

UnitedHealth (UNH)

2Ç26 Finansal Sonuçları Değerlendirme

Gelir büyümesi sınırlı kalırken karlılıkta güçlü toparlanma sağlandı

UnitedHealth Group 2Ç26'da 112,0 milyar dolar gelir, 8,0 milyar dolar faaliyet karı ve 5,5 milyar dolar ana ortaklık net karı açıkladı. Hisse başı kar 6,04 dolar, düzeltilmiş hisse başı kar ise 6,38 dolar seviyesinde gerçekleşti. Gelir yıllık bazda yalnızca %0,4 artarken faaliyet karı %55, net kar %61 ve düzeltilmiş hisse başı kar %56 yükseldi. İkinci çeyreğin ana özelliği, büyümenin üst satırdan çok tıbbi maliyetlerdeki gerileme ve segment marjlarındaki iyileşme üzerinden gelmesi oldu. Prim gelirleri geçen yılın altında kalmasına rağmen hizmet gelirlerindeki artış, ürün satışlarındaki sınırlı büyüme ve maliyet disiplininin güçlenmesi, faaliyet marjını %4,6'dan %7,1'e taşıdı. Operasyonel nakit akışının 11,1 milyar dolara ulaşması ve borcun toplam sermayeye oranının %44,1'den %41,2'ye gerilemesi de karlılıktaki toparlanmayı destekledi. Sonuçlar gelir büyümesinde henüz güçlü bir ivme oluşmadığını, ancak geçen yıl tıbbi maliyet baskısıyla bozulan kar yapısının yeniden toparlanmaya başladığını ortaya koydu.

2Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
UNH	112,03	6,38
BBG Tahmin	110,86	4,92

Tıbbi maliyet oranındaki gerileme sonuçların ana belirleyicisi oldu

Tıbbi maliyet oranı ikinci çeyrekte %86,7 ile geçen yılın aynı dönemindeki %89,4 seviyesinin 2,7 puan altında gerçekleşti. Sağlık planlarının yeniden tasarlanması, prim fiyatlamasının tıbbi harcamalarla daha uyumlu hale getirilmesi, üye kompozisyonundaki değişim ve sağlık hizmeti maliyetlerinin daha etkin yönetilmesi karlılıktaki toparlanmanın temelini oluşturdu. Çeyrekte kaydedilen 860 milyon dolarlık olumlu rezerv gelişimi de maliyet oranını aşağı çekti. Söz konusu katkının büyük bölümünün 2026 hizmet dönemleriyle ilişkili olması olumlu olmakla birlikte, ikinci çeyrekte görülen %86,7 seviyesinin doğrudan kalıcı kabul edilmemesi gerekiyor. Operasyonel gider oranının teknoloji, yapay zeka uygulamaları, sağlık hizmetlerinin geliştirilmesi ve müşteri deneyimine yönelik yatırımlar nedeniyle %12,3'ten %12,7'ye yükselmesine rağmen tıbbi maliyetlerde sağlanan iyileşme gider artışını fazlasıyla karşıladı. Yönetimin yıl sonu tıbbi maliyet oranı tahminini %88,8'den %88,1'e indirmesi de yılın geri kalanına ilişkin maliyet görünümünün önceki beklentilere göre daha destekleyici hale geldiğine işaret etti.

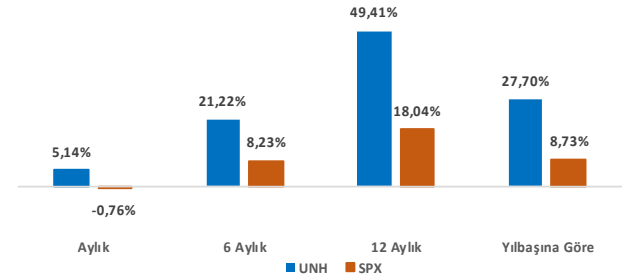
UnitedHealthcare'de marjlar toparlanırken üye kayıpları büyümeyi sınırladı

UnitedHealthcare gelirleri 86,0 milyar dolar ile geçen yılın aynı dönemine yakın kalırken faaliyet karı 2,1 milyar dolardan 3,9 milyar dolara yükseldi. Faaliyet marjının %2,4'ten %4,6'ya çıkması, fiyatlama disiplini, sağlık planlarında yapılan kapsam değişiklikleri ve tıbbi maliyet yönetiminin sigorta faaliyetlerinde belirgin bir iyileşme sağladığını gösterdi. Buna karşılık hizmet verilen kişi sayısı çeyreklik bazda 525 bin azalarak 48,5 milyona geriledi. İşveren ve bireysel planlarda 145 bin kişilik kayıp yaşanırken, Medicare Advantage kapsamındaki üye sayısı 2025 sonundan bu yana 965 bin düştü. Medicaid tarafında Louisiana sağlık planından planlanan çıkış ve üyelik uygunluk kontrolleri nedeniyle çeyreklik bazda 380 bin kişilik azalma görüldü. UnitedHealthcare daha düşük üyelik tabanına rağmen daha doğru fiyatlanan ve daha yüksek marj üreten bir portföye geçiş sağlıyor. Ancak üye kayıplarının devam etmesi, gelir büyümesini ve pazar payı görünümünü sınırlayan temel unsur olmaya devam ediyor. İkinci çeyrekte sağlanan marj artışının daha dengeli bir büyüme görünümüne dönüşmesi için üyelik tabanındaki daralmanın önümüzdeki dönemlerde yavaşlaması gerekecek.

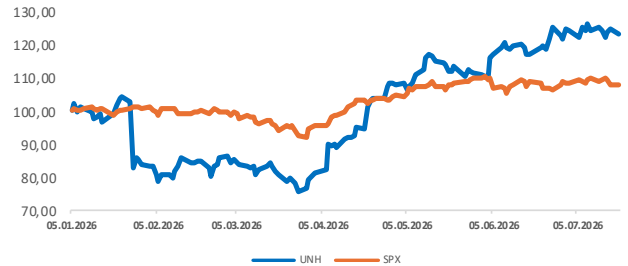
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					UNH
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					421,55
Piyasa Değeri (Bn USD)					382
Halka Açıklık Oranı %					99,2
Sektör					Sağlık
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı					234,6 461,6
Çarpanlar	2024	2025	2026T	2027T	
FK	15,2x	21,3x	21,5x	18,9x	
PD/DD	5,0x	5,3x	3,7x	3,5x	
FD/FAVÖK	14,0x	14,5x	14,5x	12,8x	

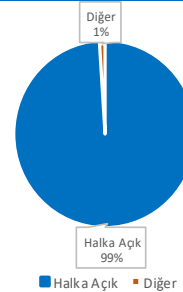
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Optum'da hacim zayıflığına rağmen karlılık artışı öne çıktı

Optum gelirleri yıllık bazda %2 gerileyerek 65,7 milyar dolara düşerken faaliyet karı 3,1 milyar dolardan 4,0 milyar dolara yükseldi. Faaliyet marjındaki 1,6 puanlık artış, hacim tarafındaki zayıflığın maliyet yönetimi ve operasyonel verimlilikle telafi edildiğini gösterdi. Optum Health gelirleri yaklaşık 700 bin daha az değer bazlı sağlık hizmeti hastasına hizmet verilmesi nedeniyle %5 düşüşle 23,5 milyar dolara geriledi. Buna rağmen faaliyet karı 429 milyon dolardan 1,2 milyar dolara, faaliyet marjı ise %1,7'den %5,1'e yükseldi. Optum Insight gelirleri %3 artışla 5,4 milyar dolara ulaşırken faaliyet karı 1,4 milyar dolara çıktı. Optum Rx tarafında gelirler 38,3 milyar dolar ile yatay kalırken faaliyet karı 1,5 milyar dolara yükseldi. Reçete hacminin 414 milyondan 387 milyona düşmesi, UnitedHealthcare ve diğer müşterilerdeki üye kayıplarının Optum faaliyetlerine de yansımaları ortaya koydu.

Yukarı yönlü beklenti revizyonu toparlanma görünümünü güçlendirdi

UnitedHealth yönetimi 2026 yılı düzeltilmiş hisse başı kar beklentisini 17,75 doların üzerinden 19,50-20,00 dolar aralığına yükseltti. Raporlanan hisse başı kar tahmini 18,45-18,95 dolar aralığına, konsolide faaliyet karı beklentisi ise 24,0 milyar doların üzerinden 25,45 milyar doların üzerine çıkarıldı. Revizyonun ağırlıklı bölümü UnitedHealthcare'den geldi ve segmentin faaliyet karı beklentisi 10,8 milyar dolardan 12,0 milyar doların üzerine taşındı. Optum faaliyet karı tahmini de 13,2 milyar dolardan 13,45 milyar doların üzerine yükseltildi.

Analist Görüşü

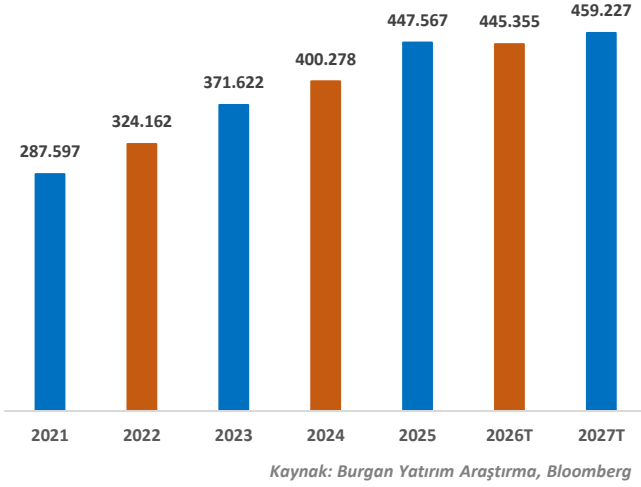
1Ç26 değerlendirmemizde, UnitedHealth tarafında regülasyon kaynaklı belirsizliğin azalmasının ardından asıl belirleyici konunun operasyonel toparlanmanın şirket geneline ne ölçüde yayılabileceği olacağını belirtmiştik. İkinci çeyrek sonuçları, bu alanda anlamlı bir ilerleme sağlandığını gösteriyor. Gelir yıllık bazda yalnızca %0,4 artışla 112,0 milyar dolar seviyesinde kalırken faaliyet karının 8,0 milyar dolara, düzeltilmiş hisse başı karın ise 6,38 dolara ulaşması, toparlanmanın yeni bir büyüme ivmesinden çok mevcut faaliyetlerin yeniden daha doğru fiyatlanması ve maliyetlerin daha etkin yönetilmesiyle sağlandığını ortaya koyuyor. UnitedHealth'in 2025'te yaşadığı temel sorun sağlık hizmetlerine yönelik talebin zayıflaması değil, hizmet kullanımındaki artışın primlere ve ürün yapısına yeterince hızlı yansıtılamamasıydı. İkinci çeyrek bilançosu, şirketin bu dengeli yeniden kurmaya başladığını ve geçen yıl baskı altında kalan kar üretim kapasitesinin toparlandığını gösteriyor. Operasyonel nakit akışının yaklaşık 24 milyar dolara yükseltilecek yıl sonu beklentisi ve borç ve sermaye oranındaki gerileme de toparlanmanın yalnızca muhasebe karıyla sınırlı kalmadığını, nakit üretimi ve bilanço tarafına da taşındığını destekliyor.

En güçlü iyileşmeyi UnitedHealthcare tarafında görüyoruz. Segment gelirleri 86,0 milyar dolar ile yatay kalmasına rağmen faaliyet karı 2,1 milyar dolardan 3,9 milyar dolara, faaliyet marjı ise %2,4'ten %4,6'ya yükseldi. Tıbbi maliyet oranının %89,4'ten %86,7'ye gerilemesi, prim artışlarının, sağlık planlarında yapılan düzenlemelerin ve maliyet kontrolünün beklenen yönde sonuç verdiğini gösteriyor. Bununla birlikte çeyrekte kaydedilen 860 milyon dolarlık olumlu rezerv gelişiminin maliyet oranına sağladığı katkıyı da dikkate alıyoruz. Dolayısıyla sigorta tarafındaki toparlanmanın gerçek olduğunu düşünüyoruz, ancak ikinci çeyrekte görülen seviyelerin doğrudan kalıcı kabul edilmesini doğru bulmuyoruz. Yönetimin yıl sonu tıbbi maliyet oranı beklentisini %88,1'e indirmesi olumlu bir işaret verirken, önümüzdeki çeyreklerde rezerv katkısı azaldığında da primlerle sağlık harcamaları arasındaki dengenin korunması gerekecek. Diğer taraftan hizmet verilen kişi sayısının çeyreklik bazda 525 bin azalması, Medicare Advantage üyeliklerinin yıl sonundan bu yana 965 bin gerilemesi ve Medicaid tarafındaki kayıplar, marj toparlanmasının şimdilik daha düşük bir üyelik tabanıyla sağlandığını gösteriyor. Biz 2026 boyunca daha küçük fakat daha sağlıklı fiyatlanan bir portföye geçişi kabul edilebilir buluyoruz, ancak bu sürecin kalıcı bir pazar payı kaybına dönüşmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

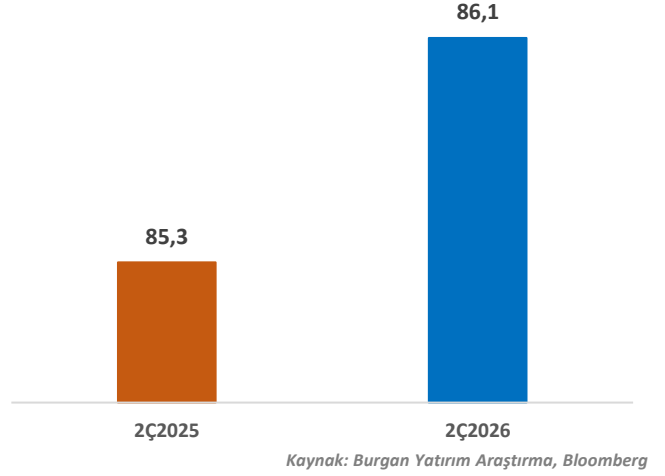
Optum tarafında ise ilk çeyrekte öne çıkan zayıf karlılık görünümü yerini daha dengeli bir yapıya bırakmaya başladı. Toplam gelir yıllık bazda %2 gerileyerek 65,7 milyar dolara düşmesine rağmen faaliyet karının 4,0 milyar dolara yükselmesi ve marjın 1,6 puan genişlemesi, zarar üreten alanların azaltılması ile maliyet yapısında yapılan düzenlemelerin sonuç verdiğini gösteriyor. Optum Health yaklaşık 700 bin daha az değer bazlı bakım hastasına hizmet vermesine rağmen faaliyet marjını %5,1'e taşıırken, Optum Insight ve Optum Rx de hacim tarafındaki zayıflığa rağmen daha yüksek faaliyet karı üretti. Buradaki ilerlemeyi henüz yeni bir büyüme döngüsü olarak değil, geçen yıl bozulan kar yapısının onarılması olarak değerlendiriyoruz. UnitedHealthcare'deki üye kayıplarının Optum Rx reçete hacmine ve Optum Health hasta sayısına yansımaları, grubun faaliyetleri arasındaki güçlü bağı yeniden gösteriyor. Sigorta tarafındaki daralma Optum'un hacimlerini sınırlayabiliyor, buna karşılık Optum'un veri, eczane ve sağlık hizmeti altyapısı UnitedHealthcare'in tıbbi maliyetleri daha etkin yönetmesine yardımcı oluyor. Dikey entegrasyon modeline ilişkin olumlu görüşümüzü koruyoruz, ancak bu yapının sağladığı avantajın ilerleyen dönemde yalnızca marjlarla değil, yeniden gelir ve hacim büyümesiyle de desteklenmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Özetle, UnitedHealth tarafında yılın ilk çeyreğinde gördüğümüz toparlanma işaretlerinin ikinci çeyrekte daha belirgin hale geldiğini düşünüyoruz. UnitedHealthcare'de fiyatlama disiplininin güçlenmesi, tıbbi maliyet oranındaki gerileme, Optum tarafında karlılığın toparlanması ve 2026 düzeltilmiş hisse başı kar beklentisinin 19,50-20,00 dolar aralığına yükseltilmesi, şirketin geçen yıl yaşadığı sorunları aşma yolunda ilerlediğini gösteriyor. Buna karşılık üyelik kayıplarının devam etmesi, maliyet oranındaki iyileşmenin bir bölümünün rezerv katkısından gelmesi ve Optum tarafında gelir büyümesinin henüz güçlenmemesi nedeniyle sonuçları tamamen sorunsuz bir görünüm olarak okumuyoruz. Bizim açımızdan ikinci çeyrek bilançosu mevcut pozisyonumuzu korumak için yeterli, ancak ağırlık artırmak için üyelik tabanında dengelenme ve marj iyileşmesinin rezerv desteği azaldığında da devam ettiğine ilişkin daha fazla veri görmemiz gerekiyor. Bu nedenle UnitedHealth Group'u model portföyümüzde %6 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. Önümüzdeki dönemde Medicare Advantage üyeliklerinin seyri, tıbbi maliyet oranındaki iyileşmenin kalıcılığı ve Optum'un yeniden hacim büyümesi üretmeye başlaması yatırım görüşümüzün yönünü belirleyecek ana başlıklar olacak.

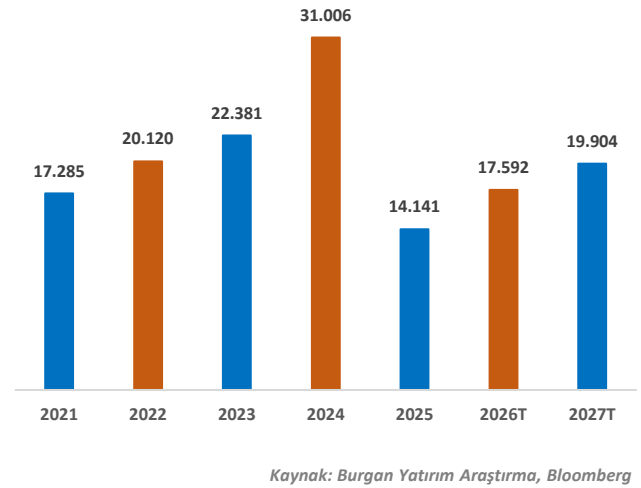
UNH Yıllık Geliri (Mn USD)



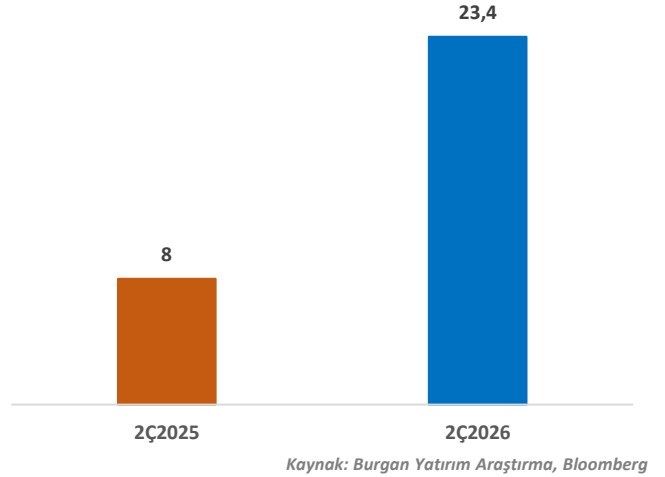
UnitedHealthcare Segment Geliri (Bn USD)



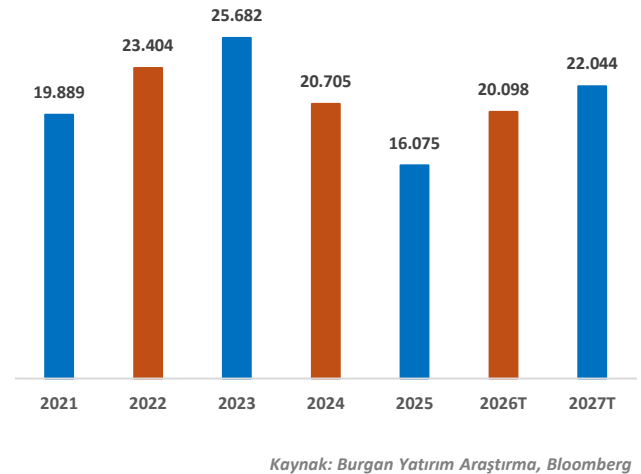
UNH Yıllık Net Kar (Mn USD)



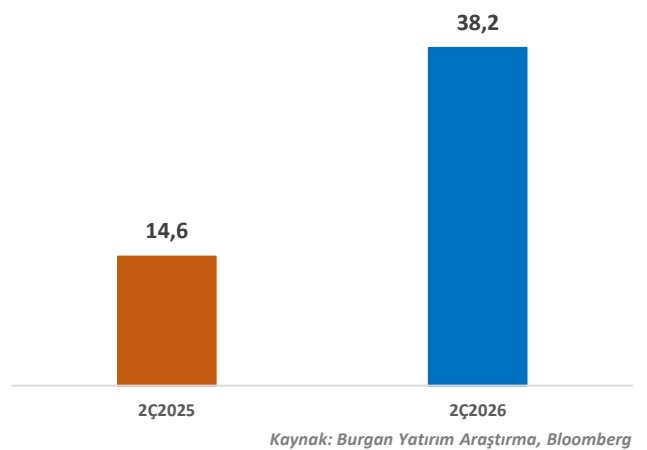
Optum Segment Geliri (Mn USD)



UNH Yıllık Serbest Nakit Akışı (Mn USD)



Optum Rx Segment Geliri (Bn USD)



Uğur Orhon, CMT

Araştırma Müdürü / Stratejist
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
ugur.orhon@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Yusuf Küsin

Araştırma Uzmanı
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklar- daki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.