Humana · HUM

스타 등급 반등과 운영 규율

시가총액	현재주가	52주 범위	12M 수익률
$52.1B	**$433.74**	**$163.11 - $456.50**	**+72.1**

01 SUMMARY

연간 EPS 가이던스 $9.50으로 상향

경영진은 연간 조정 EPS 하단 가이던스를 기존 최소 $9.00에서 최소 $9.50으로 상향 제시하며 애널리스트 연간 컨센서스인 $8.84를 상회. 공시 기준 연간 순이익이 2023년 $2,489M에서 2025년 $1,188M까지 급감한 저점을 지나 2026-Q1 매출 성장률이 YoY 23.5%를 기록하는 등 실적 턴어라운드 초입 국면 확인. CEO는 2028년 보너스 연도(BY '28) 스타 등급이 4.17점으로 최고 수준에 근접함에 따라 2027년 마진 개선 및 2028년 3% 이상 개별 MA 마진 회복 경로가 계획보다 앞서 진행 중임을 강조.

02 KEY POINTS

기준선 하향과 클리닉 원가 압박

스타 등급 반등에도 경영진은 사업 기준선을 과거의 상위 10%가 아닌 상위 25% 성과에 맞춰 비용 및 혜택 구조를 재설정하겠다고 발표. 같은 산업 ELV(OPM 2.5%)나 MOH(OPM 1.0%) 대비 스타 등급 변동성 리스크에 크게 노출되었던 경험을 반영해 규율 중심 운영으로 전환한 조치. 12월 10일 투자자 행사에서 공개될 2028년 일회성 호재의 재투자 대 주주환원 배분 규모 및 BY '29 예비 평가 결과가 마진 레버리지 수준을 가늠할 지표.

CenterWell 1차 진료 부문은 가입자 수가 30% 급증했으나 플로리다 외곽 등 특정 클리닉에서 원가 압박이 발생해 네트워크 재정비와 지불자 계약 변경으로 대응. 수직계열화 핵심 축의 단기 의료비율 악화는 본업의 MA 세전 이익률 개선세를 일부 희석시킬 수 있는 요인. 2027년 Part D 비용 추세가 14~15%로 가속화되는 환경 속에서 거점 클리닉의 손익 통제 완료 여부가 후속 확인 과제.

03 FINANCIALS & RISK

4분기 적자 패턴과 자본

공시 기준 4분기마다 반복된 영업적자(-$348M, -$543M, -$808M) 추세 속에 애널리스트 4Q EPS 컨센서스는 -0.17달러로 제시되어 계절적 비용 집중 부담은 여전히 잔존. Q&A에서 애널리스트들은 스타 등급 초과분의 실제 이익 귀속 규모를 캐물었으며, 경영진은 30%의 제공자 상쇄 효과와 규율 있는 재투자를 거론하며 즉각적인 수치 제시를 유보. 주가는 52주 저점 $164대비 $412까지 반등해 최근 4분기 순이익 기준 PER이 43.8배에 도달하며 턴어라운드 기대를 선반영한 상태로 관찰. 2027년 MA 개별 플랜 입찰에서 8~9% 수준으로 책정한 가격 인상분이 실제 가입자 이탈 없이 계획된 3% 이상 마진 회복으로 직결될 수 있는지는 미답변 상태.

MARKET & STOCK DATA

시가총액	$52.1B
발행주식수	120,080,308
유동비율	99.8
52주 최고	$456.50
52주 최저	$163.11
거래액(60일, $M)	$548M
기관 보유율	

OWNERSHIP

PERFORMANCE

1M	+9.4
3M	+12.7
12M	+72.1
YTD	+69.3

VALUATION

PER (FY26E)	25.4배
PBR (FY26E)	2.7배
EV/EBITDA	11.9배
배당수익률	0.9%

PRICE TREND · 12M

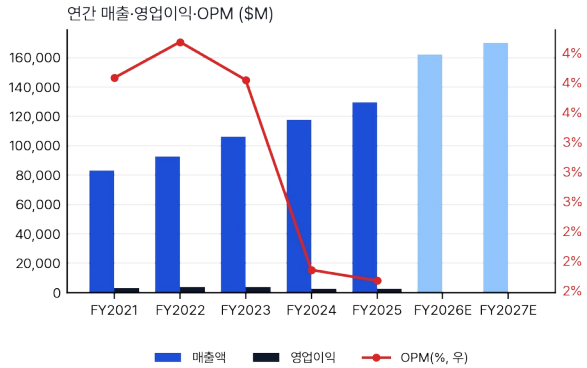


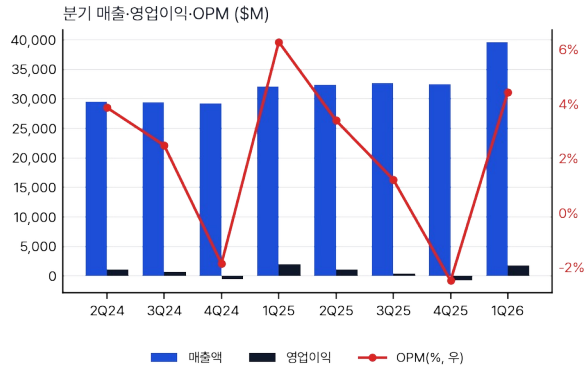
회계연도	매출액	영업이익	OPM	순이익	NPM	PER	ROE	PBR	EV/EBITDA
	($M)	($M)	(%)	($M)	(%)	(배)	(%)	(배)	(배)
FY2023	106,374	4,013	3.8	2,489	2.3	-	-	-	-
FY2024	117,761	2,562	2.2	1,207	1.0	-	-	-	-
FY2025	129,664	2,704	2.1	1,188	0.9	-	-	-	-
FY2026E	162,326	-	-	-	-	49.0	-	-	-
FY2027E	170,283	-	-	-	-	27.6	-	-	-

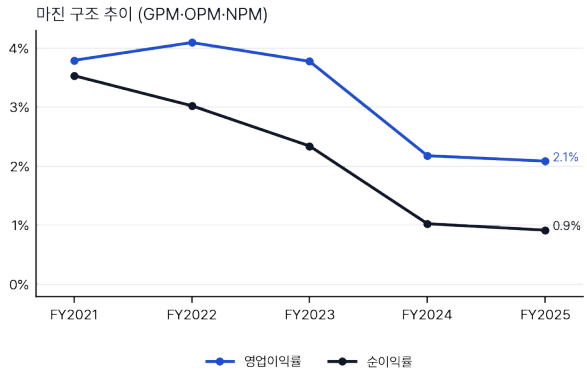
APPENDIX · AFTERULE RESEARCH

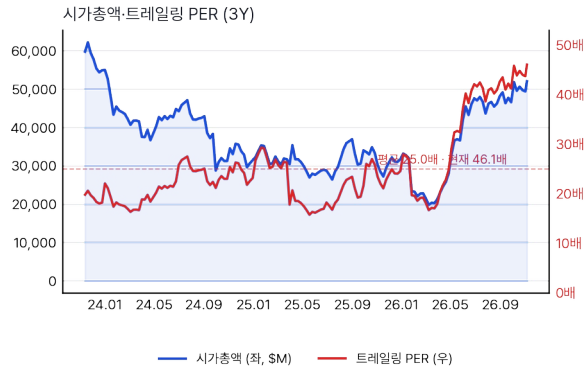
Humana (HUM) 부록 — 재무 차트 · 분기·연간 실적 · 재무상태·현금흐름 · Q&A 전문 요약

01 FINANCIAL CHARTS









자료: 회사 자료(DART/SEC), 증권사·Yahoo 컨센서스(E, 연한 막대), Afterule Research

02 QUARTERLY & ANNUAL RESULTS

(백만달러, %)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	**29,213**	**32,112**	**32,388**	**32,649**	**32,515**	**39,648**	**92,870**	**106,374**	**117,761**	**129,664**	***162,326***	***170,283***
YoY	+10.4	+8.4	+9.6	+11.1	+11.3	+23.5	+11.8	+14.5	+10.7	+10.1	*+25.2*	*+4.9*
QoQ	-0.6	+9.9	+0.9	+0.8	-0.4	+21.9	-	-	-	-	-	-
영업이익	**-543**	**2,014**	**1,098**	**400**	**-808**	**1,754**	**3,800**	**4,013**	**2,562**	**2,704**	**-**	**-**
YoY	적지	+62.9	-3.8	-45.1	적지	-12.9	+20.7	+5.6	-36.2	+5.5	-	-
QoQ	적전	흑전	-45.5	-63.6	적전	흑전	-	-	-	-	-	-
OPM	-1.9	6.3	3.4	1.2	-2.5	4.4	4.1	3.8	2.2	2.1	-	-
순이익	**-693**	**1,244**	**545**	**195**	**-796**	**1,186**	**2,806**	**2,489**	**1,207**	**1,188**	**-**	**-**
YoY	적지	+67.9	-19.7	-59.4	적지	-4.7	-4.3	-11.3	-51.5	-1.6	-	-
QoQ	적전	흑전	-56.2	-64.2	적전	흑전	-	-	-	-	-	-
NPM	-2.4	3.9	1.7	0.6	-2.4	3.0	3.0	2.3	1.0	0.9	-	-

자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 미국 4분기는 연간−(1~3분기) 도출, YoY/QoQ %. P: 회사 발표 잠정치(컨콜 기준, 정식 공시 반영 전). E: 증권사 평균 전망 (Yahoo 컨센서스, 순이익=EPS×주식수, 투자의견 아님)

03 BALANCE SHEET & CASH FLOW

(백만달러, %)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
자산총계	44,358	43,055	47,065	46,479	48,909
부채총계	28,255	27,685	30,747	30,034	31,172
자본총계	16,080	15,311	16,262	16,375	17,657
부채비율(%)	175.7	180.8	189.1	183.4	176.5
영업활동현금흐름	2,262	4,587	3,981	2,966	921
투자활동현금흐름	-6,556	-1,006	-3,492	-2,952	2,273
재무활동현금흐름	3,015	-1,914	-856	-2,487	-1,215

자료: 회사 자료(DART/SEC), Afterule Research — 연간 실적치(추정치 없음), 부채비율 = 부채총계 ÷ 자본총계

03 Q&A

Q1. 2027년 예상 잠재적 호재 및 악재 목록과 함께 개별 MA 이익률의 개선 기대 수준에 대한 일반적인 견해 문의 (웰스파고)

A. Stars 역풍 외 추가 악재는 없으며 운영비 절감과 1년차 역풍 감소 등 다수의 호재 상존 확인. 가입자 규모 확정 전이라 구체적 수치 단정은 이르나 2027년 개별 MA 마진은 조정 및 비조정 기준 모두 상당한 개선 달성 전망. Stars 역풍을 감안하더라도 충분한 수익성 영역 진입 예상.

Q2. 당분기 의료비 동향 및 2027년 전망과 함께 CenterWell의 특정 시장 및 환자 그룹 압박 요인 문의 (울프 리서치)

A. 올해 비용 추세는 예상 범위 7~8%의 하단에 위치하나 내년에는 Part D가 14~15% 증가하며 전체 추세가 8~9%로 상승할 것으로 전망. CenterWell PCO 압박은 플로리다 일부 외곽 시설 이슈이나 계약 조건 변경 및 혜택 설계 개선 조치를 통해 성공적 통제 완료 설명.

Q3. 2027년 MA 가입자 수 성장 전망과 경쟁적 AEP 환경 및 예상치 못한 변화 여부 문의 (미즈호)

A. 상품 포지셔닝은 예상과 일치하며 유통 파트너의 뛰어난 성과가 긍정적 차별화 요인으로 작용 중임을 확인. 2026년 수준 성장은 아니나 신규 판매 및 이전 가입자 재유치율에서 긍정적 신호 포착 언급 . 전체 유지율 데이터 확보 전이라 2027년 가입자 규모의 명확한 수치 범위 제시는 유보.

Q4. CenterWell PCO 비용 상승 영향의 구체적 수치와 2027년 중 완전 상쇄 가능 여부 문의 (키뱅크)

A. PCO 영향도를 전사 차원에서 별도 집계하지 않아 기업 전체 영향은 미미하나 PCO 자체에는 유의미한 영향 확인. CenterWell과 Humana 플랜을 포함한 지불자들의 선제 조치로 2027년 기간 확인된 비용 압력의 대부분을 완전히 상쇄 가능할 것으로 기대.

Q5. MA 이익률 목표치 상회 요인 분석과 2028년 스타스 초과성과의 활용 및 배분 결정 요인 문의 (제퍼리스)

A. 스타스 추세 효과는 향후 15개월간 격차 축소 및 회원 구성 변화에 따라 달라지며 구체적 수치는 1년 후 정량화 예정. 가치 기반 진료 제공업체들과의 30% 상쇄 효과가 존재하며 초과 호재 중 일부는 일회성 투자에 투입하고 나머지는 주주 배당으로 환원할 방침.

Q6. 활발한 M&A 및 부채비율 개선 속에서 향후 인수 우선순위와 자사주 매입 재개 계획 문의 (Guggenheim Securities)

A. 자본 배분의 최대 사용처는 보험 자회사 성장에 따른 준비금 충당이며 이후 Medicaid와 CenterWell PCO에 지속 투자할 계획. 자사주 매입은 부채 대비 자본 비율 측면에서 부담이 커 사업 재투자가 2배 이상 효율적이며 배당성향 정상화를 통한 배당 확대를 우선 추진 제시.

Q7. 스타 등급 목표를 상위 25% 수준으로 설정한 배경과 서비스 제공업체 리스크 계약 비율 전망 문의 (UBS)

A. 상위 25% 목표는 비용 및 혜택 관리에 엄격한 규율을 적용하기 위한 최소 기준선이자 PMPM 영향을 종합 고려한 조치. 제공자 리스크 계약 비율 30% 수준에 급격한 변화는 없으나 고품질 제공자와의 파트너십 강화 및 거버넌스 개선을 통해 우수한 건강 결과 달성에 집중할 방침.

Q8. 2028년 스타즈 초과이익 발생 확인과 목표 EPS 40달러 달성을 위한 수익 성장 과정 문의 (뱅크오브아메리카)

A. 올해 4스타 플랜 가입자 비중이 95%에 달해 2028년 목표치를 크게 상회하며 초과분 일부 재투자 후 이익에 반영할 계획. 작년 적자였던 그룹 MA 부문에서 스타즈 역풍 제외 시 500bp 개선을 이룬 것처럼 전사 비용 구조 개편을 통해 2027년과 2028년 실적 개선세 가속화 전망.

Q9. 메디케어 어드밴티지 재보험 전략의 재무적 영향과 2027년까지의 지속 및 유지 여부 문의 (골드만삭스)

A. 서브프라임 자본 비중을 과거 12%에서 10% 미만으로 낮추어 자본 효율성을 제고했으며 해당 비용은 당기 실적에 기반영. 채무 조달 대비 비용 효율적 운용 방안으로 판단하여 2027년까지 MA 재보험 활용 방식에 큰 변화 없이 현행 기조를 유지할 방침.

Q10. 캐피테이티드 파트너의 하방 보호 메커니즘과 보너스 수익 증가 시 보상 작동 방식 문의 (바클레이스)

A. 시장 환경 악화기에는 우수 가치기반 의료 제공업체들을 하방 리스크로부터 선제적으로 보호 조치. 상위 25% 초과 상향 이익 발생 시 30% 캡 오프셋이 적용되며 목표를 넘어선 성과는 전부 회사의 추가 이익 증가로 직결될 전망.

Q11. 2027년 마진 확대 계획에서 가격 인상 조치와 내부 비용 통제의 기여도 및 운영 모델 문의 (도이치은행)

A. 2027년 비용 추세는 Part D 비중이 14~15%로 증가함에 따라 8~9% 수준으로 전망되며 이익 개선의 상당 부분은 가격 인상에 기인. 내부 구조조정 효과는 이미 선반영되었으며 보수성보다는 다년간의 규율 중심 운영 모델을 통해 지속적인 가치 창출 도모 제시.

본 부록은 실적 발표 컨퍼런스콜 전문과 Afterule 재무 데이터를 근거로 AI가 정리한 정보이며, 투자의견·목표주가를 포함하지 않습니다. 투자 판단의 근거로 사용될 수 없습니다.