-deductible health plans)**입니다. 이 산업에서 UNH의 주요 경쟁사는 **CVS Health Corporation, Anthem, Inc., Humana Inc.**입니다. UNH는 이 산업에서 22.4%의 시장 점유율을 가진 두 번째로 큰 기업입니다. (그림 7) (IBISWorld, n.d.-b).

산업 개요

헬스케어 서비스 산업의 경쟁

UNH는 과거에 보험 상품에 중점을 두었습니다. 그러나 UNH 사업 부문의 일부인 Optum은 이제 UNH의 중요한 부문 중 하나입니다. 비록 UNH 매출의 80%가 보험료(보험 상품)에서 나오지만, Optum의 성장률은 증가하고 있습니다. 따라서 헬스케어 서비스 부문인 Optum을 이해하는 것이 중요합니다. 헬스케어 서비스 산업은 단일 시장이 아니라 상호 연결된 여러 대형 부문의 조합입니다. 이 중 가장 중요한 부문은 다음과 같습니다. 1) 직접 환자 진료 (Direct Patient Care): 의사 클리닉 및 수술 센터를 포함합니다. 2) 약국 급여 관리 (PBM, Pharmacy Benefit Management): 처방약 비용을 관리합니다. 3) 헬스 테크놀로지 및 데이터 분석 (Health Technology and Data Analytics): 현대 헬스케어를 위한 디지털 인프라를 제공합니다.

Competitive Landscape

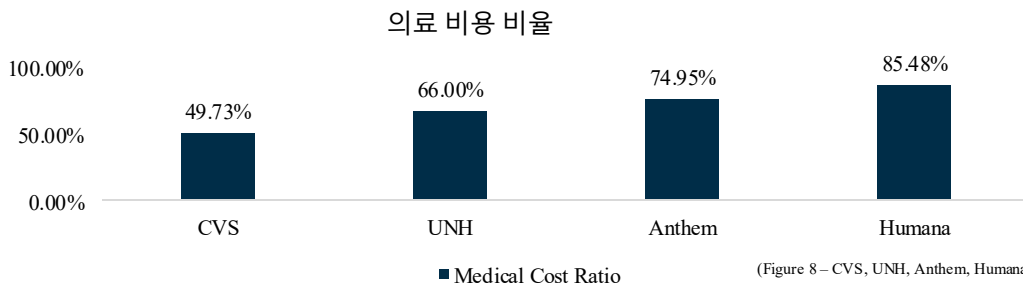


(Figure 7 – IBIS World)

수직 통합 및 경계의 모호화

보험 회사와 헬스케어 서비스 회사들은 통합되면서 헬스케어 산업 내의 경계를 모호하게 만들고 있습니다. 이러한 추세는 CVS Health와 같은 주요 보험 회사의 최근 M&A(인수합병) 거래에서 나타납니다. CVS는 최근 Oak Street Health (노인 진료 서비스)와 Signify Health (헬스 테크놀로지)를 인수했습니다 (Tracxn, n.d.). 이러한 **통합 전략(consolidation strategy)**은 보험사들이 주요 지출 항목인 헬스케어 비용에 대한 통제권을 확보할 수 있게 해줍니다 (그림 8). 또한, 환자 데이터를 활용하여 의료 결과를 개선하고 **가치 기반 진료(value-based care)**로 전환하는 데 도움이 됩니다.

Key Trend in the Industry



(Figure 8 – CVS, UNH, Anthem, Humana 10-K)

산업 개요

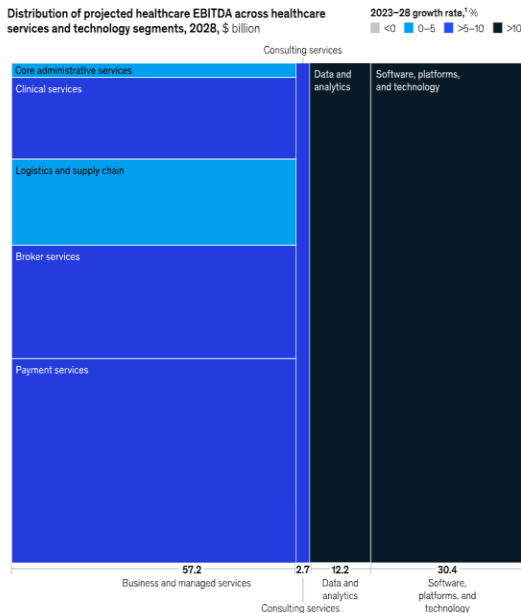
데이터 및 AI의 확산

헬스케어 서비스 및 기술(HST)은 헬스케어 산업에서 가장 빠르게 성장하는 부문입니다 (그림 9). 따라서 헬스케어 서비스 기업들은 상호 연결된 고객 네트워크에 접근하고 운영 시너지를 통해 HST 공급업체 효율성을 개선하기 위해 통합되고 있습니다. 70% 이상의 HST 기업이 서비스에 **생성형 AI(generative AI)**를 도입하여 개선하고 있습니다. 이러한 혁신은 HST 소프트웨어 플랫폼에 대한 대규모 가치 풀(value pools)을 창출하고 있으며, 2023년부터 2028년까지 연평균 14%의 EBITDA(상각 전 영업이익) 성장률과 20%의 매출 성장률이 예상됩니다 (McKinsey & Company).

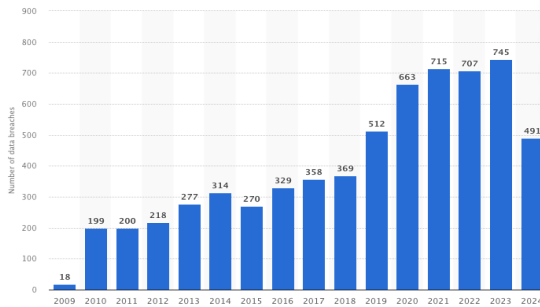
Key Trend in the Industry

헬스케어 산업의 사이버 공격 위험 추세

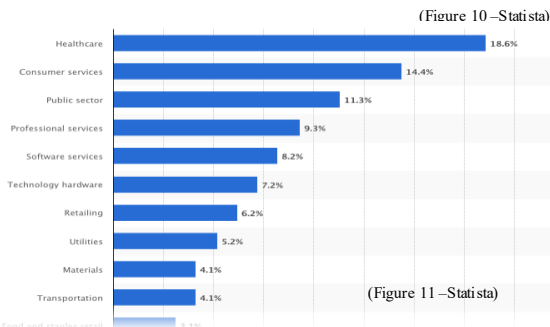
헬스케어 산업에서 사이버 공격 위험이 증가하고 있습니다. 업계에서 발생하는 사이버 공격 건수는 2012년 218건이었으나, 2023년에는 745건으로 증가했습니다 (그림 10). 2024년에는 헬스케어 기관의 **67%**가 지난 한 해 동안 랜섬웨어 공격을 경험했다고 보고했습니다. 이는 헬스케어 산업이 미국에서 랜섬웨어 공격의 영향을 가장 자주 받는 산업 중 하나임을 보여줍니다 (그림 11). 이러한 현상은 **보호된 건강 정보(PHI, Protected Health Information)**가 블랙 마켓에서 고가에 거래되는 정보이며, 다수의 의료 IT 시스템이 노후화되어 있기 때문일 수 있습니다 (CyberAngel, n.d.).



(Figure 9—McKinsey & Company, What to expect in US healthcare in 2025 and beyond)



Visualizations



기업 개요

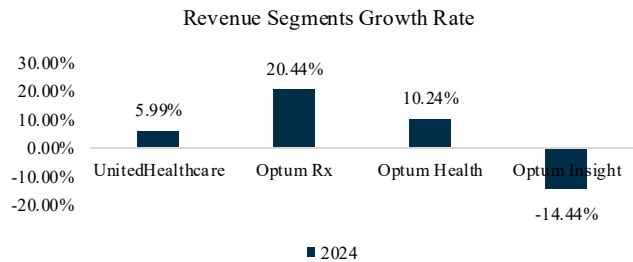
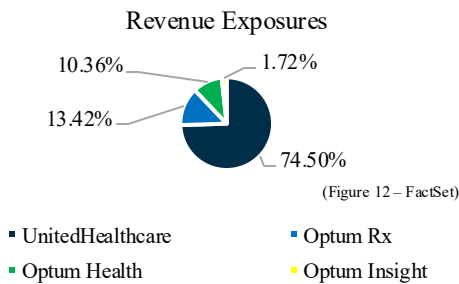
- 기업 개요
- 사업 부문
- 시너지 창출 모델

Company Overview

UnitedHealth Group은 사람들이 더 건강한 삶을 살도록 돕고 모든 사람을 위해 의료 시스템이 더 잘 작동하도록 돕는다는 사명을 가진 헬스케어 및 웰빙 기업입니다. 이 회사는 네 가지 보고 부문을 가지고 있습니다. 1) Optum Health 2) Optum Insight 3) Optum Rx 4) UnitedHealthcare (UnitedHealthcare Employer & Individual, UnitedHealthcare Medicare & Retirement, UnitedHealthcare Community & State 포함) (그림 12).

Company Description

UnitedHealth Group은 1977년 1월 Richard T. Burke에 의해 설립되었으며, 본사는 미네소타주 에덴 프레리(Eden Prairie, MN)에 위치하고 있습니다. 현재 UNH의 비즈니스 모델은 보험료 수익을 중심으로 하지만, 헬스케어 보조 서비스인 Optum의 비중을 늘리고 있습니다. 과거와 달리, Optum의 매출 성장률이 UnitedHealthcare의 매출 성장률을 앞지르고 있습니다 (그림 13).



1 – 유나이티드 헬스케어

Business Segments

UnitedHealthcare는 광범위한 네트워크를 통해 할인된 의료 접근성을 마련하고, Optum의 역량을 활용하여 환자 진료료를 조정 및 제공하며, 의료 비용의 경제성을 개선하고, 비용 추세를 분석하는 등의 역할을 수행합니다 (UNH 10-K).

1-1 주요 제품 및 서비스

- 주요 상품 중 하나는 UnitedHealthcare Employer & Individual이며, 2024년 기준으로 2,970만 명의 사람들에게 의료 접근성을 제공합니다. 또한, 메디케어 어드밴티지 프로그램인 UnitedHealthcare Medicare & Retirement와 UnitedHealthcare Community & State를 제공합니다.

1-2 정부 규제

- UnitedHealthcare는 **CMS (Centers for Medicare & Medicaid Services, 메디케어 및 메디케이드 서비스 센터)**의 규제를 받습니다. UnitedHealthcare Community & State는 연방 규정이 적용되는 메디케이드(Medicaid) 및 CHIP(Children's Health Insurance Program) 계약을 체결하고 있습니다.

Company Overview

2 – 옵тім (Optum)

Business Segments

Optum은 광범위한 헬스케어 시장에 서비스를 제공하는 정보 및 기술 기반 헬스 서비스 사업부입니다. Optum은 세 가지 사업 부문으로 운영됩니다: Optum Health, Optum Insight, 및 Optum Rx입니다.

- Optum Health: 환자 중심 진료, 진료 관리 및 헬스 금융 서비스를 제공합니다.
 - 1억 명의 소비자를 대상으로 서비스를 제공하며, **100개 이상의 헬스케어 지급 파트너(health payer partners)**와 협력합니다.
 - Optum Bank는 2,700만 명의 소비자 계정에 서비스를 제공하며, 240억 달러의 자산을 운용하고 있습니다.
- Optum Insight: 데이터 분석, 연구, 컨설팅, 기술 및 관리 서비스 솔루션을 제공합니다.
 - 헬스 시스템: 진료 제공자(care providers)의 운영 성과 개선 및 비용 절감을 지원합니다.
 - 헬스 플랜: 기술 기반 위험 및 품질 서비스를 포함하는 선제적 분석을 통해 재무 성과를 개선하여 헬스 플랜을 지원합니다.
- Optum Rx: 다양한 약국 진료 서비스를 제공합니다.
 - 65,000개 이상의 소매 약국 네트워크를 통해 약국 진료 서비스를 제공합니다.
 - 1,780억 달러 규모의 의약품 지출을 관리하며, 이 중 740억 달러는 전문 의약품 지출입니다.

UnitedHealthcare & Optum 시너지 모델

Synergy

UnitedHealth Group은 이 두 사업 부문 간의 협력의 힘을 강조합니다. Optum의 기술 덕분에 가상 의료 방문, 24시간 연중무휴 긴급 진료, 1차 진료 등이 가능해졌습니다. UnitedHealthcare는 모든 처방전에 대해 Optum의 품질 및 안전성 검증 시스템을 매우 효율적인 이행 일정과 통합함으로써 핵심적인 운영 역량을 입증하며, 지속적으로 3~5일의 서비스 수준을 달성하고 있습니다. 또한, Optum 기술은 UnitedHealthcare 회원들이 데이터에 접근하여 선도적인 진료 시점(point-of-care) 솔루션을 제시할 수 있도록 하며, 이는 더 나은 건강 결과와 비용 절감을 촉진하여 회원 및 고객에게 더 나은 서비스를 제공하는 데 도움이 됩니다 (UnitedHealthcare, 2023).

기업 분석

- SWOT 분석
- 과거 재무제표 분석
- 재무 예측
- 재무적 위험

Company Analysis

강점 (Strength)

UnitedHealth Group은 Optum과 UnitedHealthcare라는 두 가지 핵심 사업 부문을 가지고 있으며, 이 두 사업 부문 간의 시너지 모델이 UNH의 강점입니다. 이 **수직 통합 모델(vertically integrated model)**은 (UnitedHealthcare의) 방대한 양의 환자 데이터와 재무 데이터에 (Optum의) 데이터 분석, 비용 관리, 헬스 서비스 제공 역량을 결합합니다. 전통적인 보험 사업을 넘어 포트폴리오를 다각화함으로써 UNH는 안정적인 매출 흐름을 유지할 수 있습니다.

약점 (Weakness)

UNH의 핵심 사업 중 하나인 Optum Insight는 현재 **14.44%**의 마이너스 성장률을 기록하며 저조한 실적을 보이고 있습니다. 이는 Optum Insight가 회사 전체 성장 프로필에 중요한 내부 위험임을 시사합니다.

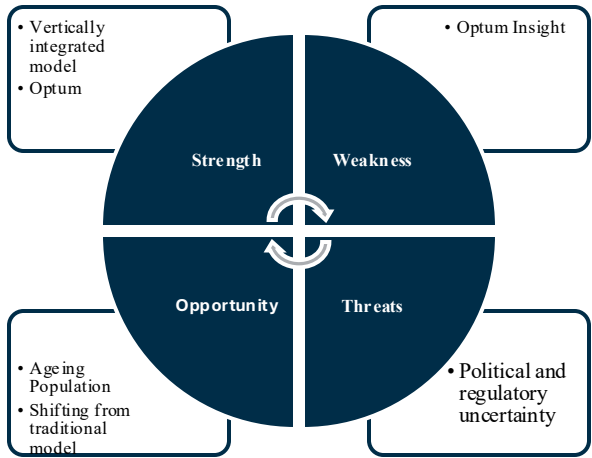
기회 (Opportunities)

UNH에게 가장 큰 기회는 미국의 고령화 인구, 특히 베이비 붐 세대입니다. 의료 서비스가 필요한 인구가 증가하면 UNH의 현금 흐름 창출에 도움이 됩니다. 또한, 전통적인 보험 모델에서 **가치 기반 모델(value-based model)**로 전환하는 추세는 Optum을 활용하여 의료 결과를 개선하고 비용을 절감하도록 설계되어 있습니다.

위협 (Threats)

현재의 정치적 및 규제적 불확실성은 UNH에게 가장 큰 위협입니다. OBBBA와 IRA는 회사에 부정적인 영향을 직접적으로 미칠 것입니다. 또한 사이버 보안 위험도 UNH에 대한 중요한 위협 중 하나입니다. Optum은 해커에게 1억 9천만 명의 사용자 데이터와 2,200만 달러를 지불했다고 보고되었는데, 이 해킹으로 인해 미국 의료 제공업체 대부분에 서비스를 제공하는 데이터 청산소(data clearinghouse)의 운영이 중단되었으며, 이로 인해 1억 3,100만 명의 환자와 거의 67,000개의 약국이 영향을 받았습니다 (CybelAngel, n.d.).

SWOT Analysis



SWOT Visualization

기업 분석

매출 성장 분석

UNH의 지난 2년간의 매출액은 **연평균 성장률(CAGR) 11.17%**라는 견고한 성장을 보였으며, 이는 업계 평균을 상회하는 수치입니다. FY 2022년에서 2024년까지의 매출 성장률은 12.71%에서 **7.71%**로 하락했습니다 (그림 14). 그럼에도 불구하고, 헬스케어 산업의 평균 CAGR 8.27%보다 높은 11.17%의 전체 CAGR을 계산할 수 있습니다. UNH가 헬스케어 시장 평균을 상회할 수 있었던 이유는 Optum Rx 덕분인데, Optum Rx는 UNH 매출 노출의 20.44%를 차지하며 지난해 대비 13.42%의 매출 성장률을 보였습니다. Optum 부문의 영업이익률은 UnitedHealthcare 보험 부문의 영업이익률보다 4배 이상 높습니다. 이는 Optum 부문이 UnitedHealthcare 부문보다 훨씬 더 높은 수준의 수익성을 달성하고 있음을 의미합니다.

Historical Financial Analysis

UNH Income Statement	Actuals		
\$ in millions	FY 2022	FY 2023	FY 2024
Income Statement			
Revenues	324,162	371,622	400,278
Medical Costs	(210,842)	(241,894)	(264,185)
Operating Costs	(47,782)	(54,628)	(53,013)
Cost of Products Sold	(33,703)	(38,770)	(46,694)
Depreciation & Amortization	(3,400)	(3,972)	(4,099)
Earning from Operations	28,435	32,358	32,287
Interest expense	(2,092)	(3,246)	(3,906)
Loss on Sale of subsidiary and held for sale	0	0	(8,310)
EBIT	26,343	29,112	20,071
Income Taxes	(5,704)	(5,968)	(4,829)
Net income	20,639	23,144	15,242
Margins /Growth Rates			
-			
Revenue Growth Rate	12.71%	14.64%	7.71%

(Figure 14 – UNH 10-K, Income Statement)

기업 분석

수익성 분석

의료 비용(Medical Cost)은 UNH 재무제표에서 가장 중요한 요소 중 하나입니다. 2024년 기준으로, UNH의 **의료 비용 비율(MCR, Medical Cost Ratio)**은 총 매출의 **66%**를 차지했습니다. 과거 재무 기록을 살펴보면, MCR은 **3년 동안 65%, 2023년 65%, 2024년 65%**로 안정적으로 유지되었음을 알 수 있습니다. 이는 UNH가 사업을 위해 MCR을 안정적으로 유지하려고 노력하고 있음을 보여줍니다. 반면, 통합 손익계산서의 **영업 이익률(operating margin)**은 2022년 **8%**에서 2024년 **5%**로 감소했는데, 이는 UNH의 수익성이 과거에 비해 잘 유지되지 않고 있음을 나타냅니다.

그러나 UNH의 매출 구조로 인해, 각 사업 부문의 영업 이익률을 살펴보는 것이 중요합니다. UNH가 보고한 각 부문별 영업 이익률은 다음과 같습니다: UnitedHealthcare: 5.2%, Optum Health: 7.4%, Optum Insight: 16.5%, Optum Rx: 4.4% (그림 15). UNH의 통합 영업 이익률이 낮은 이유는 현재 매출의 **74.5%**가 영업 이익률이 **5.2%**인 UnitedHealthcare에서 발생하며, 이는 통합 영업 이익률을 낮추기 때문입니다. 또한, 2024년에 **종속회사 매각 손실(Loss on Sale of a subsidiary)**이 발생하여 EBIT(이자 및 세전 이익)가 낮아졌음을 인지하는 것이 중요합니다. UNH가 종속회사 매각 손실을 기록한 이유는 브라질 사업 부문을 매각했기 때문입니다. 기본 **주당 순이익(EPS)**을 분석하는 것은 UNH의 수익성을 분석하는 데 도움이 됩니다. 2022년부터 2024년까지 UNH의 기본 EPS는 다음과 같습니다: 2022년: 21.47, 2023년: 24.12, 2024년: 15.64입니다. 2024년 EPS는 종속회사 매각 손실로 인해 크게 하락했습니다.

Operating Margin in segments

Business Segments	2024	2023	2022
UnitedHealthcare	5.2%	5.8%	5.8%
Optum Health	7.4%	6.9%	8.5%
Optum Insight	16.5%	22.5%	24.6%
Optum Rx	4.4%	4.4%	4.4%

(Figure 15 – UNH 10-K, Income Statement)

Historical Financial Analysis

Historical Financial Analysis Visual

기업 분석

현금 흐름 및 투자 효율성 분석

UNH가 현금을 창출하는 능력은 핵심적인 강점이며, **영업 활동 현금 흐름(cash flow from operations)**이 주요 측정 지표입니다. 2024 회계연도(FY 2024)에 회사는 240억 2,400만 달러의 영업 현금 흐름을 창출했습니다. 지난 3년간의 영업 현금 흐름 성장률을 검토하면 다음과 같은 추세를 보입니다: 2022년: 17.29%, 2023년: 10.92%, 2024년: -16.73% (그림 16). 2024 회계연도에 영업 현금 흐름이 마이너스 성장률을 기록한 이유 중 하나는 앞서 언급했듯이 종속회사 매각 손실 때문입니다.

2024 회계연도에 영업 현금 흐름이 마이너스 성장률을 기록한 또 다른 이유는 순운전자본(NWC, net working capital) 증가 때문이었습니다. 이러한 증가는 주로 '기타 자산(Other assets)'의 상당한 증가로 인해 발생했으며, 이는 이전 연도에 비해 2024년에 회사의 더 많은 현금이 단기 운영 주기에 묶여 있었음을 나타냅니다. UNH의 재무제표에서 조사해야 할 또 다른 주요 항목은 **자본 지출(CapEx, capital expenditure)**입니다. 이는 회사가 현재 얼마나 투자하고 있는지를 보여주기 때문입니다. UNH의 경우, CapEx는 '유형 자산 및 자본화된 소프트웨어 구매(Purchases of property, equipment, and capitalized software)' 항목으로 기록됩니다.

UNH의 CapEx는 매년 꾸준히 증가하여 28억 달러에서 35억 달러로 늘어났습니다. 2024년에 UNH의 CapEx (35억 달러)를 감가상각비 및 상각비 (41억 달러)와 비교했을 때, CapEx가 감가상각비 및 상각비보다 적었습니다. 이는 일반적으로 투자가 부족함을 시사할 수 있지만, UNH와 같은 기술 중심 서비스 회사의 경우, 이러한 차이는 주로 과거 인수로 인한 무형 자산에 대한 비현금 상각 비용이 크기 때문에 발생합니다.

Historical Financial Analysis

\$ in millions	2022	2023	2024
Statement of Cashflows			
Net income	20,639.0	23,144.0	15,242.0
Noncash items:			
Depreciation and amortization	3,400.0	3,972.0	4,099.0
Deferred income taxes	(673.0)	(245.0)	(296.0)
Share-based compensation	925.0	1,059.0	1,018.0
Loss on sale of subsidiary and subsidiaries held for sale	0.0	0.0	8,310.0
Gains on dispositions and other strategic transactions	(588.0)	(489.0)	(3,333.0)
Other, net	257.0	(16.0)	(28.0)
Net change in other operating items			
Accounts receivable	(2,523.0)	(3,114.0)	(1,437.0)
Other assets	(1,374.0)	(2,444.0)	(4,140.0)
Medical costs payable	4,053.0	3,482.0	2,503.0
Accounts payable and other liabilities.	1,964.0	3,516.0	2,463.0
Unearned revenues	126.0	203.0	(197.0)
Cash flow from Operating Activities	26,206.0	29,068.0	24,204.0

Historical Financial Analysis Visual

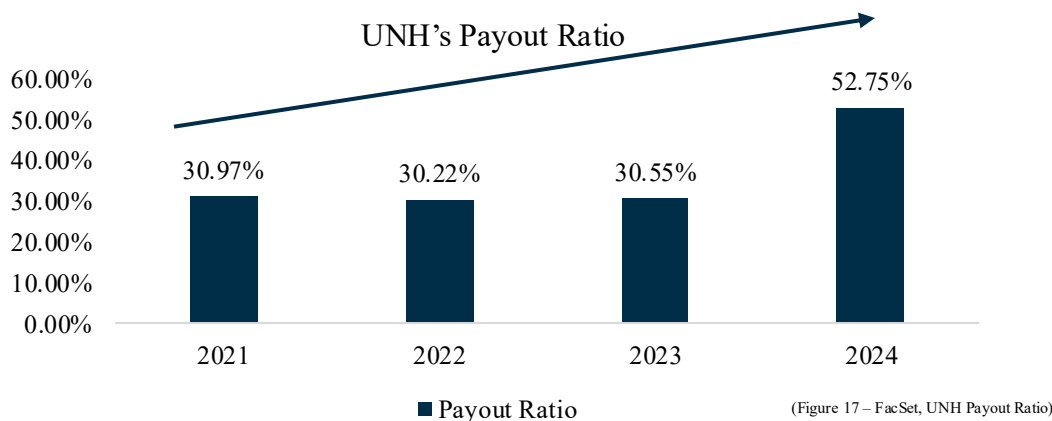
(Figure 16 – UNH 10-K, Cash Flow Statement)

기업 분석

주주 환원 분석

그러나 보고된 배당 성향은 2022년부터 2023년까지 **약 30%**로 안정적으로 유지되다가, 2024년에는 **52.75%**로 급증했습니다 (그림 17). 이러한 급증은 앞서 언급했듯이 일회성 매각 손실로 인해 발생한 왜곡된 수치이며, 이는 주당 순이익(EPS)을 인위적으로 감소시켜 배당 성향을 높였습니다. 이러한 **비반복성 항목(non-recurring item)**을 제외하고 조정된 순이익을 기준으로 재계산된 정상화된 배당 성향은 **약 30%**의 역사적 평균과 일치하며 지속 가능합니다. 이는 UNH의 배당 정책이 핵심 운영 수익에 의해 뒷받침되고 있음을 나타냅니다.

Historical Financial Analysis



또한, 회사의 **자사주 매입 프로그램(share repurchase program)**을 살펴보는 것도 중요합니다. 이는 회사의 주주 환원 정책과 직접적으로 관련되기 때문입니다. 회사의 현금 흐름 보고서는 자사주 매입 규모가 FY 2022년 70억 달러에서 FY 2023년 90억 달러로 증가했음을 보여줍니다. 회사는 매년 10억 달러씩 자사주 매입을 늘리고 있습니다. 이러한 증가하는 자사주 매입 프로그램으로부터 UNH는 FY 2022년 \$21.47에서 FY 2023년 \$24.12로 기본 EPS를 증가시킬 수 있었습니다 (FY 2024년의 기본 EPS는 종속회사 매각 손실로 인해 왜곡되었습니다).

기업 분석

재무 전망 분석

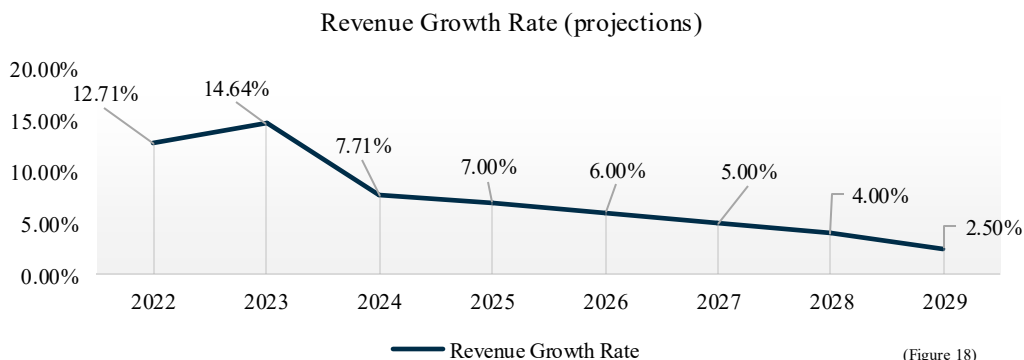
이 섹션에서는 향후 5년(2025~2029년) 동안의 UNH 재무 성과를 전망합니다. 이러한 전망은 역사적 성과, 산업 동향 및 회사의 전략적 방향을 기반으로 합니다. 도출된 전망치는 DCF(할인 현금 흐름), DDM(배당 할인 모델) 및 P/E(주가수익비율) 가치 평가 모델의 주요 투입 요소로 사용될 것입니다.

Financial Projections

매출 전망

UNH의 FY 2025년 매출을 전망하기 위해, 2025년 6월 기준 LTM(최근 12개월) 매출액인 4,228억 2천만 달러를 살펴보았으며 (FactSet), 이는 지난 해 대비 5.63%의 성장률을 보여줍니다. 3년 평균 매출 성장률은 **11.69%**를 기록했습니다. 가장 최근 연도(FY 2024) 성장률은 **7.71%**로 단기적인 둔화를 보였지만, 3년 평균은 더 높은 미래 성장률을 반영합니다. UNH의 매출 성장은 두 사업 부문이 서로 다른 속도로 주도하고 있습니다. 따라서 단일 최고 성장률을 적용하는 것보다 상향식(bottom-up) 예측이 더 정확합니다.

성숙한 UnitedHealthcare 부문은 연간 **4~5%**의 안정적인 성장을 보일 것이며, 성장하는 Optum 서비스 부문은 **8~10%**의 더 높은 성장률을 보일 것으로 가정합니다. 각 부문의 매출 기여도를 가장 평균하면, FY 2025년의 전반적인 혼합 매출 성장률은 약 **7%**가 될 것으로 예상됩니다. UNH의 매출 성장률이 감소 추세를 보이기 때문에, FY 2026년 매출 성장률은 6%, FY 2027년은 5%, FY 2028년은 4%, 그리고 영구적으로는 **2.5%**로 추정하는 것이 합리적입니다. 이는 UNH가 성숙기에 접어든 기업이며 미국 GDP 성장률 및 인플레이션율에 맞춰 조정되고 있음을 고려한 것입니다 (그림 18).



기업 분석

의료 비용 전망

앞서 과거 재무 분석에서 언급했듯이, UNH는 Optum을 활용하여 주요 비용 항목인 의료 비용을 통제하고 안정화하고 있습니다. 따라서 UNH의 **MCR(의료 비용 비율)**이 미래에도 안정적인 것으로 합리적으로 추정됩니다. MCR은 약 65% 수준으로 안정적이었기 때문에, 저는 과거 평균(2022~2024년 평균, 65.38%였음)을 사용하여 회사의 미래 의료 비용을 계산했습니다.

감가상각비 및 상각비 전망

감가상각비 및 상각비를 예측하는 데는 **단축된 가중 평균 접근법(short-cut of the weighted approach)**이 사용되었습니다. 이는 **지난해 감가상각비 및 상각비의 90%**와 **예상되는 CapEx(자본 지출)의 10%**를 합산하여 계산됩니다. 나머지 자산의 90%는 계속해서 감가상각이 진행되고, 새로운 투자 자산의 10%가 감가상각에 추가된다고 합리적으로 가정했습니다.

CapEx가 감가상각비 예측의 핵심 요소이므로, CapEx 예측치를 먼저 계산해야 합니다. 회사의 과거 **3년 평균 CapEx 대 매출 비율(CapEx-to-Revenue ratio)**은 약 **0.88%**로 안정적으로 유지되었습니다 (그림 19). 따라서 이 비율을 미래 예측에 합리적으로 적용할 수 있습니다. 예상되는 CapEx를 감가상각비에 적용하면 예상되는 감가상각비 및 상각비를 계산할 수 있습니다.

Schedules	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Revenue	324,162.00	371,622.00	400,278.00	428,297.46	453,995.31	476,695.07	495,762.88	508,156.95
Accounts Receivable	17,681.00	21,276.00	22,365.00	23,937.42	25,373.66	26,642.35	27,708.04	28,400.74
DSO	19.91	20.90	20.39	20.40	20.40	20.40	20.40	20.40
COGS	-	-	-	-	-	-	-	-
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
DIO	-	-	-	-	-	-	-	-
COGS	33,703.00	38,770.00	46,694.00	46,391.75	49,175.26	51,634.02	53,699.38	55,041.86
Average Accounts Payable	28,385.50	32,176.50	34,280.50	37,210.98	38,785.97	40,016.10	42,347.83	43,158.94
DPO	307.41	302.93	267.97	292.77	287.89	282.87	287.84	286.20
Revenue	324,162.00	371,622.00	400,278.00	428,297.46	453,995.31	476,695.07	495,762.88	508,156.95
Purchases of property, equipment and capitalized software	(2,802.00)	(3,386.00)	(3,499.00)	(3,782.82)	(4,009.79)	(4,210.28)	(4,378.69)	(4,488.15)
Capex as a % of Revenue	0.86%	0.91%	0.87%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%

(Figure 19)

기업 분석

이자 비용 전망

이자 비용은 부채를 기반으로 지출되는 비용입니다. 따라서 이자 비용을 예측할 때 장기 부채 및 이자율을 전망하는 것이 필수적입니다. UNH의 장기 부채는 두 가지 항목, 즉 **단기 차입금(Short-term borrowings)**과 **만기가 장기 부채에 해당하는 현재 부채(current maturities of long-term debt)**를 합산하여 계산되었습니다.

전망을 위해, UNH가 **안정적인 부채 대 자본 비율(debt-to-equity ratio)**을 가지고 있을 가능성이 높다고 가정하고, **3년 평균 부채 대 자본 비율(장부가치 기준) 72%**를 일정한 부채 만기 비율로 사용했습니다 (그림 20). 부채를 예측한 후, 이자율은 3년 평균 이자율로 전망했습니다 (그림 20).

Financial Projections

Long Term Debt	57,623.00	62,537.00	76,904.00	76,143.63	82,617.01	89,128.35	96,258.62	103,959.31
Total Equity	81,450.00	94,421.00	98,268.00	106,129.44	11,461.980	12,378.938	13,369.253	14,438.793
Equity growth rate	0.09	0.16	0.04	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Long-term Debt/Equity Ratio	0.71	0.66	0.78	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72

기타 비용 전망

(Figure 20)

운영 비용, 판매된 상품 원가(COGS), 법인세와 같은 기타 비용은 3년 추세 및 마진을 평균하여 예측했습니다 (그림 21).

\$ in millions	Actuals					Projections		
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Income Statement								
Revenues	324,162	371,622	400,278	428,297	453,995	476,695	495,763	508,157
Medical Costs	(210,842)	(241,894)	(264,185)	(280,012)	(296,813)	(311,654)	(324,120)	(332,223)
Operating Costs	(47,782)	(54,628)	(53,013)	(60,938)	(64,595)	(67,824)	(70,537)	(72,301)
Cost of Products Sold	(33,703)	(38,770)	(46,694)	(46,392)	(49,175)	(51,634)	(53,699)	(55,042)
Depreciation & Amortization	(3,400)	(3,972)	(4,099)	(4,067)	(4,062)	(4,076)	(4,107)	(4,145)
Earning from Operations	28,435	32,358	32,287	36,888	39,351	41,507	43,300	44,447
Interest expense	(2,092)	(3,246)	(3,906)	(3,528)	(3,828)	(4,130)	(4,460)	(4,817)
Loss on Sale of subsidiary and held for sale	0	0	(8,310)	(60)	0	0	0	0
EBIT	26,343	29,112	20,071	33,300	35,523	37,377	38,840	39,630
Income Taxes	(5,704)	(5,968)	(4,829)	(7,350)	(7,840)	(8,249)	(8,572)	(8,747)
Net income	20,639	23,144	15,242	25,950	27,683	29,128	30,267	30,883
Margins/Growth Rates								
-								
Revenue Growth Rate	12.71%	14.64%	7.71%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%	2.50%
Medical cost as a % of Revenue	65.04%	65.09%	66.00%	65.38%	65.38%	65.38%	65.38%	65.38%
Operating cost as a % of Revenue	14.74%	14.70%	13.24%	14.23%	14.23%	14.23%	14.23%	14.23%
Cost of Products Sold as % of Revenue	10.40%	10.43%	11.67%	10.83%	10.83%	10.83%	10.83%	10.83%
Interest Rate on Debt	3.63%	5.19%	5.08%	4.63%	4.63%	4.63%	4.63%	4.63%
Tax Rate	21.65%	20.50%	24.06%	22.07%	22.07%	22.07%	22.07%	22.07%

(Figure 21)

기업 분석

순운전자본(NWC) 전망

순운전자본(NWC) 계산은 비현금 자산에서 **비이자부채(non-interest-bearing current liability)**를 차감하여 계산되며, 오직 영업 현금 흐름과 관련된 항목만 포함합니다. NWC는 할인 현금 흐름(DCF) 가치 평가 모델에서 **FCFF(Free Cash Flow to the Firm)**를 계산하는 데 사용되기 때문입니다. 2024년 NWC는 종속회사 매각이라는 일회성 항목으로 인해 왜곡되었습니다. 따라서 2022년부터 2023년까지의 NWC 대 매출 비율 평균인 **13%**를 사용하는 것이 합리적입니다. 이러한 계산을 통해 2025년부터 2026년까지의 NWC 및 NWC의 변화를 매출의 **13%**를 사용하여 추정할 수 있습니다. 그러나 회사가 영구적으로 13%의 NWC를 유지할 수 없으므로, FY 2027년 이후에는 **10%**로 조정된다고 가정했습니다 (그림 22).

Financial Projections

S in millions	Actuals			Projections				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Accounts receivable	17,681.00	21,276.00	22,365.00					
Other current receivables	12,769.00	17,694.00	26,089.00					
Assets under management	4,087.00	3,755.00	0.00					
Prepaid expenses and other current assets.	6,621.00	6,084.00	8,212.00					
Non Cash Current Asset	41,158.00	48,809.00	56,666.00					
Medical cost payable	29056.00	32395.00	34224.00					
Accounts payable and accrued liabilities	27715.00	31958.00	34337.00					
Unearned revenues	3075.00	3355.00	3317.00					
Other current liabilities	26281.00	27072.00	27346.00					
Non interest bearing Current Liabilities	86,127.00	94,780.00	99,224.00					
NWC	(44,969.00)	(45,971.00)	(42,558.00)	(56,198.52)	(59,570.43)	(47,669.51)	(49,576.29)	(50,815.69)
% of Sale	(0.14)	(0.12)	(0.11)	(0.13)	(0.13)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
Change in NWC	(8,148.00)	(1,002.00)	3,413.00	(13,640.52)	(3,371.91)	11,900.92	(1,906.78)	(1,239.41)

(Figure 22)

기업 분석

EPS 전망

EPS(주당 순이익) 전망은 P/E(주가수익비율) 가치 평가에 필수적입니다. 미래 순이익은 이미 그림 20에서 계산되었으므로, 희석 주당 순이익 전망을 계산하기 위해 UNH 보통주에 귀속되는 순이익과 희석 발행 주식수를 예측해야 합니다. 회사가 주주에게 귀속되는 이익의 비율을 유지할 것으로 가정하는 것이 합리적입니다. 따라서 미래의 주주에게 귀속되는 이익 전망은 총 이익의 ****3.77%****를 계산하여 추정할 수 있습니다 (그림 23).

UNH의 희석 발행 주식수는 평균 1.22% (5년 희석 발행 주식수 성장률) 감소하고 있습니다 (그림 23). 참고로, 2025년 희석 발행 주식수는 FactSet에서 가져온 2025년 6월 기준 LTM(최근 12개월) 데이터를 사용합니다. 유사한 로직을 기본 EPS 계산에도 적용합니다. 2026년 이후에도 희석 발행 주식수가 연평균 1.22% 감소할 것이라고 추정하는 것이 합리적입니다. 그러나 2026년 이후에는 연간 ****0.5%****의 보다 보수적인 주식 감소율을 전망합니다. 이는 회사가 대규모 M&A 기회를 위해 현금을 보유하는 데 우선순위를 두기 시작하여, 공격적인 자사주 매입에서 자본 배분 전략을 약간 전환할 것이라고 예상하기 때문입니다.

Financial Projections

	Actuals				Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Net income	20,639	23,144	15,242	25,950	27,683	29,128	30,267	30,883
earnings attributable to UNH common Shareholders	(519)	(763)	(837)	(978)	(1,043)	(1,097)	(1,140)	(1,164)
earning attributable to shareholders ratio	-2.51%	-3.30%	-5.49%	-3.77%	-3.77%	-3.77%	-3.77%	-3.77%
Net earnings attributable to UNH common Shareholders	20,120	22,381	14,405	24,973	26,640	28,030	29,127	29,720
Diluted Share Outstanding	949.8	938.5	925	910	898.90	894.41	889.94	885.49
Diluted Share Outstanding Growth Rate	-0.63%	-1.19%	-1.44%	-1.62%	-1.22%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
Diluted EPS	21.18	23.85	15.57	27.44	29.64	31.34	32.73	33.56
Basic Share Outstanding	937	928	921	907	898.22	893.73	889.26	884.82
Basic Share Outstanding Growth Rate	-0.64%	-0.96%	-0.75%	-1.52%	-0.97%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
Basic EPS	21.47	24.12	15.64	27.53	29.66	31.36	32.75	33.59

(Figure 23 – UNH 10K, FactSet)

기업 분석

주당 배당금 (DPS) 전망

DPS는 **배당 할인 모델(dividend discount model)**의 핵심 요소입니다. 배당금 전망은 예상 DPS에 예상 배당 성향을 곱하여 계산할 수 있습니다. 예상 DPS는 그림 23에서 이미 계산되었고, 예상 배당 성향은 그림 17에서와 같이 **30%**로 가정되었으므로, 미래 DPS를 추정할 수 있습니다. 예상 DPS는 FY 2022년 \$6.4에서 FY 2029년 \$10.07로 증가할 것입니다 (그림 24). FY 2029년 이후에는 영구적으로 2.5% 성장할 것으로 합리적으로 추정됩니다.

Financial Projections

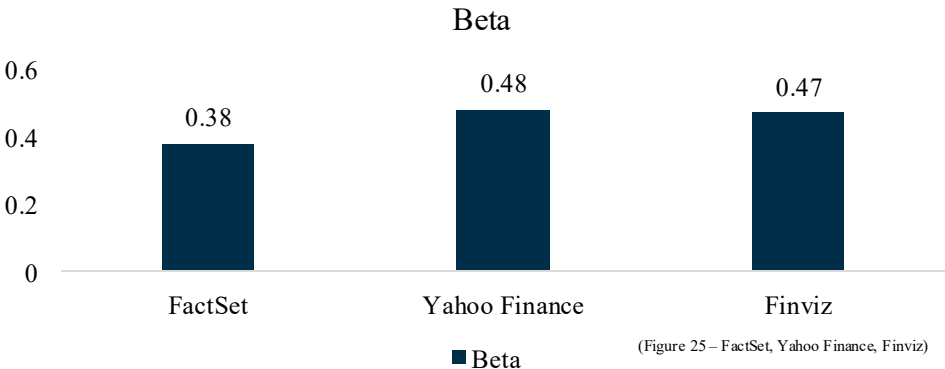
	Actuals			Projections				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Diluted EPS	-	-	-	27.44	29.64	31.34	32.73	33.56
Payout Ratio	-	-	-	30%	30%	30%	30%	30%
DPS	6.4	7.29	8.18	8.23	8.89	9.40	9.82	10.07

(Figure 24)

베타 분석

UNH에 대한 **베타(Beta)**를 제공하는 금융 서비스가 여러 개 있습니다. 베타를 제공한 세 가지 출처는 다음과 같습니다: FactSet (3년 조정 베타 0.38), Yahoo Finance (5년 월간 베타 0.48), FinViz (0.47) (그림 25). 자본 비용을 계산하기 위해 이 보고서는 Yahoo Finance에서 제공하는 5년 월간 베타 0.48을 채택했습니다. 이 수치가 채택된 이유는 단기 변동성을 제외하고 회사의 장기적인 체계적 위험을 가장 잘 반영하는 표준 측정 지표로 간주되기 때문입니다.

Financial Risks



(Figure 25 – FactSet, Yahoo Finance, Finviz)

기업 분석

부채 구조 분석

2024 회계연도(FY 2024) 기준으로, UNH의 총 부채 대 자본 비율(장부가치 기준)은 88.27입니다. 하지만 이 비율은 전년도 75.98%보다 약 10% 증가했습니다. 이 비율이 크게 증가한 가능한 이유는 투자 또는 전략적 인수를 위한 구매가 크게 증가했기 때문입니다. 회사가 이러한 투자를 구매하기 위해 더 많은 채권을 발행했을 가능성이 있습니다. 이러한 성장 지향적 전략은 시장 점유율을 높일 수 있지만, 회사의 재무 레버리지(financial leverage)와 이자율 위험 노출도 증가시킵니다.

Financial Risks

베타 및 부채 구조 분석

주목할 점은 UNH가 2024년에 부채를 크게 증가시켰다는 것입니다. 따라서 이 변화가 3년 베타와 5년 베타 사이의 차이를 설명하는 주요 요인이라고 가설을 세우는 것이 합리적입니다. 이 분석은 먼저 2024년 부채 대 자본 비율을 사용하여 (FactSet에서 가져온) **3년 베타를 제거(unlevering)**함으로써 이 가설을 검증합니다. 이어서, 이 제거된 (자산) 베타는 과거 5년 평균 부채 대 자본 비율을 사용하여 **재조정(relevered)**하여, 5년 베타가 이론적으로 어떠해야 하는지를 추정합니다.

Financial Risks

베타 제거 및 재조정 (Unlevering & Relevering Beta)

- 3년 베타와 2024년 부채 대 자본 비율을 사용하고 21%의 세율을 적용하여, 제거된 베타는 0.22로 계산될 수 있습니다. 제거된 베타 0.22에서, 5년 평균 부채 대 자본 비율인 77.82%를 사용하여 베타를 다시 레버리지 할 수 있습니다. 재조정된 베타는 0.35로 계산됩니다.

결론

- 그 결과, 이론적으로 계산된 베타는 약 0.35였는데, 이는 경험적으로 관찰된 5년 베타인 0.48과 상당한 차이를 보입니다. 이러한 차이는 다음과 같은 두 가지 요인 때문일 가능성이 높습니다:
 - 입력 데이터의 한계: 분석에 사용된 3년 베타는 **조정된 베타(adjusted beta)**이며, 순수 베타(raw beta)가 아닙니다. 이 수치에 내재된 조정으로 인해 계산에 왜곡이 발생했을 수 있습니다.
 - 사업 위험의 변화: 부채 수준을 넘어서, UNH의 근본적인 사업 위험이 지난 5년간 M&A 때문에 변화했을 가능성이 있습니다. 따라서 레버리지가 중요한 요인임에도 불구하고, 이는 베타 추정치 간의 차이를 완전히 설명하지 못합니다.
- 따라서 본 리서치는 Yahoo Finance에서 제공하는 0.48 베타를 채택합니다.

가치평가

- P/E 모델
- 배당 할인 모델
- 현금 흐름 할인 모델

가치평가

비교 대상 선정

산업 개요(Industry Overview)에서 언급했듯이, 헬스케어 보험 산업의 매출은 약 **78%**가 네 개의 주요 회사, 즉 **UnitedHealth Group, CVS Health, Elevance Health, Humana Inc.**에 의해 지배됩니다 (그림 5). 따라서 이 회사들을 비교 대상(Comparable)으로 선정하는 것이 합리적입니다. UnitedHealth가 Optum을 활용하여 새로운 종류의 산업으로 확장하고 있음에도 불구하고, 다른 보험 회사들 역시 확장하고 있으며, 여전히 매출의 대부분이 보험료에서 발생하고 있습니다. 이는 이 회사들이 보험 산업에서 비교 대상으로서 유사하게 고려될 수 있음을 의미합니다.

P/E Model

P/E 모델

P/E 가치 평가는 UNH의 내재 주가를 계산하기 위해 **Trailing EPS(과거 12개월 EPS)**와 **Leading EPS(선형 12개월 EPS)**를 모두 사용합니다. 비교 대상들의 EPS 수치 대부분은 FactSet 추정치입니다. FactSet이 기본 EPS만 제공하므로, UNH 및 모든 비교 대상의 EPS는 기본 EPS입니다. UNH의 Trailing EPS는 **LTM(최근 12개월, 6월 기준)**에서 가져오며, Leading EPS는 그림 23에서 추정됩니다.

All EPS figures represent basic EPS (FactSet basis, LTM trailing & FY+1 leading)

Company	Stock Price	Earning Per Share (Trailing)	Earning Per Share (Leading)	P/E (Trailing)	P/E (Leading)
UnitedHealth Group	354.50	23.09	29.66	15.35	11.95
CVS Health	77.90	3.59	6.40	21.70	12.17
Elevance Health	353.24	23.60	29.90	14.97	11.81
Humana Inc.	280.22	13.06	17.10	21.46	16.39
Maximum	353.24	23.60	29.90	21.70	16.39
Mean	237.12	13.42	17.80	19.37	13.46
Median	280.22	13.06	17.10	21.46	12.17
Minimum	77.90	3.59	6.40	14.97	11.81

(Figure 26)

P/E 가치평가 결론

비교 대상이 소수이기 때문에 중앙값(Median) P/E를 사용하여 UNH의 내재 주가를 계산했습니다. P/E 모델을 기반으로, UNH의 내재 주가는 Trailing EPS 기준 \$495.43, Leading EPS 기준 \$361.02입니다 (그림 27).

	Implied Price (Trailing)	Implied Price (Leading)
Maximum	501.03	486.04
Mean	447.36	399.15
Median	495.43	361.02
Minimum	345.61	350.40

(Figure 27)

가치평가

예상 배당금 및 자기자본 비용

재무 전망 섹션에서 언급했듯이, 저희는 2029년까지의 배당금을 예상했으며 **영구 성장률(terminal growth rate)**을 2.5%로 가정했습니다 (그림 18). Gordon Growth Model(고든 성장 모델)을 사용하기 위해서는 **자본 자산 가격 결정 모델(CAPM, Capital Asset Pricing Model)**을 사용하여 자기자본 비용을 계산해야 합니다.

- 자본 자산 가격 결정 모델 (CAPM)
 - 무위험 이자율 (Risk Free Rate): 4.58% (Damodaran 2024년 장기 국채 이자율)
 - 베타: 0.48 (Yahoo Finance)
 - 시장위험 프리미엄: 4.33% (Damodaran 2024 MRP)
 - 자기자본 비용: 6.66%

내재 주가 계산

예상 DPS(그림 28)를 사용하여 FY 2025년부터 FY 2028년까지의 배당금 **현재 가치(PV)**의 합계는 \$30.87입니다 (그림 28). **영구 가치(Terminal Value)**는 2.5%의 영구성장률과 6.66%의 자기자본 비용을 사용하여 Gordon Growth Model로 계산되며, 그 값은 \$242.05입니다. FY 2025년부터 FY 2028년까지의 모든 배당금과 영구 가치의 현재 가치를 합산하면, **내재 주가(implied share price)**는 \$217.90으로 나옵니다 (그림 29). UNH의 현재 주가인 \$364.48에 비추어 볼 때, 배당 할인 모델은 해당 주식이 상당히 고평가되었다고 시사합니다.

\$ in millions	Projections			
	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
DPS	8.23	8.89	9.4	9.82
Return on Equity	1.067	1.138	1.213	1.294
PV	7.72	7.81	7.75	7.59

(Figure 28)

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.50%
2028 Dividend * (1+g)	10.07
Terminal Value in 2028	242.05
PV of Terminal Value	187.04
Implied Share Price	217.90

(Figure 29)

Dividend Discount Model

가치평가

DDM 민감도 분석

배당 할인 모델(DDM)의 민감도 분석은 **자기자본 비용(Cost of Equity)**과 **영구 성장률(terminal growth rate)**이 변화할 때 내재 주가가 어떻게 변하는지 보여줍니다. 이는 베타(beta) 또는 희석 EPS(diluted EPS)에 대해 설정된 가정이 변경될 경우 가능한 내재 주가를 나타냅니다. 이 민감도 분석에서는 자기자본 비용과 영구 성장률에 대한 5가지 가능한 가정이 제시됩니다. 민감도 분석 결과는 UNH의 내재 주가 범위가 \$234.30에서 \$290.45 사이일 수 있음을 시사합니다 (그림 30).

Dividend Discount Model

		Cost of Equity				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth	1.5%	\$238.54	\$211.81	\$190.42	\$172.93	\$158.35
	2.0%	\$269.17	\$234.30	\$208.08	\$187.11	\$169.95
	2.5%	\$310.01	\$265.49	\$232.11	\$206.14	\$185.37
	3.0%	\$447.16	\$377.63	\$327.86	\$290.45	\$261.28
	3.5%	\$452.94	\$362.12	\$301.58	\$258.33	\$225.90

(Figure 30)

가치평가

기업의 잉여 현금 흐름 및 영구 가치

회사 분석에서 예상된 EBIT, 감가상각비 및 상각비, 순운전자본(NWC), 그리고 CapEx(자본 지출)를 사용하여, UNH의 예상 **기업의 잉여 현금 흐름(FCFF, Free Cash Flow to the Firm)**은 FY 2025년 \$398.75억에서 FY 2028년 \$319.02억으로 하락할 것으로 예상됩니다 (그림 31). 배당 할인 모델(DDM)과 동일한 영구 성장률 2.50%를 가정하여, 할인하기 전 UNH의 **영구 가치(Terminal Value)**는 8,940억 달러로 추정됩니다 (그림 32).

Discounted Cash Flow Model

S in millions	Projections			
	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
EBIT	33,299.77	35,522.91	37,376.97	38,839.70
Tax expense	(7349.54)	(7840.21)	(8249.41)	(8572.25)
EBIT (1-T)	25950.23	27682.70	29127.56	30267.45
Depreciation	4,067.38	4,061.62	4,076.49	4,106.71
Operating Cash Flow	30,017.61	31,744.32	33,204.04	34,374.16
Change in NWC	(13,640.52)	(3,371.91)	11,900.92	(1,906.78)
CapEx	(3,782.82)	(4,009.79)	(4,210.28)	(4,378.69)
Free Cash Flow	39,875.31	31,106.45	17,092.85	31,902.25
PV of Free Cash Flows	37,562.34	27,602.44	14,287.62	25,119.76

(Figure 31)

WACC 계산

희석 발행 주식수, 현재 주가, UNH의 총 부채(장부가치 기준)를 사용하여 FactSet에서 부채 대 자본 비율(시장 가치 기준)을 계산한 결과 **20.13%**로 나타났습니다. 부채 비용(Cost of Debt, 5.28%)은 **S&P Global (2025)**에서 받은 **신용 등급 A-**와 Damodaran 교수의 5년 평균 스프레드를 기반으로 계산됩니다. 자기자본 비용은 이전 섹션의 DDM 모델 계산과 동일한 **6.66%**를 사용합니다. 위에 언급된 모든 정보를 사용하여 **WACC(가중 평균 자본 비용)**는 **6.16%**로 계산됩니다 (그림 33).

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.50%
2028 FCF * (1+g)	32,699.81
Terminal Value in 2028	894,000.21
PV of Terminal Value	703,933.58
Enterprise Value	808,505.73

(Figure 32)

WACC	
Market Cap	324,506.00
Fully Diluted Shares Outstanding	910.00
Price (as of Oct 19, 2025)	\$356.60
Total Debt (Approximated with Book Value)	81,793.00
D+E	406,299.00
D/E	0.252
D/(D+E)	20.13%
Corporate Tax Rate	21.00%
Cost of Debt	5.28%
Credit Rating	AA-
Credit Spread	0.70%
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Beta	0.48
E/(D+E)	79.87%
Cost of Equity	6.66%
WACC	6.16%

(Figure 33)

가치평가

내재 주가 계산

2025년부터 2028년까지의 기업의 잉여 현금 흐름(FCFF)의 현재 가치와 영구 가치를 사용하여, UnitedHealth Group의 기업 가치는 808,505백만 달러였습니다. 순부채를 차감하여 그 가치를 희석 발행 주식수로 나누면, UNH의 내재 주가는 \$826.40으로 나옵니다 (그림 34). 할인 현금 흐름 모델은 UNH가 132%의 상승 여력을 가지고 있음을 보여줍니다. 내재 주가가 현재 주가보다 극단적으로 높게 나왔기 때문에, WACC와 영구 성장률 가정이 변할 경우 근사적인 내재 주가를 확인하기 위해 민감도 분석이 필요합니다.

Discounted Cash Flow Model

Enterprise Value	
Sum of PV FCFF	104,572.2
PV of TV	703,933.6
Enterprise Value	808,505.7
Net Debt	56,481.0
Equity Value	752,024.7
Diluted Share #	910.0
Implied Price	\$826.40

(Figure 34)

DCF 민감도 분석

DCF 민감도 분석 결과는 **WACC (5.50%에서 7.50% 범위)**와 **영구 성장률 (1.5%에서 2.5% 범위)**이 변동할 때 내재 주가가 어떻게 변하는지를 보여줍니다. 이 민감도 분석에 따르면, 만약 **WACC가 6.50%**이고 **영구 성장률이 2%**일 경우, 내재 주가는 \$669.70이 될 것이며, 이는 주식의 **87.80% 상승 여력(upside)**을 나타냅니다.

		WACC				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth Rate	1.50%	\$772.56	\$679.57	\$605.21	\$544.39	\$493.72
	1.75%	\$822.32	\$718.05	\$635.76	\$569.17	\$514.17
	2.00%	\$879.19	\$761.34	\$669.70	\$596.42	\$536.48
	2.25%	\$944.80	\$810.40	\$707.64	\$626.54	\$560.92
	2.50%	\$1,021.35	\$866.46	\$750.32	\$660.01	\$587.79

(Figure 35)

결론 및 권고 사항

- 가치 평가 결론
- 구체적인 권고 사항

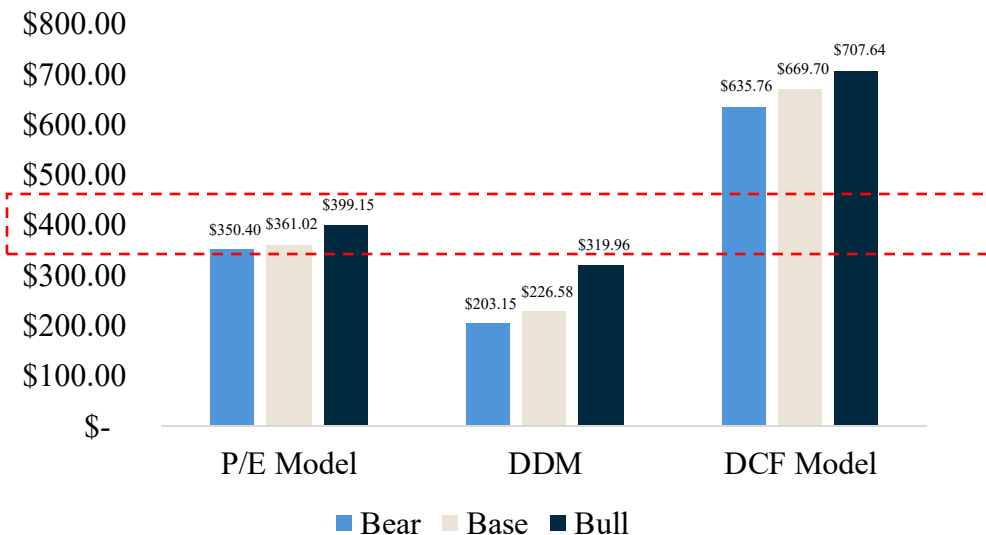
결론 및 권고 사항

세 가지 가치 평가 모델(P/E, DDM, DCF)에 대한 결론

UnitedHealth Group의 예상 재무제표를 사용하여, P/E 가치 평가의 내재 주가는 \$361, **DDM(배당 할인 모델)**은 \$218, **DCF(할인 현금 흐름)**은 \$829로 산출되었습니다. 세 가지 모델의 내재 주가 범위가 매우 크지만, 이는 중요한 사실들을 시사합니다. 배당의 중요성을 강조하는 보수적인 투자자들은 회사가 DDM 모델의 내재 주가인 \$218의 가치가 있다고 생각합니다. 현재 시장은 P/E 모델의 내재 주가와 현재 주가가 거의 비슷하므로 P/E 모델과 같이 생각합니다. 성장 지향적인 투자자들은 DCF와 같이 "시장이 UNH가 미래에 운전자본을 통해 창출할 막대한 현금 흐름의 잠재력을 아직 깨닫지 못하고 있다"고 생각할 수 있습니다. 세 가지 가치 평가 모델의 정보를 모두 종합하면, 모든 가정이 유지될 경우 UNH에게 잠재력이 있다는 것을 알 수 있습니다. UNH의 예상 내재 주가 범위는 약 \$360~\$400로 결론지을 수 있습니다 (그림 36).

Valuation Conclusion

Implied Share Price



(Figure 36)

결론 및 권고 사항

결론

세 가지 가치 평가 모델(P/E, DDM, DCF)을 통해 산출된 UnitedHealth Group의 내재 주가는 \$380여야 합니다. 현재 시장이 UNH의 가치를 \$380보다 낮게 평가하는 데에는 몇 가지 이유가 있습니다. 주요 이유 중 하나는 기업 고유의 위험이 아닌 현재의 경제적, 정치적 상황 때문입니다. OBBBA와 IRA는 UNH와 같은 보험 회사에 큰 영향을 미칠 것입니다. 또한, 인플레이션 위험 증가로 인해 의료 비용이 상승할 가능성도 있습니다. 현재 UNH가 저평가된 이유는 기업 고유의 위험 때문이 아니라 현재의 경제 상황 때문입니다. UnitedHealth Group은 Optum 사업 부문 덕분에 큰 잠재력을 가지고 있습니다.

UnitedHealthcare와 Optum 사업 간의 시너지 효과는 아직 완전히 발휘되지 않았습니다. Optum 사업의 매출 성장률은 증가하고 있으며, 이는 UNH에 주요한 긍정적 영향을 미칠 것입니다. UNH는 전통적인 보험 회사와 달리, Optum을 활용하여 새로운 기술을 도입하고, 새로운 사업으로 확장하며, 사업 효율성을 높일 것입니다. 따라서, 현재 주가가 일시적인 거시 경제적 위험을 반영하고 있을 뿐, Optum 주도의 혁신이 가져올 강력한 장기 잠재력을 반영하고 있지 않다고 판단하며, 이 보고서는 UnitedHealth Group에 대해 매수(Buy) 추천으로 결론을 내립니다.

Conclusion

참고문헌

참고 문헌

- Barsky, N. (2024, April 30). *UnitedHealth's \$16 billion tally grossly understates cyberattack cost*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/noahbarsky/2024/04/30/unitedhealths-16-billion-tally-grossly-understates-cyberattack-cost/>
- Bureau of Labor Statistics. (2025, September). *The employment situation — August 2025*. U.S. Department of Labor. <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empisit.pdf>
- Centers for Medicare & Medicaid Services. (n.d.). *The Inflation Reduction Act lowers health care costs for millions of Americans*. Retrieved October 19, 2025, from <https://www.cms.gov/priorities/legislation/inflation-reduction-act-and-medicare/lowers-health-care-costs-millions-americans>
- Cordina, J., Koffer, K., Singhal, S., & Stueland, J. (2024, January 5). *What to expect in US healthcare in 2025 and beyond*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/industries/healthcare/our-insights/what-to-expect-in-us-healthcare-in-2025-and-beyond>
- Cox, J. (2025, October 10). *Fed Governor Waller says the central bank has 'a ways to go' on inflation, sees rate cuts likely this year*. CNBC. <https://www.cnbc.com/2025/10/10/fed-governor-waller-rate-cuts.html>
- CVS Health Corp. (2025). *Form 10-K*. U.S. Securities and Exchange Commission. Retrieved from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/64803/000006480325000007/cvs-20241231.htm>
- CybelAngel. (n.d.). *Healthcare industry guide to cyber threats*. Retrieved October 19, 2025, from <https://cybelangel.com/blog/healthcare-industry-guide-cyber/>
- Damodaran, A. (n.d.-a). *Data library*. NYU Stern School of Business. Retrieved October 19, 2025, from <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (n.d.-b). *Ratings, interest coverage ratios and default spreads*. NYU Stern School of Business. Retrieved October 19, 2025, from https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Elevance Health, Inc. (2025). *Form 10-K*. Elevance Health. Retrieved from https://s202.q4cdn.com/665319960/files/doc_financials/2025/ar/Elevance-Health-2024-10K-color.pdf
- FactSet Research Systems Inc. (2025). FactSet [Financial data and analytics software]. Retrieved October 21, 2025, from <https://www.factset.com/>
- Humana Inc. (2025). *Form 10-K*. Humana. Retrieved from <https://humana.gcs-web.com/static-files/6184966b-97e1-46c5-b40e-788b5261a44c>
- IBISWorld. (n.d.-a). *Consumer Price Index in the US*. Retrieved October 19, 2025, from <https://my.ibisworld.com/business-environment/standard/united-states/en/b104/4193/performance>
- IBISWorld. (n.d.-b). *Health & medical insurance in the U.S.* Retrieved October 19, 2025, from <https://my.ibisworld.com/us/en/industry/52411b/performance>

참고 문헌

PricewaterhouseCoopers. (n.d.). *The One Big Beautiful Bill Act: Potential impacts on the US health system*. Retrieved October 19, 2025, from <https://www.pwc.com/us/en/industries/health-industries/library/impact-of-obbbba-on-us-health-system.html>

S&P Global. (2025, June 06). *Sector and industry variables: Global corporate and sovereign rating grids*. S&P Global Ratings. <https://www.spglobal.com/ratings/es/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3384251>

Tracxn. (n.d.). *List of 39 acquisitions by CVS Health*. Retrieved October 19, 2025, from https://tracxn.com/d/acquisitions/acquisitions-by-cvs-health/_JgVzdjI7e_AI-3tQ-6e5QkfLJiAr2eiMsL0M4zlFhKc

UnitedHealthcare. (2023, November 16.). *Enterprise-enabled collaboration*. Retrieved October 19, 2025, from <https://www.uhc.com/agents-brokers/employer-sponsored-plans/news-strategies/enterprise-enabled-collaboration>

UnitedHealth Group Inc. (2025). *Form 10-K*. U.S. Securities and Exchange Commission. Retrieved from <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/731766/000073176625000063/unh-20241231.htm>

Urban Institute. (n.d.). *What does the future hold?: The U.S. population is aging*. Retrieved October 19, 2025, from <https://www.urban.org/policy-centers/cross-center-initiatives/program-retirement-policy/projects/data-warehouse/what-future-holds/us-population-aging>

Vertical IQ. (2024). *U.S. healthcare sector*.

부록

Three Statement Model

\$ in millions	Actuals				Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Income Statement								
Revenues	324,162	371,622	400,278	428,297	453,995	476,695	495,763	508,157
Medical Costs	(210,842)	(241,894)	(264,185)	(280,012)	(296,813)	(311,654)	(324,120)	(332,223)
Operating Costs	(47,782)	(54,628)	(53,013)	(60,938)	(64,595)	(67,824)	(70,537)	(72,301)
Cost of Products Sold	(33,703)	(38,770)	(46,694)	(46,392)	(49,175)	(51,634)	(53,699)	(55,042)
Depreciation & Amortization	(3,400)	(3,972)	(4,099)	(4,067)	(4,062)	(4,076)	(4,107)	(4,145)
Earning from Operations	28,435	32,358	32,287	36,888	39,351	41,507	43,300	44,447
Interest expense	(2,092)	(3,246)	(3,906)	(3,528)	(3,828)	(4,130)	(4,460)	(4,817)
Loss on Sale of subsidiary and held for sale	0	0	(8,310)	(60)	0	0	0	0
EBIT	26,343	29,112	20,071	33,300	35,523	37,377	38,840	39,630
Income Taxes	(5,704)	(5,968)	(4,829)	(7,350)	(7,840)	(8,249)	(8,572)	(8,747)
Net income	20,639	23,144	15,242	25,950	27,683	29,128	30,267	30,883

Margins /Growth Rates

Revenue Growth Rate	12.71%	14.64%	7.71%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%	2.50%
Medical cost as a % of Revenue	65.04%	65.09%	66.00%	65.38%	65.38%	65.38%	65.38%	65.38%
Operating cost as a % of Revenue	14.74%	14.70%	13.24%	14.23%	14.23%	14.23%	14.23%	14.23%
Cost of Products Sold as % of Revenue	10.40%	10.43%	11.67%	10.83%	10.83%	10.83%	10.83%	10.83%
Interest Rate on Debt	3.63%	5.19%	5.08%	4.63%	4.63%	4.63%	4.63%	4.63%
Tax Rate	21.65%	20.50%	24.06%	22.07%	22.07%	22.07%	22.07%	22.07%

Three Statement Model

\$ in millions	2022	2023	2024					
Balance Sheet								
Current assets:								
Cash and cash equivalents	23,365.00	25,427.00	25,312.00					
Short-term investments	4,546.00	4,201.00	3,801.00					
Accounts receivable	17,681.00	21,276.00	22,365.00					
Other current receivables	12,769.00	17,694.00	26,089.00					
Assets under management	4,087.00	3,755.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Prepaid expenses and other current assets	6,621.00	6,084.00	8,212.00					
Total Current Assets	69,069.00	78,437.00	85,779.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Long-term investments	43,728.00	47,609.00	52,354.00					
PPE	10,128.00	11,450.00	10,553.00					
Goodwill	93,352.00	103,732.00	106,734.00					
Other intangible assets	14,401.00	15,194.00	23,268.00					
Other assets	15,027.00	17,298.00	19,590.00					
Total Assets	245,705.00	273,720.00	298,278.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
LIABILITIES								
Current liabilities:								
Medical cost payable	29,056.00	32,395.00	34,224.00					
Accounts payable and accrued liabilities	27,715.00	31,958.00	34,337.00					
Short-term borrowings and current maturities of long-term debt	3110.00	4274.00	4545.00					
Unearned revenues	3075.00	3355.00	3317.00					
Other current liabilities	26,281.00	27,072.00	27,346.00					
Total Current Liabilities	89,237.00	99,054.00	103,769.00	-	-	-	-	-
Long-term debt, less current maturities	54,513.00	58,263.00	72,359.00					
Deferred income taxes	2769.00	3021.00	3620.00					
Other liabilities	12,839.00	14,463.00	15,939.00					
Total Liabilities	159,358.00	174,801.00	195,687.00	-	-	-	-	-
Redeemable noncontrolling interests	4897.00	4498.00	4323.00					
STOCKHOLDERS' EQUITY								
Preferred stock, \$0.001 par value	0.00	0.00	0.00					
Common stock, \$0.01 par value	9.00	9.00	9.00					
Retained earnings	86,156.00	95,774.00	96,036.00					
Accumulated other comprehensive loss	(8,393.00)	(7,027.00)	(3,387.00)					
Nonredeemable noncontrolling interests	3,678.00	5,665.00	5,610.00					
Total Stockholders' Equity	81,450.00	94,421.00	98,268.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Total Liabilities and Stockholders' Equity	245,705.00	273,720.00	298,278.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Three Statement Model

\$ in millions	Actuals			Projections				
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Accounts receivable	17,681.00	21,276.00	22,365.00					
Other current receivables	12,769.00	17,694.00	26,089.00					
Assets under management	4,087.00	3,755.00	0.00					
Prepaid expenses and other current assets	6,621.00	6,084.00	8,212.00					
Non Cash Current Asset	41,158.00	48,809.00	56,666.00					
Medical cost payable	29,056.00	32,395.00	34,224.00					
Accounts payable and accrued liabilities	27,715.00	31,958.00	34,337.00					
Unearned revenues	30,75.00	33,55.00	33,17.00					
Other current liabilities	26,281.00	27,072.00	27,346.00					
Non interest bearing Current Liabilities	86,127.00	94,780.00	99,224.00					
NWC	(44,969.00)	(45,971.00)	(42,558.00)	(56,198.52)	(59,570.43)	(47,669.51)	(49,576.29)	(50,815.69)
% of Sale	(0.14)	(0.12)	(0.11)	(0.13)	(0.13)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
Change in NWC	(8,148.00)	(1,002.00)	3,413.00	(13,640.52)	(3,371.91)	11,900.92	(1,906.78)	(1,239.41)

Schedules								
Revenue	324,162.00	371,622.00	400,278.00	428,297.46	453,995.31	476,695.07	495,762.88	508,156.95
Accounts Receivable	17,681.00	21,276.00	22,365.00	23,937.42	25,373.66	26,642.35	27,708.04	28,400.74
DSO	19.91	20.90	20.39	20.40	20.40	20.40	20.40	20.40
COGS	-	-	-	-	-	-	-	-
Inventory	-	-	-	-	-	-	-	-
DIO	-	-	-	-	-	-	-	-
COGS	33,703.00	38,770.00	46,694.00	46,391.75	49,175.26	51,634.02	53,699.38	55,041.86
Average Accounts Payable	28,385.50	32,176.50	34,280.50	37,210.98	38,785.97	40,016.10	42,347.83	43,158.94
DPO	307.41	302.93	267.97	292.77	287.89	282.87	287.84	286.20
Revenue	324,162.00	371,622.00	400,278.00	428,297.46	453,995.31	476,695.07	495,762.88	508,156.95
Purchases of property, equipment and capitalized software	(2,802.00)	(3,386.00)	(3,499.00)	(3,782.82)	(4,009.79)	(4,210.28)	(4,378.69)	(4,488.15)
Capex as a % of Revenue	0.86%	0.91%	0.87%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
Long Term Debt	57,623.00	62,537.00	76,904.00	76,143.63	82,617.01	89,128.35	96,258.62	103,959.31
Total Equity	81,450.00	94,421.00	98,268.00	106,129.44	114,619.80	123,789.38	133,692.53	144,387.93
Equity growth rate	0.09	0.16	0.04	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
long-term Debt/Equity Ratio	0.71	0.66	0.78	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72

Three Statement Model

\$ in millions	2022	2023	2024
Statement of Cashflows			
Net income	20,639.0	23,144.0	15,242.0
<i>Noncash items:</i>			
Depreciation and amortization	3,400.0	3,972.0	4,099.0
Deferred income taxes	(673.0)	(245.0)	(296.0)
Share-based compensation	925.0	1,059.0	1,018.0
Loss on sale of subsidiary and subsidiaries held for sale	0.0	0.0	8,310.0
Gains on dispositions and other strategic transactions	(588.0)	(489.0)	(3,333.0)
Other, net	257.0	(16.0)	(28.0)
<i>Net change in other operating items</i>			
Accounts receivable	(2,523.0)	(3,114.0)	(1,437.0)
Other assets	(1,374.0)	(2,444.0)	(4,140.0)
Medical costs payable	4,053.0	3,482.0	2,503.0
Accounts payable and other liabilities	1,964.0	3,516.0	2,463.0
Unearned revenues	126.0	203.0	(197.0)
Cash flow from Operating Activities	26,206.0	29,068.0	24,204.0
Investing activities:			
Purchases of investments	(18,825.0)	(18,314.0)	(27,308.0)
Sales of investments	5,907.0	7,307.0	18,514.0
Maturities of investments	6,081.0	9,230.0	9,319.0
Cash paid for acquisitions and other transactions, net of cash assumed	(21,458.0)	(10,136.0)	(13,408.0)
Purchases of property, equipment and capitalized software	(2,802.0)	(3,386.0)	(3,499.0)
Loans to care providers - cyberattack	0.0	0.0	(9,033.0)
Repayments of care provider loans - cyberattack	0.0	0.0	4,514.0
Cash received from dispositions and other strategic transactions, net	3,414.0	685.0	2,041.0
Other, net	(793.0)	(960.0)	(1,667.0)
Cash flows used for investing activities	(28,476.0)	(15,574.0)	(20,527.0)
Financing activities:			
Common share repurchases	(7,000.0)	(8,000.0)	(9,000.0)
Cash dividends paid	(5,991.0)	(6,761.0)	(7,533.0)
Proceeds from common stock issuances	1,253.0	1,353.0	1,846.0
Repayments of long-term debt	(3,015.0)	(2,125.0)	(3,000.0)
(Repayments of) proceeds from short-term borrowings, net	732.0	11.0	(151.0)
Proceeds from issuance of long-term debt	14,819.0	6,394.0	17,811.0
Customer funds administered	5,548.0	(521.0)	(1,560.0)
Purchases of redeemable noncontrolling interests	(176.0)	(730.0)	(280.0)
Other, net	(1,944.0)	(1,150.0)	(1,645.0)
Cash flows (used for) from financing activities	4,226.0	(11,529.0)	(3,512.0)
Increase in cash and cash equivalents	1,990.0	2,062.0	104.0
Less: cash within businesses held for sale	0.0	0.0	(219.0)
Net (decrease) increase in cash and cash equivalents	1,990.0	2,062.0	(115.0)
Cash and cash equivalents, beginning of period	21,375.0	23,365.0	25,427.0
Cash and cash equivalents, end of period	23,365.0	25,427.0	25,312.0

EPS/DPS

	Actuals				Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Net income	20,639	23,144	15,242	25,950	27,683	29,128	30,267	30,883
earnings attributable to UNH common Shareholders	(519)	(763)	(837)	(978)	(1,043)	(1,097)	(1,140)	(1,164)
earning attributable to shareholders ratio	-2.51%	-3.30%	-5.49%	-3.77%	-3.77%	-3.77%	-3.77%	-3.77%
Net earnings attributable to UNH common Shareholders	20,120	22,381	14,405	24,973	26,640	28,030	29,127	29,720
Diluted Share Outstanding	949.8	938.5	925	910	898.90	894.41	889.94	885.49
Diluted Share Outstanding Growth Rate	-0.63%	-1.19%	-1.44%	-1.62%	-1.22%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
Diluted EPS	21.18	23.85	15.57	27.44	29.64	31.34	32.73	33.56
Basic Share Outstanding	937	928	921	907	898.22	889.53	880.92	872.39
Basic Share Outstanding Growth Rate	-0.64%	-0.96%	-0.75%	-1.52%	-0.97%	-0.97%	-0.97%	-0.97%
Basic EPS	21.47	24.12	15.64	27.53	29.66	31.51	33.06	34.07

	Actuals				Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
Diluted EPS	-	-	-	27.44	29.64	31.34	32.73	33.56
Payout Ratio	-	-	-	30%	30%	30%	30%	30%
DPS	6.4	7.29	8.18	8.23	8.89	9.4	9.82	10.07

P/E , DDM Model

Company	Stock Price	Earning Per Share (Trailing)	Earning Per Share (Leading)	P/E (Trailing)	P/E (Leading)
UnitedHealth Group	354.50	23.09	29.66	15.35	11.95
CVS Health	77.90	3.59	6.40	21.70	12.17
Elevance Health	353.24	23.60	29.90	14.97	11.81
Humana Inc.	280.22	13.06	17.10	21.46	16.39
Maximum	353.24	23.60	29.90	21.70	16.39
Mean	237.12	13.42	17.80	19.37	13.46
Median	280.22	13.06	17.10	21.46	12.17
Minimum	77.90	3.59	6.40	14.97	11.81

	Implied Price (Trailing)	Implied Price (Leading)
Maximum	501.03	486.04
Mean	447.36	399.15
Median	495.43	361.02
Minimum	345.61	350.40

\$ in millions	Projections			
	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
DPS	8.23	8.89	9.4	9.82
Return on Equity	1.067	1.138	1.213	1.294
PV	7.72	7.81	7.75	7.59

Terminal Value: Perpetuity Growth

Terminal Growth Rate	2.50%
2028 Dividend * (1+g)	10.07
Terminal Value in 2028	242.05
PV of Terminal Value	187.04
Implied Share Price	217.90

Return on Equity

Beta	0.48
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Return on Equity	6.66%

		Cost of Equity				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth	1.5%	\$232.86	\$206.79	\$185.94	\$168.88	\$154.66
	2.0%	\$262.73	\$228.72	\$203.15	\$182.70	\$165.97
	2.5%	\$302.55	\$259.14	\$226.58	\$201.26	\$181.01
	3.0%	\$436.30	\$368.50	\$319.96	\$283.48	\$255.03
	3.5%	\$441.94	\$353.37	\$294.33	\$252.16	\$220.53

DCF

S in millions	Projections			
	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
EBIT	33,299.77	35,522.91	37,376.97	38,839.70
Tax expense	(7349.54)	(7840.21)	(8249.41)	(8572.25)
EBIT (1-T)	29950.25	27682.70	29127.56	30267.45
Depreciation	4,067.38	4,061.62	4,076.49	4,106.71
Operating Cash Flow	30,017.61	31,744.32	33,204.04	34,374.16
Change in NWC	(13,640.52)	(3,371.91)	1,900.92	(1,906.78)
CapEx	(3,782.82)	(4,009.79)	(4,210.28)	(4,378.69)
Free Cash Flow	39,875.31	31,106.45	17,092.85	31,902.25
PV of Free Cash Flows	37,562.34	27,024.44	14,287.62	25,119.76

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.50%
2028 FCF * (1+g)	32,699.81
Terminal Value in 2028	894,000.21
PV of Terminal Value	703,933.58
Enterprise Value	808,505.73

Enterprise Value	
Sum of PV FCFF	104,572.2
PV of TV	703,933.6
Enterprise Value	808,505.7
Net Debt	56,481.0
Equity Value	752,024.7
Diluted Share #	910.0
Implied Price	826.40

WACC	
Market Cap	324,506.00
Fully Diluted Shares Outstanding	910.00
Price (as of Oct 19, 2025)	\$ 356.60
Total Debt (Approximated with Book Value)	81,793.00
D+E	406,299.00
D/E	0.252
D/(D+E)	20.13%
Corporate Tax Rate	21.00%
Cost of Debt	5.28%
Credit Rating	AA-
Credit Spread	0.70%
Risk Free Rate	4.58%
Market Risk Premium	4.33%
Beta	0.48
E/(D+E)	79.87%
Cost of Equity	6.66%
WACC	6.16%

		WACC				
		5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
Terminal Growth Rate	1.50%	\$772.56	\$679.57	\$605.21	\$544.39	\$493.72
	1.75%	\$822.32	\$718.05	\$635.76	\$569.17	\$514.17
	2.00%	\$879.19	\$761.34	\$669.70	\$596.42	\$536.48
	2.25%	\$944.80	\$810.40	\$707.64	\$626.54	\$560.92
	2.50%	\$1,021.35	\$866.46	\$750.32	\$660.01	\$587.79