

Medicare Advantage 2026: КТО ВЫЖИВАЕТ В НОВОМ ЦИКЛЕ?

Естественный отбор в здравоохранении



Изображение создано с помощью ИИ

Камила Шагдарбек
Департамент Торговых Идей

11 июня 2026 года

 **Halyk**
Research

Мы смотрим на сектор управляемого медицинского страхования США с конструктивным оптимизмом. Сектор managed care переживает не разворот. Он переживает заслуженную, но хрупкую передышку. И именно эта хрупкость является главным, что инвестор должен держать в голове на фоне восстановления котировок.

Первый квартал 2026 дал рынку то, чего он ждал полтора года – первые осязаемые признаки улучшения коэффициента медицинских убытков (MLR) у крупнейших операторов. Это реально и это важно. Однако природа этого улучшения заслуживает честного разбора. Значительная часть прогресса UNH и CVS достигнута через сокращение убыточного страхового портфеля и урезание льгот, а не через фундаментальное снижение медицинской инфляции. Это правильная и необходимая стратегия — но её эффект конечен. Когда сокращение убыточных сегментов достигнет предела и операторам придётся снова наращивать количество участников, вопрос об управлении реальной тенденцией роста затрат встанет с прежней силой.

Уведомление о ставках с повышением на 2,48% на 2027 год читается как победа индустрии и это справедливо. Однако при медицинской инфляции на уровне ~5-7% реальный спред между ростом доходов и ростом затрат остаётся отрицательным. Критически важным обстоятельством является то, что регулирующий орган (CMS) отказался обновить модель корректировки рисков, что снизило давление на выплаты планам в текущем цикле. Но это решение ситуативное, а не политическое. Январь 2027 года принесёт следующее Уведомление о ставках, и структурные вопросы никуда не денутся.

Наконец, деградация звездных рейтингов качества остается недооцененным риском. Доля Medicare Advantage (MA)-участников в 5-звёздочных планах упала с 24% в 2022 году до 2% в 2026-м. Это системная потеря бонусных выплат за качество, которая маскируется ростом номинальных ставок, и которую инвестор должен учитывать при оценке реального эффекта Уведомления о ставках на конкретные компании.

Однако, мы конструктивно смотрим на операторов с доказанной маргинальной дисциплиной и вертикальной интеграцией UNH и CVS, где инвестиционный кейс опирается на подтверждённые операционные данные нескольких кварталов подряд.

- **UNH** – структурный лидер с уникальной вертикальной интеграцией через подразделение Optum, торгующийся на исторически низких мультипликаторах с траекторией EPS \$18,28 → \$20,50 → \$22,94 за три года.
- **CVS** – история разворота с реальной операционной динамикой и значительным потенциалом переоценки от текущих уровней. Мы рассматриваем любую слабость в корпоративной отчетности за второй квартал как возможность для наращивания позиций в этих бумагах, а не как повод для выхода.

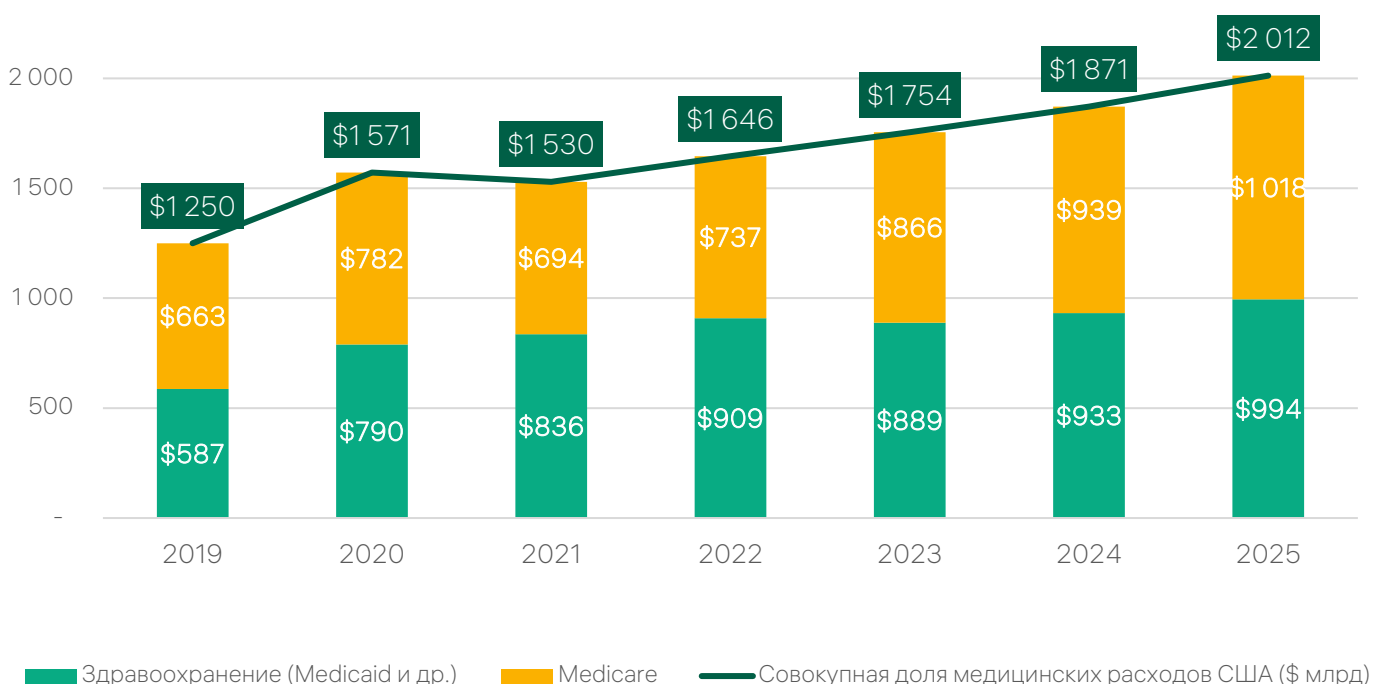
Мы сохраняем осторожность в отношении имён где либо структурные проблемы не решены (**HUM, MOH**), либо переоценка уже произошла (**CNC**), либо регуляторный риск остаётся неурегулированным (**ELV**). Второй квартал 2026 года, осенний пересмотр звездных рейтингов и январское Уведомление о ставках 2027 года – три ближайших события, которые либо укрепят тезис на восстановление, либо потребуют его пересмотра.

Что случилось?

Здравоохранение США – крупнейший рынок, где 90% медицинских расходов распределяется через страховые компании. **Главный драйвер для инвесторов: Medicare Advantage** (государственная программа для пожилых, переданная в управление частным страховщикам) с охватом 36 млн человек. Сегмент высоко консолидирован: **более 57% рынка контролируют UnitedHealth, Humana и CVS Health**. Основной источник волатильности сектора ежегодный процесс утверждения тарифов регулятором (CMS). В январе 2026 года предложение CMS повысить ставки лишь на 0,09% обвалило акции, но благодаря лоббированию индустрии финальный рост в апреле составил +2,48%, что позволило котировкам восстановиться. **Тем не менее, это решение дает лишь временную передышку. Фундаментальный регуляторный риск не устранен:** из-за проблемы федерального дефицита сохраняется политическое давление с целью сокращения избыточных выплат страховщикам со стороны государства, и этот вопрос снова станет главным вызовом для индустрии в январе 2027 года во время следующего цикла предварительных уведомлений о ставках.

Здравоохранение является крупнейшей отраслью американской экономики и одновременно наиболее государственно-субсидируемым сектором потребительских расходов в мире. По итогам 2025 года совокупные потребительские расходы на здравоохранение в США достигли \$4,632 трлн. Принципиальная особенность этого рынка состоит в том, что подавляющая часть этих трат проходит не напрямую от пациента к провайдеру, а через страхового посредника: около 90% всего медицинского потребления финансируется через ту или иную форму покрытия. Это делает рынок управляемого медицинского страхования структурно отличным от большинства других отраслей: страховщик является одновременно плательщиком, распределителем рисков и, во всё большей мере, организатором оказания медицинской помощи.

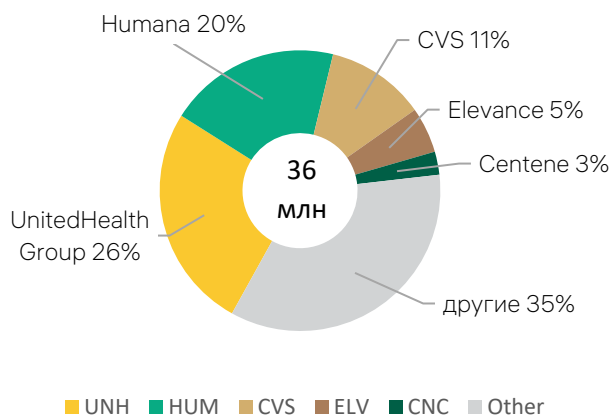
Рис. 1. Динамика федеральных медицинских расходов США в абсолютном выражении (\$ млрд) с разбивкой по ключевым программам



Федеральные расходы на здравоохранение демонстрируют устойчивый структурный рост: с \$1,250 трлн в 2019 году до \$2,012 трлн в 2025 году: прирост на 61% за шесть лет. Внутри этой динамики прослеживается важное расхождение между двумя ключевыми программами. Расходы на государственную программу для пожилых людей (Medicare) выросли с \$663 млрд в 2019 году до \$1,015 трлн в 2025-м, впервые преодолев отметку \$1 трлн и увеличившись более чем в полтора раза. Расходы на совместную государственную программу медицинской помощи для малообеспеченных граждан (Medicaid) и прочие программы здравоохранения росли более умеренно: с \$587 млрд до \$994 млрд за тот же период, причём в 2023 году зафиксировалось временное сокращение до \$889 млрд: результат завершения COVID-эры расширенного участия в Medicaid. Для инвестора эти цифры означают одно: Medicare, и прежде всего Medicare Advantage как его частный сегмент, является не просто крупнейшим, но и наиболее динамично растущим источником выручки для публичных операторов управляемого медицинского страхования, а федеральный бюджет выступает их фактическим якорным клиентом.

Страховое покрытие в США реализуется через четыре основных канала: **Medicare** федеральная программа для граждан старше 65 лет и инвалидов, охватывающая около 69 млн человек; **Medicaid** совместная федерально-штатная программа для малообеспеченных граждан; коммерческое страхование через работодателей и индивидуальный рынок (ACA Marketplace); а также программы для ветеранов (VA) и военнослужащих (TRICARE). Для инвестора наиболее значимым из этих сегментов остаётся Medicare Advantage – именно здесь сосредоточена основная часть выручки, маржи и конкурентной борьбы публичных операторов.

Рис 2. Доли страховых компаний на рынке Medicare Advantage на Апрель 2026 г.



По состоянию на апрель 2026 года совокупный охват программы Medicare Advantage (MA) достиг 36,0 млн человек.

Топ-3 игрока контролируют 57,2% всего рынка MA. Безусловным лидером сектора остается UnitedHealth (UNH) с рыночной долей 25,91%. За ним следует Humana (HUM), удерживающая 19,83% рынка за счет агрессивного притока клиентов в начале года. Замыкает тройку CVS Health (CVS) с долей 11,45%.

Источник: CMS

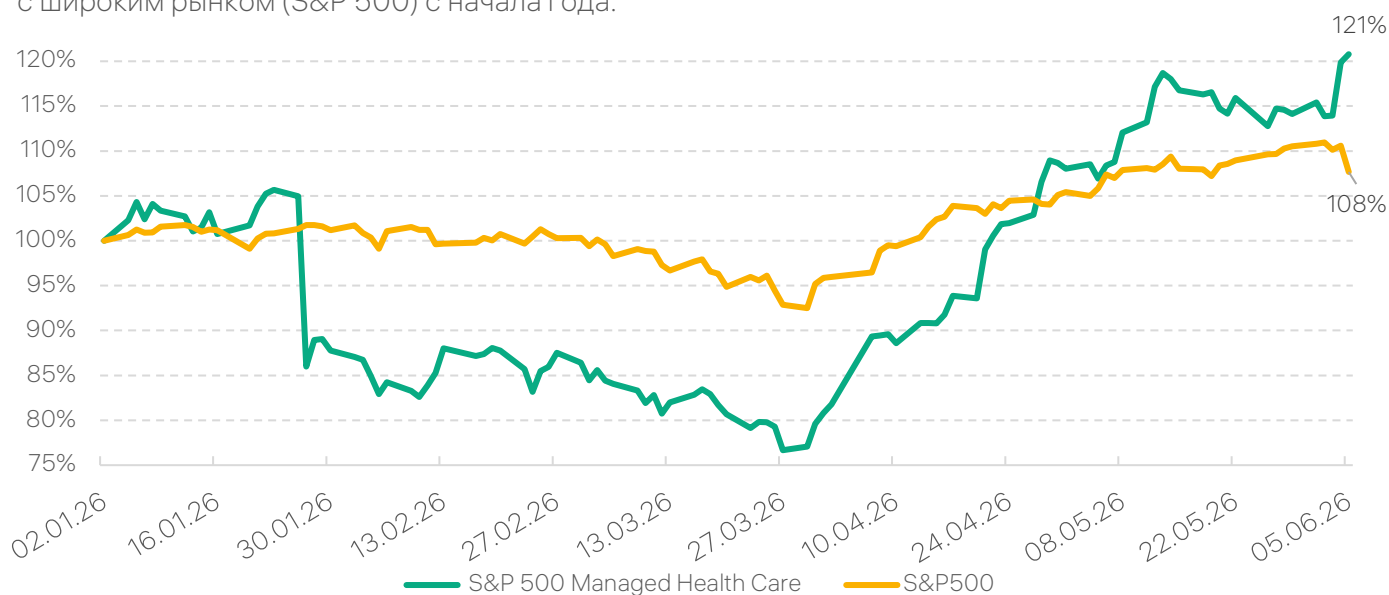
Каждый год Регулирующий орган (CMS) проводит цикл установления ставок для Medicare Advantage и планов лекарственного обеспечения (Part D) на следующий календарный год. Механика проста: в январе публикуется предварительное уведомление, открывается 30-дневный период комментариев от индустрии, и в начале апреля выходит финальное объявление о ставках, именно он определяет реальные PMPM-платежи¹ планам на следующий год. Разрыв между январским предложением и

¹ PMPM (per member per month) — это модель оплаты медицинских услуг, при которой за каждого пациента в месяц взимается фиксированная сумма.

апрельским финалом исторически является одним из главных источников волатильности в акциях сектора и 2026 год стал крайним проявлением этой закономерности.

- **Январь 2026 года:** Регулятор шокировал рынок, предложив в предварительном Уведомлении о ставках базовое повышение ставок всего на +0,09%. На фоне прогнозируемой медицинской инфляции в 6-8% это фактически означало реальное сокращение финансирования для страховщиков.
- **Апрель 2026 года:** После активного лоббирования со стороны индустрии и анализа данных о росте затрат, CMS в финальном Объявлении о ставках пересмотрела прогноз в сторону повышения. Итоговый рост базовых ставок был утвержден на уровне +2,48%.

Рис 1. Динамика индекса S5MANH (S&P 500 Managed Health Care) по сравнению с широким рынком (S&P 500) с начала года.



Источник: Bloomberg

Эта «битва за ставки» напрямую отразилась на фондовом рынке. Динамика отраслевого индекса S&P 500 Managed Health Care (S5MANH) с начала 2026 года наглядно иллюстрирует, насколько сильно регуляторный цикл CMS определяет траекторию акций сектора и оценку стоимости эмитентов.

Однако, апрельское решение не снимает регуляторный риск, оно лишь откладывает его на следующий цикл Уведомления о ставках. Январь 2027 года снова принесёт Предварительное уведомление на 2028 календарный год, и рынок снова будет оценивать разрыв между предложением CMS и ожиданиями индустрии. Ключевая переменная – политическая воля Администрации и Конгресса к сокращению избыточных выплат по программе МА на фоне дискуссии о федеральном дефиците. **Пока этот риск остаётся латентным, но не устранённым.**

Что такое Medicare Advantage?

Ключевым полем конкуренции для медстраховщиков является программа льготного страхования, где более предсказуемые планы **НМО** (с закрытой сетью врачей), занимающие 58% рынка, контрастируют с убыточными планами **РРО** (со свободным выбором), на которые приходится 42%.

Вот фундаментальные факторы, которые продолжают давить на маржу сектора:

- **Медицинская инфляция** и резкий постпандемийный скачок объемов дорогостоящего лечения.
- **Убыточность РРО-портфелей:** из-за растущих издержек крупные игроки (UNH, CVS) вынуждены их массово сокращать, тогда как Humana забирает этот убыточный объем на себя.
- **Снижение рейтингов качества:** из-за ужесточения требований регулятора доля клиентов в топовых 5-звездочных планах рухнула с 8% до 2%, что лишает компании бонусных выплат и напрямую бьет по выручке.
- **Регуляторный риск:** из-за дефицита бюджета сохраняется регуляторная угроза. Государственные выплаты частным планам на 20% (или \$84 млрд) превышают стандартные затраты, что создает неизбежное политическое давление на индустрию.

Medicare состоит из четырёх частей. Part A покрывает стационарное лечение и хосписную помощь, **Part B** амбулаторные услуги и профилактику, **Part D** лекарственное обеспечение. **Именно Part C, известная как Medicare Advantage, является ключевым полем конкуренции для страховщиков:** вместо того чтобы получать услуги напрямую от государства, бенефициар выбирает частный план, который берёт на себя покрытие Part A и Part B, как правило включает Part D и предлагает дополнительные льготы: стоматологические услуги, офтальмологию, слуховые аппараты, фитнес-программы и OTC-allowances². CMS платит этим планам фиксированную сумму в месяц на каждого участника, скорректированную на демографию и состояние здоровья через систему корректировки риска.

Структура предложения внутри Medicare Advantage охватывает несколько типов планов с принципиально разной экономикой. Планы с закрытой сетью провайдеров (НМО) наиболее распространённый формат, требующий направления от врача первичного звена: он обеспечивает страховщику наибольший контроль над утилизацией и исторически показывает лучший коэффициент медицинских убытков (MLR). Планы с предпочтительными поставщиками услуг (РРО) предоставляют участнику доступ к более широкой сети, включая Out of network³ провайдеров с доплатой, что более привлекательно для клиента, но создаёт более высокие и менее предсказуемые затраты для плана. **Именно РРО стал эпицентром убытков в текущем цикле: UNH сократила число участников на 977 тыс. человек с начала 2026 года, CVS на 123 тыс., тогда как Humana нарастила его на 769 тыс., против общего сокращения РРО-рынка на 379 тыс.** Планы для лиц с особыми потребностями (SNP) представляют собой отдельную категорию, ориентированную на специфические группы получателей льгот, с обязательным включением покрытия лекарственных препаратов (Part D).

Таб. 1. Структура МА-рынка по типам планов

² OTC allowance – лимит страхового плана на покупку безрецептурных товаров и медикаментов.

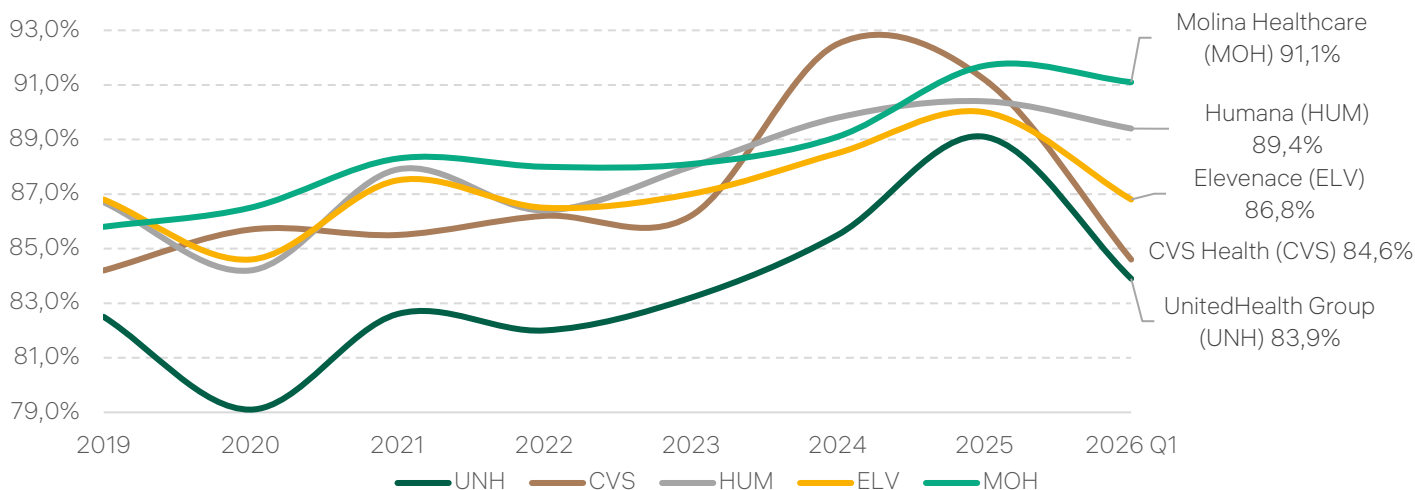
Тип плана	Описание	Доля MA-планах 2026	MLR* профиль
HMO	Закрытая сеть, требует направление от врача первого звена	57%	Наиболее контролируемый
PPO	Открытая сеть с доплатой за out-of-network ³	42%	Повышенный, волатильный
PFFS/MSA	Любой Medicare-провайдер, принимающий условия плана	<1%	Нишевый
SNP	Специализированные планы для хронически больных, пациентов с правом на двойные льготы и лиц в спец. учреждениях	23% от общего числа участников	Высокий, но компенсируется RAF ⁴

Источник: CMS

*MLR (Medical Loss Ratio) — это отношение расходов страховщика на оплату медицинских услуг и мероприятий по повышению качества медицинской помощи к заработанным страховым премиям за вычетом налогов и сборов.

Однако восстановление котировок сектора в 2026 году создаёт обманчивое впечатление нормализации. За фасадом сильных результатов первого квартала скрываются структурные проблемы, которые никуда не исчезли, они лишь временно замаскированы субсидированием ставок, сокращением числа участников программ и повышением страховых премий. Понимание природы этих проблем принципиально важно для инвестора, поскольку именно они определяют, является ли текущее маргинальное восстановление устойчивым трендом или тактическим отскоком перед следующим давлением.

Рис 4. Сравнение MLR крупнейших медицинских страховщиков США



Источник: данные компаний

Медицинская инфляция и утилизация – базовый враг MLR. Фундаментальная проблема сектора в 2024–2026 годах это расхождение между темпами роста медицинских затрат и ставками, заложенными в андеррайтинг годом ранее. После COVID-эры искусственного подавления утилизации (люди откладывали плановые процедуры) рынок столкнулся с нормализацией спроса на медицинские услуги,

³ Out-of-network – медицинские услуги или провайдеры вне сети страхового плана, обычно с более высокой доплатой со стороны пациента.

⁴ RAF – коэффициент корректировки риска, отражающий ожидаемые медицинские расходы пациента на основе его диагнозов и состояния здоровья. Чем выше RAF, тем выше выплаты плану от Medicare.

которая оказалась более резкой и продолжительной, чем ожидали страховщики. Особенно болезненным оказался рост стационарной утилизации и стоимости специализированных препаратов, двух наиболее дорогостоящих категорий медицинского потребления. Предложенный CMS рост IPPS⁵-ставок для госпиталей на 2,4% в 2027 при росте медицинских затрат на 3,2% означает, что провайдеры сами испытывают давление со стороны издержек и будут транслировать её в переговорах о контрактных тарифах с MA-планами.

РРО как эпицентр убытков. Не все типы планов испытывают одинаковое давление на MLR, РРО является системно более убыточным продуктом в текущем цикле. Открытая сеть и отсутствие обязательного направления к специалисту означают, что план имеет значительно меньший контроль над утилизацией по сравнению с НМО. Именно поэтому крупнейшие операторы проводят хирургическое сокращение РРО-портфелей: **UNH** сократила число участников плана РРО на 977 тыс. человек с начала 2026 года, почти весь объём из запланированного сокращения на 1,3-1,4 млн за год, при этом клиентская база плана НМО осталась практически неизменной. На противоположном полюсе **Humana (HUM)**, чей охват РРО вырос на 24,4% с начала года на фоне сокращения общего РРО-рынка на 2,5%, то есть компания поглотила объём, вдвое превышающий абсолютное падение всего РРО-рынка.

Stars-рейтинги – прямой удар по revenue. В 2026 году лишь 2% MA-участников находятся в 5-звёздочных планах, против 8% в 2024 году, что отражает массовое снижение рейтингов после изменений в методологии оценки CMS. Система качественных рейтингов CMS (Stars) является не просто репутационным показателем, она напрямую определяет размер бонусных выплат за качество, которые план получает от государства. Планы с рейтингом 4 звезды и выше получают повышенный базовый тариф, что существенно улучшает экономику продукта. Именно поэтому снижение звёздных рейтингов напрямую транслируется в снижение выручки. Дополнительным риском является санкционная история **Elevance (ELV)**: 3 марта 2026 года CMS уведомил компанию о намерении ввести санкции против её MA (Part D) планов в связи с предполагаемым несоблюдением требований к подаче данных для корректировки рисков, предусматривающие приостановку регистрации новых клиентов, санкции должны были вступить в силу 31 марта, и лишь частично были сняты после того как CMS вывел из-под них 11 из 45 упомянутых планов.

Проблема избыточных выплат как регуляторный риск. За всеми операционными проблемами стоит фундаментальное политическое противоречие: по данным правительственной комиссии MedPAC, выплаты CMS MA-планам превышают затраты на аналогичных получателей льгот в традиционном Medicare на 20%, что эквивалентно \$84 млрд дополнительных федеральных расходов в 2025 году против \$18 млрд десятилетием ранее. **Пока дефицит федерального бюджета остаётся политической темой, риск агрессивного тарифообразования со стороны CMS никуда не исчезает, он лишь временно снят апрельским решением 2026 года.**

⁵ IPPS – система Medicare, по которой больницы получают фиксированную оплату за лечение пациента в стационаре в зависимости от диагноза и сложности случая.

Что мы сделали?

Мы провели сравнительный анализ финансовых результатов и стратегий шести крупнейших медицинских страховщиков США за первый квартал 2026 года. Все крупные игроки формально превзошли ожидания, однако природа этого превышения принципиально различается.

- **UNH** (MLR 83,9%, -0,9 п.п.) и **CVS** (MLR 84,6%, -2,7 п.п.) демонстрируют реальное маргинальное восстановление за счет жесткой дисциплины: сокращение убыточных PPO-портфелей и урезания дополнительных льгот для клиентов.
- **Centene** (MLR 87,3%) показала сильный старт, однако цена ее акций уже отыграла это восстановление (рост +37,6% с начала года). **Elevance** (MLR 86,8%, +0,4 п.п.) несёт специфический регуляторный риск: компания сформировала финансовый резерв на \$935 млн из-за проблем с данными для корректировки рисков, при этом диапазон потенциальных потерь достигает \$1,15 млрд.
- **Humana** (MLR 89,4%) и **Molina** (MLR 91,1%) остаются под структурным давлением: первая наращивает базу клиентов в убыточных PPO планах, вторая проходит период минимальной рентабельности перед полным выходом из льготных планов с лекарственным покрытием в 2027 году.

Результаты первого квартала 2026 года стали первым реальным тестом того, насколько декларируемые стратегии операторов транслируются в операционные показатели. Картина неоднородна: все крупные игроки формально превзошли ожидания аналитиков, однако природа этого превышения принципиально различается. Одни восстанавливают маржу через дисциплину андеррайтинга и сокращение убыточных сегментов, это устойчивая история. Другие демонстрируют рост охвата при деградирующей рентабельности, и это повторение сценария 2024 года с предсказуемым финалом.

Таб. 2. Обзорная таблица ключевых игроков первого квартала 2026 года.

Компания	Выручка (млрд)	изм. г/г	MLR	изм. г/г	MA enrollment	изм. г/г	Акции YTD
UnitedHealth (UNH)	\$111,7	+2%	83,9%	-0,9%	9,328K	-7,3%	+16,8%
CVS / Aetna (CVS)	\$100,4	+6,2%	84,6%	-2,7%	4,121K	-1,3%	+19,6%
Centene (CNC)	\$49,9	+7,1%	87,3%	-0,2%	958K	-7,5%	+37,6%
Elevance (ELV)	\$49,5	+1,5%	86,8%	+0,4%	1901K	-15,7%	+9,5%
Humana (HUM)	\$39,6	+23,5%	89,4%	+0,5%	7,137K	+22,9%	+16,3%
Molina (MOH)	\$10,8	-3,1%	91,1%	+1,9%	228K	-12,2%	+3,6%

Источник: данные компаний, Bloomberg, Goldman Sachs

UnitedHealth Group (UNH)

UNH демонстрирует наиболее последовательную реализацию стратегии приоритета маржинальности над ростом в секторе. MLR улучшился на 0,9 п.п. год к году до 83,9%, лучший показатель в группе и результат целенаправленного выхода из убыточных PPO-продуктов и географий. С начала года число участников программ PPO упало на 19,8% или 977 тыс. человек, тогда как клиентская база планов НМО осталась практически неизменной. Это хирургически точное устранение убыточного ядра портфеля.

Goldman Sachs ожидает, что UNH достигнет улучшения рентабельности по МА примерно на 50 б.п. год к году до уровня 2,5 -3,0% до вычета налогов в 2026 году. JP Morgan повысил целевую цену с \$389 до \$420, подтвердил рекомендацию «Выше рынка» и прогнозирует скорректированный EPS \$18,28 за 2026 и \$20,5 за 2027 год с улучшением рентабельности по EBITDA с 5,8% до 7,2%. При выручке \$111,7 млрд (+2% г/г) и операционном денежном потоке \$8,9 млрд UNH остаётся структурным лидером сектора с наиболее диверсифицированной моделью за счёт своего медицинского подразделения Optum.

Рис. 5. Движение стоимости акции UNH и индекса S&P 500

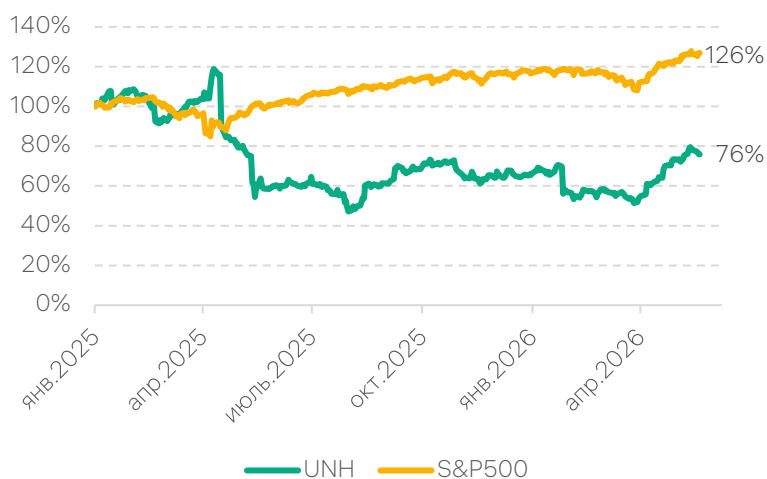
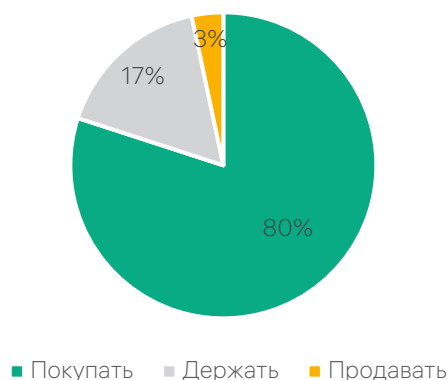
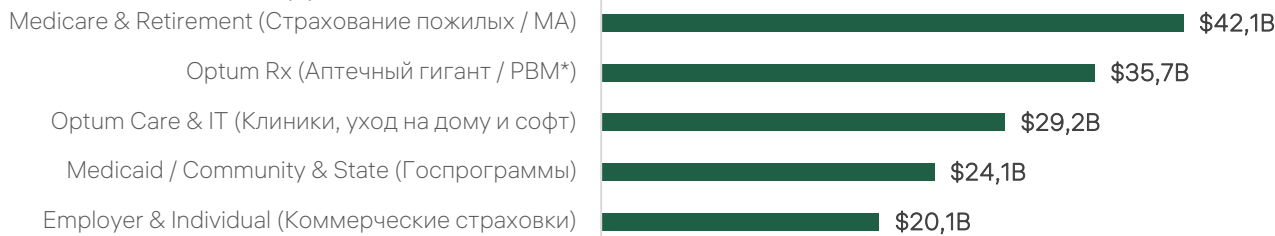


Рис. 6. Рекомендации аналитиков по UNH



Источник: Bloomberg

Рис 7. Сегментная выручка UNH за 1 кв. 2026



Источник: данные компании

* PBM (Pharmacy Benefit Manager) — специализированная компания-посредник в системе здравоохранения США, которая управляет программами лекарственного обеспечения для страховщиков, работодателей и государственных планов.

CVS Health (CVS)

CVS демонстрирует наиболее чёткую и воспроизводимую историю маржинального восстановления. MLR упал на 2,7 п.п., лучшее улучшение в группе с 87,3% до 84,6%. Выручка выросла на 6,2% до \$100,4 млрд, чистая прибыль превысила \$2,9 млрд, компания пятый квартал подряд превосходит ожидания аналитиков и повысила годовой прогноз по прибыли на акцию до \$7,3-\$7,5. Снижение числа участников МА на 1,3% г/г полностью соответствует стратегии «приоритет маржинальности над ростом базы клиентов», подтверждённой менеджментом на встрече с инвесторами. Однако, улучшение MLR в первом квартале стало возможным благодаря отсутствию резервов под дефицит страховых премий 2025 года и выгодному урегулированию претензий за прошлые периоды. Эффект от благоприятного развития событий за прошлый год, по словам CFO Брайана Ньюмана, не закладывается в годовой прогноз. CVS по-прежнему ожидает полугодовой MLR на консервативном

уровне 90,5% \pm 50 б.п., рассматривая первый квартал как сильную точку данных, а не пересмотр базового тренда.

Рис. 8. Движение стоимости акции CVS и индекса S&P 500

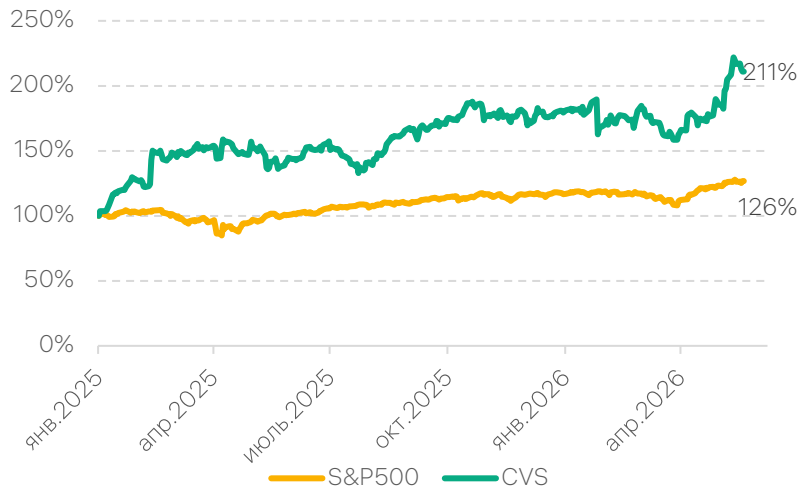
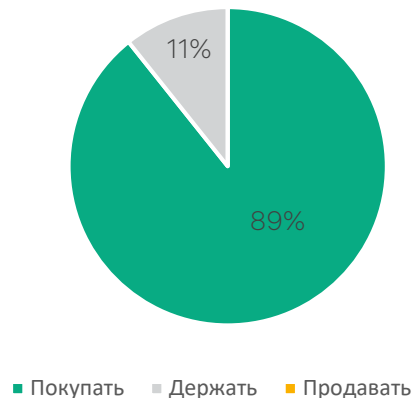
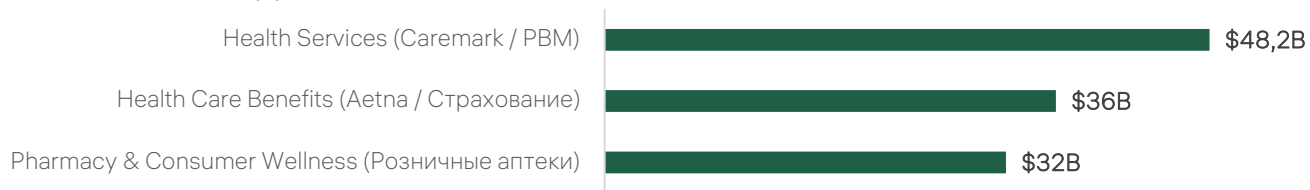


Рис. 9. Рекомендации аналитиков по CVS



Источник: Bloomberg

Рис 10. Сегментная выручка CVS за 1 кв. 2026

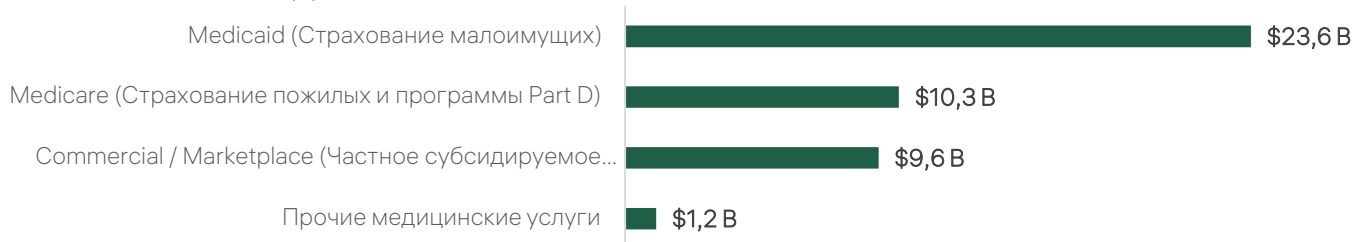


Источник: данные компании

Centene (CNC)

Centene показала сильный старт года: выручка выросла на 7,1% до \$49,9 млрд, MLR снизился на 0,2 п.п. до 87,3%, компания повысила годовой прогноз по прибыли на акцию. Акция выросла более чем на 37% с начала года, сильнейшая динамика с начала года. Однако история Centene прежде всего Medicaid и ACA, а не MA: сокращение числа участников MA на 7,5% г/г незначительно для компании этого профиля. Ключевым риском остаётся волатильность ACA-сегмента после истечения расширенных налоговых субсидий на страховые премии, фактор, который сам Centene отмечал, как источник неопределённости на телеконференции по итогам первого квартала.

Рис 11. Сегментная выручка CNC за 1 кв. 2026



Источник: данные компании



Источник: Bloomberg

Elevance Health (ELV)

MLR вырос год к году (+0,4 п.п. до 86,8%), отражение повышенных затрат в Medicaid-сегменте. При этом выручка выросла лишь на 1,5% до \$49,5 млрд скромный результат на фоне конкурентов. Компания повысила финансовые прогнозы, однако над котировками ее акций продолжает висеть специфический регуляторный риск: квартальные результаты включали резерв на сумму \$935 млн, связанный с ранее поданными данными для корректировки рисков, неурегулированное обязательство с неопределённым финальным размером. Сокращение числа участников MA на 15,7% в годовом выражении наибольшее в группе частично вынужденное на фоне санкционного давления CMS. Регулятор классифицировал действия Elevance как «систематическое осознанное неисполнение обязательств на протяжении 7 лет» (с 2018 по 2025 гг.), обвинив компанию в умышленном завышении баллов здоровья клиентов ради получения избыточных дотаций. Если 34 ключевых плана попадут под блокировку летом 2026 года, Elevance рискует уступить этот рынок конкурентам на годы вперед.

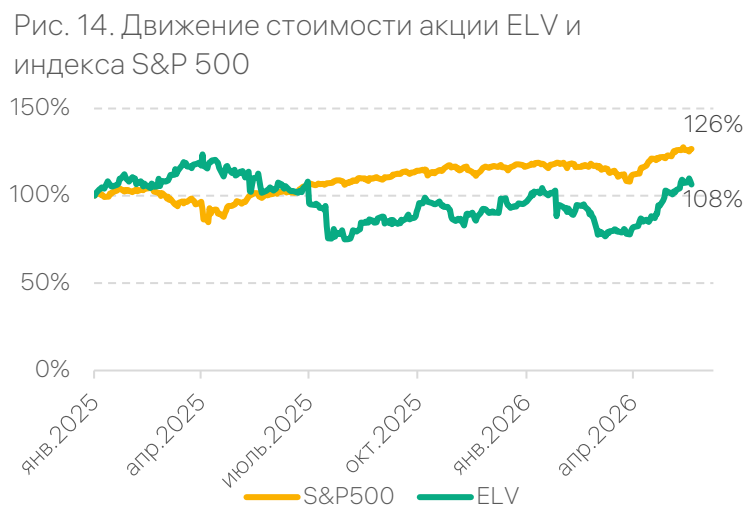
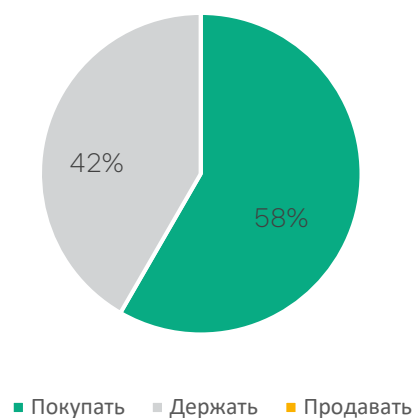
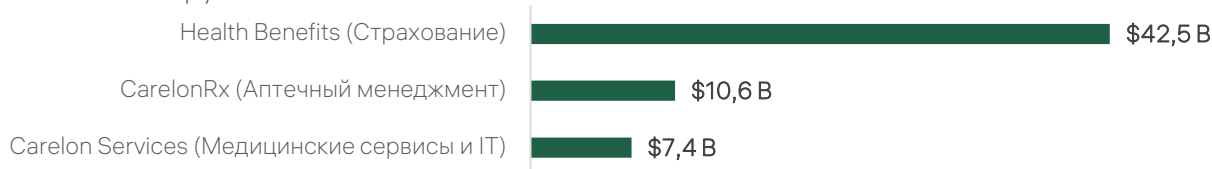


Рис. 15. Рекомендации аналитиков по ELV



Источник: Bloomberg

Рис 16. Сегментная выручка ELV за 1 кв. 2026



Источник: данные компании

Humana (HUM)

Humana наиболее тревожная история в группе. Выручка выросла на 23,5% г/г до \$39,6 млрд исключительно за счёт агрессивного роста числа участников MA (+22,9% в годовом исчислении). Но MLR вырос на 0,5 п.п. до 89,4% один из худших результатов среди MA-операторов. Компания не повысила годовой прогноз в отличие от конкурентов и ожидает MLR выше 91% во втором квартале и полугодовой MLR около 92,75% уровни несовместимые с устойчивой прибыльностью. Возврат к целевой MA-марже 3% менеджмент обещает не раньше 2028 года. Рост выручки при одновременном росте MLR это не восстановление, а накопление будущих убытков.

Рис. 17. Движение стоимости акции HUM и индекса S&P 500

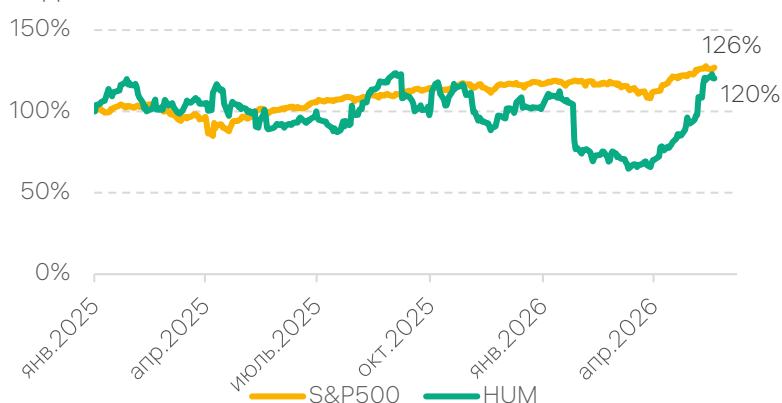
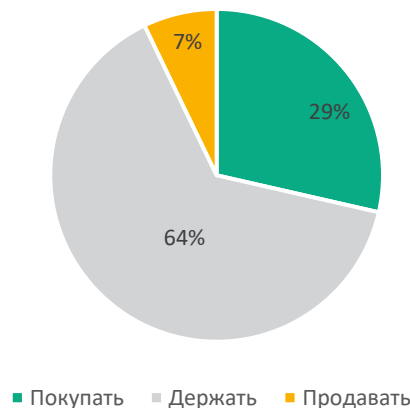
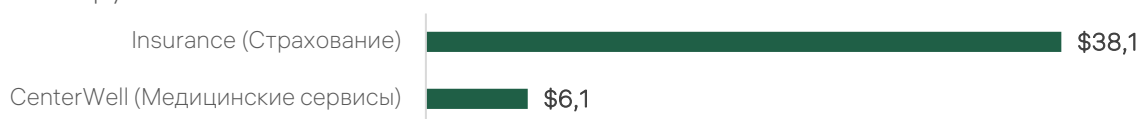


Рис. 18. Рекомендации аналитиков по HUM



Источник: Bloomberg

Рис 19. Сегментная выручка HUM за 1 кв. 2026



Источник: данные компании

Molina Healthcare (MOH)

Molina единственная компания в группе с падением выручки: -3,1% в годовом выражении, до \$10,8 млрд. MLR вырос на 1,9 п.п. до 91,1% наихудший показатель в группе. Квартальная чистая прибыль рухнула на 95% год к году до \$14 млн, результат разового списания \$93 млн по выходу из MA (Part D) бизнеса в 2027 году. Акции компании потеряли 43,5% за последние 12 месяцев. Руководство называет 2026 год периодом минимальной рентабельности и подтвердило свои финансовые прогнозы. Тезис о восстановлении показателей в 2027 году реален, но требует от инвесторов терпения.

Рис. 20. Движение стоимости акции МОН и индекса S&P 500

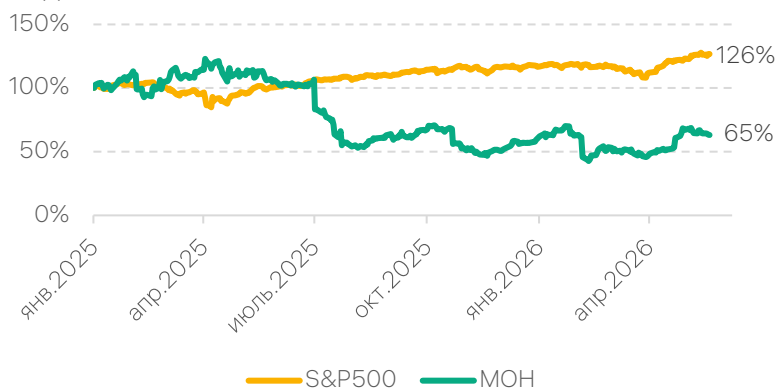
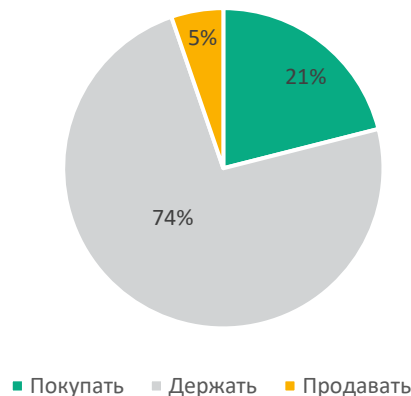
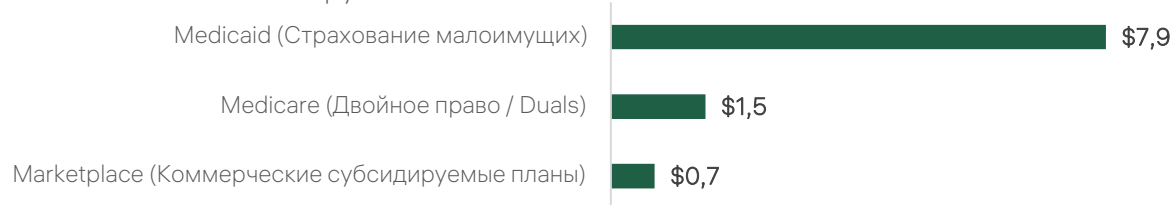


Рис. 21. Рекомендации аналитиков по МОН



Источник: Bloomberg

Рис 22. Сегментная выручка МОН за 1 кв. 2026



Источник: данные компании

Что ждем дальше?

Три ключевых катализатора определяют траекторию сектора на горизонте 6-12 месяцев.

- **Результаты второго квартала 2026** (июль-август) станут первым реальным тестом устойчивости маржинального разворота, сезонный рост потребления медицинских услуг покажет, насколько переоценка тарифов реально работает на практике.
- **Осенний пересмотр звездных рейтингов качества CMS** определит доступ операторов к бонусным выплатам в 2027 году, критически важный источник дохода для экономики MA-планов.
- **Январское Уведомление о ставках 2027 года на 2028 календарный год** снова поставит вопрос о проблеме избыточных выплат и политической воле регулятора.

При этом структурным риском остается рост расходов на GLP-1. Хотя запуск программы Medicare GLP-1 Bridge временно изолирует бюджеты страховщиков от затрат на лечение ожирения, долгосрочный вызов утилизации этих препаратов сохраняется.

После волатильного начала года сектор медицинского страхования входит во вторую половину 2026 года с принципиально иным балансом рисков. Инвестиционная компания Janus Henderson характеризует текущую ситуацию как «более благоприятную среду для сектора на оставшуюся часть 2026 года» на фоне заниженных оценок стоимости компаний и улучшившейся прозрачности прогнозов, хотя долгосрочные структурные вызовы никуда не делись. Вопрос в том, является ли наблюдаемое восстановление устойчивым трендом или лишь тактическим отскоком.

Ключевой неопределённостью остаётся медицинская инфляция, которая по всему сектору превышала ожидания и способна поглотить значительную часть прибавки от повышения тарифов, прежде чем она трансформируется в чистую прибыль. В январе 2027 года выйдет Предварительное уведомление о ставках на 2028 календарный год, и рынок снова окажется в режиме ожидания. Проблема избыточных выплат в размере \$84 млрд по сравнению с традиционным Medicare и политическое давление на фоне дефицита федерального бюджета никуда не делись. Вопрос о том, будет ли следующий цикл тарифообразования столь же благоприятным, как в апреле 2026 года, остаётся открытым. Администрация Трампа традиционно поддерживает частные MA-планы, что создаёт умеренно позитивный регуляторный фон, однако бюджетные ограничения могут стать сдерживающим фактором.

Среди ключевых трендов, которые управляющие компаниями не могут игнорировать в 2026 году, — рост стоимости специализированных препаратов и лекарств класса GLP-1, таких как Ozempic, Wegovy, Mounjaro, как потенциально крупнейшей статьи расходов на медикаменты. Страховщики активно ограничивают покрытие этих препаратов для снижения веса (сохраняя его только для лечения диабета), однако политическое давление в пользу расширения льгот нарастает. Запуск федеральной программы Medicare GLP-1 Bridge с 1 июля 2026 года частично снял нарастающее политическое давление в пользу расширения льгот. Программа открыла бенефициарам с тяжелыми формами ожирения и сопутствующими рисками доступ к ряду одобренных FDA препаратов (Wegovy, Foundayo, Zerbound) по фиксированной стоимости всего \$50 за месячный курс (co-pay). Поскольку эта инициатива полностью субсидируется CMS за пределами стандартного страхового пула Part D, операторы Medicare Advantage получили возможность временно изолировать свои бюджеты от взрывного роста затрат на «чистое» ожирение, одновременно удовлетворив критический спрос со стороны застрахованных».

Траектория ближайших полугодия определится тремя ключевыми событиями: результатами второго квартала 2026 года (в июле-августе) и комментариями руководства относительно динамики медицинских расходов; осенним пересмотром звездных рейтингов качества государственным регулятором; а также динамикой ставок Medicaid от штатов. **Избирательный подход к акциям отдельных компаний остаётся ключевым: сектор больше не торгуется как единый блок, и расхождение между страховщиками со строгой маржинальной дисциплиной и теми, кто наращивает базу в убыток, скорее всего, будет только усиливаться.**

Что делать?

Золотое десятилетие роста MA охвата при стабильной марже завершилось. Сектор медицинского страхования вошёл в фазу структурной перестройки где побеждают не те кто растёт быстрее, а те кто умеет управлять затратами.

Три события 2026 года сформировали новую точку отсчёта. Финальное Уведомление о ставках от CMS (+2,48% против пугающих +0,09% в январе) снял острый регуляторный риск и показал что индустрия способна защищать свои интересы в диалоге с регулятором. **Результаты Q1 подтвердили первые признаки маржинального разворота у дисциплинированных операторов UNH и CVS сокращают убыточные PPO-портфели и получают за это более высокий MLR.** Данные CMS обнажили поляризацию рынка: одни теряют членство осознанно, другие агрессивно его наращивают и именно вторые несут наибольший риск повторения MLR-кризиса 2024 года.

Структурные проблемы при этом никуда не делись. Медицинская инфляция остаётся выше заложенных в андеррайтинг уровней. CMS последовательно ужесточает требования к предварительному одобрению медицинских услуг, звездным рейтингам и корректировке рисков.

Структурные лидеры с вертикальной интеграцией: UNH через Optum, CVS через Caremark и MinuteClinics имеют встроенные механизмы управления медицинскими затратами которые конкуренты без собственной провайдерской платформы воспроизвести не могут.

UnitedHealth Group (UNH) и CVS Health (CVS) – две компании где маргинальное восстановление подтверждено операционными данными, а не только декларациями менеджмента. Объединяет их одна стратегия: сознательно пожертвовать ростом клиентской базы ради прибыльности портфеля, и эта стратегия работает.

- UNH торгуется у \$387,30 на 33% ниже исторических пиков, при этом GS повысил целевую цену до \$435, JPM ставит \$420. При форвардном мультипликаторе P/E ~21x и прогнозируемой траектории прибыли на акцию \$18,28 (2026E) → \$20,50 (2027E) → \$22,94 (2028E) компания предлагает редкое сочетание, структурный лидер с диверсифицированной моделью на исторически низких мультипликаторах.
- CVS торгуется у \$90,55, акция восстановилась с минимумов ниже \$60 в начале года, но остаётся далеко от уровней \$110+ периода 2022–2023 годов. MLR улучшился с 87,3% до 84,6%, снижение на 2,7 п.п., лучший результат в группе. Скорректированная прибыль на акцию превзошла консенсус-прогноз на 16,5%, а годовой прогноз повышен до \$7,3-\$7,5. После отчетности JPM повысил целевую цену до \$101. Важная оговорка: финансовый директор предупредил о благоприятной динамике прошлых периодов, отраженной в результатах первого квартала, поэтому годовой прогноз по коэффициенту медицинских расходов на уровне 90,5% ±50 б.п. оставляет пространство для сюрпризов. Тем не менее, пять кварталов подряд превышений ожиданий рынка и наиболее чистая история разворота в группе делают CVS убедительной тактической идеей на горизонте 3-6 месяцев.

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2026, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance