

2020. 1. 21

Global Equity Team

이영진  
Research Associate  
youngjin91.lee@samsung.com  
02 2020 7377

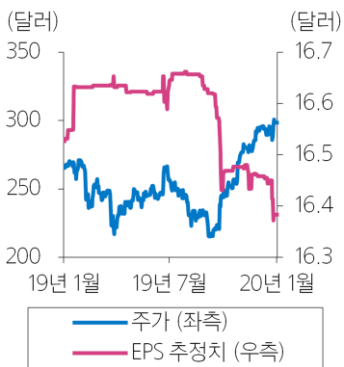
▶ AT A GLANCE

현재주가	298.47 USD
블룸버그 평균목표주가	335.74 USD
시가총액 (달러)	282.8 십억 달러
시가총액 (원)	327.3 조원
Shares (float)	941.3 백만주 (99.4%)
52 주 최저//최고	208.07 / 300.99 달러
90 일-평균거래대금	1.0 십억 달러
국가	US
상장거래소	New York
산업	Healthcare-Services
주요 주주	1. Capital Group (9.8%) 2. Vanguard (7.5%) 3. BlackRock (7.3%)

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
UnitedHealth Group (%)	2.0	16.3	12.4
S&P500 대비 (%pts)	(1.4)	4.4	(12.3)

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

# UnitedHealth Group (UNH US)

## 보험사가 아니다. Optum이 이끄는 주가 Re-rating

### WHAT'S THE STORY

**기업소개:** 유나이티드헬스 그룹은 미국 최대 건강보험 기업으로 S&P 헬스케어 섹터 내 시가총액 2위 기업. 사업부는 건강보험 부문(UHC)와 PBM/디지털 헬스케어 사업부(Optum)로 구분. 건강보험 사업을 통해 안정적으로 발생하는 현금흐름은 플랫폼 확장 및 주주환원 정책 실현 목적으로 활용되고 있음. Optum 사업부의 차별적인 성과는 동사가 동종 기업을 지속적으로 아웃퍼폼 할 수 있는 주요 근거.

**UnitedHealthCare(건강보험 부문):** 사보험과 공보험이 공존하는 미국 특유의 건강보험 체계를 기반으로 미국 내 가장 많은 보험 가입자를 보유. 고령화에 따라 메디케어 대상자의 구조적 증가와 간편하게 보험 커버리지를 구축할 수 있는 메디케어 어드밴티지에 대한 선호의 동반 증가 기대. 커머셜 부문은 새로운 온 디맨드 건강보험 플랜 등을 출시하며 변화에 대응 중. 해외 부문, 특히 남미는 사보험 커버리지 비율이 낮기 때문에 추가적인 성장여력 존재. 또한 의료 비용이 추세적으로 적정 수준에서 관리 되고 있으며, 고객 당 이익폭이 증가하고 있다는 점에도 주목. 트렌드 변화에 따른 적절한 대응으로 선도적인 지위를 충분히 지켜나갈 수 있다고 판단.

**Optum (PBM/디지털 헬스케어):** 헬스케어 산업 변화에 대응해 전사 대비 높은 성장률과 이익률 기반으로 성장 주도. 건강보험 부문과 시너지 효과 형성은 경쟁자 대비 선도적.

- **OptumRx(PBM):** 최근 M&A 트렌드인 보험사, PBM, 특수 약국 수직 계열화의 주요 퍼즐. 약가 인하 관련 정치적 타겟이 될 수 있지만, 보험사와 계열 구조 구축을 통해 긍정적 효과 발생 중.
- **OptumHealth:** 의료 네트워크 OptumCare를 통해 실제적 의료 행위 제공. 효율적 의료 서비스 제공으로 환자와 병원 모두 비용 절감 효과 시현 가능. 종합 건강 관리 서비스 Rally는 보험 가입자의 건강상태를 누락 없이 파악하며 예방진료 효과도 창출. OptumBank는 HSA를 포함한 다양한 건강저축계좌 상품 제공. 향후 트럼프 행정부 정책에 따라 관련 시장의 지속적인 확대 기대.
- **OptumInsight:** 헬스케어는 환자 별 데이터뿐 아니라, 임상, 수술 등 방대한 데이터가 생성되는 분야. OptumInsight는 데이터 관리 SW나 솔루션을 제공하고 데이터 분석을 기반으로 컨설팅 사업을 진행. 새롭게 인수 한 PatientLikeMe의 데이터 활용 가능성도 존재.

**Risk 요인 - Medicare for All 이슈 점검:** 현재 진행되고 있는 민주당 대통령 후보 경선에서 다수의 후보가 다양한 형태의 Medicare for All 을 공약으로 제시. 사보험이 단번에 공보험으로 대체 될 수 없다는 점 고려 시 시장 우려보다 Medicare for All 영향력은 제한적이라 판단. 또한 급진 후보의 당선 가능성, 정책의 의회 통과 가능성에 기반해 본다면 실제적인 시행 확률도 낮음.

**투자전략 및 Valuation - 노이즈를 기회로:** 대선 캠페인 진행 속 시장 우려의 과도한 반영에 따른 주가 하락 가능. 하지만 지속적으로 증명하고 있는 견고한 펀더멘탈에 따라 동사에 대한 긍정적인 의견 유지. 현재 밸류에이션은 프리미엄을 받고 있지만, Optum 과 장기간 이어온 시너지 효과는 프리미엄을 정당화 하는 요소. 정책 노이즈로 주가가 흔들렸을 때가 최적의 진입 타이밍이라 판단. 배당주 및 방어주적 성격도 주목할 필요.

## UnitedHealth Group 개요

유나이티드 헬스 그룹은 미국 최대 건강보험 기업으로 S&P 헬스케어 섹터 내 시가총액 2위다. (1위 J&J) 세부적인 섹터 분류로는 관리 의료(Managed Care) 기업으로 분류되며 사업부는 두 개로 건강보험 부문인 UnitedHealthCare(UHC, 유나이티드헬스케어)와 PBM 및 디지털 헬스케어 사업부 Optum(옵툼)으로 구성된다. 미국 관리 의료 섹터는 정책 영향을 많이 받기 때문에 기업들의 주가 추세는 상당히 유사한 모습을 보이지만 유나이티드헬스 그룹 주가는 피어를 지속적으로 아웃퍼폼하고 있다.

UHC는 사보험과 공보험이 공존하는 미국 특유의 건강보험 체계를 발판 삼아 개인, 기업고객뿐 아니라 국가가 지원하는 공보험 Medicare(메디케어) 및 Medicaid(메디케이드)의 일부 플랜까지 제공하는 넓은 보험 커버리지를 보유 중이다. 미국 내 가장 많은 건강보험 가입자(2019년 기준 4.9억명)를 보유한 선도적인 지위를 점하고 있다. 2018년엔 브라질 Banmedica 인수를 통해 해외(남미)시장 진출을 본격화했다. 건강보험 사업을 통해 안정적으로 발생하는 현금흐름은 새로운 기술 및 플랫폼 확장 용도로 활용하거나, 지속적인 주주환원 정책(배당 및 자사주매입)의 시현 기반으로 사용되고 있다.

Optum 사업부는 헬스케어 산업 변화에 대응해 IT기술을 바탕으로 지속적 혁신을 추구 중이다. Optum은 높은 성장성과 이익률을 바탕으로 회사의 성장을 이끌고 있으며 전사에서 차지하는 비중도 증가세다. 특히, OptumHealth, OptumInsight의 매출액과 순이익은 지속적으로 전년 동기 대비 두 자릿수 성장을 기록하고 있다. 또한 UHC와 Optum 내 다양한 사업은 서로 간 시너지 창출 여지가 많다. Optum의 존재는 유나이티드헬스 그룹이 다른 사보험사 대비 프리미엄을 받는 요인으로 작용하고 있다.

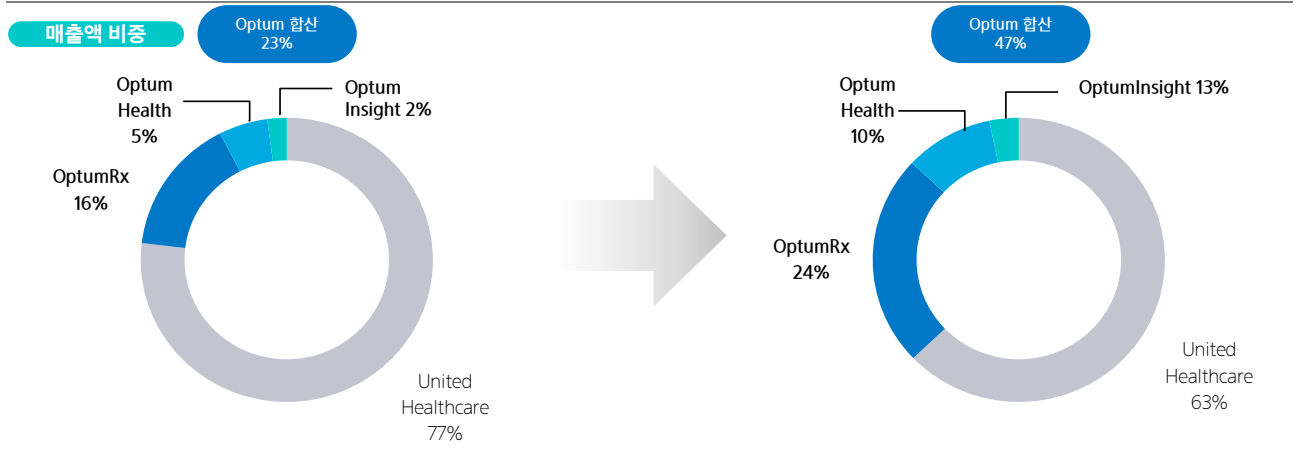
그림 1. 건강보험 부문(UHC)과 PBM/디지털 헬스케어(Optum)이 양분하는 사업 구조

사업부	설명	매출액(비중)	영업이익(비중)
UnitedHealthCare (건강보험 부문)	Commercial / Medicare / Medicaid / International 보험 커버리지 보유	193,842 (62.8%)	10,325 (52.5%)
Optum (PBM/디지털 헬스케어)	OptumRX PBM 사업 - 제약사 약가 협상, 리베이트 책정 고객별 맞춤형장 의약품 목록(Formulary) 작성 등	74,288 (24.1%)	3,902 (19.8%)
	OptumHealth 의료시설 운영, 의료진 네트워크 관리, 온라인 의료서비스, 데이터 분석 통한 종합 건강관리, 특화 금융 서비스 제공 등	30,317 (9.8%)	2,963 (15.1%)
	OptumInsight 데이터 분석 기반 컨설팅, 데이터 관리 SW 및 솔루션 제공	10,006 (3.2%)	2,494 (12.7%)

참고: 매출액 및 영업이익은 FY2019 기준. 단위는 백만달러

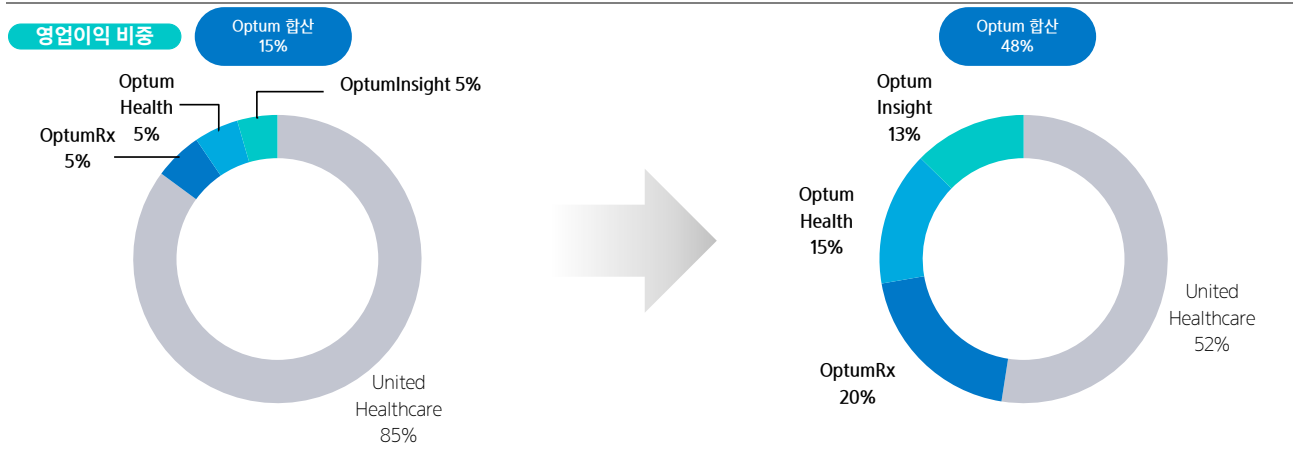
자료: 삼성증권 정리

그림 2. FY2011, 건강보험 부문 매출액 비중은 77%로 압도적이었으나... FY2019, Optum 매출액 비중 지속 확대로 균형을 찾음



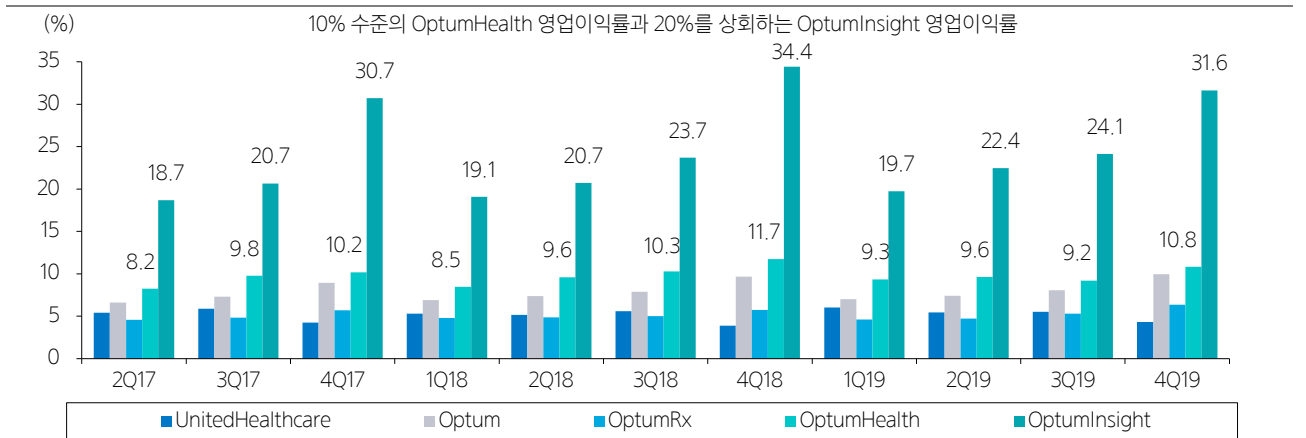
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 3. FY2011, 건강보험 부문의 높은 영업이익의 집중도는... FY2019, Optum 영업이익 비중이 48% 수준까지 증가하며 해소



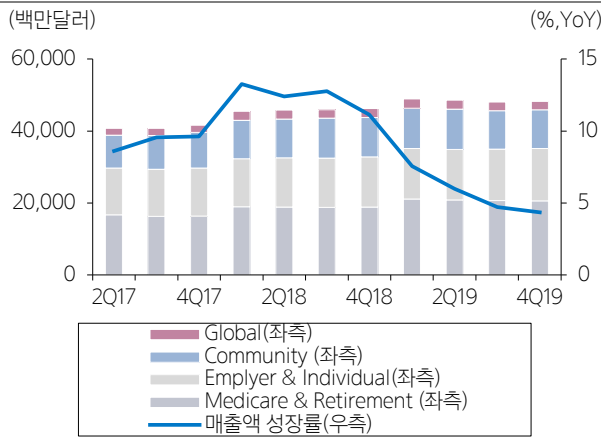
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 4. 전사 대비 높은 영업이익률을 보이는 OptumHealth와 OptumInsight



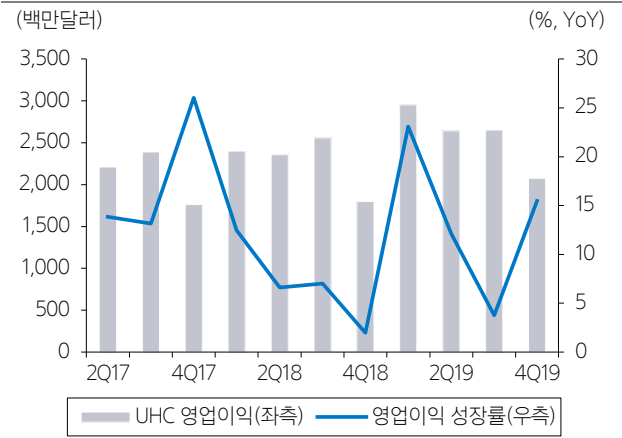
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 5. UHC 매출액 성장률은 하향 안정화 추세



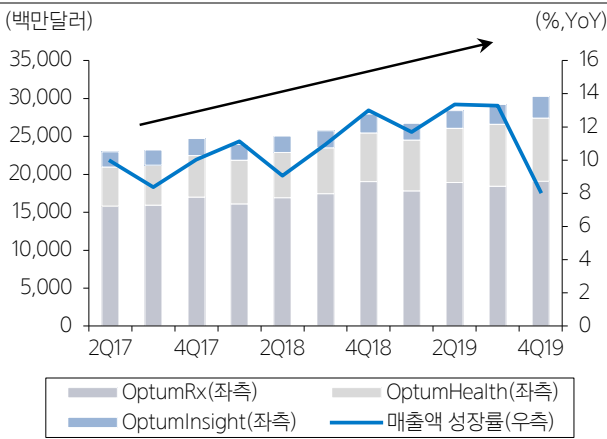
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 6. UHC 영업이익의 성장률은 매출액 대비 변동성이 높음



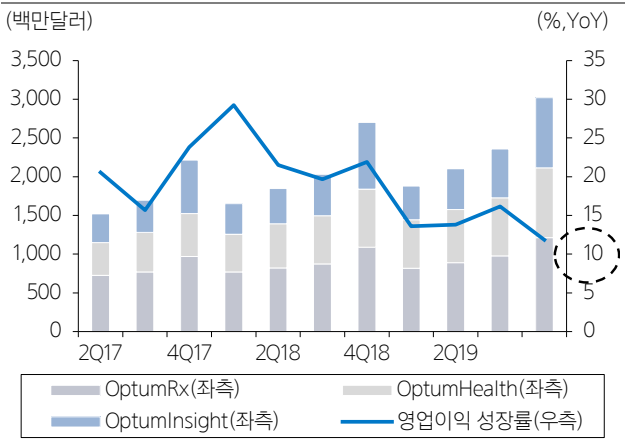
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 7. Optum 매출액 성장은 지속 상승 추세



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 8. Optum 영업이익의 성장률은 여전히 10% 상회



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

## Part 1

**안정적 기반: UnitedHealth Care(건강보험 부문)**

건강보험 사업부(UHC)는 폭발적 성장을 기대할 수 있는 부분은 아니다. 성숙 시장으로 기업 간 가입자 경쟁을 위한 공격적 가격정책을 펼치지 않을 것이다. 결국 건강보험 정책의 큰 변화가 없다면 가장 중요한 포인트는 가입자 수 성장이다. 전체적인 UHC 보험 가입자수 성장 전망은 긍정적이다. 2020년 가입자 가이드스가 커머셜 부문 역성장을 가정하고 있지만 메디케어 부문 가입자 증가 호조에 주목한다.

**미국 건강보험 Overview**

건강보험 사업은 가입자들에게 보험료(Premium)을 수취하고 고객이 받은 의료행위에 대한 보험 커버리지를 제공하는 구조다. 결국 제공하는 보험 플랜 가입자수 증가와 함께 지출되는 의료 비용 통제가 동시에 이루어 진다면 사업호조 속 안정적 현금 창출을 기대할 수 있다. 결국 우리는 1) 다양한 보험 플랜의 가입자수 추이와 2) 의료 비용과 관련된 MCR(Medical Cost Ratio) 추이를 주목해야 한다.

우선 미국 건강보험 체계에 대한 이해가 필요하다. 미국의 대표적 공보험으로 65세 이상 은퇴자와 특정 장애 및 신장질환 환자를 대상으로 하는 메디케어(Medicare)와 65세 미만 저소득층과 장애인을 대상으로 한 메디케이드(Medicaid)가 있다. 전체 미국 인구의 1/3 가량이 공보험 혜택을 받는다.

메디케어는 연방정부가 예산 주체로 미 전역에서 공통 조건으로 적용된다. 반면 메디케이드는 기본 주 정부 예산에 연방정부의 지원금을 더해 운영된다. 따라서 저소득층에 대한 기준이 주별로 상이하다. 또한 메디케어와 메디케이드에 공통으로 해당하는 경우 중복 적용이 가능하다. (ex, D-SNP 플랜). 이 경우 메디케어가 기본 플랜으로 적용되고, 커버되지 않는 부분을 메디케이드가 보장한다.

사보험은 보험 미가입자(Uninsured, 8% 수준)를 제외한 나머지 인구가 가입대상이다. 사보험 가입자의 56%는 직장 보험(Employment-based) 형태로 가입되어 있다. 사보험은 Big 5라 불리는 대형업체인 UnitedHealth, Cigna, Anthem, Aetna, Humana를 비롯해 Wellcare Health Plan, Molina Healthcare, Centene 등 중형기업과 소규모 로컬 기업들이 존재한다.

공보험 중 메디케어는 세부 플랜이 나뉘어 진다. 국가가 제공하는 기본 플랜은 입원과 외래 진료를 커버하는 메디케어 파트 A와 B가 있다. 해당 보험 플랜은 필수적 의료 커버리지만 제공하기 때문에 추가적 보험 수요가 존재한다. 가입자는 부족한 부분을 채우기 위해 사보험사가 제공하는 메디케어 파트 D(처방약 보험)나 메디케어 서플리먼트(Medicare Supplement=Medi gap, 안과, 치과 진료 또는 보조용품(안경, 보청기 등) 구매 등 부수적 의료 커버리지 제공) 보험에 가입한다. 메디케어 서플리먼트는 세부 커버리지에 따라 차등적인 보험료를 책정하며 원하는 조합으로 가입 할 수 있다는 장점이 존재한다.

다만 처방약 보험과 메디케어 서플리먼트를 따로 가입하는 것은 고려할 것이 많아 상당히 번거로운 과정이 소요된다. 현대인은 불필요한 시간 낭비를 원하지 않는다. 편리함을 추구하는 수요에 대응해 민간 보험사는 메디케어 파트C(Medicare Advantage, 메디케어 어드밴티지) 플랜을 제공한다. 해당 보험은 국가가 제공하는 A와 B 플랜을 기본으로 파트 D와 기타 Supplement까지 포함된 All-In-One 형태 보험이다.

표 1. UHC 건강보험 플랜별 가입자 수 추이

(천명)	1Q1	Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	
Commercial	30,425	30,485	30,485	30,580	30,295	30,270	29,785	29,865	26,810	26,800	26,815	26,915	27,515	27,415	27,835	27,760	
(YoY, %)	3.4	3.7	3.2	2.9	(0.4)	(0.7)	(2.3)	(2.3)	(11.5)	(11.5)	(10.0)	(9.9)	2.6	2.3	3.8	3.1	
Risk-Based	8,600	8,695	8,750	8,820	8,280	8,305	8,320	8,420	8,335	8,385	8,450	8,495	8,340	8,325	8,605	8,575	
(YoY, %)	6.0	7.3	7.0	6.5	(3.7)	(4.5)	(4.9)	(4.5)	0.7	1.0	1.6	0.9	0.1	(0.7)	1.8	0.9	
Fee-Based (ASO)	21,825	21,790	21,735	21,760	22,015	21,965	21,465	21,445	18,475	18,415	18,365	18,420	19,175	19,090	19,230	19,185	
(YoY, %)	2.4	2.3	1.8	1.5	0.9	0.8	(1.2)	(1.4)	(16.1)	(16.2)	(14.4)	(14.1)	3.8	3.7	4.7	4.2	
<b>Medicare Advantage</b>	<b>3,530</b>	<b>3,550</b>	<b>3,600</b>	<b>3,630</b>	<b>4,305</b>	<b>4,340</b>	<b>4,390</b>	<b>4,430</b>	<b>4,760</b>	<b>4,790</b>	<b>4,915</b>	<b>4,945</b>	<b>5,165</b>	<b>5,190</b>	<b>5,230</b>	<b>5,270</b>	
<b>(YoY, %)</b>	<b>10.1</b>	<b>10.8</b>	<b>11.6</b>	<b>12.2</b>	<b>22.0</b>	<b>22.3</b>	<b>21.9</b>	<b>22.0</b>	<b>10.6</b>	<b>10.4</b>	<b>12.0</b>	<b>11.6</b>	<b>8.5</b>	<b>8.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.6</b>	
Medicare Supplement	4,200	4,215	4,245	4,265	4,350	4,360	4,415	4,445	4,490	4,505	4,540	4,545	4,500	4,495	4,510	4,500	
(YoY, %)	6.9	6.3	5.9	5.7	3.6	3.4	4.0	4.2	3.2	3.3	2.8	2.2	0.2	(0.2)	(0.7)	(1.0)	
Medicare 합계	7,730	7,765	7,845	7,895	8,655	8,700	8,805	8,875	9,250	9,295	9,455	9,490	9,665	9,685	9,740	9,770	
(YoY, %)	8.3	8.3	8.4	8.6	12.0	12.0	12.2	12.4	6.9	6.8	7.4	6.9	4.5	4.2	3.0	3.0	
Medicaid	5,450	5,675	5,790	5,890	6,200	6,380	6,375	6,705	6,695	6,710	6,630	6,450	6,425	6,360	5,965	5,900	
(YoY, %)	8.1	8.9	9.1	11.0	13.8	12.4	10.1	13.8	8.0	5.2	4.0	(3.8)	(4.0)	(5.2)	(10.0)	(8.5)	
Government 합계	13,180	13,440	13,635	13,785	14,855	15,080	15,180	15,580	15,945	16,005	16,085	15,940	16,090	16,045	15,705	15,670	
(YoY, %)	8.3	8.6	8.7	9.6	12.7	12.2	11.3	13.0	7.3	6.1	6.0	2.3	0.9	0.2	(2.4)	(1.7)	
미국 내 합계	43,605	43,925	44,120	44,365	45,150	45,350	44,965	45,445	42,755	42,805	42,900	42,855	43,605	43,460	43,540	43,430	
(YoY, %)	4.8	5.1	4.9	4.9	3.5	3.2	1.9	2.4	(5.3)	(5.6)	(4.6)	(5.7)	2.0	1.5	1.5	1.3	
Global							4,080	4,080	6,095	6,020	6,070	6,220	6,125	6,070	5,845	5,720	
(YoY, %)												48.8	52.5	0.5	0.8	(3.7)	(8.0)
전사 합계	43,605	43,925	44,120	44,365	45,150	45,350	49,045	49,525	48,850	48,825	48,970	49,075	49,730	49,530	49,385	49,150	
(YoY, %)	4.2	4.6	4.4	4.7	3.5	(2.8)	2.0	1.9	(0.9)	4.8	(0.2)	(0.9)	1.8	1.4	0.8	0.2	
(YoY, 명)	1,905	2,115	2,010	2,190	1,645	(1,365)	955	940	(465)	2,215	(75)	(450)	880	705	415	75	
Medicare Part D	4,990	4,940	4,945	4,930	4,955	4,935	4,945	4,940	4,770	4,730	4,725	4,710	4,480	4,430	4,415	4,405	
(YoY, %)	4.3	7.6	7.3	9.0	6.6	3.9	5.1	4.5	9.5	9.2	9.7	10.5	8.3	7.3	8.2	7.8	

자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

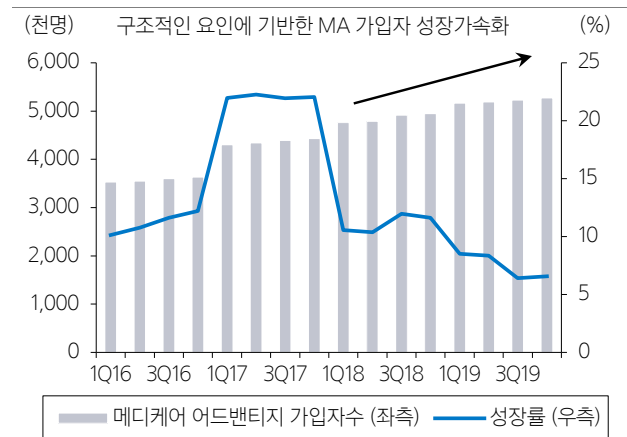
표 2. UHC 2020년 건강보험 부문별 가입자 가이던스

(천명)	2018	증감	2019	가이던스	2020E
Commercial risk	8,495	80	8,575	(50)	8,525
Commercial fee	18,420	765	19,185	(200)	18,985
Medicaid	6,450	(550)	5,900	425	6,325
<b>Medicare Advantage</b>	<b>4,945</b>	<b>325</b>	<b>5,270</b>	<b>525</b>	<b>5,795</b>
Medicare Supplyment	4,545	(45)	4,500	50	4,550
Medicare Part D	4,710	(305)	4,405	(150)	4,255
Global	6,220	(500)	5,720	100	5,820
합계	49,075	75	49,150	700	49,850

참고: 합계는 Medicare Part D 제외

자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 9. UHC 메디케어 어드밴티지 가입자 성장 추이

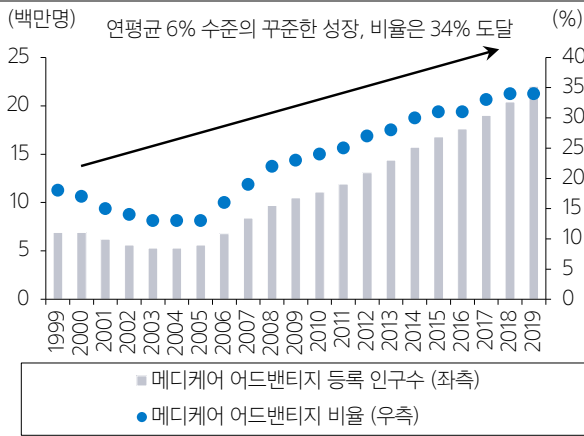


자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**꾸준한 성장 기대: 메디케어 어드밴티지(Medicare Advantage)**

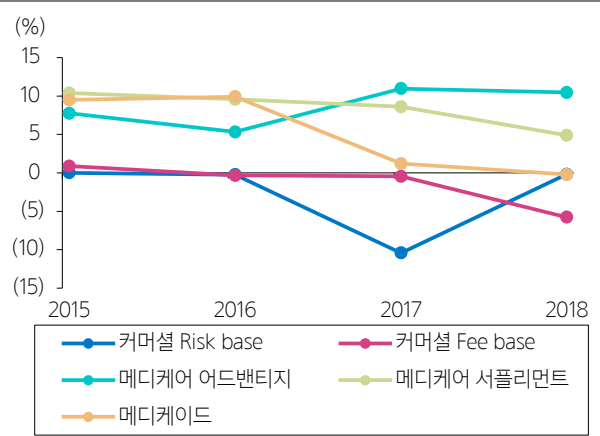
건강보험 부문의 안정적인 성장은 메디케어 어드밴티지(Medicare Advantage, MA) 가입자 성장에 기반한다. 고령화에 따라 메디케어 대상자(65세 이상 인구)는 구조적으로 증가할 것이다. 또한 간편하게 보험 커버리지를 구축할 수 있는 메디케어 어드밴티지에 대한 선호의 동반 증가가 기대된다. 실제로 전체 메디케어 대상자 중 메디케어 어드밴티지에 가입한 비율인 Medicare Advantage Rate은 지속 상승해 34%에 도달했다. 대형 사보험사 가입자 기준으로 메디케어 어드밴티지 가입자 수는 관리의료 섹터 내에서 가장 빠르게 성장하고 있다. 향후에도 메디케어 어드밴티지 부문의 고성장을 전망한다.

**그림 10. 꾸준히 증가하는 미국 MA 가입인구 및 비율 추이**



자료: Kaiser Family Foundation, 삼성증권

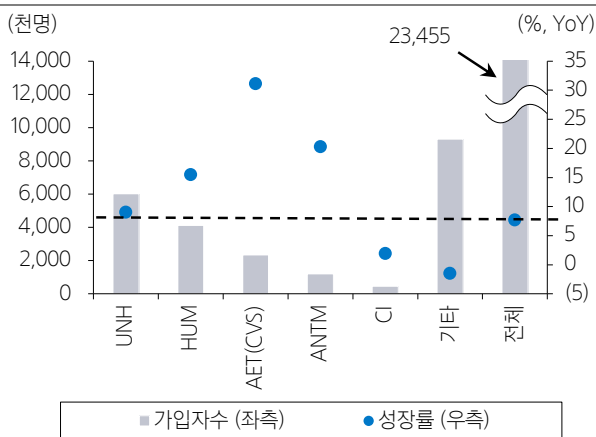
**그림 11. 주요 건강보험 플랜 가입자 성장 추이**



참고: 대형 사보험사 가입자 합산 기반  
자료: CMS, 삼성증권

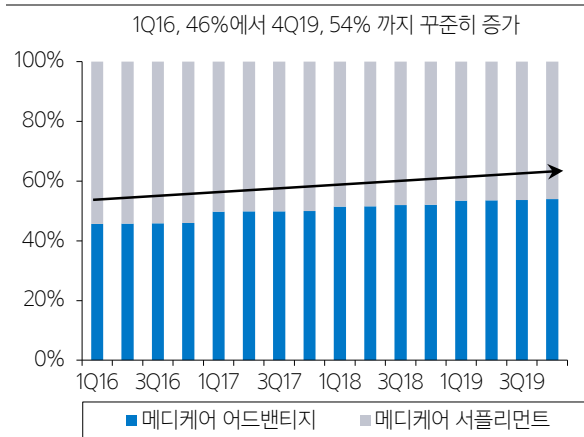
유나이티드헬스케어(UHC)는 2005년 PacifiCare 인수 이후 사보험사 중 가장 많은 메디케어 어드밴티지 부문 가입자수를 보유하고 있다. 그럼에도 불구하고 동사의 메디케어 어드밴티지 가입자 성장률(+9.0% YoY)은 산업 평균(+7.7% YoY)을 상회하며 점유율도 상승 중이다. (2010년 18% → 2019년 25%). 회사 내부적으로 메디케어 어드밴티지와 메디케어 서플리먼트 간 비중 역전 트렌드도 확인할 수 있다. 회사 내 메디케어 플랜 가입자중 메디케어 어드밴티지 비율은 4Q19 기준 54%까지 성장했다.

**그림 12. 주요 사보험사 메디케어 어드밴티지 가입자수 비교**



참고: 2019년 12월 기준 / 자료: CMS, 각 사, 삼성증권

**그림 13. 전체 메디케어 중 메디케어 어드밴티지 비중 지속 확대**



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**아픈 손가락: 커머셜(Commercial)과 해외 보험**

메디케어 부문은 구조적인 성장 기반으로 긍정적인 포지셔닝 구축에 성공했다고 정리할 수 있다. 반대로 커머셜과 해외 부문의 가입자 수 성장성은 동사에겐 아픈 손가락이다. 미국 사보험의 절반은 직장 보험 가입을 통해 보장된다. 미국 실업률 데이터의 중요성도 국민 실업 수준이 보험 사각지대 노출이라는 헬스케어 지표로 연결되기 때문이다.

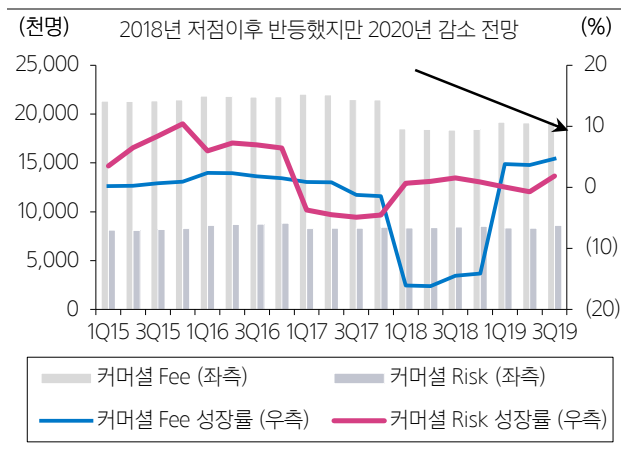
하지만 보험 미가입자 비율 감소에서 볼 수 있듯이 현재 커머셜 보험시장은 상당히 높은 수준의 침투가 이루어졌다. 사측은 경쟁 심화를 이유로 2020년 커머셜 부문 가입자수 역성장을 가이던스로 제시했다. 하지만 보험 미가입자를 노리기 위해 타사와 진흥탕 싸움을 할 필요는 없다. 보험 미가입자들이 보험 가입을 하지 않은 가장 큰 이유로 꼽는 것은 높은 보험료이다. 저렴한 플랜 제공은 마진에 부정적 영향을 미칠 뿐이다.

커머셜 부문 부진엔 직 이코노미(Gig Economy) 대두 및 프리랜서 형태 직종 증가에 따라 직장을 통한 단체 보험 숫자가 감소하는 영향도 존재한다. 변화에 대응한 새로운 형태 보험 플랜 제시가 필요하다. UHC는 개인 가입자(self-insured)를 공략하기 위해 헬스케어 스타트업 'Bind'과 협력해 온 디맨드(On demand) 건강보험 플랜을 출시했다. 기본적으로 일반 커머셜 보험 대비 낮은 보험료와 보험사 커버 전까지 가입자가 먼저 지불하는 가입자 부담금(deductible)과 치료비에서 일정 비율을 차지하는 가입자 부담금(Co-insurance)이 없는 것이 특징이다. 커버리지 옵션도 본인에게 필요한 부분을 유연하게 선택 및 추가 할 수 있다.

해외 부문은 2017년 가입자수 통계가 처음 잡혔다. 2018년 4분기 622만명 기록 이후 가입자는 매 분기 소폭 감소하고 있다. 동사가 진출한 남미는 사보험 시장 발달 정도가 미미하기 때문에 아직까지 침투율이 낮은 상황이다. 대표적으로 브라질의 전체 인구 대비 사보험 커버리지 비율은 24% 수준에 그친다. 낮은 침투율은 바꿔 말하면 높은 성장 여력으로 해석할 수 있다 해외부문 건강보험 가입자수의 가시성은 낮지만 장기적으로는 증가세가 뚜렷할 것이다.

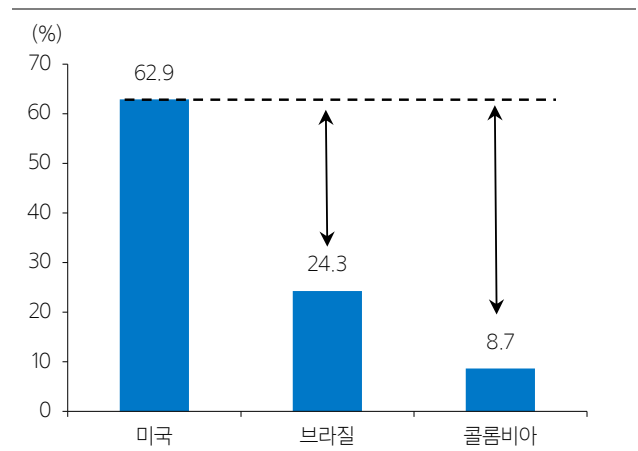
매출액으로 직결되는 가입자수 성장은 회사 밖의 구조적인 영향을 받을 수 밖에 없다. 최근 4Q19 가입자수가 예상보다 적게 증가한 이유도 특정 지역(Iowa주) 내 메디케이드 구조 변화가 영향을 미쳤다. 이러한 변화는 모든 기업들이 공통으로 직면한다. 동사가 트렌드 변화에 맞춘 적절한 대응을 지속한다면, 이미 구축해 놓은 업계 내 선도적인 지위를 충분히 지켜나갈 수 있다고 판단한다.

**그림 14. 가입자수 역성장이 전망되는 커머셜 부문**



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**그림 15. 낮은 침투율로 해석될 수 있는 주요 남미 국가 사보험율**



참고: 전체 인구 대비  
자료: OECD, 삼성증권



**적정수준에서 관리되는 의료비용(Medical Cost)**

매출액 성장이 가입자 성장에 따라 견고할 것으로 판단되는 상황에서 추가적으로 비용 측면을 고려해야 한다. MCR(Medical Cost Ratio, 의료 비용 비율)은 보험사의 필수적 지표로 MLR(Medical Loss Ratio)과 혼용되는 경우가 많다.

MCR 산식은 청구된 보험료와 비용 합계를 보험료에서 세금이나 수수료를 차감한 금액으로 나누어 산출한다(Claim Paid + Expense / Premium - Tax(fee)). 즉, 건강보험 관련 매출액(보험료) 대비 청구되어 지출된 비용이 어느 정도 비율인지가 기본 컨셉이다.

현실적으로 보험사는 MCR을 완전히 통제할 수 없다. 환자가 어떠한 병으로 어떠한 진료를 받을 것 인지를 완벽하게 예측할 수 없기 때문이다. 결국 기본적 통계 데이터를 기반으로 예상되는 의료 비용에 따라 적절한 보험료를 산정한다. 과잉 진료 등 모럴 해저드를 방지하기 위한 전략 채택도 필요하다. UNH는 의료비용 관리에 추후에 언급할 Optum의 사업들을 활용하고 있다.

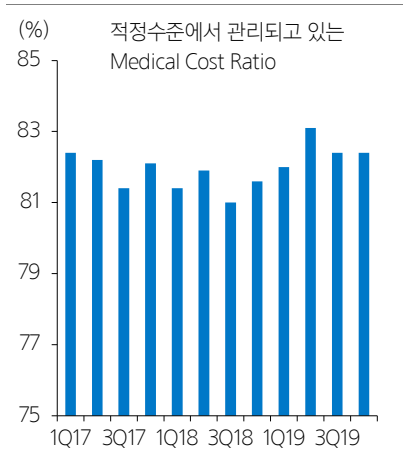
유나이티드 헬스 그룹의 MCR은 2006년 이후 평균 81.4%로 79.0~83.6% 범위 내에서 움직이고 있다. 등락은 있지만 평균을 기준으로 추세가 일정하게 이어진다. 반면 동사를 제외한 주요 관리 의료 기업들의 MCR은 범위 81.3%~86.8%(평균 84.2%)를 보이며 추세상으로 상승하고 있다. 건강보험 가입자수가 많음에도 불구하고 일정한 MCR 유지는 동사의 기업 역량을 단적으로 보여주는 지점이다.

추가적으로 고객 당 이익 지표로 주목 해야 한다. 2010년 이후 고객 당 비용과 고객 당 보험료는 모두 상승하는 흐름을 보이고 있다. 2019년 말 기준 고객 당 비용은 \$457인 반면 고객 당 보험료는 \$554 수준이다. 중요한 것은 두 지표간 차이가 커지고 있다는 점이다. 2010년 \$60 수준에서 2019년 \$100까지 상승했다. 즉, 건강보험 고객 한 명당 남길 수 있는 이익 폭이 증가하고 있다.

의료 비용 관리를 통해 고객 당 마진이 증가할 수 있다면, 가입자수 증가가 탑라인과 바텀라인 모두에게 긍정적으로 작용하는 선순환 구조 구축이 가능하다. 2019년 일시 유예되었던 Health Insurance Tax(HIT)의 2021년 완전 일몰 전망도 의료비용 관리에 일조할 것이다.

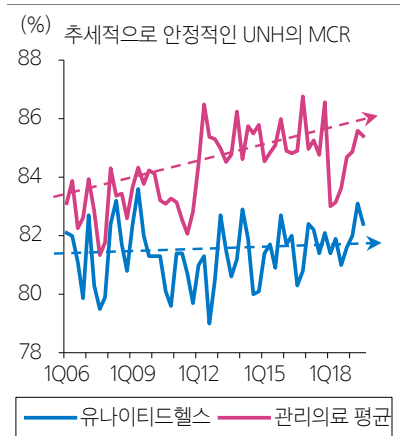
결론적으로 가입자 수 증가에 따른 매출액의 꾸준한 성장과 의료 비용 통제 및 마진 관리를 통해 건강 보험 사업부(UHC)는 향후 현금 창출 창구로써 회사 성장에 있어 안정적인 기반 역할을 할 것이다.

**그림 16. MCR(Medical Cost Ratio) 추이**



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

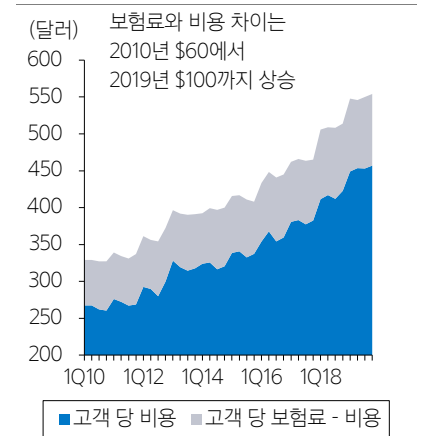
**그림 17. 섹터 평균 대비 긍정적인 MCR**



참고: 관리의료(Humana, Anthem, Centene, Molina Health, Cigna, Wellcare Health, Aetna)

자료: Bloomberg, 삼성증권

**그림 18. 고객 당 보험료 및 비용 추이**



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

Part 2

## 미래를 준비한다: PBM/디지털 헬스케어(Optum)

Optum(옵탐)은 헬스케어 산업 변화에 대응하기 위해 2011년 설립되어 회사 성장을 이끌어 가고 있다. 전사 대비 Optum 매출액 비중은 지속 증가하여 38%까지 도달했고 영업이익 비중은 59%가 넘는다 (4Q19 기준). Optum의 다양한 사업과 건강보험 부문과의 유기적 관계 형성은 경쟁 기업 대비 선도적이다. 시너지 효과를 발생시키는 세부 사업내용 중심으로 살펴보고자 한다.

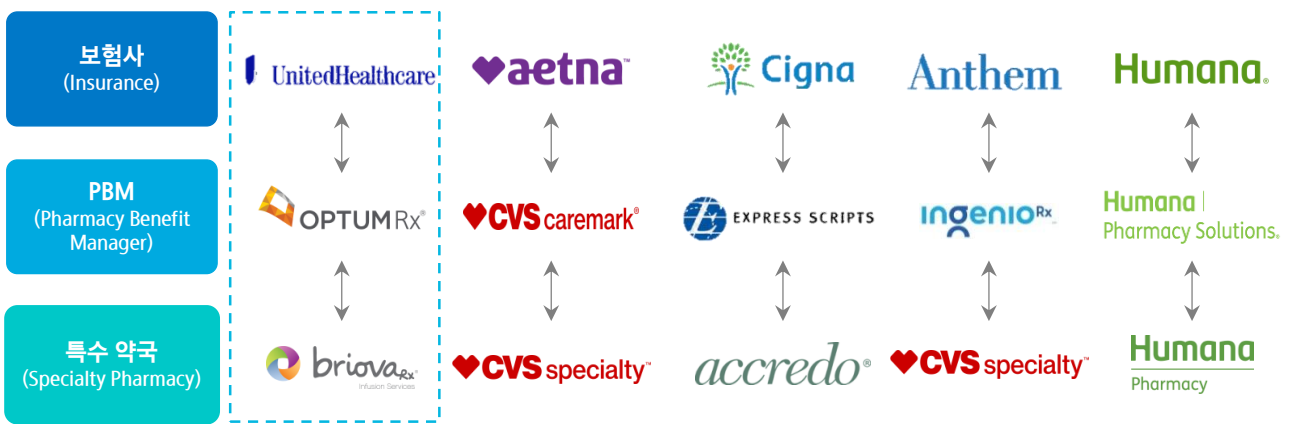
### 수직 계열화의 Key: OptumRx

OptumRx는 우리나라에는 없는 사업형태인 PBM(Pharmacy Benefit Manager) 사업을 영위한다. 대표적인 PBM 업체로 OptumRx 외에 CVS Health와 Express Scripts(Cigna 인수)를 꼽을 수 있다. PBM은 제약사, 약국, 보험사 사이에서 처방약 관련 비용을 최적화 해 환자가 부담해야 할 비용을 줄이는 것을 목적으로 한다. 일종의 중간자 역할이다.

주요 역할로 1) 제약사와 약가 협상 및 리베이트 책정/수령, 2) 리베이트를 보험사, 약국 등에 분배, 3) 보험사와 보험 등재 협상, 4) 고객별 맞춤 권장 의약품(formulary) 작성 등을 꼽을 수 있다. 이외에도 우편을 통한 의약품 배송 서비스, 약국 네트워크 관리 등도 주요 기능에 포함된다.

최근 섹터에서 <보험사 + PBM + 특수 약국(Specialty Pharmacy) + 의료시설> 형태의 통합 구조를 목표로 수직 계열화가 진행되고 있다. 이 중 인수합병을 통한 보험사와 PBM간 통합이 우선적으로 진행되고 있다. 2018년 대형 PBM 업체 CVS 헬스는 건강보험사 Aetna를 인수했다. 반대로 같은 해 Express Scripts는 건강보험사 Cigna에게 인수 당했다.

그림 19.보험사, PBM, 특수 약국(Specialty Pharmacy)의 수직 계열화



자료: 삼성증권 정리

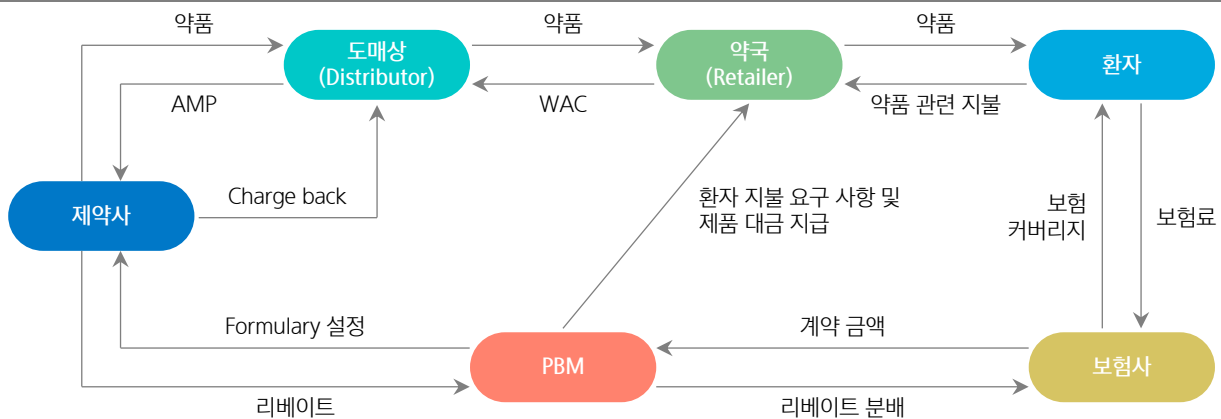
수직 계열화의 목적은 보험사와 PBM 간 공생관계에 기반한 시너지 추구다. 보험사는 PBM에게 계약금액을 지불하고 PBM은 보험사에게 제약사로부터 수령한 리베이트를 분배한다. 양 측이 계열사라면 1) 협력 용의성과 2) 비용 절감 효과를 기대할 수 있다. 다른 기업들은 최근 들어 계열 구조를 구축함에 따라 본격적 효과 창출까지 일정 기간이 소요될 것이다. OptumRx와 UHC의 공생관계는 이미 안정적이다. OptumRx가 연간 처리하는 처방전 개수는 13.4억개, 처방 관련 지출은 960억달러 규모다

약국 부문 강화도 지속되고 있다. 특히, 특수 의약품이 전체 처방약에서 차지하는 비중은 지속 상승 중이다(산업 기준 17년 40%에서 22년 50% 전망). 동사는 2015년 인수 한 briovaRx에 더해 2019년 12월 Diplomat Pharmacy를 인수해 특수 약국 사업을 강화 했다. 보험사가 보유한 의료 데이터를 활용해 헬스케어 비용 감소 효과를 극대화 할 수 있으며 고객 경험 측면도 긍정적이다.

다만 산업 전체적인 관점에서 PBM은 정치적 타겟이 될 수 있다. 2019년 높은 약가와 관련한 정치적 노이즈(청문회 등)가 진행될 때 마다 PBM과 제약사는 시소게임을 벌였다. 양 측은 높은 약가의 원인을 서로에게 미뤘다. 제약사는 높은 약가의 원인으로 PBM 업체가 받는 리베이트를 꼽았고 PBM 업체는 제약사가 애초에 설정한 약품 출시 가격이 높은 것을 지적했다. 정치권 행보에 따라 주가도 엇갈렸다.

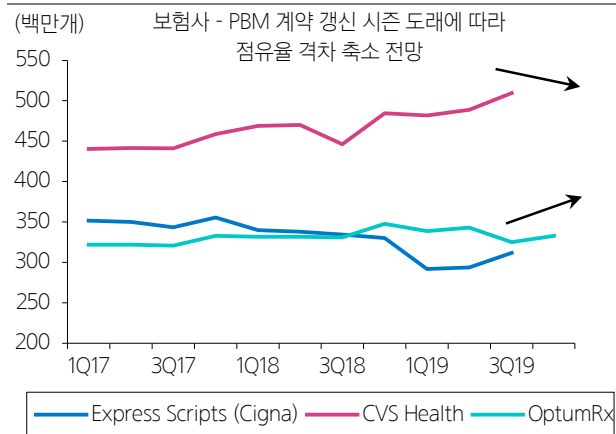
논란이 지속되는 가운데 트럼프 대통령은 2019년 7월 의약품 리베이트 규제를 골자로 하는 법안을 철회했다. 2020년 대선을 앞두고 관련 정치적 공세에 따른 노이즈가 발생할 가능성은 존재하지만 OptumRx은 혼자가 아니다. 보험사라는 든든한 배경은 양측 모두에게 긍정적이다.

그림 20. 미국 의약품 유통 구조



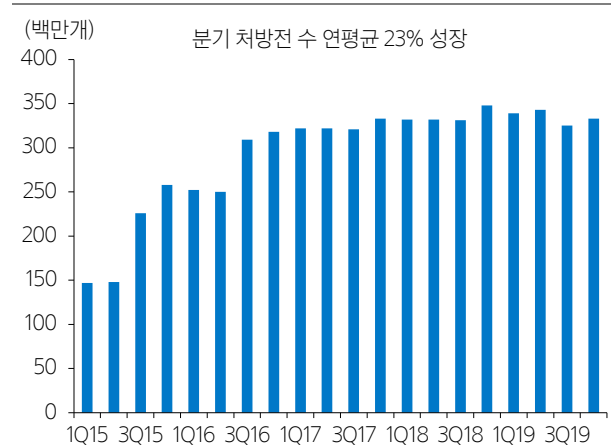
자료: JAMA, 삼성증권 정리

그림 21. 주요 PBM 기업 분기 처방전(Adjusted Scripts) 추이



자료: 각 사, 삼성증권

그림 22. 상승세 둔화에도 추세적으로 꾸준한 처방전 추이



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**건강보험 경쟁력 강화제: OptumHealth**

OptumHealth는 다양한 사업을 진행하고 있기 때문에 Optum의 세 사업부 중 사업 내용을 정리하기 가장 어렵다. 대표적 사업 내용만 적어도 1) 오프라인 의료시설 운영 2) 의료진 네트워크 관리, 3) 온라인 의료서비스, 4) 데이터 분석을 통한 종합 건강관리 서비스, 5) 특화 금융 서비스 등을 언급해야 한다. OptumHealth를 관통하는 하나의 공통적 특징은 건강보험 부문 경쟁력 강화에 큰 역할을 하고 있다는 것이다.

**1) 실제적 의료 서비스 제공: OptumCare**

OptumHealth는 OptumCare를 통해 건강보험 가입자들을 대상으로 실제적인 의료 행위를 제공 하고 있다. 일반적으로 사보험 가입자들은 보험 커버리지에 해당되는 의료시설이나 의료진을 방문해야 한다. 플랜별로 적용되는 의료시설에 차이가 존재하지만 in-network\* 의료시설에만 보험 혜택이 제공되는 경우가 많고 out of network\*\* 진료를 받을 수 있는 보험은 보험료가 상당히 높다. OptumCare는 UHC를 비롯한 건강보험 가입자가 불편함 없이 의료 혜택을 받을 수 있는 기반이 된다.

\*In-network:  
보험 커버리지 내  
의료시설, 보험사와  
계약관계

\*\*Out of network:  
보험사와 계약관계가  
없는 의료시설

OptumCare는 기본 진료(Primary)와 특수 진료(Specialty)를 제공하며, MedExpress를 통해 응급 진료, SCA(Surgical Care Affiliate)와 협력을 통해 외래 환자에 대한 수술 서비스를 제공한다. 현재 네트워크에 포함된 외과의사(physician) 수는 4만 6천명으로 지속적으로 증가하고 있다. 미국 전체 외과의사 숫자(100만명)대비 5% 수준으로 향후에도 협력이나 인수를 통해 규모를 확장할 여지가 크다.

앞서 언급한 수직 계열화 구조에서 의료 네트워크는 추가적인 퍼즐이다. 동사는 투자자의 날 행사에서 헬스케어의 새로운 패러다임 중심에 고객(환자)를 놓는 것을 강조했다. 의료 네트워크 보유는 기업뿐 아니라 고객 입장에서도 보장 범위와 본인 부담 비용에 대한 투명성을 극대화 시킨다.

실제로 텍사스 지역 WellMed 네트워크의 가치 기반(value based) 의료 서비스를 제공 받은 메디케어 어드밴티지 가입자는 전통적인 의료 서비스 대비 30% 비용 절감을 경험했다. 병원 관리비용도 9% 가량 절약되는 효과를 냈다. Optum 측은 긍정적 결과를 기반으로 적용 플랜을 확대할 예정이라 밝혔다.

최근엔 단순 의료진 네트워크 확장 외에 새로운 프로그램도 추가하고 있다. OptumHealth의 'HouseCalls'은 의료진 자택 방문 프로그램이다. 정기적 방문예약을 통해 질병의 예방 및 지속적인 치료가 가능하다. 2019년 170만명의 고령 회원이 HouseCalls의 방문 진단을 이용했다. 이와 같은 신규 프로그램들은 효과적인 의료 서비스 제공에 일조 하고 있다.

그림 23. OptumCare 의료 네트워크 분포



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

2) 종합 건강관리 서비스: Rally

OptumHealth는 고객 중심의 종합건강관리 플랫폼 'Rally'를 운영 중이다. Rally는 사용자들이 더 나은 습관의 형성을 통해 건강해지고, 보험 가입이나 의료시설 사용에 있어서도 올바른 선택을 유도하는 것을 목표로 삼는다. 건강보험사 입장에서는 가입자의 건강상태를 누락 없이 파악할 수 있으며, 예방진료를 통해 응급환자를 줄이고 의료비용 축소가 가능하다. UHC를 비롯해 BlueCross, Health Alliance 등이 제공하는 사보험 플랜 가입자가 Rally의 주요 서비스 대상자다.

질병은 발병한 후에 치료하는 것보다 발병 전에 건강관리를 통해 대응하는 것이 가장 효율적인 방법이다. Rally는 단순한 식단 관리부터 시작해 다양한 건강 미션 제공뿐 아니라 오프라인 팝업 이벤트도 개최하고 있다. Rally가 제공하는 웰니스(Wellness) 프로그램으로 Quit for Life(금연 목표 달성 지원), Real Appeal(체중 감량 지원) 등이 있다. UHC와는 협력을 통해 UnitedHealthCare Motion(디바이스 통해 신체의 움직임을 트래킹 및 리워드 제공)도 서비스 중인데 최근 Motion 가입자수는 150만명을 돌파했다.

현재 Rally 플랫폼 가입자는 4,500만명 이상으로 20만개 기업들이 직원을 위해 서비스를 제공 중이다. 이들 중 매주 플랫폼에 접속하는 인원은 250만명 수준이다. 특히 현재까지 완료 된 건강 미션은 1,500만개로 사용자들이 도전(Challenge)를 통해 리워드로 받은 금액 규모는 15억 달러에 달한다. Rally 플랫폼 내 다양한 서비스 기능들은 건강보험 기업뿐 아니라 일반 기업(직장 보험 가입 주체)과 의료 서비스 제공자(병원 등)와도 협력을 진행 할 수 있는 기반이다.

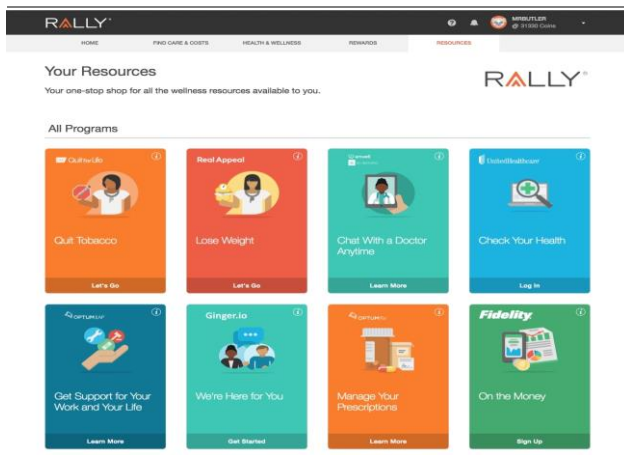
사용자에게 제공되는 리워드는 HSA(Health Saving Account)나 HRA(Health Reimbursement Account) 적립금이나 보험료 할인 형태로 제공된다. 결국 제공되는 리워드를 처리/소비하는 비용은 외부로 유출되기 보다는 유나이티드헬스 그룹 내부 서비스를 통해 순환된다. 비용 대비 효과적인 마케팅 수단으로 활용도가 높다.

표 3. Rally의 주요 서비스 분류

서비스 분류	세부 내용
Rally Choice	보험 혜택 선택 및 관리하는 것에 도움. 최선의 선택을 지원하기 위한 다양한 기능 포함
Rally Engage	가입자가 본인의 리스크 요인에 대한 이해를 통해 더 건강해지도록 지원. 주요한 질환으로 이어지지 않도록 사소한 부분을 조정. 경쟁과 리워드 등의 유인책 제공
Rally Connect	가격과 필요에 기반한 개인의 보험 가입 투명성 도구. 가입자 부담 최대 한도액(Out of pocket cost)과 기본 분담금(Co pay)등의 비교 및 리뷰 제공

자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 24. Rally 사용자 화면



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 25. Rally Health가 개최한 오프라인 이벤트



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

### 3) 단순한 은행이 아니다: OptumBank

마지막으로 OptumHealth는 OptumBank를 통해 건강보험 관련 특화 금융 서비스를 제공한다. HSA(Health Saving Account)를 비롯 HRA(Health Reimbursement Account)와 FSA(Flexible Spending Account) 등이 주요 상품이다. 세가지 금융 상품은 다양한 측면에서 차이가 존재한다. 이 중 건강보험 가입자들이 활용하는 가장 대표적인 금융상품은 건강저축계좌인 HSA다.

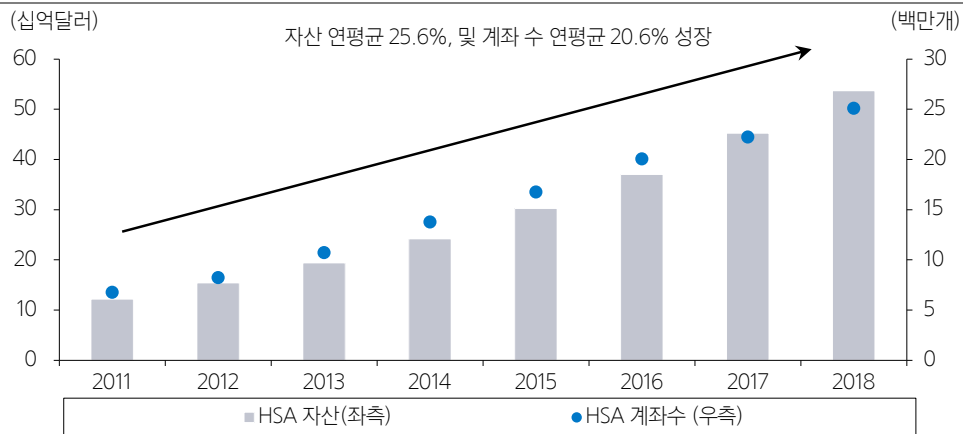
HSA는 개인의 높은 의료비용 부담을 낮추기 위해 2003년 부시 행정부 시기에 도입되었다. 매년 일정 금액을 저축하는 것처럼 납입하고 의료기기나 용품 구매, 검사 및 수술비용 지불, 메디케어 보험료 납입 등으로 활용할 수 있다. HSA는 매력적인 3가지 세제혜택을 제공한다. 1) 한도 내의 불입금(적립금), 2) 적립금을 활용한 투자수익, 3) 의료 목적으로 인출/사용한 금액 모두 면세 혜택을 받는다.

다만 헬스케어 지출 외 기타 용도 사용 시 소득세와 이용금액의 20%를 페널티로 부과 받는다. 또한 HSA 상품 가입조건은 가입자 부담금(Deductible)이 높은 HDHP(High Deductible Health Plan)플랜 가입자로 제한된다(연 개인 가입자 부담금 \$1,350 또는 가족 가입자 부담금 \$2,700 이상).

HSA 상품 성장성은 예탁 자산 규모와 계좌 수의 성장을 통해 알아볼 수 있다. 2018년 말 기준 미국 전체 HSA 계좌 수는 2,508만개, 자산은 537억달러 수준으로 추정된다. 2011년 이후 계좌 수는 연평균 20.6%, 자산은 연평균 23.6% 수준의 고성장을 지속하고 있다. 계좌 당 자산도 자연스럽게 증가했다.

트럼프 행정부는 높은 의료비용에 대한 해결책 및 오바마케어 수정안의 일부로 건강저축계좌 상품 공급 확대를 목표로 삼았다. 2019년 관련 행정명령에 서명을 마친 상태다. 의회도 2019년 9월 HSA 확대와 관련한 법안을 공개했다. 기존에는 65세 이상으로 메디케어 보험 가입자가 될 경우 계좌에 추가 납입 및 신규 계좌 개설이 불가능했다. 법안은 해당 부분 완화를 골자로 삼고 있기 때문에 시행 될 경우 메디케어 대상자의 가입 확대가 기대된다.

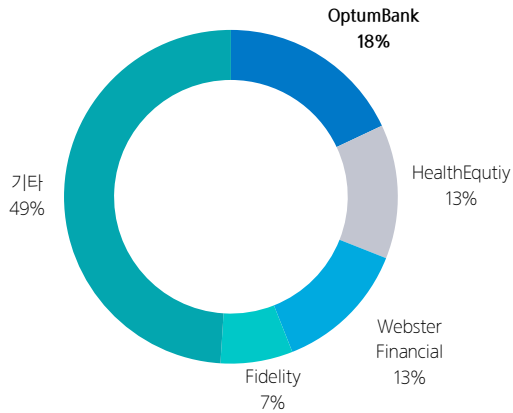
그림 26. HSA 상품은 고성장 기록에도 불구하고 추가 성장여력 존재



자료: Devenir Research, 삼성증권

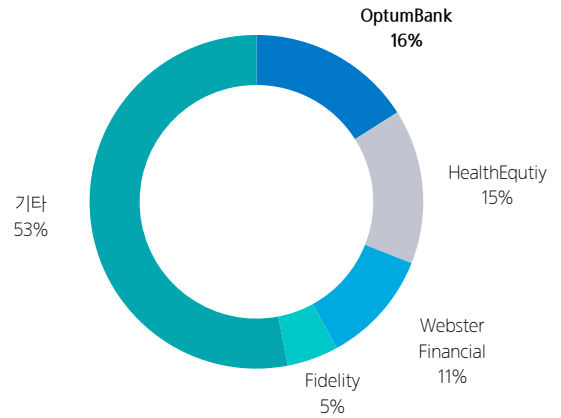
OptumBank는 현재 계좌 수 및 자산 규모 기준으로 업계 1위 지위를 차지하고 있다. OptumBank를 포함해 상위 4개 사의 계좌 및 자산 점유율은 50% 전후다. 향후 관련 상품시장이 고성장 할 것으로 예상되는 가운데 점유율 확대 여지가 상당히 높다고 판단한다. 건강 저축 금융 상품은 건강보험 플랜 커버리지 외에 추가적 의료 비용 발생시 이를 대비하기 위함이 목적이다. 건강보험 가입과 필연적으로 연결성이 생길 수 밖에 없다. OptumBank는 UHC와의 협력을 통해 경쟁 기업대비 보다 용이한 가입 진행 프로세스를 구축할 수 있다.

그림 27. HSA 수탁자산 점유율 (2018년 말 기준)



자료: HealthEquity, 삼성증권

그림 28. HSA 계좌 수 점유율 (2018년 말 기준)



자료: HealthEquity, 삼성증권

표 4. HSA, FSA, HRA 상품 주요 내용 비교

	HSA (Health Saving Account)	FSA (Flexible Spending Account)	HRA (Health Reimbursement Account)
소유주체	직원	고용주, 단 직원 명의	고용주
납입주체	직원, 고용주 및 기타	일반적으로 직원, 고용주 가능	고용주만 가능
건강보험 조건	HDHP 보험가입에 한함	Full purpose - 제한 없음 Limited purpose - HSA와 동일	제한 없음 단, 대부분 보험 플랜 연결
납입 방법	계좌에 직접 납입	고용주가 직원 별 금액 지정 세전 임금에서 차감 형태	고용주가 명목 기반 금액 설정
납입 금액 한도액	연간 납입 한도액 존재	연간 납입 한도액 존재	제한 없음
잔여금액 이연	가능	가능	가능
직장 퇴직 시 처리	직원이 소유	고용주 귀속	고용주 귀속
이자 발생 여부	수탁 조건에 따라 다르지만 발생	발생 x	발생 x
고령 근로자 대한 Catch up 기능	55세 이상부터 메디케어 가입 전까지 매년 납입 금액 상향 가능	불가	불가
세제혜택	납입금 - 세금 감면 투자관련 수익 - 세금 면제 적합한 의료 비용 지출 - 세금 면제	연방 및 주별 세금 면제	연방 및 주별 세금 면제
비 헬스케어 지출 가능 여부 (65세 이하)	가능, 20% 페널티 세금 부과 장애인 등 특정 경우 예외	불가	불가
비 헬스케어 지출 가능 여부 (65세 이상)	가능, 20% 페널티 세금 면제	불가	불가
헬스케어 비용과 납입 기간 일치 필요 여부	필요 없음	필요, 단, 유예기간 등 조건 존재	필요 없음
다른 종류 계좌 소유 가능 여부	안과 및 치과 관련 용도로 FSA 및 HRA 가입 가능	HRA 및 Dependent care FSA 가입 가능	일반 FSA/Dependent care FSA 가입 가능

참고: Dependent care FSA: 데이 케어 및 노인 케어 서비스에 사용 가능

자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**IT기술과 헬스케어 결합의 최전선, OptumInsight**

OptumRx와 OptumHealth는 헬스케어 관련 사업에 IT 기술을 일부 활용하고 있다. Optum 사업부에서 본격적인 테크와 헬스케어의 접목은 OptumInsight를 통해 이루어진다. 헬스케어는 환자 별 데이터뿐 아니라, 임상, 수술 등 방대한 데이터가 생성되는 분야다. OptumInsight는 헬스케어 데이터를 관리할 수 있는 SW나 솔루션을 제공하고 데이터 분석을 기반으로 컨설팅 사업을 진행한다.

동 사업부는 빅 데이터분석을 비롯, 블록체인, 인공지능(AI), 앰비언트 컴퓨팅(Ambient Computing) 등의 활용을 가속화 하고 있다. 클라우드 기반으로 고성장을 이어가는 소프트웨어 기업과 유사한 측면이 존재한다. OptumInsight의 영업이익률은 25% 수준이다(2019년 기준). S&P 소프트웨어 및 서비스 섹터 기업의 평균 영업이익률 24%과 비교해도 부족하지 않다(2019년 말 기준).

주요 매출 발생 고객군은 1) 건강보험사, 2) 의료 서비스 제공자(병원), 3) 바이오텍 및 생명 공학 기업, 4) 정부 등으로 분류 할 수 있다. 건강보험사는 OptumInsight의 트렌드를 통해 보험 청구 트렌드를 분석하거나, 인구의 세분화를 통해 보험 플랜 관리 및 사업에 필요한 통계 모델을 구축할 수 있다.

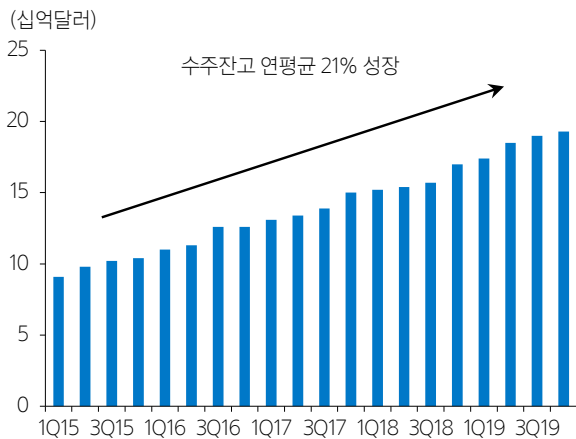
의료 서비스 제공자를 위해 용이한 의료 기록 분석을 통해 의료진이 환자에 대한 정보를 한 눈에 확인할 수 있도록 지원한다. 고위험 환자를 선별해낼 수 있고, 진료 시 불필요한 대기 간격을 감축 시키는 데도 활용된다. 특히 미국 내 90%의 의료시설은 동사의 대표 SW Optum360을 활용 매출액 관리를 하고 있다. 즉 OptumInsight 데이터 분석 툴은 UHC와 OptumCare부문의 주요한 경쟁력 강화 수단이다.

2019년 6월 인수한 헬스케어 소셜 네트워킹 웹사이트 PatientsLikeMe와의 시너지 효과도 기대해볼 만하다. PatientsLikeMe는 환자들의 페이스북으로 불리는 사이트로 동일한 질병이나 상태를 가진 환자들을 온라인상에서 연결한다. 플랫폼 설립 목적은 루게릭병 등 희귀질병에 대한 정보 교류였으나, 현재는 3,000개에 가까운 질병에 대해 전세계 60만명 이상의 환자정보를 보유하고 있다.

환자들은 실제적 질병 치료 사례, 치료법, 부작용 등을 공유한다. 익명 가입을 원칙으로 하기 때문에 개인 정보 노출 부담 없이 솔직하게 정보를 공유할 수 있다는 장점이 존재한다. 제약사 입장에서는 약품 개발뿐 아니라 환자들의 사후 관리 및 추적에도 데이터가 필요하다. PatientsLikeMe는 클라우드 소싱으로 축적된 데이터를 제약사나 보험사에 판매하는 비즈니스 모델을 보유하고 있다. 해당 플랫폼을 통해 축적한 정보는 OptumInsight 데이터 분석 기능에 활용될 여지가 많다.

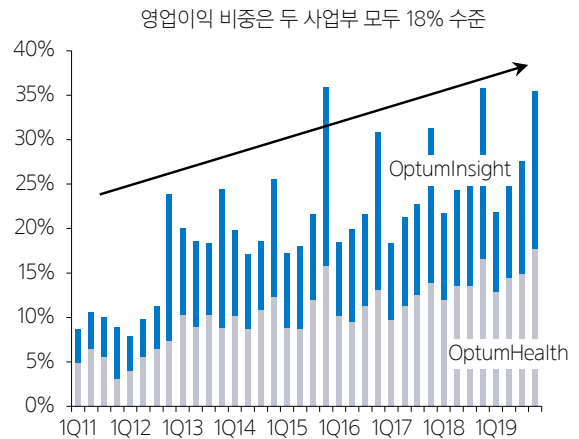
수주잔고의 꾸준한 증가세가 OptumInsight의 성장성을 보여주고 있다. 현재 전사 대비 사업부의 매출액 비중은 3.2% 에 불과하다(4Q19 기준). 하지만 영업이익 비중은 17.8%로 OptumHealth와 더불어 높은 영업이익률 기반으로 Optum의 존재감 상승 및 미래 대비에 있어 주요한 역할을 하고 있다.

**그림 29. OptumInsight 수주 잔고(Contract Backlog) 성장 지속**



자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

**그림 30. OptumHealth와 OptumInsight 영업이익 비중 증가세**



참고: 사업부간 거래 포함, 2019년 기준 / 자료: UnitedHealth Group, 삼성증권



## Part 3

## Risk 요인: Medicare for All 이슈 점검

## 2019년, 정책에 발목 잡힌 헬스케어

2019년 미국 헬스케어 섹터 주가는 부진했다. 2019년 S&P 500 지수가 28.9% 성장한 반면 S&P 헬스케어 지수는 18.7% 상승에 그쳤다. 에너지 섹터(+7.6%)를 제외하면 가장 낮은 섹터 수익률을 보였다. 헬스케어 산업은 무역분쟁의 영향도 받지 않는 섹터다.

헬스케어 섹터 기업들의 펀더멘탈은 여전히 견고했다. S&P 헬스케어 섹터 2019년 예상 매출액 성장률은 전년 대비 9.8% 성장하며 2018년(15.8%, YoY) 대비 소폭 둔화되었지만 2017년 대비 성장세를 유지하고 있다. 2019년 예상 EPS 성장률은 +5.5%로 둔화되었지만 2020년은 36%의 고성장이 예상된다.

주가 부진의 원인은 워싱턴에서 시작된 정책 리스크다. 트럼프 행정부는 오바마 케어(ACA) 폐지 움직임과 더불어 약가 인하를 목표로 다양한 정책적 시도를 지속했다. 또한 2020년 대선을 앞두고 시작된 민주당 경선에서는 급진적 성향 후보들(샌더스, 워렌 등)이 Medicare for All(메디케어 포 올)을 비롯한 다양한 헬스케어 정책을 내세우며 산업을 흔들기 시작했다.

표 5. 트럼프 행정부 시행 헬스케어 정책

구분	일자	주요 내용
오바마케어 관련	17년 4월	CMS, 2018년 OEP 기간 기 3개월에서 45일로 축소
	17년 12월	오바마케어의 가입의무 및 세금 페널티 조항 폐지 정책 서명
	18년 7월	CMS, ACA 마케팅 예산 감축
	18년 12월	텍사스 연방지회서 오바마케어 위한 판결 (가입의무 조항 관련)
약가 관련	19년 1월	HHS, PBM 리베이트 금지법안 제출
	19년 5월	HHS, 제약사가 TV 광고 시 list 가격 공개 의무화
	19년 7월	PBM 리베이트 금지법안 철회

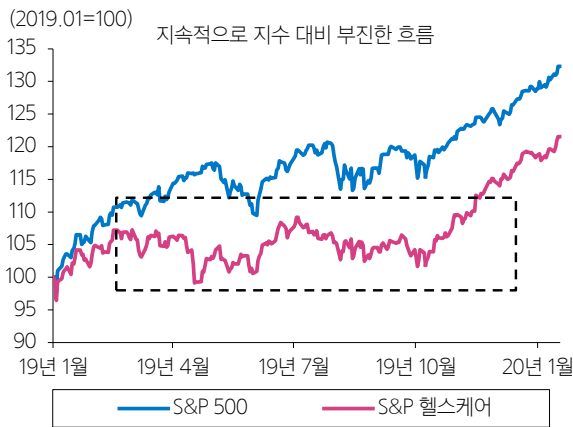
자료: 언론종합, 삼성증권

사보험 시장이 발달한 미국 건강보험 시장의 특성 상 보험의 혜택을 받지 못하는 인구(Uninsured Population) 비중은 다른 국가 대비 높다. 오바마케어가 건강보험 가입을 강제한 후 해당 비율은 지속적으로 하락했지만 2018년 기준 8.5%다. 반면 주요 선진국은 건강보험 커버리지 비율이 100%에 달한다. 즉 Uninsured 인구 비율은 0%에 수렴한다는 의미다.

보험 적용을 받더라도 여전히 높은 의료비용도 문제다. 미국에서 보험 없이 아프면 큰일 난다는 말은 허구가 아니다. 2018년 미국 CMS가 집계한 1인당 연간 헬스케어 지출(NHEA, National Health Expenditure Account)은 11,172달러로 전체 GDP 대비 17.7%에 달한다. OECD가 집계한 주요국 헬스케어 지출에서도 미국은 압도적 1위를 기록 중이다.

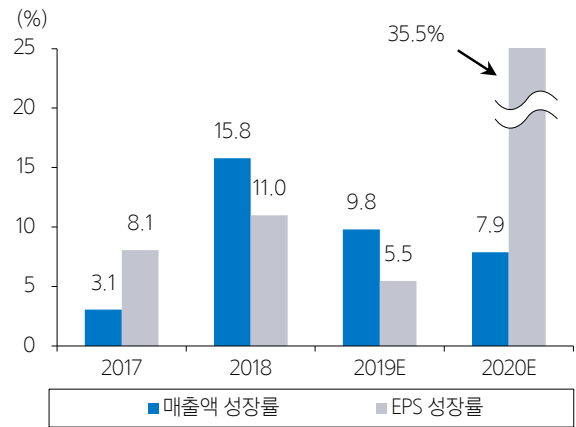
국민들의 불만이 쌓이고 있는 곳은 정치인들에게 좋은 정책 지점이다. 헬스케어 정책에 대한 대중들의 관심도 높아지고 있다. 실제로 2019년 11월 민주당 대선후보 토론회 이후 진행된 설문조사("다음 토론회에서 듣고 싶은 이슈는?")에서 가장 높은 선택을 받은 것은 헬스케어(24%)다. 그 뒤를 환경(12%) 이 민정책(6%) 등이 있고 있다.

그림 31. 2019년 이후 S&P500과 S&P 헬스케어 지수 추이



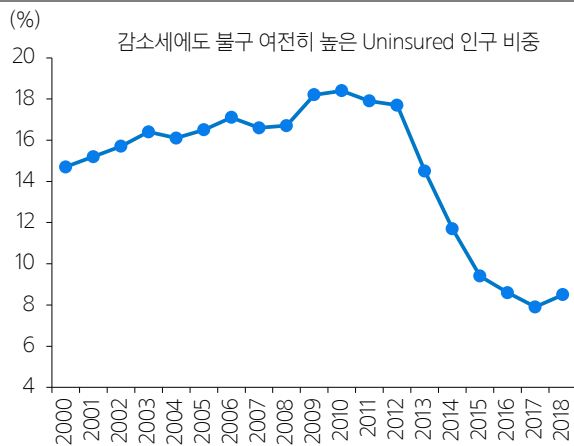
자료: Thompson Reuters, 삼성증권

그림 32. S&P 헬스케어 지수 매출액 및 EPS 성장률



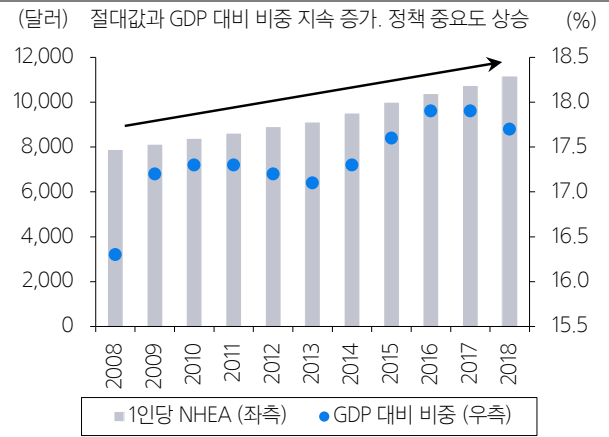
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 33. 미국 Uninsured 인구 추이



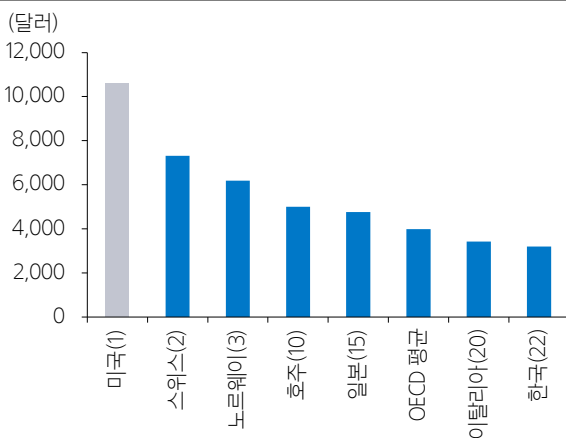
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 34. 1인당 NHEA 및 GDP 대비 비중 추이



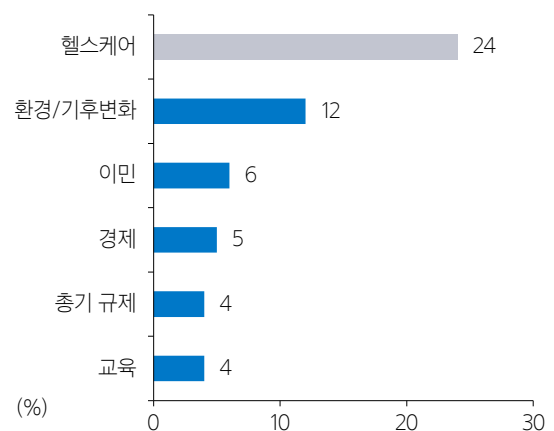
자료: CMS, 삼성증권

그림 35. OECD 주요국 1인당 의료 관련 지출 비교



참고: OECD 회원국 36개 기준, ( )는 순위  
자료: OECD, 삼성증권

그림 36. 민주당 대선 후보 토론회에서 듣고 싶은 주제



자료: KFF Poll, 삼성증권

Medicare for All, 영향력 측정

Overview

민주당 대통령 경선 후보들이 대표적으로 언급하는 헬스케어 정책은 건강보험 관련 정책 Medicare for All이다. Medicare for All은 표현 그대로 Medicare의 수혜 범위를 국민 전체로 확대한다. ‘모두를 위한 건강보험’ 또는 ‘온 국민 건강보험’으로 해석할 수 있다.

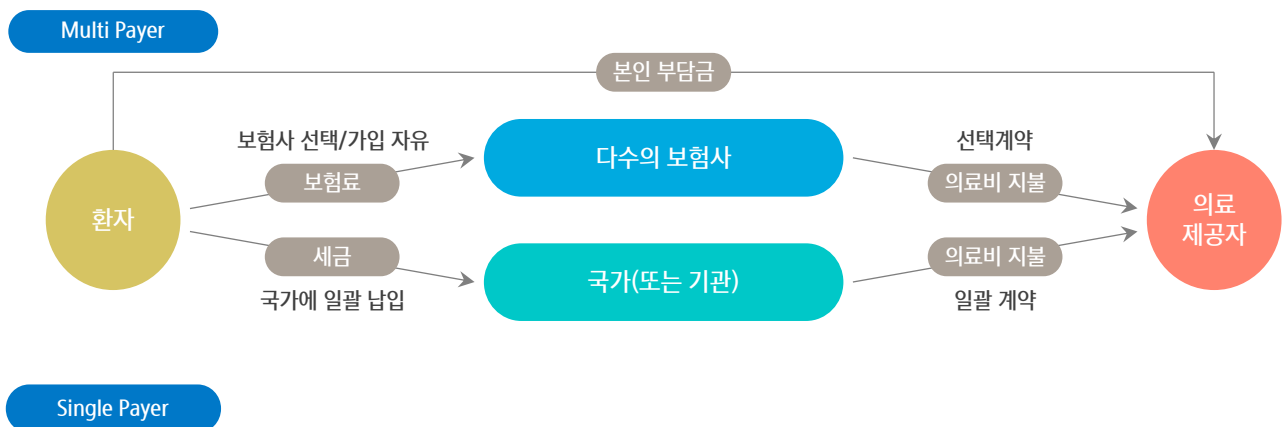
현재 사보험과 공보험이 공존하는 상황에서 건강보험 사각지대에 위치한 인구의 존재와 높은 의료비용 대비 실제적인 의료 서비스가 효율적이지 않다는 문제가 정책 수립의 시작이다. 해결책으로 건강보험 관리 주체를 기존의 사보험사에서 국가(또는 기관)로 이전하는 것을 내세웠다(Multi Payer System, 다보험자 체제 → Single Payer System, 단일 보험자 체제). 국민들이 ‘국민건강보험’에 가입한 후 건강보험공단에서 이를 관리하는 우리나라는 대표적 단일 보험자 체제다.

Medicare for All은 현재 공적 보험 대상이 아닌 미국인이 납부한 세금(tax)으로 운영되는 정부 주도 보험에 가입할 수 있도록 하는 것을 공통 줄기로 삼고 있다. 또한 높은 수준의 본인 부담금(Co-pay)없이 기본 의료서비스 포함 치과 및 안과 진료와 장기요양 서비스까지 이용하는 것이 지향점이다.

정책의 가장 기본적인 형태는 2016년 대선 당시 민주당 경선 후보였던 버니 샌더스 상원의원의 헬스케어 정책이다. 샌더스 의원은 2017년 해당 법안을 의회에 공식 상정한 후 2019년 4월 수정안을 제출했다. 이전 대선 당시에는 급진적이라는 이유로 민주당 내부에서도 큰 지지를 받지 못했으나 최근 민주당 내 다수 경선 후보들이 본인의 정책으로 채택하고 있다.

민주당 후보들의 세부 정책 간에도 단일 보험 체제로 전환 기간이나 범위 등에 있어서 차이가 존재한다. 무조건적인 사보험 시스템 폐지만을 Medicare for All 정책으로 한정할 수는 없다. 의료 시스템을 송두리째 바꿀 수 있는 파급력 있는 정책인 만큼 변형 형태, 자원 조달 방법 등에 대해 다양한 의견이 제시되고 있다.

그림 37.다 보험자(Multi Payer)와 단일 보험자(Single Payer) 체제 비교



자료: 삼성증권 정리

**영향력 예측: 우려는 과도하다**

Medicare for All은 아직 도입 여부와 구체적인 형태가 확정되지 않은 정책이기 때문에 영향력을 쉽게 예단할 수는 없다. 다만 표면적으로 기존의 사보험사(관리의료 기업)들은 Medicare for All 정책에 가장 직접적인 영향을 받는다. 어떠한 형태든 정책 실행 시 기업의 영향력은 현재보다 축소 될 것이다.

한가지 긍정적인 점은 사보험사의 역할을 단번에 국가가 대체하지는 않을 것이라는 점이다. 주요 후보 중 샌더스 의원을 제외하면 정책 내에서 사보험사의 급진적인 폐지를 가정하고 있지 않다. 지향하는 국가 모델로 언급되는 영국도 모든 국민이 국가 의료 보험 서비스를 이용할 수 있지만, 커버리지에 포함되지 않는 의료시설을 이용하기 위해 10%의 국민은 사보험에 가입하고 있다.

Single Payer System으로 전환은 제약/바이오 및 의료기기를 포함해 헬스케어 산업 전반에도 영향을 미친다. 정부가 보험사의 역할을 대신한다는 것은 약가를 포함한 의료 서비스에 대한 직접 협상에 나선다는 것이다. 자연스럽게 헬스케어 플레이어들이 가지고 있는 협상력도 지금보다 하락할 것이다.

후보들의 헬스케어 정책에 Medicare for All만 있는 것은 아니라는 점도 주목해야 한다. 의료 사각지대와 과도한 의료비용 부담을 줄이는 것을 목표로 건강보험 정책 외에도 약가 인하와 관련된 정책 등을 보유하고 있다. 정책은 독자적으로 존재하는 것이 아니라 상호연결성을 보인다. 산업 전반에 미치는 영향은 부수적인 조합에 따라 다양하게 나타날 수 있다.

결국 정책이 실현될 경우 일정 부분 영향력의 감소는 피할 수 없다. 규제 산업의 숙명이기도 하다. 하지만 단순히 건강보험 기업들만 피해를 보는 것은 아니다. 최근 노이즈 발생 시기 건강보험 기업의 주가하락 수준에 반영된 시장 우려는 실제보다 과도한 정책 파급력을 가정하고 있다.

**표 6. 주요 민주당 후보 헬스케어 정책 정리**

후보명	조 바이든	버니 샌더스	엘리자베스 워렌	피터 부티지
<b>건강보험 정책</b>				
건강보험 정책명	Medicare Public Option (ACA 2.0)	Medicare for All	Medicare for All (By Year 3)	Medicare for All Who want it
건강보험 정책 요약	- 현재 건강보험 체계 하에 정부 주도 Public Plan 도입. - 오바마케어(ACA) 수정안 형태	- 사보험 폐지 (4년에 걸쳐) - 극단적인 단일 보험자 Medicare for All	- 즉각적인 보험 커버리지 확대 - 다만 단일 보험자 Medicare for All 대비 점진적 도입 (3년 내)	- 시장 주도의 완만한 Medicare for All 정책 도입. - 사보험사도 일부 역할 부여
건강보험 정책 도입 예상 소요 예산	10년간 7,500억 달러	10년간 30~40조 달러	10년간 20.5조 달러	10년간 1.5조 달러
<b>기타 헬스케어 정책</b>				
정부의 제네릭 의약품 생산/판매	정부 차원 생산은 지지하지 않음 사기업 의약품 샘플 제공은 동의	지지	지지 (Affordable Drug Manufacturing Act 발의자)	지지하지 않음
의약품 수입	지지(건강보험 정책에 포함, FDA 품질 보장 한도 내에서)	지지 (Affordable and Safe Prescription Drug Importation Act 발의자)	지지 (법안 공동 발의자)	지지
정부의 Medicare 약가 교섭권	지지(건강보험 정책에 포함)	지지 (Medicare Drug price Negotiation Act 발의자)	지지 (법안 공동 발의자)	지지
Medicare 연령 50세로 확대	지지	지지 1년 차 플랜에 즉각적인 건강보험 연령 확대 포함	지지 3년의 확대 타임라인 중 Medicare 연령 확장 우선시	지지

자료: 언론 종합, 삼성증권

**Medicare for All, 실현 가능성 점검**

제한적 영향력뿐 아니라 Medicare for All의 실제적 실행 가능성도 높지 않다고 판단한다. 이는 1) 해당 정책을 지지하는 후보의 대통령 당선 가능성이 높지 않으며, 2) 의회를 비롯한 국민의 지지 측면과 3) 후보 개인의 실행의지가 긍정적이지 않기 때문이다.

**2020년 미국 대선 결과의 향방**

Medicare for All 정책 실현의 가장 첫 번째 조건은 2020년 대통령 선거에서 정책을 지지하는 후보의 당선이다.

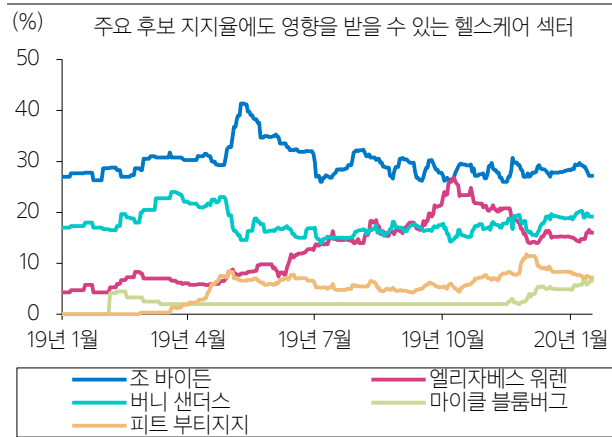
공화당 최종후보는 아직 결정되지 않았으나, 트럼프 대통령이 재선 도전을 선언한 만큼 아직 공식적으로 대선 경선 참여를 선언한 후보는 없다. 현재로서는 트럼프 대통령이 공화당 내 확고한 내부 지지세력을 발판으로 무난히 최종 후보가 될 것이라는 예측이 다수다. 알래스카, 애리조나, 캔자스, 네바다, 사우스 캐롤라이나, 버지니아주는 프라이머리(전당대회)를 개최하지 않기로 결정하며 간접적으로 트럼프 대통령 지지를 선언했다.

그렇다면 민주당 내 급진적 후보(샌더스 또는 워렌 의원)의 당 내 최종 후보 선출 가능성은 어느 정도 일까? 최근 급진적 후보들의 지지율은 다소 하락세를 보이고 있다. 민주당 내부적으로 트럼프 대통령의 대항마로 중도적 성격의 후보가 더 긍정적이라는 의견이 대두되는 상황이다. 현재 컨센서스 설문조사 결과를 보더라도 중도파로 분류되는 바이든 후보와 트럼프 대통령간의 양자 대결 지지율 격차가 가장 크다. 샌더스나 워렌 의원이 민주당 최종 대통령 후보로 선출되는 것조차 불확실하다.

물론 민주당 당원대회에서 의외의 선택을 할 수 있다. 연정 등의 요소도 고려해야 한다. 워렌 의원은 2019년 10월 바이든 후보의 지지율을 따라잡은 전례가 있다. 첫 번째 걸림돌을 넘어 민주당 내 Medicare for All을 지지하는 후보와 트럼프 대통령의 대선 경쟁구도 형성을 가정해 보자.

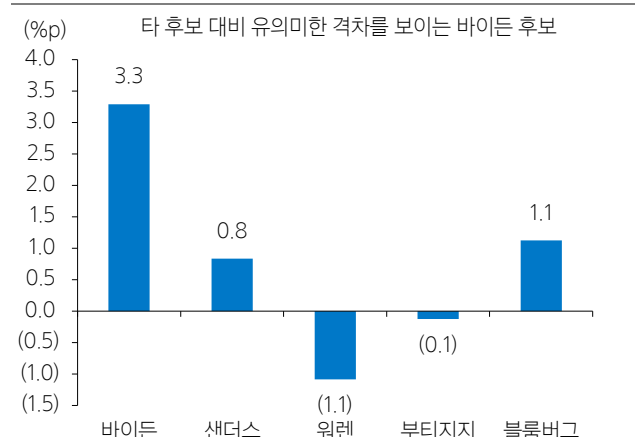
현재 가상 양자 대결에서 급진후보들의 지지율 격차는 크게 유의미하지 않다. 워렌 후보는 오히려 트럼프 대통령에 뒤지고 있다. 또한 트럼프 대통령이 현직 대통령이라는 유리한 지위를 보유하고 있다는 점과 이전 대선(2016년)처럼 설문조사 결과에서 드러나지 않은 '샤이 트럼프' 지지층 등장가능성도 존재한다. 일차적으로 Medicare for All 정책을 실행시킬 후보의 대통령 당선까진 넘어야 할 산이 많다.

**그림 38. 전국 기준 서베이에서 조 바이든 후보 1위 유지**



자료: RealClearPolitics, Bloomberg, 삼성증권

**그림 39. 민주당 후보와 트럼프 대통령 가상 대결 지지율 격차**



참고: 12월 이후 진행된 Poll 평균, 후보 지지율 - 트럼프 지지율로 산정  
자료: RealClearPolitics, 삼성증권

**의회의 지지 & 후보의 정책 실행의지**

불확실성을 뚫고 Medicare for All 지지 후보가 대통령으로 선출된다 하더라도 실제로 정책을 실행하는 것은 매우 어렵다. 양원제인 미국 의회에서 법안은 하원과 상원 모두를 통과해야 하는 것이 기본이다.

현재 미국 상원은 공화당, 하원은 민주당이 다수당을 차지하고 있다. 2020년엔 대선과 동시에 하원 및 상원 ClassB 선거(상원 총원의 1/3 재선출)가 예정되어 있다. 선거 컨센서스 조사 기관(270twin)에 따르면 2020년 선거 이후 양원은 현재와 같이 상원은 공화당, 하원은 민주당의 다수당 유지가 예상된다.

KFF Health Tracking Poll의 정치 성향별 Medicare for All 지지율에서 공화당 정치 성향의 경우 지지 응답률이 33%에 그친다. 양원의 다수당이 갈리는 상황에서 의견이 극명하게 갈리는 정책이 통과할 가능성은 매우 낮다.

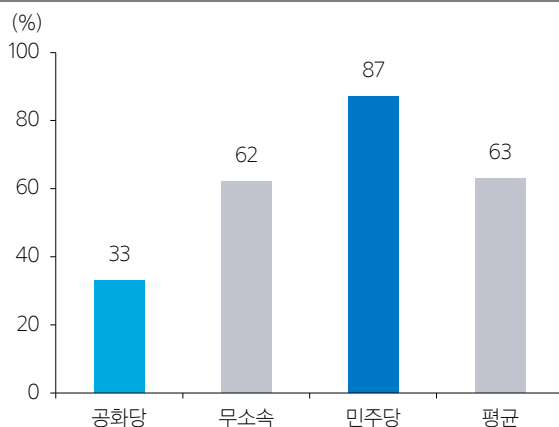
일례로 트럼프 대통령의 대선 캠페인인 오바마 케어(ACA) 폐지는 의회의 반대에 부딪혀 일부 수정에 그쳤다. 약가 인하도 리베이트 관련 법안 개정 등 소기의 성과를 이루었지만 목표했던 결과를 달성하진 못했다. 미국 내 총규제 같은 일면 단순한 정책 개선도 다양한 집단의 이해관계 때문에 진전이 없는 상황이다. Medicare for All은 미국 의료 시스템 전체를 바꾸는 더 급진적인 이슈다.

민주당 내부적으로도 해당 정책에 반대하는 의견들이 제기되고 있다. 정책 목표에 대해서는 공감하지만 이를 위한 예산 확보 방법에서 비판의 목소리가 거세다. 외부 기관의 예측이나 후보들의 정책 내용에 따르면 필요한 재원은 10년간 수십 조 달러에 달한다. 후보들은 부유층 및 기업 증세와 기존에 기업이 지출하는 의료서비스 비용 전환을 통해 관련 예산을 확보한다는 의견이지만 중산층 증세를 피할 수 없다는 비판이다.

미국 국민들의 정책 지지율도 소폭 하락세를 보이고 있다. Quinnipiac 대학의 조사에 따르면 Medicare for All에 대한 긍정적인 응답률은 43%(19년 3월)에서 36%(19년 11월)로 하락했다. 반면 부정적 응답은 45%(3월)에서 52%(11월)로 증가했다.

이와 동시에 개별 후보들의 정책 실행의지에도 변화 조짐이 보인다. 워렌 후보는 2019년 11월 구체적인 예산 마련 방안과 함께 당선 후 1년차부터 실행이라는 기존 입장에서 3년에 걸친 순차적인 도입으로 정책을 일부 수정 발표했다. 현재 주요 후보들의 대선 공약은 일정 수준 윤곽이 잡힌 상황이다. 중도적 성격 인구를 공략하기 위해 보수적으로 바뀔 가능성은 있지만 더 급진적인 형태로 변할 가능성은 낮다.

**그림 40. 정치 성향별 Medicare for All 지지율 (19년 11월)**



자료: KFF Health Tracking Poll, 삼성증권

**표 7. 2020년 미국 대선 주요 타임라인**

일정	내용
20년 2월 3일	아이오와주 첫 당원대회(코커스)
20년 2월 11일	뉴햄프셔 첫 예비선거(프라이머리)
20년 3월 3일	슈퍼 화요일 → 민주당 15개 / 공화당 14개주 대의원 선출
20년 7월 13일	민주당 위스콘신, 밀워키 전당대회 대선후보 지명
20년 8월 24일	공화당 노스캐롤라이나, 샬럿 전당대회 대선후보 지명
20년 9월 29일	대통령 토론회 (1차)
20년 10월 7일	부통령 토론회
20년 10월 15일	대통령 토론회 (2차)
20년 10월 22일	대통령 토론회 (3차)
20년 11월 3일	대통령 선거일

자료: 언론 종합, 삼성증권

## 투자전략 및 Valuation: 노이즈는 기회

2020년 미국 대선 캠페인 진행 속 헬스케어 정책과 관련해 시장 우려의 과도한 반영은 건강보험 산업 전반적으로 주가 하락을 야기할 수 있다. 하지만 현실적인 감각으로 Medicare for All의 영향력과 실현 가능성을 평가해 볼 때 영향력은 우려하는 것 보다는 낮은 수준에 그칠 것이다. 또한 실제적인 실행 가능성 또한 상당히 낮다.

물론 펀더멘탈과 밸류에이션에 대한 추가적 검증도 필요하다. 2019년 건강보험 섹터 주가 부진엔 Medicare for All 우려 외에도 다소 부진한 2분기 실적과 가이드스 영향이 있었다. 건강보험 기업 펀더멘탈의 가장 주요한 지표는 가입자수 추이와 MCR(의료 비용 비율)이다. 건강보험 기업들은 3,4분기 호 실적과 주요 지표들의 견고한 추이를 더해 기초체력을 증명했다. 주가도 긍정적으로 반응했다.

유나이티드 헬스 그룹(UHG)은 가장 많은 건강보험 가입자를 보유한 섹터 내 매출액 및 시가총액 1위 기업으로 강력한 플랫폼 파워를 보유하고 있다. 또한 Optum의 다양한 사업은 본업인 건강보험 부문에서도 긍정적으로 활용되고 있다. 건강보험 기업들의 유사한 추세 주가흐름 속 동사가 단연 돋보이는 주가 상승을 보이고 있는 것에도 Optum의 영향력이 크게 작용하고 있다

방어주 및 배당주 성격도 주목할 필요가 있다. 2018년 10월 지수 하락 당시 큰 폭의 하락을 보인 IT기업들 대비 안정적 사업구조에 기반해 동사의 하락폭은 제한적이었다. 18년 9월말 고점에서 12월말 저점까지 지수(S&P500)는 19.3%, 대형 IT 플랫폼인 FAMGA(페이스북, 아마존, 마이크로소프트, 알파벳, 애플)는 평균 25.7% 하락했다. 반면 동사는 12.4% 하락에 그쳤다. 포트폴리오 구성에 있어 우선적으로 고려해 볼만 하다.

배당 측면에서 동사의 주당 배당금(DPS)은 2000년 배당금 지급 이후 연평균 96% 성장했다. 물론 첫 배당금 지급이 작았기 때문에 다소 높은 연평균 성장률을 보이고 있다. 하지만 배당은 규모도 중요하지만 꾸준히 증가하는 배당성장 개념이 더 중요하다. 동사는 2000년 이후 2019년까지 19년간 배당을 매년 증가 시켰다. 50년 이상 배당을 연속으로 증가시킨 배당왕이 다수 존재하는 미국시장이지만 회사의 배당정책과 이를 뒷받침 할 수 있는 현금흐름과 같은 펀더멘탈을 고려했을 때 동사가 차기 배당왕에 등극할 확률은 상당히 높다고 평가한다.

다만 3Q19 실적 발표 이후 주가는 지수 상승을 상회하는 랠리를 지속했고 이미 많이 상승했기 때문에 밸류에이션이 부담된다는 의견이 있다. 장기 시계열로 보았을 때 현재 동사의 12M FWD P/E 밸류에이션은 17.5배로 5년 평균(17.2배) 및 피어 평균(15.5배)를 상회한다. 하지만 2018년 밸류에이션 고점 당시 22배 대비는 부담 없는 수준이다.

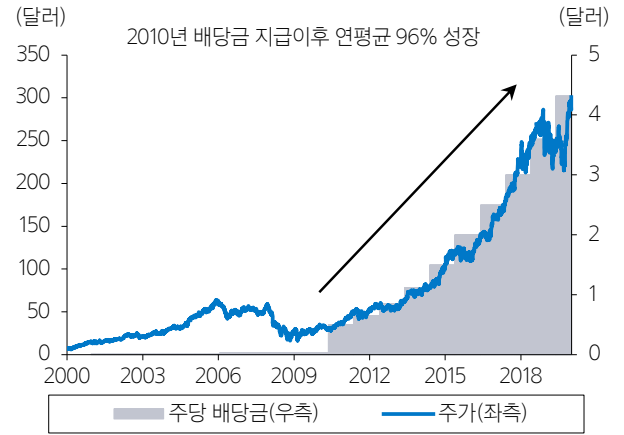
오히려 Optum과 장기간 이어 온 시너지 효과는 밸류에이션 프리미엄을 정당화하는 요소다. 동사의 밸류에이션 밴드는 이미 건강보험기업의 것을 넘어섰다. 성장하는 Optum 사업부는 밸류에이션 Re-rating을 이끌어 갈 것이다. 물론 최적의 진입 타이밍은 정책 노이즈로 주가가 흔들렸을 때다. 장기적인 관점에서 미국 내 정치적 흐름과 동사의 주가 추이를 주목할 필요가 있다.

그림 41. 유사한 주가 흐름 속 피어를 아웃퍼폼하는 UNH



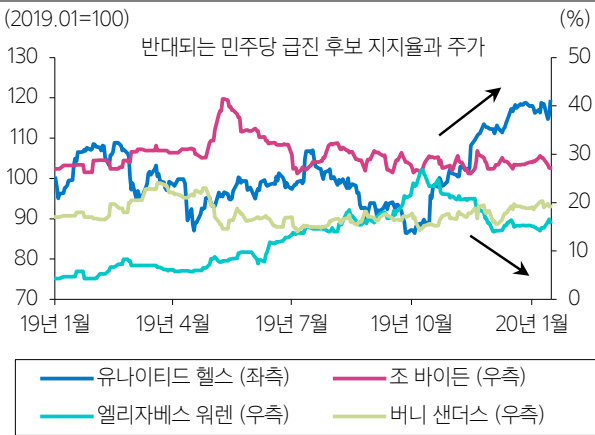
자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 42. 주가와 함께 상승하는 주당 배당금(DPS)



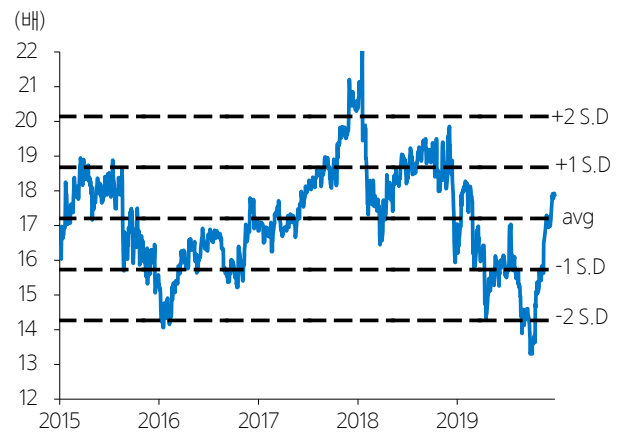
자료: Thomson Reuters, 삼성증권

그림 43. 급진 후보 지지율 vs 유나이티드 헬스 그룹 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 44. 유나이티드 헬스 그룹 12M FWD P/E 밸류에이션 추이



자료: Thomson Reuters, 삼성증권



## Financial Table &amp; Key Charts

표 8. 사업 부문별 매출액 및 영업이익

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
<b>부문별 매출액</b>												
<b>UnitedHealthcare</b>	<b>40,136</b>	<b>40,788</b>	<b>40,734</b>	<b>41,599</b>	<b>45,459</b>	<b>45,846</b>	<b>45,937</b>	<b>46,234</b>	<b>48,896</b>	<b>48,594</b>	<b>48,105</b>	<b>48,247</b>
(YoY, %)	11.8	8.6	9.6	9.6	13.3	12.4	12.8	11.1	7.6	6.0	4.7	4.4
UHC Medicare & Retirement	16,552	16,747	16,306	16,390	18,925	18,859	18,789	18,900	21,096	20,855	20,698	20,603
(YoY, %)	17.7	17.2	17.1	16.7	14.3	12.6	15.2	15.3	11.5	10.6	10.2	9.0
UHC Employer & Individual	12,739	12,966	13,054	13,307	13,414	13,708	13,734	13,905	14,084	14,032	14,291	14,538
(YoY, %)	(0.6)	(4.0)	(1.5)	(1.5)	5.3	5.7	5.2	4.5	5.0	2.4	4.1	4.6
UHC Community & State	8,949	9,178	9,378	9,938	10,671	10,746	11,054	10,955	11,182	11,186	10,670	10,752
(YoY, %)	15.8	11.1	12.8	15.0	19.2	17.1	17.9	10.2	4.8	4.1	(3.5)	(1.9)
UHC Global	1,896	1,897	1,996	1,964	2,449	2,533	2,360	2,474	2,534	2,521	2,446	2,354
(YoY, %)	47.3	27.3	18.3	11.7	29.2	33.5	18.2	26.0	3.5	(0.5)	3.6	(4.9)
<b>Optum</b>	<b>21,546</b>	<b>22,986</b>	<b>23,235</b>	<b>24,753</b>	<b>23,963</b>	<b>25,090</b>	<b>25,768</b>	<b>27,974</b>	<b>26,746</b>	<b>28,442</b>	<b>29,244</b>	<b>30,308</b>
(YoY, %)	7.6	9.5	8.5	10.2	11.2	9.2	10.9	13.0	11.6	13.4	13.5	8.3
OptumRx	14,947	15,840	15,953	17,015	16,106	16,941	17,437	19,052	17,817	18,923	18,454	19,094
(YoY, %)	4.7	5.1	4.7	7.3	7.8	7.0	9.3	12.0	10.6	11.7	5.8	0.2
OptumHealth	4,733	5,122	5,252	5,463	5,759	5,941	6,052	6,393	6,713	7,148	8,133	8,323
(YoY, %)	18.4	26.0	21.2	21.1	21.7	16.0	15.2	17.0	16.6	20.3	34.4	30.2
OptumInsight	1,843	1,993	2,004	2,247	2,069	2,185	2,254	2,500	2,189	2,339	2,617	2,861
(YoY, %)	10.6	13.1	9.8	8.1	12.3	9.6	12.5	11.3	5.8	7.0	16.1	14.4
Optum Eliminations	(286)	(284)	(324)	(333)	(333)	(341)	(352)	(383)	(359)	(381)	(441)	(480)
Corporate	(12,650)	(13,406)	(13,297)	(13,930)	(13,872)	(14,486)	(14,772)	(15,379)	(14,948)	(16,028)	(16,517)	(17,144)
<b>부문별 영업이익</b>												
UnitedHealthcare	2,134	2,211	2,391	1,762	2,400	2,357	2,559	1,797	2,954	2,642	2,655	2,075
(YoY, %)	15.1	13.9	13.2	26.0	12.5	6.6	7.0	2.0	23.1	12.1	3.8	15.5
Optum	1,279	1,520	1,697	2,215	1,653	1,847	2,031	2,700	1,878	2,102	2,359	3,020
(YoY, %)	15.6	20.5	15.7	23.8	29.2	21.5	19.7	21.9	13.6	13.8	16.1	11.9
OptumRx	653	726	770	969	770	824	875	1,089	820	889	979	1,214
(YoY, %)	16.6	16.3	11.3	20.2	17.9	13.5	13.6	12.4	6.5	7.9	11.9	11.5
OptumHealth	332	422	513	556	488	570	622	750	626	688	748	901
(YoY, %)	10.7	38.8	27.0	32.4	47.0	35.1	21.2	34.9	28.3	20.7	20.3	20.1
OptumInsight	294	372	414	690	395	453	534	861	432	525	632	905
(YoY, %)	19.5	11.7	11.6	22.6	34.4	21.8	29.0	24.8	9.4	15.9	18.4	5.1
<b>부문별 영업이익률 (%)</b>												
<b>UnitedHealthcare</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>4.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>5.6</b>	<b>3.9</b>	<b>6.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>	<b>4.3</b>
<b>Optum</b>	<b>5.9</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.9</b>	<b>6.9</b>	<b>7.4</b>	<b>7.9</b>	<b>9.7</b>	<b>7.0</b>	<b>7.4</b>	<b>8.1</b>	<b>10.0</b>
OptumRx	4.4	4.6	4.8	5.7	4.8	4.9	5.0	5.7	4.6	4.7	5.3	6.4
OptumHealth	7.0	8.2	9.8	10.2	8.5	9.6	10.3	11.7	9.3	9.6	9.2	10.8
OptumInsight	16.0	18.7	20.7	30.7	19.1	20.7	23.7	34.4	19.7	22.4	24.1	31.6

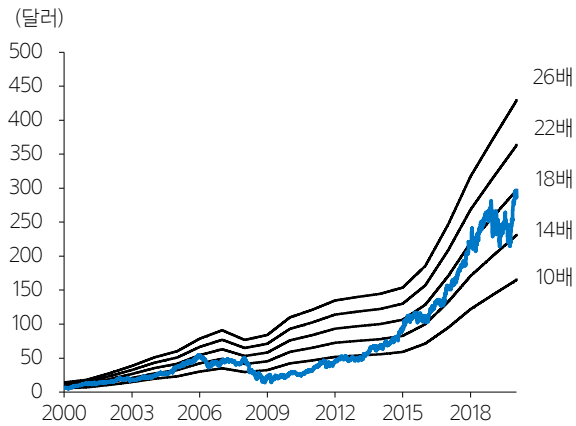
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

표 9. 유나이티드헬스 그룹 재무제표 요약

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
매출액	48,723	50,053	50,322	52,061	55,188	56,086	56,556	58,417	60,308	60,595	60,351	60,901
(YoY, %)	9.4	7.7	8.7	9.5	13.3	12.1	12.4	12.2	9.3	8.0	6.7	4.3
<b>보험료(Premium)</b>	<b>38,938</b>	<b>39,585</b>	<b>39,552</b>	<b>40,378</b>	<b>44,084</b>	<b>44,458</b>	<b>44,613</b>	<b>44,932</b>	<b>47,513</b>	<b>47,164</b>	<b>47,397</b>	<b>47,625</b>
<b>(YoY, %)</b>	<b>11.9</b>	<b>8.7</b>	<b>9.4</b>	<b>9.9</b>	<b>13.2</b>	<b>12.3</b>	<b>12.8</b>	<b>11.3</b>	<b>7.8</b>	<b>6.1</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
제품	6,129	6,415	6,665	7,157	6,702	7,004	7,344	8,551	8,072	8,853	7,546	7,626
(YoY, %)	(4.1)	(3.0)	(0.5)	2.8	9.3	9.2	10.2	19.5	20.4	26.4	2.8	(10.8)
서비스	3,434	3,797	3,858	4,228	4,104	4,269	4,217	4,593	4,318	4,496	4,942	5,217
(YoY, %)	9.4	16.2	18.2	18.7	19.5	12.4	9.3	8.6	5.2	5.3	17.2	13.6
투자 및 기타수익	222	256	247	298	298	355	382	341	405	582	466	433
(YoY, %)	21.3	32.6	29.3	14.2	34.2	38.7	54.7	14.4	35.9	63.9	22.0	27.0
영업비용	45,310	46,322	46,234	48,084	51,135	51,882	51,966	53,920	55,476	55,851	55,337	55,806
(YoY, %)	8.9	6.9	8.2	8.3	12.9	12.0	12.4	12.1	8.5	7.7	6.5	3.5
<b>의료비용(Medical Cost)</b>	<b>32,079</b>	<b>32,549</b>	<b>32,201</b>	<b>33,207</b>	<b>35,863</b>	<b>36,427</b>	<b>36,158</b>	<b>36,955</b>	<b>38,939</b>	<b>39,184</b>	<b>39,041</b>	<b>39,276</b>
<b>(YoY, %)</b>	<b>12.8</b>	<b>9.0</b>	<b>10.9</b>	<b>11.8</b>	<b>11.8</b>	<b>11.9</b>	<b>12.3</b>	<b>11.3</b>	<b>8.6</b>	<b>7.6</b>	<b>8.0</b>	<b>6.3</b>
매출원가	5,676	5,889	6,068	6,479	6,184	6,471	6,718	7,625	7,381	7,598	6,627	6,511
감가상각비	533	556	578	578	582	598	611	637	639	654	709	718
기타 영업비용	7,022	7,328	7,387	7,820	8,506	8,386	8,479	8,703	8,517	8,415	8,960	9,301
영업이익	3,413	3,731	4,088	3,977	4,053	4,204	4,590	4,497	4,832	4,744	5,014	5,095
(YoY, %)	16.7	17.8	14.2	27.5	18.8	12.7	12.3	13.1	19.2	12.8	9.2	13.3
이자비용	283	301	294	308	329	344	353	374	400	418	449	437
세전이익	3,130	3,430	3,794	3,669	3,724	3,860	4,237	4,123	4,432	4,326	4,565	4,658
소득세비용	939	1,080	1,233	(52)	800	850	953	959	875	941	936	990
비지배지분	19	66	76	104	88	88	96	124	90	92	91	127
순이익	2,172	2,284	2,485	3,617	2,836	2,922	3,188	3,040	3,467	3,293	3,538	3,541
(YoY, %)	34.8	30.2	26.3	114.8	30.6	27.9	28.3	(16.0)	22.2	12.7	11.0	16.5

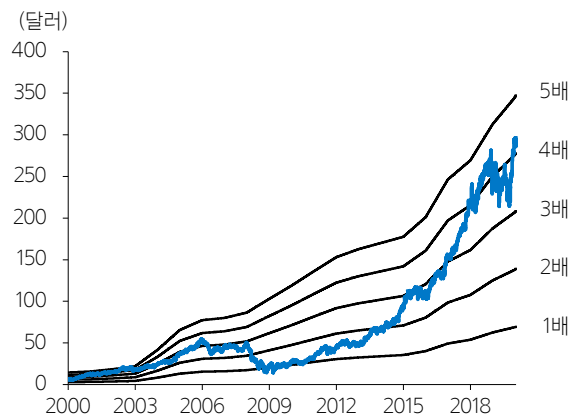
자료: UnitedHealth Group, 삼성증권

그림 45. 12개월 FWD P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 46. 12개월 FWD P/B 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

표 10. Valuation Comparison

Company name		UnitedHealth Group	CVS Health Group	Cigna Corp	Anthem	Humana
Ticker		UNH US Equity	CVS US Equity	CI US Equity	ANTM US Equity	HUM US Equity
시가총액 (백만달러)		282,775	98,899	79,360	77,436	48,541
매출액 (백만달러)	2018	226,247	194,579	48,650	92,105	56,912
	2019E	242,155	253,894	138,668	103,274	64,782
	2020E	261,356	256,444	148,436	115,476	72,105
매출성장률 (% YoY)	2018	12.5	5.3	16.4	2.3	5.8
	2019E	7.0	30.5	185.0	12.1	13.8
	2020E	7.9	1.0	7.0	11.8	11.3
영업이익 (백만달러)	2018	17,344	4,021	4,160	5,832	3,100
	2019E	19,685	15,323	8,719	6,637	3,317
	2020E	21,983	14,634	8,730	7,917	3,707
영업이익률 (%)	2018	7.7	2.1	8.6	6.3	5.4
	2019E	8.1	6.0	6.3	6.4	5.1
	2020E	8.4	5.7	5.9	6.9	5.1
EPS (달러)	2018	12.5	(0.6)	10.7	14.5	12.2
	2019E	14.3	7.0	16.9	19.4	17.7
	2020E	16.4	7.2	18.6	22.7	18.6
EPS 성장률 (% YoY)	2018	13.7	적전	19.8	(1.1)	(27.7)
	2019E	15.1	흑전	58.4	33.7	45.0
	2020E	14.3	1.6	9.7	17.0	4.9
P/E (배)	2018	20.4	12.4	14.1	17.6	18.2
	2019E	20.5	10.8	12.5	15.7	20.7
	2020E	18.2	10.6	11.4	13.4	19.7
P/B (배)	2018	4.6	1.5	1.8	2.4	3.8
	2019E	4.7	1.4	1.8	2.5	4.2
	2020E	4.3	1.3	1.6	2.2	3.7
EV/EBITDA (배)	2018	13.4	22.6	22.4	9.3	9.0
	2019E	13.9	9.4	9.2	12.3	13.1
	2020E	12.4	8.8	8.9	10.2	12.0
ROE (%)	2018	24.1	n/a	9.6	13.6	16.8
	2019E	24.7	14.9	13.1	16.3	21.2
	2020E	24.7	13.5	14.2	16.5	20.0

참고: 4Q19 실적발표기업(UNH)는 2019년 실제 실적 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

포괄손익계산서

(백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	157,107	184,840	201,159	226,247	242,155
매출원가	120,081	141,454	154,148	172,401	184,557
매출총이익	37,026	43,386	47,011	53,846	57,598
판매관리비	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
R&D비용	0	0	0	0	0
기타영업비용	24,312	28,401	29,557	34,074	35,193
EBITDA	12,714	14,985	17,454	19,772	22,405
유무형자산상각비	1,693	2,055	2,245	2,428	2,720
영업이익	11,021	12,930	15,209	17,344	19,685
영업외손실	790	1,067	1,186	1,400	1,704
세전이익 (조정)	10,090	11,697	13,940	15,944	17,981
비경상손실	(141)	(166)	(83)	0	0
세전이익 (GAAP)	10,231	11,863	14,023	15,944	17,981
법인세비용	4,363	4,790	3,200	3,562	3,742
비지배지분귀속 수익	55	56	265	396	400
당기순이익 (GAAP)	5,813	7,017	10,558	11,986	13,839
EPS (GAAP, 달러)	6.10	7.37	10.95	12.45	14.33
수정 EPS (원)*	6.01	7.25	10.72	12.19	14.33

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	9,740	9,795	13,596	15,713	18,463
당기순이익	5,813	7,017	10,558	11,986	13,839
감가상각비&무형자산상각비	1,693	2,055	2,245	2,428	2,720
비현금항목	(1,277)	(1,061)	(516)	255	1,221
비현금 운전자본 변동	3,511	1,784	1,309	1,044	683
투자활동에서의 현금흐름	(18,395)	(9,355)	(8,599)	(12,385)	(12,699)
고정&무형자산 변동	(1,556)	(1,705)	(2,023)	(2,063)	(2,071)
인수&사업매각	(16,164)	(1,760)	(2,131)	(5,997)	(8,343)
기타	(675)	(5,890)	(4,445)	(4,325)	(2,285)
재무활동에서의 현금흐름	12,239	(1,011)	(3,441)	(4,365)	(5,625)
배당금	(1,786)	(2,261)	(2,773)	(3,320)	(3,932)
차입금의 증가(감소)	14,607	990	(2,615)	4,134	3,994
자본금의 증가(감소)	(798)	(851)	(812)	(3,662)	(5,500)
기타	216	1,111	2,759	(1,517)	(187)
현금증감	3,428	(493)	1,551	(1,115)	119
기초현금	7,495	10,923	10,430	11,981	10,866
기말현금	10,923	10,430	11,981	10,866	14,245
Free cash flow	8,184	8,090	11,573	13,650	16,392

참고: \* 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	31,639	33,879	37,084	38,692	42,634
현금 및 현금성자산	12,911	13,275	15,490	14,324	14,245
매출채권	6,523	8,152	9,568	11,388	11,822
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	79,615	88,931	101,974	113,529	131,255
순 유형자산	4,861	5,901	7,013	8,458	0
기타 비유동자산	55,962	59,162	66,620	72,561	94,046
자산 총계	111,254	122,810	139,058	152,221	173,889
유동부채 총계	42,898	49,252	50,463	53,209	61,782
매입채권	26,324	29,752	33,051	36,596	21,690
단기차입금	6,634	7,193	2,857	1,973	3,870
기타 유동부채	9,940	12,307	14,555	14,640	36,222
비유동부채 총계	34,631	35,381	38,762	44,693	49,945
장기차입금	25,331	25,777	28,835	34,581	36,808
기타 비유동부채	9,300	9,604	9,927	10,112	13,137
부채 총계	77,529	84,633	89,225	97,902	111,727
보통주자본금/주식발행초과금	39	10	1,713	10	n/a
이익잉여금	37,125	40,945	48,730	55,846	n/a
자본 총계	33,725	38,177	49,833	54,319	62,162
부채 및 자본 총계	111,254	122,810	139,058	152,221	173,889

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	20.4	17.7	8.8	12.5	7.0
영업이익	7.3	17.3	17.6	14.0	13.5
순이익	3.5	20.7	50.5	13.5	15.5
희석 EPS	5.4	20.6	47.9	13.7	17.6
주당지표					
희석 EPS	6.0	7.3	10.7	12.2	14.3
BPS	35.5	40.2	49.3	53.9	62.6
DPS (보통주)	1.9	2.4	2.9	3.5	4.1
Valuations (배)					
P/E*	19.9	22.4	23.3	20.4	20.5
P/B*	3.3	4.0	4.5	4.6	4.7
EV/EBITDA	10.3	11.5	13.3	13.4	13.9
비율					
ROE (%)	17.5	19.5	24.5	24.1	24.7
ROA (%)	5.9	6.0	8.1	8.2	8.5
ROIC (%)	10.5	10.8	14.8	15.1	15.8
배당성향 (%)	30.7	32.2	26.3	27.7	28.2
배당수익률 (보통주, %)	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4

### Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM