

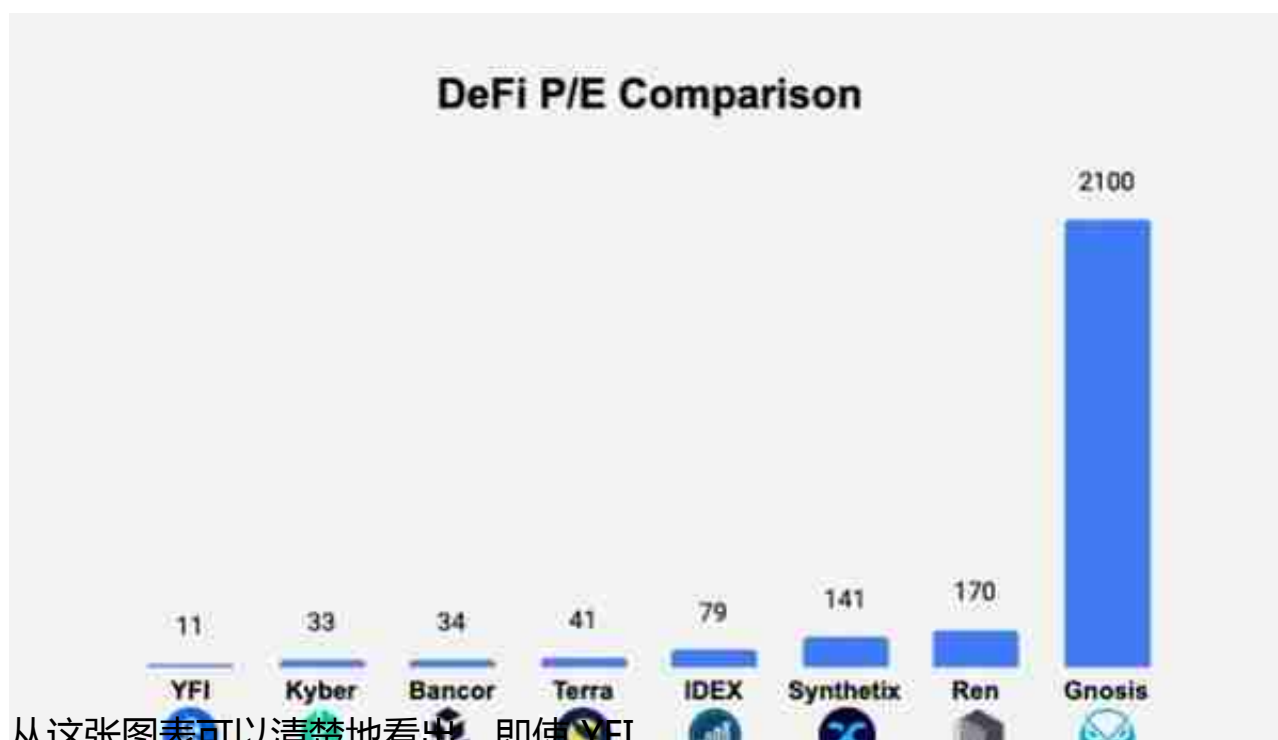
摘要：提出基本估值框架和可能的估值区间。



提出基本估值框架和可能的估值区间。

撰文：Andrew Kang、Benjamin Simon、Daryl Lau，分别为 Mechanism Capital 合伙人、研究员、合伙人
编译：Perry Wang
作者授权链闻发表该研究报告的中文版本
YFI自7月推出以来，毫不夸张的说，席卷了整个加密货币世界。尽管其创建者发出了一些措辞强烈的警告：「YFI 的价值为 0」和「我在生产中进行测试」，但 YFI 的价格却呈现爆炸式增长，一度达到每个代币近 44,000 美元的峰值，总市值约为 13 亿美元。YFI 的迅速崛起在很大程度上归功于其神秘感。YFI 的「公平启动」和闪电般的代币分发时间表——所有 3 万枚代币在第一周内分发完毕，给这一刚起步的代币带来极大的网红爆款气质。此外，YFI 的早期成功激发了一个特征鲜明、且强大而活跃的社区。但网红爆款和社区治理只是表层气质。它的底层实质是 DeFi 协议 yearn.finance 的治理代币。yearn.finance 是 Andre Cronje 几个月来一直推动发展的名副其实庞然大物，该协议继续以惊人的速度升级。Andre 不仅执行了最初的愿景，即构建了一个自动化的稳定币收益优化器，而且他还制定了宏伟的计划，在这些坚固的基础之上构建一个令人引人入胜的金融大厦。很明显，YFI 代币将在 Yearn 生态系统的未来中发挥重要作用。本文旨在提出和探讨一些用于该代币估值的关键框架。总锁仓量 Total Value Locked DeFi

中进行基本估值的一种常用方法是，查看协议的TVL与其市值的关系。但是我们不认为 TVL 是一个可靠的指标，因为协议可以从其「锁仓价值」中产生的收益方面差异很大。可代替的做法是，我们对 YFI 的最主要关注点不在于 TVL，而是将 YFI 视为持币人的创收资产。就目前而言，Yearn 的机枪池 yVault 向用户收取5%的业绩表现费*（依据于 yVault 收入，而非 TVL）[1]，并向从 yVault 中提款收取 0.5% 的费用。这些费用分配给在治理合同中进行质押的 YFI 持币者。[2]TVL 虽然通常用于估值，但对我们而言不具参考价值，因为 TVL 仅占到该协议收益方程式的一部分。通过 TVL 对 YFI 进行估值，类似于通过劳动力规模而非营收来对公司进行估值。像梅西百货公司这样的公司可能雇佣了许多工人，甚至可能产生大量营收，但与Netflix这样利润率更高的公司相比，梅西百货的利润率相形见绌，尽管 Netflix 生产过程中的「价值锁定」要少得多。市盈率 P/E当前证券市场常用的市盈率模式作为估值方法，相比 TVL 则要好得多，因为该模式将 YFI 视为生产资产，而 YFI 确实如此。现有的市盈率估值法可以让我们简单了解一下 YFI 当前产生的收入与其市值间的关系。以下是我们当前的市盈率计算，假设 YFI 质押率为 100%。[3]



从这张图表可以清楚地看出，即使 YFI

经历了最近的价格飙升和随后的下跌之后，仍然是这些协议中市盈率最低的。但

是值得注意的一个令人惊讶的发现是，其中相当部分收入来自于最近几周yVaults机枪池额度很高的提款。通过计算每个 yVault 的日提款率加权平均值，我们得出，过去 14 天每周约有 57% 收入来自于这一项。[4]即使提款费仅适用于 yVault 机枪池，费率仅为0.5%，仅提款费一项就产生了超过 6600 万美元的年化收入。我们认为，高提款额是收益耕种格局的不断变化，导致用户频繁移动其资产的结果。相比之下，yVault 收益收取的 5% 业绩表现费，仅贡献了 YFI 质押者年化总收益的不到四分之一。yVaults 机枪池提款额已经开始放缓，我们预计这种趋势将继续下去。我们预计，最终提款费收入在 Yearn 协议中为 YFI 持币者产生的收入的份额将减少，类似于交易所收取的提款费与交易费的比例。

性能：更具持续性的收入来源如果提款费不太可能成为 YFI 持币者的主要收入来源，哪种收入将取而代之？我们认为 Yearn Finance 可以从机构投资者的招数中学到几手，尤其是像 Yearn 这样是非定向和自动化交易的机构。

Base Forward P/E (End 2020)		
	Current Market cap	\$970,059,584
TVL	yTokens	\$700,000,000
	yVaults	\$600,000,000
	Total	\$1,300,000,000
Withdrawal volume (yVaults)	Weekly withdrawal rate	50%
	Weekly withdrawal volume	\$300,000,000
	Annualized withdrawal volume	\$15,600,000,000
APY	yTokens	6%
	yVaults	50%
	Weighted average	26.31%
	Gross yield	\$342,000,000
Fees	Vaults Performance Fee	5.0%
	yTokens performance fee	5.0%
	Withdrawal Fee (on yVaults)	0.50%
Income to YFI stakers	Income from Vaults	\$15,000,000
	Income from yTokens performance fee	\$2,100,000
	Income from Withdrawal Fee	\$78,000,000
	Total income (including yTokens)	\$95,100,000
	P/E without yTokens performance fee	12.43

我们为年底设想的基本情况为：假设 yToken 和 yVault 的 TVL 有所增长，但假设 yVault 的提款率略有下降。我们预计在未来几个月内，收益耕种市场的狂热将继续，但是 yVaults 和 yTokens 的 APY 略有下降。这一基本设想将 yVault 的业绩表现费保持在 5% 不变，并包括对 yToken 收入收取 5% 业绩表现费。保守情况

Aggressive Forward P/E (End 2020)		
	Current Market cap	\$970,059,584
TVL	yTokens	\$1,200,000,000
	yVaults	\$850,000,000
	Total	\$2,050,000,000
Withdrawal volume (yVaults)	Weekly withdrawal rate	70%
	Weekly withdrawal volume	\$595,000,000
	Annualized withdrawal volume	\$30,940,000,000
APY	yTokens	12%
	yVaults	75%
	Weighted average	38.12%
	Gross yield	\$781,500,000
Fees	Vaults Performance Fee	10%
	yTokens performance fee	10%
	Withdrawal Fee (on yVaults)	0.50%
Income to YFI stakers	Income from Vaults	\$63,750,000
	Income from yTokens performance fee	\$14,400,000
	Income from Withdrawal Fee	\$154,700,000
	Total income (including yTokens)	\$232,850,000
	P/E without yTokens performance fee	4.44

这种情况下我们假设 yToken 和 yVault 的 TVL 和 APY 到今年年底都将出现显著增长

。这一假设还

假定交易额很高，并且在其中

合并了业绩表现费率更高（10%，相比之下，现在仅为5%）

wETH yVault 机枪池展示了 Yearn 协议仍能吸引资金流入：48 小时内，wETH 机枪池中涌入了超过 125,000 枚 ETH（市价约 4,500 万美元），此后该机枪池的锁定资产值达到了峰值，超过 250,000 枚 ETH。相比之下，每周提款率 80%

的预测

则是极为激进

的，特别是考虑到最近几周提款额一直在放缓的现实。现金流量折现法 DCF

上面的远期市盈率模型给出了 YFI 的 2020 年底收入估算。但是，从更长期的角度来估值是必要的，这样我们就可以将其盈利转化为潜在的代币价格区间。

现金流量折现法 (DCF)

估值在这一方面很有启发性。这些预测是为了估计折现现金流的一般规模，而不是提供准确的估值。我们假设的三种 DCF

情况，起始值与远期市盈率假设中的起始值相同。但是我们的 DCF 预测结合了

TVL 和 APY 随时间变化的增长 / 衰减。更值得注意的是，所有这三种 DCF

案例都假设在接下来的几年中，提款额显著下降。通过这种方式，DCF

模型具有鲜明的特点：可以快速了解一旦提款热潮冷却下来、业绩表现费填补 YFI

持币者主要的收入份额情况下 YFI

的未来

估值。在深入

研究预测前的最后两个因素

。首先，我们假设折现率为30%，终端增长率为5%

。其次，与远期市盈率模型一样，我们为每种情况提供了两种不同的价值累积模式

：一种包含 yToken业绩表现费，另一种不包含（包含 yToken

业绩表现费用的单元格也是以浅紫色阴影显示）。基本情况假设

		Conservative DCF				
		2020	2021	2022	2023	2024
TVL growth rate	Growth Rate	N/A	250%	150%	100%	50%
	yTokens	\$500,000,000	\$1,750,000,000	\$4,375,000,000	\$8,750,000,000	\$11,125,000,000
	yVaults	\$350,000,000	\$1,225,000,000	\$3,062,500,000	\$6,125,000,000	\$8,187,500,000
TVL	Total	\$850,000,000	\$2,975,000,000	\$7,437,500,000	\$14,875,000,000	\$22,312,500,000
Withdrawal volume (yVaults)	Weekly withdrawal rate	30%	18%	10%	5%	5%
	Weekly withdrawal volume	\$105,000,000	\$183,750,000	\$306,250,000	\$306,250,000	\$458,375,000
	Annualized withdrawal volume	\$5,460,000,000	\$9,555,000,000	\$15,925,000,000	\$15,925,000,000	\$23,867,500,000
APY	yTokens	5%	5%	5%	5%	5%
	yVaults	30%	20%	18%	10%	7%
	Total	15.28%	11.18%	8.12%	7.56%	5.82%
	Gross yield	\$130,000,000	\$332,500,000	\$678,125,000	\$1,050,000,000	\$1,298,375,000
Fees	yTokens performance fee	5%	5%	5%	5%	5%
	Vaults Performance Fee	5%	5%	5%	5%	5%
	Withdrawal Fee (yTokens)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
Income to YFI Stakers	Income from yTokens Performance Fee	\$1,250,000	\$4,375,000	\$10,937,500	\$21,875,000	\$32,812,500
	Income from Vaults Performance Fee	\$5,250,000	\$12,290,000	\$22,968,750	\$30,625,000	\$32,156,250
	Income from yVaults Withdrawal Fee	\$27,300,000	\$47,775,000	\$79,625,000	\$79,625,000	\$119,437,500
	Total Income (including yTokens Performance Fee)	\$33,800,000	\$64,460,000	\$113,531,250	\$132,125,000	\$184,406,250
Discounted Income	Discounted Income (yVaults only)	\$29,773,199	\$38,433,038	\$45,982,385	\$34,589,734	\$33,292,619
	Discounted Income (including yTokens performance fee)	\$6,011,155.28	\$16,026,961.16	\$65,548,865.37	\$97,535,265.93	\$151,113,631.11

Value Summary (yVault fees only)	
Discount Rate	30%
Terminal Growth	5%
PV of Discounted Fees	\$182,070,977
Terminal Value	\$636,693,750
PV of Terminal Value	\$222,924,180
Sum of PVs	\$404,995,156
Price per Token	\$13,500

Value Summary (including yTokens performance fee)	
Discount Rate	30%
Terminal Growth	5%
PV of Discounted Fees	\$204,081,585
Terminal Value	\$774,506,250
PV of Terminal Value	\$271,176,167

我们的保守 DCF 模型假设整体增长率要低得多，其得出的价格预测（1.35 万美元和 1.58 万美元）则反映了这种悲观情况下对币价的猜想。

这种假设中与其他两种情况一样，随着时间的流逝提款额减少，业绩表现费的预计收入最终将远远超过提款费的预计收入。

哪些因素会导致像这样的停滞？我们认为，对于 Yearn 未来的扩张而言，除黑天鹅事件外，最严重的阻碍在于 DeFi

收益率是否会急剧下降。一旦发生这种情况，如果 Yearn 的其他产品部分未能获得长足发展，该协议可能仍会实现 TVL 和收入的增长，但可能不会达到我们迄今为止所目睹的爆炸式增长。激进情况假设