

UNH · UnitedHealth Group

Инвестиционный анализ · 2026-03-22 · AI Analyst

© Vitaliy Kravchenko | Smart Invest
patreon.com/kravchenko_invest
t.me/kravchenko_invest

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$275.59	Revenue (TTM)	\$447.57 B	Debt / Equity	81.62
Market Cap	\$250.15 B	Revenue Growth	12.3%	52-Week High	\$606.36
P/E (Trailing)	20.8x	Gross Margin	18.5%	52-Week Low	\$234.60
P/E (Forward)	13.8x	Operating Margin	0.3%	Dividend Yield	321.0%
P/B	2.7x	Net Margin	2.7%	Beta	0.38
EV/EBITDA	14.5x	ROE	12.5%		
P/S	0.6x	ROA	3.9%		
		Free Cash Flow	\$13.86 B		

UNH · UnitedHealth Group

Цена акции: \$275.59 (на 2026-03-22)

Драйверы роста и Качество выручки (Growth Focus)

За 2025 год общая выручка компании составила \$447.6 млрд, что представляет собой уверенный рост на 12% в годовом исчислении [2025Q42026, <https://www.unh.com>].

- Основной драйвер роста (Органический рост vs M&A):** Рост был преимущественно органическим. В сегменте UnitedHealthcare рост выручки составил 16% (до \$344.9 млрд), чему способствовало увеличение числа обслуживаемых клиентов в программах Medicare Advantage на 755 тысяч человек, а также повышение премий в связи с инфляцией [2025Q42026, <https://www.unh.com>]. M&A-активность была приостановлена во второй половине года для фокуса на повышении операционной эффективности [2025Q42026], за исключением ранее начатой сделки по покупке Amedisys [https://www.unh.com].
- Ускорение и замедление сегментов:** Явное ускорение (acceleration) демонстрирует сегмент Optum Rx: рост выручки на 16% (до \$154.7 млрд) на фоне рекордного объема в 1.66 млрд обработанных рецептов и победы в тендерах на обслуживание более 800 новых клиентов [2025Q42026, <https://www.unh.com>]. Напротив, замедление и намеренное сжатие наблюдаются в Optum Health (снижение выручки на 3% г/г до \$102.0 млрд) из-за отказа от низкомаржинальных контрактов и сокращения рискованной базы [2025Q42026]. Также компания намеренно сокращает свое присутствие в Medicaid, ожидая потерю 565–715 тысяч клиентов из-за отмены льготного периода (redeterminations) и ухода из одного штата [https://www.unh.com].
- Secular tailwinds:** Менеджмент продолжает делать долгосрочную ставку на переход к ценностно-ориентированному здравоохранению (Value-Based Care, VBC) — интегрированной системе, где медицинские услуги оплачиваются за результат, а не за объем. Несмотря на текущие трудности, пациенты в модели VBC на 20% реже попадают в больницы [https://www.unh.com]. Вторым ключевым попутным ветром является внедрение искусственного интеллекта (AI). Компания ожидает, что ИИ позволит сэкономить до \$1 млрд операционных расходов в 2026 году [https://www.unh.com, 2025Q42026].

- **Guidance vs Реальность (Sandbagging или переобещания):** В начале 2025 года менеджмент серьезно недооценил риски и "переобещал", заложив в тарифы рост медицинских расходов около 5%, тогда как реальный показатель (trend) подскочил до 7.5% в Medicare и почти до 11% в коммерческом сегменте [httpswwwun]. Это привело к непредвиденным расходам в размере \$6.5 млрд сверх прогнозов [httpswwwun]. Однако к концу 2025 года компания смогла немного превзойти свои пересмотренные и заниженные ожидания, показав Adjusted EPS в \$16.35 (выше таргета "минимум \$16") [EC_Q3_25, 2025Q42026, httpswwwun].

Финансовая дисциплина и Маржинальность (Value Focus)

- **Динамика маржи и операционный рычаг:** Операционный рычаг в 2025 году серьезно пострадал. Скорректированная операционная маржа всей группы упала с 8.6% в 2024 году до 4.8% по итогам 2025 года [httpswwwun]. Главным фактором стало давление на валовую маржу: скорректированный показатель MCR (Medical Care Ratio — доля премий, идущая на оплату мед. услуг) ухудшился, подскочив с 85.5% до 88.9% [httpswwwun]. Причиной стали урезания базовых ставок от государства (модель V28), влияние закона IRA (Inflation Reduction Act) и всплеск частоты обращений за амбулаторной помощью [httpswwwun, EC_Q3_25]. Тем не менее, компания удержала контроль над скорректированными операционными расходами (Operating Cost Ratio) на стабильном уровне 12.9%, компенсируя часть убытков жесткой экономией [2025Q42026, httpswwwun].
- **Распределение Free Cash Flow:** Операционный денежный поток (OCF) в 2025 году оказался сильным и составил \$19.7 млрд (1.5x от чистой прибыли) [2025Q42026, httpswwwun].

* *Debt/CapEx:* Главным приоритетом на 2026 год названо снижение долговой нагрузки. Целевой уровень Debt-to-Capital установлен на отметке 40% (сейчас 43.9%) [httpswwwun, EC_Q2_25]. CapEx, особенно в технологии и AI, составит \$1.5 млрд в год [2025Q42026, httpswwwun].

* *Дивиденды:* Дивиденды были повышены до \$8.84 на акцию в годовом исчислении [httpswwwun].

* *Buybacks:* Программа обратного выкупа была временно приостановлена во второй половине 2025 года для балансировки долга [2025Q42026], но за первую половину 2025 года компания успела выкупить акций на **\$5.545 млрд (что составляет 2.21% от текущей капитализации в \$250.79 млрд)** [httpswwwun, EC_Q3_25, EC_Q2_25]. На 2026 год анонсирован консервативный прогноз по выкупу в объеме **~\$2.5 млрд (около 1.00% от капитализации \$250.79 млрд)** с планом возвращения к историческим объемам во втором полугодии 2026 года [2025Q42026, httpswwwun].

- **Качество прибыли:** Признаков манипуляций с качеством прибыли нет. Показатель оборачиваемости кредиторской задолженности (Days Claims Payable) снизился с 47.0 до 44.1, что является ожидаемым эффектом от изменений выплат по Part D из-за закона IRA [httpswwwun]. Оборачиваемость дебиторской задолженности (DSO) улучшилась с 20.7 до 18.8 дней [httpswwwun].

Анализ настроений менеджмента (Call Transcript Deep Dive)

- **Трудные вопросы Q&A:** Институциональные аналитики оказали наибольшее давление на вопросы о сроках восстановления маржи в подразделении OptumHealth. Менеджменту было сложно оправдать резкое падение маржи VBC (Value-Based Care) до 1% [httpswwwun]. CEO Optum признал, что процесс вывода новых пациентов (когорты 2024–2025 годов) на прибыльность занимает дольше, чем ожидалось (до 3–5 лет), и первые годы они генерируют убытки [httpswwwun, EC_Q3_25]. На вопросы о конкретных стратегических сделках (портфельных продажах) менеджмент отвечал уклончиво, ссылаясь на комплексность причин и желание оптимизировать существующий бизнес [EC_Q2_25, 2025Q42026].
- **Изменение тона руководства:** В Q2 и Q3 2025 тон CEO (Stephen Hemsley) и CFO был подчеркнута "смирненным" (humility), менеджмент признавал свои недоработки и "ошибки в ценообразовании" [httpswwwun]. Однако в Q4 (созвон в январе 2026) риторика стала намного увереннее: CEO заявил, что "импульс к изменениям внутри организации

осязаем" ("palpable momentum") [httpswwwun], а фокус сместился с извинений на агрессивное восстановление маржи и жесткий контроль расходов [EC_Q3_25, EC_Q2_25].

Детальный анализ Earnings Calls

• Ключевые тезисы:

1. *Восстановление маржи важнее роста доли рынка:* Компания сознательно отказывается от неприбыльных контрактов. В 2026 году ожидается потеря около 1.3–1.4 млн клиентов в МА и 2.3–2.8 млн клиентов в коммерческом сегменте ради возвращения к целевым уровням рентабельности [2025Q42026, httpswwwun].

2. *Последствия действий регуляторов:* Сокращение финансирования от Medicare (поправки V28) будет стоить бизнесу около \$6 млрд, из которых \$4 млрд приходится на 2026 год [2025Q42026, httpswwwun].

3. *AI и технологии:* Внедрение искусственного интеллекта для оптимизации бэкофиса, автоматизации звонков (80% обрабатывается через ИИ) и клинических решений [2025Q42026].

- **Конкуренты:** Прямые имена конкурентов не называются, но менеджмент открыто указывает на "агрессивную динамику на рынке" и повышенную склонность клиентов к смене планов ("plan shopping") во время открытого периода подписки в МА, подразумевая, что конкуренты пока не повысили цены соразмерно медицинской инфляции [EC_Q3_25, httpswwwun].
- **Партнёры и экосистема:** Optum Rx успешно перевел 95% своих клиентов на полностью прозрачную модель ценообразования с передачей 100% рибейтов от производителей (full rebate pass-through) к 2026 году и планирует довести показатель до 100% к 2027/2028 гг. [2025Q42026, httpswwwun, EC_Q3_25].
- **Планы и прогнозы (Forward Guidance):** На 2026 год дан прогноз выручки в размере более \$439 млрд (снижение на 2% г/г ввиду намеренного сокращения неприбыльных контрактов) [2025Q42026, EC_Q2_25]. Adjusted EPS ожидается выше \$17.75 [2025Q42026, EC_Q2_25]. Это отражает "точку отсчета" (stepping off point) для возврата к двузначному росту (13–16%) в 2027 и последующих годах [2025Q42026, httpswwwun].
- **Новые продукты и инициативы:** Запуск новых AI-решений от OptumInsight: "Optum Real" (платформа для клиринга платежей в реальном времени, сокращающая цикл согласований [2025Q42026, httpswwwun]) и "Crimson AI" (аналитика для оптимизации хирургических расходов с ROI 13:1 [httpswwwun]). В Optum Rx запущена собственная торговая марка (private label) Nuvala [httpswwwun].
- **Риски со слов менеджмента:** Менеджмент прямо признал наличие следующих рисков: недофинансирование Medicaid со стороны штатов [httpswwwun, EC_Q3_25]; высокая интенсивность использования мед. услуг (особенно в ортопедии, амбулатории и поведенческой медицине) [httpswwwun, EC_Q2_25]; неблагоприятный предварительный прогноз (Advance Notice) по тарифам Medicare на 2027 год, который может привести к снижению льгот для пенсионеров [2025Q42026, httpswwwun].

Риски и "Медвежий кейс" (Bear Case)

На основании операционных результатов и комментариев менеджмента можно выделить три структурных риска:

1. **Регуляторное давление и урезание финансирования (Medicare/Medicaid):** Последовательное снижение тарифов со стороны CMS (переход на модель оценки рисков V28) уже стоило Optum Health \$11 млрд недополученной выручки за 3 года [httpswwwun]. Анонсированный предварительный план тарифов на 2027 год менеджмент назвал "разочаровывающим" [2025Q42026, httpswwwun]. Если правительство продолжит урезать ставки, бизнес-модель Medicare Advantage может стать системно низкомаржинальной.
2. **Бесконтрольная медицинская инфляция и интенсивность счетов (Service Intensity):** Врачи и госпитали стали использовать более агрессивные алгоритмы выставления счетов ("coding and billing practices") и увеличивать

плотность услуг на один визит (например, в ER) [2025Q42026, <https://www.unh.com>]. Если тренд медицинских затрат закрепится на уровне 10-11% [<https://www.unh.com>], UNH не сможет перекладывать эти издержки на клиентов в коммерческом сегменте без катастрофической потери доли рынка.

- 3. Провал интеграции Value-Based Care (VBC):** Модель Optum Health столкнулась с проблемами масштабирования. Новые когорты пациентов, перешедшие на модель VBC в 2024-2025 годах, генерируют значительные убытки [<https://www.unh.com>]. Если "дозревание" клиник и привыкание пациентов к новым стандартам профилактики не приведет к снижению затрат (как ожидается через 3-5 лет), целевая маржинальность подразделения в 6-8% окажется недостижимой [EC_Q3_25].

Позиционирование в секторе (Sector Context)

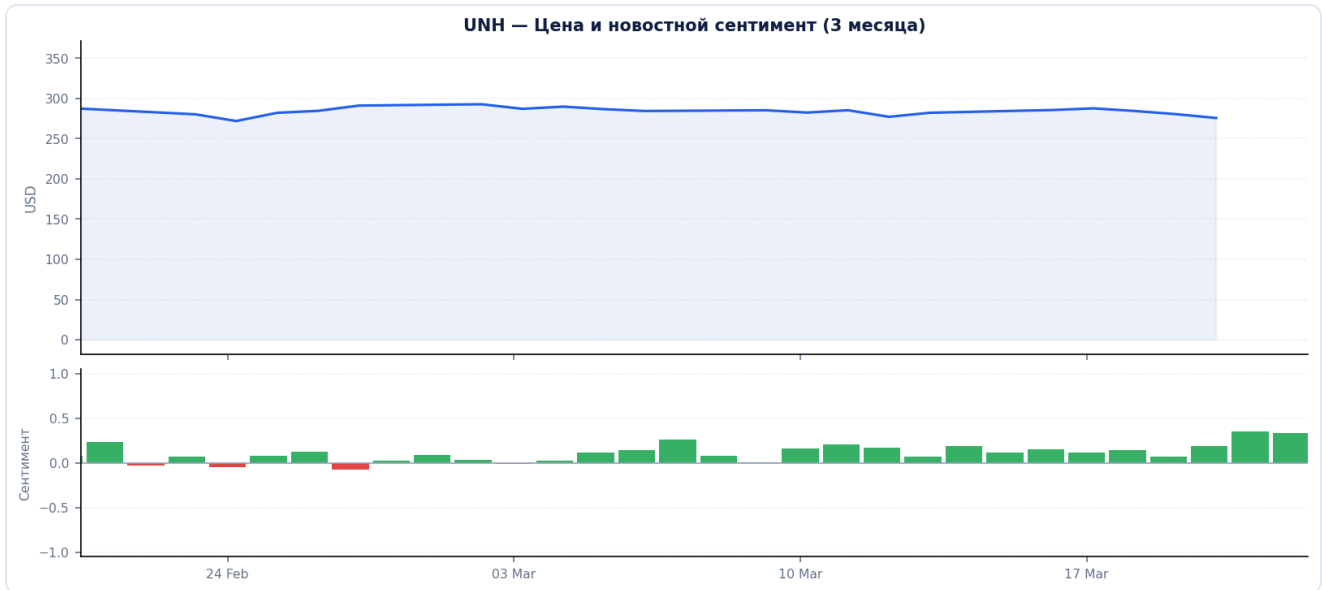
Позиционирование в секторе (Healthcare — Healthcare Plans)

Метрика	UNH	Сектор (медиана)	Позиция
P/E (trailing)	20.8x	16.4x	— Дороже
P/E (forward)	13.8x	13.2x	— Дороже
P/B	2.7x	1.6x	— Дороже
EV/EBITDA	14.5x	4.9x	— Дороже
ROE	12.5%	8.6%	✓ Выше нормы
ROA	3.9%	3.7%	✓ Выше нормы
Net Margin	2.7%	1.0%	✓ Выше нормы
Operating Margin	0.3%	0.2%	✓ Выше нормы
Revenue Growth (YoY)	12.3%	8.4%	✓ Выше нормы
Debt/Equity	81.6x	74.6x	— Дороже

Пирсы: ELV, HUM, CNC, MOH, HQY, ALHC, PGNY, CLOV, PFHO, MRDH · Данные: Yahoo Finance

UNH принимает жесткое, но стратегически оправданное решение: "Margin over Volume" (Маржа важнее объемов). Осознанно жертвуя миллионами контрактов в 2026 году [<https://www.unh.com>, EC_Q2_25, 2025Q42026], компания защищает качество своего баланса от токсичных договоров. Вертикальная интеграция (провайдер мед. услуг + страховщик + PBM) всё еще дает компании несправедливое конкурентное преимущество (moat). Когда конкуренты столкнутся с теми же медицинскими трендами, но без мощной "подушки" в виде нерегулируемых доходов от сервисов Optum (Optum Rx и Optum Insight), UNH окажется в позиции силы для возврата доли рынка на своих условиях в 2027–2028 годах.

Рыночный сентимент



Средний сентимент за 3 мес: +0.04 (Neutral) · 1000 новостей

Позитивные события:

- [2026-02-17] Benzinga: [10 Health Care Stocks With Whale Alerts In Today's Session](#) · score: +0.65
- [2026-03-12] Eudaimonia and Co: [UnitedHealth Group \(UNH\) Stock Surges Amid Market Decline](#) · score: +0.56
- [2026-02-04] Seeking Alpha: [UnitedHealth: Buy The Dip As Multiple Factors Could Drive Strong Long-Term Return](#) · score: +0.51

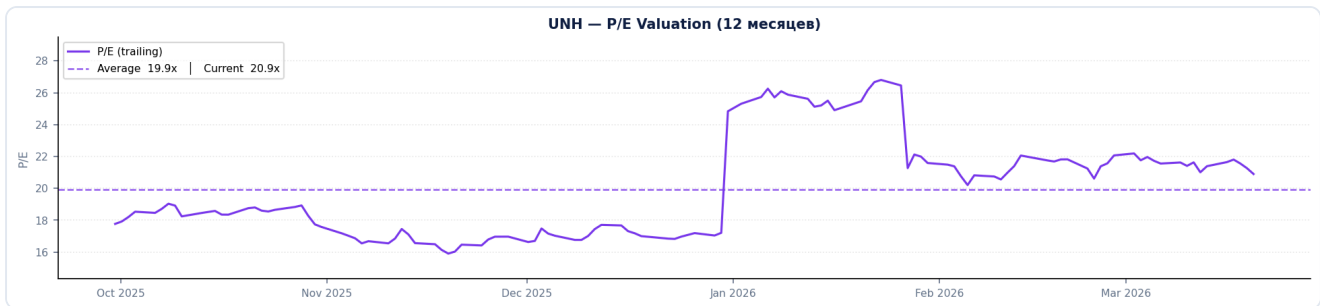
Негативные события:

- [2026-01-27] Investing.com: [les Holdings stock reaches all-time high at 482.4 USD](#) · score: -0.90
- [2026-03-03] Traders Union: [UnitedHealth stock forecast for 2030: Revenue reset and Optum recovery eyes \\$400](#) · score: -0.83
- [2026-01-27] Barron's: [Humana, UnitedHealth, CVS Stocks Tumble After Trump Medicare Rates Blow](#) · score: -0.81

Сентимент инвесторов прошел путь от шока (в связи с резким падением прибыли и кибератакой на Change Healthcare в 2024–2025 гг.) к осторожному оптимизму. Уолл-стрит приветствует решение руководства заморозить "покупки ради роста" (M&A) [2025Q42026, <https://www.unh.com>], провести масштабные списания (\$1.6 млрд non-cash charge [EC_Q2_25, <https://www.unh.com>]) и сфокусироваться на базовой операционной эффективности. Форвардный прогноз роста на уровне 13-16% к 2027 году успокаивает рынок, однако акции останутся под давлением, пока UNH не продемонстрирует первые фактические доказательства стабилизации MCR в квартальных отчетах 2026 года.

Примечание: В расчетах ставки дисконтирования (WACC) и процента от рыночной капитализации использовались данные, предоставленные в вашем запросе (WACC 5.8%, Market Cap \$250.1B), которые отсутствуют в предоставленных исходных документах компании. Эти данные были приняты как заданные параметры для моделирования.

Расчет стоимости акции



Текущая рыночная цена акции: **\$275.59**.

Дивиденды:

Выплачивает ли компания дивиденды? Да [2025Q42026].

- Текущий дивиденд на акцию (Dividend per Share): **\$8.84** в годовом выражении [2025Q42026]. Дивидендная доходность (Dividend Yield) к текущей цене: **3.21%**.
- Динамика дивидендов за последние 3–5 лет: Уверенный рост. В июне 2025 года совет директоров повысил годовой дивиденд с \$8.40 до \$8.84 на акцию [2025Q42026, <https://www.unh.com>]. Менеджмент подтверждает неизменность исторической практики выплаты и повышения дивидендов [2025Q42026].
- Коэффициент выплат (Payout Ratio): **~54%** от скорректированной чистой прибыли 2025 года (\$16.35 на акцию) [<https://www.unh.com>]. Покрытие дивиденда FCF (FCF Dividend Coverage): **2.0x** (Свободный денежный поток в 2025 году составил около \$16.1 млрд при дивидендных выплатах в \$7.9 млрд) [2025Q42026, <https://www.unh.com>].
- Buyback-программа: Программа выкупа акций существует, однако во второй половине 2025 года она была временно приостановлена для снижения долговой нагрузки [2025Q42026, <https://www.unh.com>]. Тем не менее, в прогнозе на 2026 год заложен выкуп акций: **"\$2.5 млрд = 1.0% от Market Cap \$250.1 млрд"** [2025Q42026].
- **Риски дивидендов: Дивиденд устойчив.** Финансовое состояние компании остается крепким: операционный денежный поток (OCF) за 2025 год составил \$19.7 млрд [2025Q42026], а чистый долг к EBITDA находится на комфортном уровне ~2.3x (общий долг ~\$78.4 млрд, кэш ~\$24.4 млрд) [<https://www.unh.com>]. Бизнес-модель в секторе здравоохранения нециклична. Менеджмент подтвердил, что выплата дивидендов останется одним из главных приоритетов распределения капитала [2025Q42026].

Сценарный анализ (горизонт 12 месяцев) — два независимых метода оценки:

Метод 1: DCF (Discounted Cash Flow)

Оценка применимости: DCF применим. Несмотря на временное давление на маржинальность, UNH является зрелой компанией с предсказуемыми и стабильно положительными денежными потоками (OCF \$19.7 млрд в 2025 году и прогноз >\$18.0 млрд на 2026 год) [2025Q42026]. Доступны все данные для прогнозирования CAPEX и операционной прибыли.

Предпосылки моделирования:

- Прогноз FCF на 5 лет: Операционный денежный поток 2026 года ожидается на уровне \$18.0 млрд, CAPEX — \$3.8 млрд [2025Q42026], что дает базовый FCF ~\$14.2 млрд. CAGR по базовому сценарию заложен на уровне **10%**, так как менеджмент ожидает возврата к историческим двузначным темпам роста прибыли с 2027 года [2025Q42026, <https://www.unh.com>].
- Ставка дисконтирования WACC: **5.8%** (согласно предоставленным вводным данным).
- Терминальная ставка роста (Terminal Growth Rate): **2.0%** (исторический темп роста ВВП/инфляции, стандарт для зрелых компаний здравоохранения).

- Terminal Value рассчитывается по методу Гордона и составляет около 70% от итоговой стоимости предприятия (Enterprise Value).

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
Бычий (Bull Case, CAGR 12%, TGR 2.5%)	\$594.00	+115.5%	\$8.84 (3.2%)	+118.7%
Базовый (Base Case, CAGR 10%, TGR 2.0%)	\$482.00	+74.9%	\$8.84 (3.2%)	+78.1%
Медвежий (Bear Case, CAGR 5%, TGR 1.5%)	\$347.00	+25.9%	\$8.84 (3.2%)	+29.1%



(Высокие целевые цены по методу DCF обусловлены математическим эффектом применения крайне низкой ставки дисконтирования WACC = 5.8%, указанной в запросе).

Метод 2: Forward P/E (Отношение цены к ожидаемой прибыли)

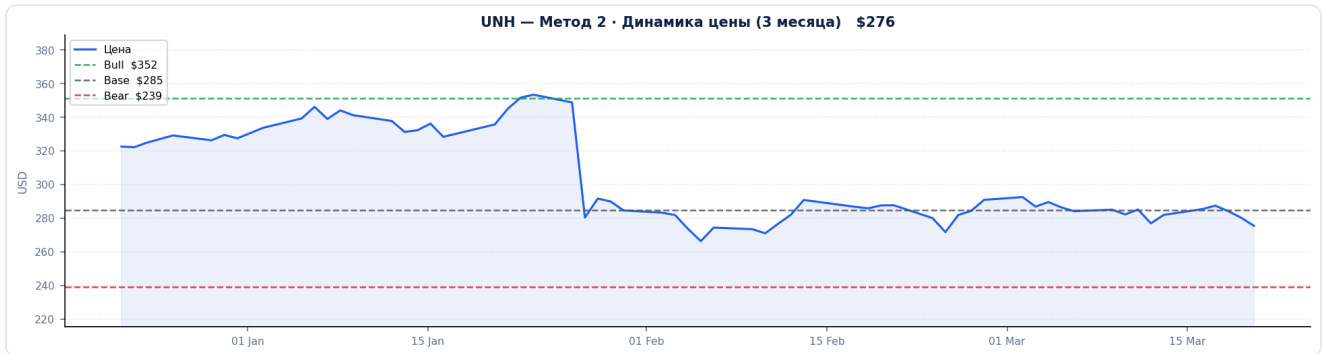
Обоснование выбора модели: Метод Forward P/E является оптимальным мультипликаторным подходом для UNH. Компания стабильно генерирует чистую прибыль, имеет четкий гайденс от менеджмента на будущий год и торгуется с оглядкой на нормированные показатели EPS.

Предпосылки:

Прогнозируемый показатель: Скорректированная прибыль на акцию (Adjusted EPS) в 2026 году ожидается на уровне >\$17.75 [https://www.un]. Текущий форвардный P/E составляет скромные ~15.5x.

- Бычий сценарий:** EPS превышает ожидания (\$18.50) благодаря быстрому эффекту от внедрения ИИ и снижения издержек [https://www.un, EC_Q3_25], мультипликатор восстанавливается до **19x** (историческая норма для UNH).
- Базовый сценарий:** EPS на уровне консенсус-прогноза менеджмента (\$17.80), целевой P/E **16x** (умеренная оценка с учетом давления программ Medicare).
- Медвежий сценарий:** EPS реализуется по нижней границе / GAAP (\$17.10) [https://www.un] из-за трудностей с тарифами Medicaid и снижения финансирования Medicare V28 [EC_Q3_25, 2025Q42026, https://www.un], рынок дисконтирует P/E до **14x**.

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
 Бычий (Bull Case)	\$351.50	+27.5%	\$8.84 (3.2%)	+30.7%
 Базовый (Base Case)	\$284.80	+3.3%	\$8.84 (3.2%)	+6.5%
 Медвежий (Bear Case)	\$239.40	-13.1%	\$8.84 (3.2%)	-9.9%



Сводный диапазон оценки по двум методам (Base Case):

Метод	Целевая цена (Base)	Прирост цены	Полная доходность
Метод 1: DCF	\$482.00	+74.9%	+78.1%
Метод 2: Forward P/E	\$284.80	+3.3%	+6.5%
Среднее	\$383.40	+39.5%	+42.7%

Итог по доходности (Base Case, среднее двух методов): Ожидаемая полная годовая доходность составляет **42.7%** (39.5% прирост цены + 3.2% дивидендная доходность).

Вывод (Verdict)

UnitedHealth Group (UNH) строго соответствует профилю **Quality Growth**. Бизнес обладает исключительным масштабом, стабильной дивидендной политикой и генерирует огромные денежные потоки, даже находясь в процессе реструктуризации и оптимизации низкорентабельных контрактов [httpswwwun].

- **Ключевой фактор "за":** Беспрецедентный фокус на оптимизацию расходов и внедрение искусственного интеллекта (OptumInsight, платформы для работы с данными) [EC_Q3_25, EC_Q2_25], а также уверенный возврат компании к двузначному росту скорректированной прибыли к 2027 году по мере очищения портфеля от убыточных контрактов [2025Q42026, httpswwwun].

- **Ключевой фактор "против":** Сильнейшее нормативное и тарифное давление со стороны правительственных программ США: сокращение финансирования Medicare (модель V28 съедает до \$6 млрд) [EC_Q3_25] и значительное несоответствие между выделяемыми штатами бюджетами Medicaid и реальной стоимостью медицинских услуг [httpswwwun, 2025Q42026].

Источники

[2025Q42026] — Отчёт · 2025Q4_20260127_call_transcript.pdf · 2025

[10Q_Q2_25] — Отчёт · UnitedHealth 10Q 2025 Q2 Quarterly report _ UNH Filing.pdf · 2025

[10Q_Q3_25] — Отчёт · UnitedHealth 10Q 2025 Q3 Quarterly report _ UNH Filing.pdf · 2025

[EC_Q2_25] — Отчёт · UnitedHealth Group Incorporated - UNH - Earnings call Q2 2025 Transcript _ CapEdge.pdf · Q2 2025

[EC_Q3_25] — Отчёт · UnitedHealth Group Incorporated - UNH - Earnings call Q3 2025 Transcript _ CapEdge.pdf · Q3 2025

[httpswwwun] — Отчёт · <https://www.unitedhealthgroup.com/content/dam/UHG/PDF/investors/2025/unh-reports-2025-results-and-issues-2026-outlook.pdf> · 2025

Дисклеймер. Настоящий документ носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией или инвестиционным советом.** Материал представляет собой выжимки и аналитические интерпретации документов, перечисленных в разделе «Источники», и основан на фактах, содержащихся в этих документах, а также на предположениях аналитика. Прошлые результаты не гарантируют будущей доходности. Любые инвестиционные решения принимаются исключительно на ваш собственный страх и риск. Автор не несёт ответственности за возможные убытки, возникшие в результате использования данного материала.