THE LONG THESIS | Humana Inc | HUM

Análisis editorial V1 · Metodología V1.0 · Publicación: 23/10/2026

Fecha del informe y precio de referencia: 23/10/2026 | 421.00 USD | Ticker: HUM

Empresa: 8,10/10

Oportunidad actual: 7,70/10

NOTA FINAL: 7,90/10

Esperar · Riesgo: Alto

Precio del informe original; no es cotización actual ni cierre bursátil verificado. Análisis propio de The Long Thesis. El ProResearch original se conserva en el expediente privado.

Negocio, beneficio y caja

Humana combina seguros, principalmente Medicare Advantage, con atención, farmacia y cuidados domiciliarios CenterWell. En el segundo trimestre de 2026 ingresó 40.867 millones de dólares y obtuvo 694 millones para el común. El BPA GAAP fue 5,73 y el ajustado 7,61; el semestre acumuló 15,55 y 17,91 respectivamente. No anualizo un primer semestre estacional cuando la guía anual ajustada permanece en al menos 9 dólares.

La mejora de Stars está confirmada: el 95% de afiliados MA actuales está en contratos valorados con cuatro estrellas o más para 2027, y el 42% en cuatro y media; H5216 obtuvo cuatro estrellas. CMS publicó los datos el 8 de octubre de 2026 y aclara que afectan a los bonos de calidad de 2028. No son ingresos cobrados en 2026 ni una garantía sobre afiliación futura.

El Form 8-K de octubre indica que parte de la mejora de 2028 por encima del cuartil superior esperado podría ser puntual y destinarse a inversión extraordinaria y retorno al accionista. Los 4.800 millones del informe son una estimación externa de bonos brutos, no una guía corporativa de beneficio neto recurrente. El efecto final dependerá de afiliación, mezcla de contratos, riesgo, competencia y beneficios ofrecidos.

El ratio de prestaciones aseguradoras fue 91,2% en el trimestre, frente a 89,9%, y la guía anual era 92,75% ±25 puntos básicos. El consolidado semestral fue 90,2%. La comparación regulatoria del informe está desactualizada: CMS finalizó una subida media de pagos de 2,48% para 2027, o 4,98% incluyendo tendencia de riesgo; 0,09% era la propuesta preliminar, no el aumento final propio de Humana.

El nuevo acuerdo con BlackRock no incluye un put ejercitable por el socio, pero conserva protección de retorno mínimo y dará lugar a un nuevo derivado. CenterWell podrá comprar clínicas a su elección desde 2028. La sustitución del put WCAS puede reducir pasivo y mejorar GAAP; no constituye por sí sola caja operativa recurrente ni un cobro anunciado para Humana.

Valoración y comparación

A 421 dólares, el consenso 9,14 implica 46,06 veces y el 17,31 de 2027 implica 24,32; el 28,34 de 2028 supone 14,86, pero se obtiene dos años después y no está garantizado. El BPA 17,1 de portada se aproxima al ajustado fiscal 2025, no al GAAP LTM de unos 10,6 que explica el PER 39,5. No comparo ambos sin distinguir bases.

El escenario central propio fija BPA común después de impuestos, intereses y remuneración en acciones de 16, 24, 26, 29 y 32 dólares entre el 23 de octubre de 2027 y el de 2031. Los pagos al accionista serían 3,54, 6, 8, 10 y 12; las acciones se mantienen en 121 millones. El incremento de capital regulado, deuda y nuevas clínicas se financia antes de considerar el efectivo restante como excedente.

A 17 veces el BPA final, el negocio valdría 544 dólares por acción en 2031. Tras devolver también 1.320 millones de papel comercial antes del vencimiento del revolver, reconocer el excedente de matriz elevaría el terminal a 555,88. Los pagos sumarían 39,54 dólares y la TIR fechada sería 7,3%. La renta de ese excedente se excluye del BPA valorado; no se añade de nuevo la cartera que respalda el seguro.

El favorable alcanza BPA de 32 dólares en 2028 y 44 en 2031; a 18 veces, más caja financiada, el terminal sería 829,88 y la TIR 16,4%. El adverso necesita adaptar el reparto: suspendiendo pagos comunes y usando 1.000 millones de P-Caps con coste explícito, el terminal sería 248,33 y la TIR -10,0%. Son escenarios, sin probabilidades asignadas ni decisiones corporativas anunciadas.

Elevance y UnitedHealth son comparables económicos por seguro y servicios, pero sus mezclas comercial, Medicaid y Medicare difieren. Humana depende más del programa MA y de unos contratos Stars de gran tamaño. Las bases de gasto médico, primas, inversión y servicios no permiten aplicar sin ajustes el promedio de PER del informe; tampoco unas ventas baratas prueban margen de seguridad en una aseguradora.

Con los mismos usos y derechos, reconocer el 0%, 50% o 100% del excedente final daría terminales de 544,00, 549,94 o 555,88 dólares. Se reconoce completo. El capital estatutario retenido sigue perteneciendo al accionista y produce beneficios incluidos en el negocio; no se trata como perdido ni se suma dos veces.

Financiación y riesgos

El CFO semestral de 3.220 millones incluye el efecto temporal de unos 1.050 millones de pagos Medicaid que se liquidaron después de junio. También creció el pasivo por prestaciones en 2.909 millones. Restar únicamente 253 millones de capex no convierte ese efectivo en caja libre para el común: las primas se cobran antes de pagar siniestros y el seguro necesita reservas y capital estatutario.

La matriz tenía 1.590 millones de caja e inversiones cortas, cifra afectada por los 1.050 millones temporales. Las filiales mostraban 15.500 millones de capital estatutario agregado frente a mínimo de 8.200, según estados de marzo; esos 7.300 de diferencia no son un dividendo autorizado. Sólo se habían transferido unos 600 millones de dividendos ordinarios a la matriz en el semestre.

La deuda financiera contable de junio era 14.247 millones: 2.268 corrientes y 11.979 a largo plazo. No equivale sin puente a los 14.744 del proveedor. Los 1.300 millones de papel comercial requieren renovación o respaldo dentro del revolver comprometido de 5.000; no sumo ambos como caja independiente. Los P-Caps de 1.500 millones son capacidad contingente con comisiones y deuda si se usan, no efectivo ya disponible.

El escenario central reserva para capital incremental el 5% anual de los 8.200 millones mínimos de referencia: aproximadamente 410–498 millones por año. También reserva 950, 1.000, 900, 500 y 1.500 millones para vencimientos según la fotografía de junio, más 150 anuales para crecimiento externo de clínicas. Son aproximaciones de financiación, no autorización actuarial ni calendario exacto de principal al corte.

Con una base propia de primas de 150.000 millones, un empeoramiento de 50 puntos básicos en coste médico consumiría 750 millones antes de impuestos, aproximadamente 4,65 dólares por acción con impuesto supuesto del 25% y 121 millones de acciones. La participación de proveedores y la composición real pueden modificarlo. Combinar costes médicos altos, menor Stars futuro y menor transferencia de filiales puede afectar valoración y financiación a la vez.

El acuerdo con BlackRock pretende sustituir al socio WCAS en cerca de 150 clínicas, con cierre previsto para el cuarto trimestre y condiciones regulatorias. Puede aportar capital y reducir coste, pero no se publica una cuantía de caja libre para Humana ni debe contabilizarse como cobrada. La adquisición de MaxHealth ya costó 908 millones netos en febrero; crecimiento y coordinación clínica tienen un coste real.

El escenario central devuelve además 1.320 millones de papel comercial antes de que venza el revolver en mayo de 2030. El colchón de matriz del primer año queda en unos 538 millones frente al mínimo ilustrativo de 500. Esa holgura es pequeña: la capacidad contractual observada en junio no prueba transferencias ni refinanciación futuras. Los pagos previstos deben adaptarse si reservas o crecimiento requieren más capital.

Juicio y condiciones de revisión

Asigno Empresa 8,1, Oportunidad 7,7 y Nota Final 7,9: Esperar a 421 dólares para nuevas entradas. La recuperación de calidad y el entorno de pagos mejoran la tesis, pero el precio exige conversión sostenida en margen y caja transferible. La conclusión no impone vender a quien ya tenga una posición, ni deriva automáticamente del PER actual.

Por qué podemos estar equivocados: la mejora Stars y CenterWell pueden sostener un BPA de 2028 superior a mi base sin consumir tanto capital. Qué dato cambiaría el juicio: margen médico mejor con reservas suficientes y

dividendos de filiales que financien crecimiento, vencimientos y reparto. La parte menos sustentada es el terminal favorable: combina recuperación rápida, continuidad regulatoria y acceso estable al capital.

Fuentes y alcance

Form 10-Q del segundo trimestre: estados, reservas, financiación y capital: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/49071/000004907126000050/hum-20260630.htm

Humana — resultados detallados Q 2,29 julio 2026: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/49071/000004907126000045/hum-2026q2xex99x2detailedx.htm

Humana — Form 8-K Stars: efecto 2028, gasto puntual y guía,9 octubre 2026: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/49071/000004907126000057/hum-20261009.htm

Humana — contratos Stars 2027, afiliación y H 5216: https://policy.humana.com/news-and-resources/news-press/2026/humana-announces-improved-cms-star-ratings-with-95-percent-of

CMS — Stars 2027 publicados 8 octubre 2026 y bonos 2028: https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/2027-medicare-advantage-part-d-star-ratings

CMS — anuncio FINAL de pagos 2027,6 abril 2026: https://www.cms.gov/newsroom/fact-sheets/2027-medicare-advantage-part-d-rate-announcement

Humana — anuncio nueva sociedad con BlackRock,13 octubre 2026: https://policy.humana.com/news-and-resources/news-press/2026/humana-announces-new-strategic-joint-venture-with-blackrock-to

Humana — Form 8-K: sustitución del put, garantías y opción de clínicas: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/49071/000004907126000060/hum-20261013.htm

Elevance — modelo de seguros y servicios, comparación de perímetro: https://ir.elevancehealth.com/financials/quarterly-results/

Corte informativo propio de cada informe, separado de la fecha editorial. Alcances de lectura y lagunas se indican en el análisis. Sensibilidades propias, sin probabilidades ni rentabilidades esperadas. Revisión interna, no auditoría independiente. Notas justificadas por separado, sin media automática. Horizonte 5–10 años.