

Yearn Finance 报告

honglinfu1998@163.com | 付泓霖

概况

Yearn Finance 是 Defi 市场中最大的收益聚合器。根据 Future Money Research 的报告，Yearn Finance 排在 2022 上半年盈利最高协议的第 16 位^[1]。通过其合作计划，Yearn 成为主要 Crypto 公司的资产管理方，他的客户包括了 Binance、FTX 和 Coinbase 等（附录 I）。

Yearn 是由 Andre Cronje (AC) 在 2020 年成立，AC 是 crypto 的领军人物，除了 Yearn Finance 外，他还是 Fantom 的主要贡献者。Cointelegraph 将其列为了 2021 区块链中最令人尊敬的人物的第一名。虽然 Yearn Finance 现在是由社区管理，但是 AC 依旧监督着 Yearn Finance 的发展以及战略。

Yearn 允许客户将数字资产存入 Yearn 的金库，从而获得质押收益。Yearn 则收取 20% 的绩效费和 2% 的管理费^[2]。并且 Yearn 还有一个外接产品 Iron Bank，用户在 Iron Bank 中使用 IB Earned 产品时，其资产也会转入 Yearn 的金库进行资产管理。

管理

Yearn 是由社区管理，及 YFI 代币持有人可以对 Yearn 的 proposal 进行投票。但由于 Yearn 的国库以及合作伙伴持有大量 YFI，所以其对 proposal 的通过与否有决定权。其次 Yearn 拥有一个 9 人日常管理团队^[3]，其 9 人的任免及轮值是由社区投票决定。

估值

Crypto 很难去准确的估值。YFI 在 2021 年 1 月后并不会收到分红，其唯一价值捕获是通过 YFI 对于 Governance 的投票。类似于不会分红的 AMAZON 的股票，YFI 的价值体现于持有者对 Yearn Finance 管理的决定权。假设一个人持有了超过 50% 的 YFI，其便可以变卖 Yearn Finance，并把售出的所得根据 YFI 的持有比例进行分配。

所以可以把 Yearn Finance 看做一个公司，对其 EV 进行估值，最后计算其代币 YFI 的价值。对其估值，有两种假设。第一种为根据其利润表直接预测，第二种则根据其近期的 TVL 来对盈利进行拆分。

根据 Yearn 的商业模式，可将其盈利具体拆分为金库一(V1)，金库二(V2)。截止 2022 年 6 月 29 日，Yearn V1 的 TVL 为 750 万美元，V2 的 TVL 为 5 亿 2600 万美元 (图 1)，从次我们可以对其管理费进行预测。



图 1

其不同产品的年化收益在 7%左右，结合两个超过 55%的收益率的产品，假定其 ROI 为 10% (图 2)，以此对这两个金库收取的绩效费进行预测。

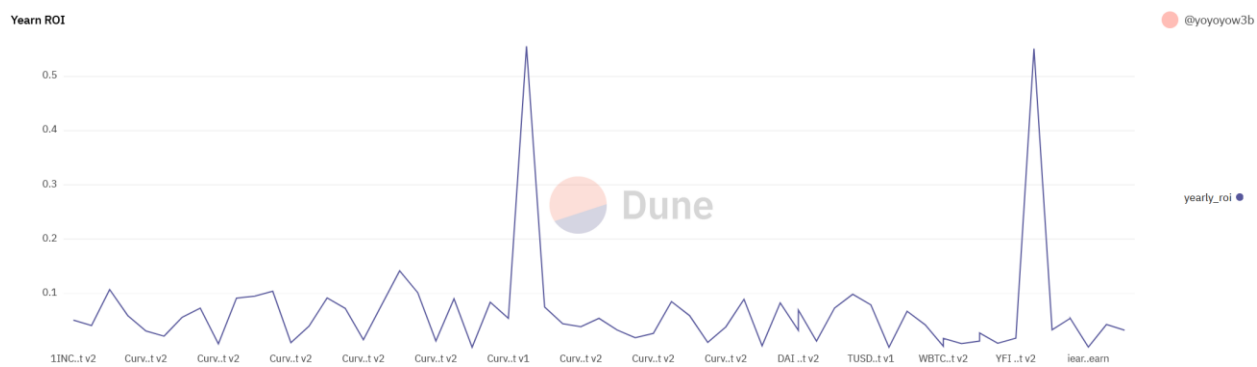


图 2

其估值流程如下：

1. 将 YFI 识别为 security token：在 YIP-56: Buyback and Build 通过后，YFI 持有者不再获得 YFI 的分红，这意味着 YFI 失去了作为 utility Token 的性质。此外，根据 Ernst & Young^[4] 的文章，它不具有 cryptocurrency 的属性。根据 Multicoins Capital 的理论^[5]，YFI 唯一获得的内在价值是通过治理，就像代表公司内部权力的股票一样。

2. 半年利润表：选择 2020 年 12 月至 2022 年 5 月的月度利润表。选择这个时间段是因为 2021 年 1 月 Yearn 通过了 YIP 56，将 YFI 的基本属性更改为 security token。从月度报告中汇总三份半年利润表。选择了 180 天的窗口是因为加密货币市场高度波动。包括 2020 年 12 月利润表是因为需要 3 个半年利润表，且多涵盖一个月利润表对总体预测影响偏小。

3. 建立估值的 DCF 模型：

a. 假设 1：将 Vault Dust、Vault v1 和 Vault v2 的收入预测为前 3 个半年的移动平均值。（平衡成长期与熊市）

假设 2：将 Vault Dust 的收入预测为前 3 个半年的移动平均值，对 V1 和 V2 的利润进行拆分。

b. 将 Gas 和策略费用的收入成本预测为前 3 个半年的移动平均值。（平衡成长期与熊市）

c. 将人员和安全的运营成本预测为前 3 个半年的移动平均值。（平衡成长期与熊市）

d. 预测 Yearn 合作伙伴的收入成本保持不变。（稳定的合作伙伴关系）

e. 预测 Fed fee、strategy migration 和 personnel 的运营成本为 0。（非经常性项目）

f. 预测其他运营费用和其他收入为 0。（不可预见未来支出）

g. 假设贴现率为 15%，终端乘数为 10 倍。（标准财务模型假设）

4. YFI 估值=企业价值/YFI 数量：

假设 1：YFI 估值为 4181.14 美元，接近于 YFI 在 6 月现货价格 (4500 美元左右^[6])。

假设 2：YFI 估值为 1785.82 美元，熊市下 crypto 受影响较大。

竞争

Yearn 在 Defi 和 Crypto 的生态中处于特殊位置 (图 3)，它是大型 crypto 公司的一站式收益聚合器。这些公司选择 Yearn 是因为可以避免自己管理资产带来的更多风险，二是因为这些公司与 Yearn 合作也可以稳定其下产品^[7]。



图 3

风险

1. 入场时机

2017 年时，金融机构并未积极参与加密市场。但如今，大量的金融公司投资于加密货币^[8]。由于美联储正在缩减资产负债表并提高利率，该政策肯定会影响这些机构管理风险的方式。为了应对美联储的行动，这些公司会首先选择出售其风险最高的资产，即加密货币。因此，加密市场将保持看跌势头，直到美联储停止量化紧缩，金融机构完成风险平衡。

2. 内部风险

Yearn 内部还有一些值得考虑的风险因素，例如 Yearn 是否会在未来 Fork、黑客对其流动性池的攻击、以及收益策略暴露在不可控风险中。

结论

现在不应该买入 YFI，但如果上述任何情况发生变化，我们应该重新评估 YFI。因为 Yearn 通过与主要 Crypto 公司的合作以及高收益创新战略在收益聚合器领域占据主导地位。并且这种主导地位会持续存在。

引用:

[1] 价值捕获 | Web3 公司的收入都去了哪, Futuremoney Research,
https://mirror.xyz/0xfu.eth/zz7_o0qOi4bKXWPL7caf_LviiSjDRYCsuCPRj7O9xi8

[2] Overview, Yearn Finance,

<https://docs.yearn.finance/getting-started/products/yvaults/overview>

[3] Multisig, Yearn Finance, <https://docs.yearn.finance/security/multisig>

[4] The valuation of crypto-assets, Ernst & Young,

https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/emeia-financial-services/ey-the-valuation-of-crypto-assets.pdf

[5] On Value Capture at Layers 1 and 2, Multicoins Capital,

<https://multicoins.capital/2019/03/14/on-value-capture-at-layers-1-and-2/>

[6] yearn.finance to USD Chart, coinmarketcap,

<https://coinmarketcap.com/currencies/yearn-finance/>

[7] Yearning for Yearn, Messari,

<https://messari.io/article/yearning-for-yearn?referrer=asset:yearn-finance>

[8] Institutional Money Is Pouring Into The Crypto Market And Its Only Going To Grow,

<https://www.forbes.com/sites/lawrencewintermeyer/2021/08/12/institutional-money-is-pouring-into-the-crypto-market-and-its-only-going-to-grow/?sh=8398bf914598>

附录 I:

Top YFI Holder Addresses		
Name	Ranking	Adderress
Coinbase	2	0xddfAbCdc4D8FfC6d5beaf154f18B778f892A0740
AAVE	3	0x5165d24277cD063F5ac44Efd447B27025e888f37
Binance	6	0xF977814e90dA44bFA03b6295A0616a897441aceC
FTX	7	0x2FAF487A4414Fe77e2327F0bf4AE2a264a776AD2
Binance	8	0x47ac0Fb4F2D84898e4D9E7b4DaB3C24507a6D503
Multicoïn	9	0xC564EE9f21Ed8A2d8E7e76c085740d5e4c5FaFbE
OKEx	13	0x6cC5F688a315f3dC28A7781717a9A798a59fDA7b
Binance	14	0xBE0eB53F46cd790Cd13851d5EFf43D12404d33E8
Sushiswap	15	0x088ee5007C98a9677165D78dD2109AE4a3D04d0C
Binance	16	0x28C6c06298d514Db089934071355E5743bf21d60