

UnitedHealth (UNH)

1Ç26 Finansal Sonuçları Değerlendirme

Faaliyet karı güçlü seyredirken, medikal maliyet oranındaki iyileşme operasyonel görünümü destekledi.

UnitedHealth Group 1Ç26 döneminde 111,7 milyar dolar gelir, 9,0 milyar dolar faaliyet karı, 6,90 dolar hisse başı kar ve 7,23 dolar düzeltilmiş hisse başı kar açıkladı. Gelir tarafında yıllık bazda %2'lik artış sınırlı görünse de, faaliyet karının 9 milyar dolar seviyesinde korunması ve net marjın %5,6'da kalması operasyonel tarafta son birkaç çeyrekte atılan adımların sonuç üretmeye başladığını ortaya koydu. Özellikle 2025'in ikinci yarısından bu yana şirketin operasyon, yönetim, teknoloji ve organizasyon yapısında attığı sadeleşme ve yeniden odaklanma adımları ilk çeyrek sonuçlarına daha net yansımış görünüyor. Yönetimin 2026 yıl sonu düzeltilmiş hisse başı kar beklentisini 18,25 doların üzerine yükseltmesi de, ilk çeyreğin yılın kalanına daha güçlü bir başlangıç sunduğunu gösterdi.

1Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
UNH	111,7	7,23
BBG Tahmin	109,7	6,61

Tıbbi maliyet oranındaki gerileme karlılık kalitesini güçlendirdi

İlk çeyrekte tıbbi maliyet oranının %83,9'a gerilemesi, bilançonun en olumlu başlıklarından biri oldu. Geçen yılın aynı dönemine göre 90 baz puanlık bu iyileşme, şirketin sağlık hizmeti maliyetlerini daha kontrollü yönettiğini ve rezerv tarafında destekleyici bir görünüm yakaladığını gösterdi. Bununla birlikte tabloyu tek yönlü okumamak gerekiyor; şirket sağlık hizmeti kullanım oranlarının ve birim maliyet eğilimlerinin halen yüksek seyrettiğini açık şekilde belirtiyor. Ayrıca açıklanan oranın içinde, daha önce duyurulan Optum Health zarar sözleşmeleri rezervinden gelen 20 baz puanlık olumlu katkı da bulunuyor. Buna rağmen ana resim, sigorta tarafında karlılık kalitesinin önceki döneme göre daha iyi bir zemine girdiğini işaret etti.

Faaliyet gider oranı yükselirken, şirket dönüşüm yatırımlarını hızlandırdı

Tıbbi maliyet oranındaki iyileşmeye karşın faaliyet gider oranının %12,4'ten %13,8'e yükselmesi, çeyreğin daha dikkatli okunması gereken başlıklarından biri oldu. Burada baskı yaratan unsur operasyonel bozulmadan çok, şirketin insan kaynağına, süreçlerine ve teknoloji altyapısına yaptığı ek yatırımlar. Yönetim bu kalemi kısa vadeli gider artışının ötesinde, daha verimli ve daha sade bir sağlık hizmeti platformu kurma sürecinin parçası olarak tanımlıyor. Yapay zeka, siber güvenlik, veri ve süreç uyumu ile hizmet sağlayıcı deneyimini iyileştirmeye dönük adımlar bu dönüşümün merkezinde yer alıyor. Marj üzerindeki baskı sürse de, bunun önemli kısmı şirketin kendi tercih ettiği dönüşüm harcamalarından kaynaklandı.

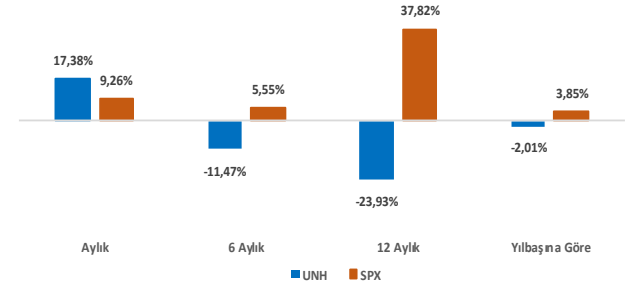
UnitedHealthcare tarafı daha güçlü bir tablo çizerken, marj iyileşmesi yeniden fiyatlamaya adımlarıyla desteklendi

UnitedHealthcare segmenti çeyreğin daha güçlü ayağını oluşturdu. Segment gelirleri 86,3 milyar dolara yükselirken faaliyet karı 5,7 milyar dolara çıktı ve faaliyet marjı geçen yılki %6,2 seviyesinden %6,6'ya ulaştı. Bu iyileşme, sağlık hizmeti maliyetleri yüksek kalmaya devam etse de yeniden fiyatlamaya adımlarının artık daha görünür sonuç verdiğini ortaya koyuyor. Alt kırılımlarda işveren ve bireysel segment gelirleri 20,1 milyar dolara yükselirken, büyümenin özellikle kendi fonlamalı planlar tarafında geldiği görülüyor. Medicare ve emeklilik odaklı iş kolunda gelirler 42,1 milyar dolara ulaşırsa da, hizmet verilen üye sayısındaki düşüş büyümeyi sınırladı. Kamu destekli sağlık programları tarafında ise gelirler Medicaid oran güncellemelerinin desteğiyle 24,1 milyar dolara çıktı. Böylece UnitedHealthcare, grup karlılığını taşıyan ana segment olmayı sürdürdü.

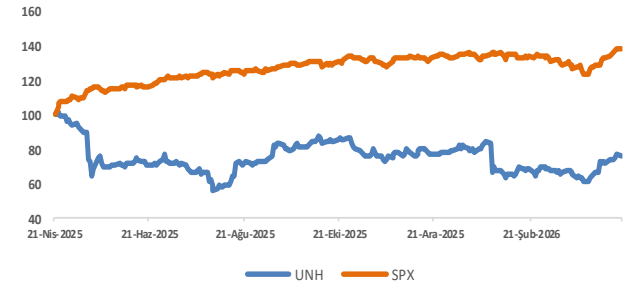
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu	UNH			
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)	323,48			
Piyasa Değeri (Bn USD)	293,0			
Halka Açıklık Oranı %	99			
Sektör	Sağlık			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı	234,6	453,5		
Çarpanlar	2025	2026	2027T	2028T
F/K	16,1x	12,9x	11,5x	10,0x
PD/DD	x	x	x	42,8x
FD/FAVÖK	9,7x	8,4x	8,1x	7,5x

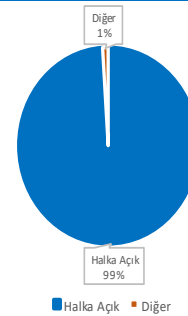
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Kusun Araştırma

yusuf.kusun@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Optum tarafında gelir sınırlı gerilerken, yatırım baskısı kar tarafında daha belirgin hissedildi

Optum tarafı ise daha karışık bir görünüm sundu. Toplam gelirler 63,7 milyar dolar ile yıllık bazda sınırlı gerilerken, faaliyet karı 3,3 milyar dolar ve segment marjı %5,2 seviyesinde gerçekleşti. Alt segmentlere bakıldığında ayrışma daha net görülüyor. Optum Health gelirleri %3 düşüşle 24,1 milyar dolara gerilerken, daha düşük değer bazlı bakım modeli üye sayısı, yüksek tıbbi maliyetler ve devam eden yatırımlar faaliyet görünümünü baskıladı. Optum Insight tarafında gelirler 5,1 milyar dolara yükselse de faaliyet karı 1,2 milyar dolardan 1,0 milyar dolara indi; bu düşüş insan kaynağı, teknoloji ve yeni ürün yatırımlarının kısa vadeli etkisini yansıtıyor. Optum Rx ise özel ilaç dağıtım tarafındaki büyümenin desteğiyle gelirlerini %2 artırarak 35,7 milyar dolara taşıdı, ancak UnitedHealthcare tarafındaki üyelik kaybı ve ek personel yatırımları faaliyet karının geçen yılın altında kalmasına yol açtı. Yani büyüme devam etse de, Optum tarafında karlılık aynı hızda toparlanmadı.

Nakit üretimi güçlü kaldı, bilanço yapısındaki iyileşme korundu

UnitedHealth Group ilk çeyrekte 8,9 milyar dolar faaliyet nakit akışı yarattı ve bu rakam net karın 1,4 katına karşılık geldi. Bu oran, açıklanan karın nakde dönüşüm kalitesinin yüksek kaldığını gösteriyor. Borç/sermaye oranının %42,9'a gerilemesi de hem geçen yılın aynı dönemine hem de 2025 sonuna göre bilanço yapısında kontrollü bir iyileşmeye işaret ediyor. Yönetim uzun vadede yaklaşık %40 borç/sermaye oranını hedeflediğini ve bu seviyeye 2026'nın ikinci yarısında ulaşmayı beklediğini belirtiyor. Buna ek olarak ikinci çeyrek sonuna kadar en az 2 milyar dolarlık hisse geri alımı planlanması, nakit yaratım kapasitesine olan güveni destekledi.

Analist Görüşü

Geçen çeyrekte UnitedHealth tarafındaki sert satış baskısını, şirketin çekirdek operasyonel kalitesindeki bozulmadan çok, Medicare Advantage ödeme oranlarına ilişkin ön bildirim yarattığı belirsizlik kaynaklı bir iskonto dönemi olarak okumuştuk. Bu tezin önemli kısmı çalıştı. Ocak sonunda yayımlanan ve piyasada oldukça zayıf algılanan %0,09'luk ön artış sinyali, 6 Nisan 2026 tarihli nihai duyuruda yukarı yönlü güncellendi. Nihai açıklamada 2027 için Medicare Advantage büyüme oranı %4,40, Medicare fee-for-service büyüme oranı ise %5,46 olarak açıklandı. Yani piyasanın yıl başında fiyatladığı en sert senaryo masadan tamamen kalkmasa da, regülasyon kaynaklı baskının ilk düşünüldüğü kadar ağır olmadığı netleşti. Burada asıl değişen şey, yatırım hikayesinin yalnızca oran revizyonu etrafında değil, uygulama kalitesi ve segment bazlı yürütme gücü etrafında yeniden şekillenmeye başlaması oldu.

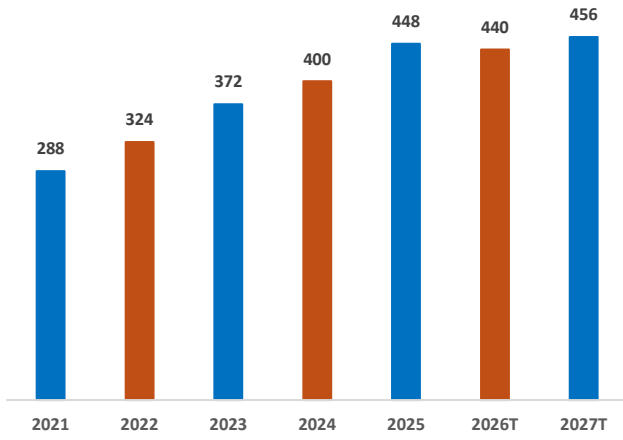
1Ç26 sonuçları da bu ayrımı net biçimde ortaya koydu. UnitedHealthcare tarafında yeniden fiyatlama adımlarının marjlara yansıdığını, tıbbi maliyet oranının %83,9'a gerileyerek geçen yılın aynı dönemine göre 90 baz puan iyileştirdiğini ve segment marjının %6,6'ya çıktığını görüyoruz. Buna karşılık şirketin tamamına baktığımızda hikaye artık sadece regülasyon korkusunun abartıldığı bir çerçevede okunabilecek kadar sade değil. Faaliyet gider oranı %13,8'e yükselmiş durumda ve Optum tarafında özellikle Health ile Insight segmentlerinde yatırım yükü ve zayıf operasyonel kaldıraç halen hissediliyor. Optum toplam gelirleri 63,7 milyar dolar seviyesinde gerçekleşirken faaliyet karı 3,3 milyar dolar oldu. Bizim açımızdan bu tablo, çekirdek yapının bozulmadığını fakat toparlanmanın şirket geneline eşit dağılmadığını gösteriyor.

Önceki çeyrekte öne çıkardığımız ikinci ana başlık, 2025'te bilanço bozan tek seferlik unsurların 2026 için daha temiz bir baz etkisi yaratacağı yönündeydi. Bu tarafta da elimizde teyit edici veriler var. Yönetim 2026 düzeltilmiş hisse başı kar beklentisini 18,25 dolar üzeri seviyeye yükseltirken, ilk çeyrekte 8,9 milyar dolar faaliyet nakit akışı üretildi ve borç/sermaye oranı %42,9'a geriledi. Bu veriler, şirketin hem bilanço disiplini koruduğunu hem de nakit üretim kapasitesini kaybetmediğini gösteriyor. Dikey entegrasyon modeline ilişkin olumlu görüşümüzde de değişiklik yok. UnitedHealthcare tarafındaki fiyatlama gücü ile Optum ekosisteminin maliyet emme kapasitesi halen grubun en büyük yapısal avantajı. Fakat burada önceki döneme göre daha temkinli olduğumuz nokta şu. Bu model çalışmaya devam ediyor, ancak Optum tarafındaki yatırım ve geçiş maliyetleri kısa vadede bu avantajın tamamının kara aynı hızda yansımaları engelliyor.

Dolayısıyla bugün geldiğimiz noktada UnitedHealth'i iki ayrı katmanda okumak gerekiyor. Birinci katmanda, yıl başındaki fiyatlamaların ima ettiği kadar sert bir yapısal bozulma olmadığını düşünüyoruz. Regülatif tarafta beklenen en olumsuz senaryo gerçekleşmedi, UnitedHealthcare marjı toparlandı, nakit yaratımı güçlü kaldı ve yönetim yıl sonu hedefini yukarı aldı. İkinci katmanda ise, şirketin yeniden yüksek performanslı moda döndüğünü söylemek için henüz erken olduğunu düşünüyoruz. Bu iddianın tam anlamıyla güçlenmesi için Optum Health tarafında üye dinamiklerinin toparlandığını, Optum Insight tarafında yatırımların daha görünür gelir ve marj katkısı üretmeye başladığını ve faaliyet gider oranının yeniden aşağı yönlü patikaya girdiğini görmek gerekecek. Yani ilk tezimizin regülasyon ayağı büyük ölçüde doğrulandı, ancak bugünkü yatırım kararı artık daha fazla icra kalitesi ve segment senkronizasyonu üzerinden verilecek.

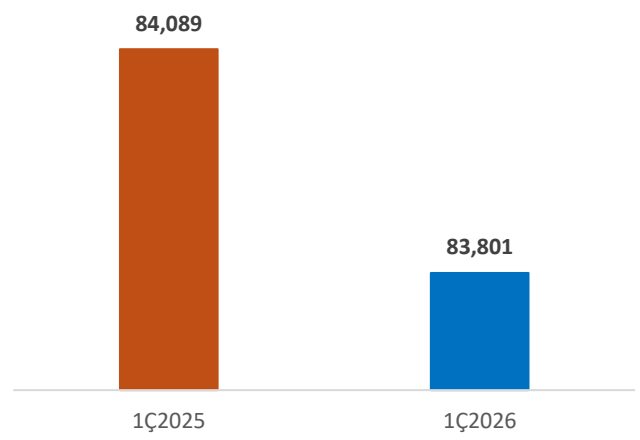
Özetle, yılın başında hisse üzerinde baskı yaratan regülasyon belirsizliğinin önemli kısmı geride kalırken, bundan sonraki dönemde fiyatlamaların ana belirleyicisi şirketin toparlanma sürecini segmentler genelinde ne kadar dengeli yürütebildiği olacak. UnitedHealthcare tarafında marj ve fiyatlama disiplini gördüğümüz iyileşmeyi değerli buluyoruz. Optum tarafında ise halen izlenmesi gereken alanlar olsa da, yılın geri kalanında toparlanma döngüsünün süreceği beklentimizi koruyoruz. Yönetimin yukarı yönlü güncellediği yıl sonu beklentisi, güçlü nakit yaratımı ve bilanço disiplininin devam etmesi de bu görüşü destekliyor. Bu nedenle UnitedHealth Group'u model portföyümüzde %6 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz.

UNH Yıllık Geliri (Bn USD)



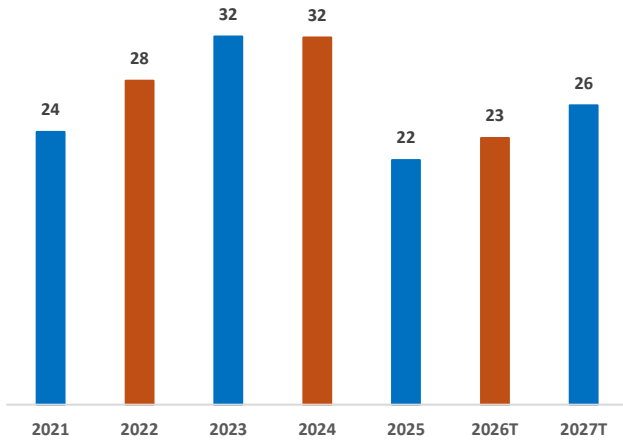
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

UnitedHealthCare Segment Geliri (Bn USD)



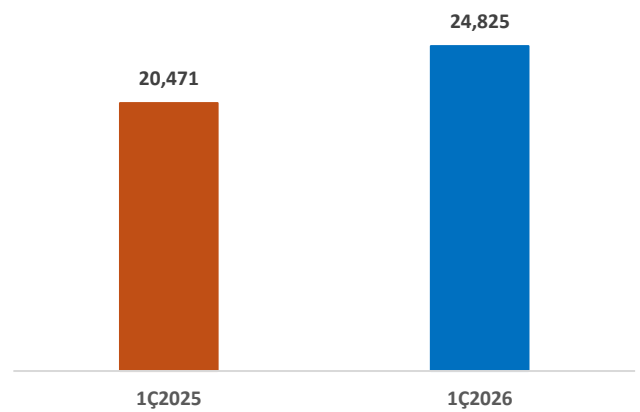
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

UNH Yıllık Faaliyet Karı (Bn USD)



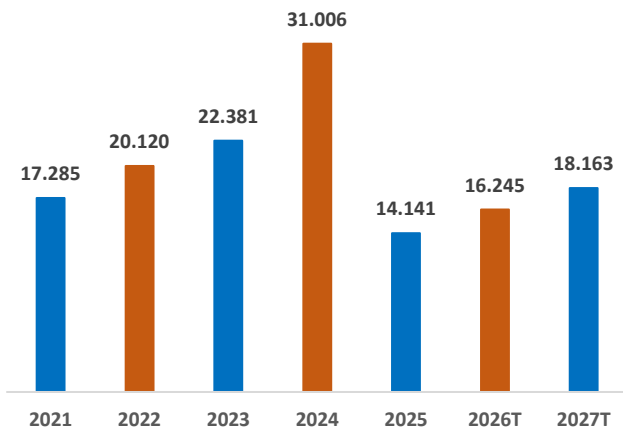
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Optum Segment Geliri (Bn USD)



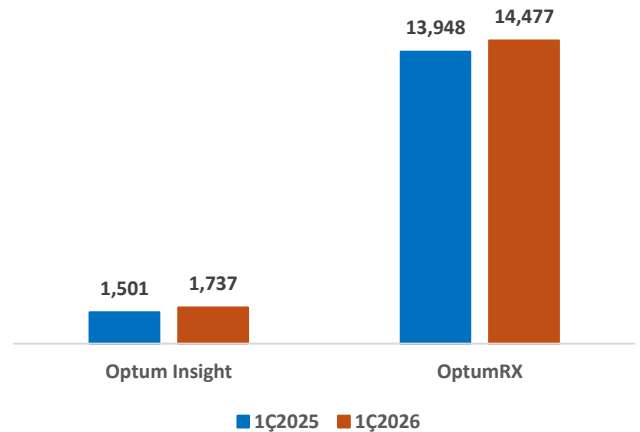
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

UNH Yıllık Net Kar (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Optum Insight - Optum Rx Segment Geliri (Bn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

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 zararlı 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılabilir.