

# Portillo's Inc.

Chicagos kultigste Restaurantkette  
erobert Amerika

Von der Würstchenbude zum \$680-Mio.-Unternehmen  
NASDAQ: PTLO

## INVESTMENT-SNAPSHOT

Sektor:	<b>Fast-Casual-Restaurants (Chicago-Style)</b>
Standort:	<b>Oak Brook, Illinois (10 Bundesstaaten)</b>
Restaurants (FY2023):	<b>84 Standorte</b>
Ø Umsatz pro Restaurant:	<b>~\$9 Mio. (Branchenführend)</b>
Umsatz (FY2023):	<b>\$679,9 Mio. (+15,8%)</b>
Restaurant-Level Marge:	<b>~24%</b>
Cash-on-Cash Return Ziel:	<b>25-35% pro neuem Store</b>
Erstinvestment:	<b>11,48 USD (2024)</b>

# Inhaltsverzeichnis

---

1. Zusammenfassung der Investment-These
2. Die Geschichte — Von der Würstchenbude zum Kult
3. Das Unternehmen — Portillo's
4. Das Geschäftsmodell
5. Unit Economics und Expansion
6. Finanzkennzahlen
7. Bewertung
8. Risiken
9. Fazit

## Bevor Sie weiterlesen

---

Vielen Dank für Ihr Interesse an diesem Report. Wir schätzen es sehr, dass Sie sich die Zeit nehmen, unsere Analysen zu lesen — das ist nicht selbstverständlich.

*«Sie brauchen in Ihrem ganzen Leben nur wenige richtige Entscheidungen zu treffen, solange Sie nicht zu viele falsche treffen.»*

— **Warren Buffett**

Fehlinvestments gehören zum Investieren wie Gegenwind zum Segeln — auch für die Besten. Buffett verlor Milliarden mit Kraft Heinz und IBM. Munger nannte Alibaba «einen meiner schlimmsten Fehler». Pabrai kaufte Horsehead Holdings bei ~8 USD und verkaufte bei 0,28 USD. Ackman verlor über 4 Mrd. USD mit Valeant Pharmaceuticals.

Und dennoch: Alle diese Investoren haben ein beachtliches Vermögen aufgebaut. Was sie gemeinsam haben — nicht die Abwesenheit von Fehlern, sondern zwei Disziplinen:

- **Die Auswahl der richtigen Unternehmen.** Buffett schätzt, dass acht bis neun Entscheidungen den Großteil seines Vermögens erzeugt haben. Diese wenigen richtigen Entscheidungen waren so gut, dass sie alles andere überkompensierten.
- **Die richtige Positionsgröße.** Bei Überzeugung groß rein, bei Unsicherheit klein bleiben. Diese Asymmetrie ist der eigentliche Hebel.

Das ist auch unser Ansatz bei M & Friends Capital. Wir werden Fehler machen — das ist sicher. Aber wir arbeiten jeden Tag daran, dass unsere besten Entscheidungen groß genug gewichtet sind, um die unvermeidlichen Fehler mehr als auszugleichen.

Wir haben diesen Report nach bestem Wissen erstellt — aber wir können falsch liegen. Wir investieren unser eigenes Geld auf Basis dieser Analyse — weil wir von ihr überzeugt sind, nicht weil wir die Wahrheit gepachtet haben. Lesen Sie diesen Report kritisch, bilden Sie sich Ihre eigene Meinung — und wenn Sie Fragen haben, schreiben Sie uns.

Viel Spaß beim Lesen!

**Ihr Maik und Manuel**

## 1. Zusammenfassung der Investment-These

Portillo's (NASDAQ: PTLO) ist eine der bekanntesten und umsatzstärksten Fast-Casual-Restaurantketten der USA. Gegründet 1963 von Dick Portillo als Hotdog-Stand in einem kleinen Anhänger in Villa Park, Illinois, ist die Marke in der Chicagoer Region ein Kulturphänomen — vergleichbar mit In-N-Out Burger an der Westküste.

Die Investment-These basiert auf einer klassischen Post-IPO-Dislokation: Portillo's ging im Oktober 2021 zu \$20 pro Aktie an die Börse, der Kurs stieg in den ersten Wochen auf über \$54 — und ist seitdem auf unter \$12 gefallen. Ein Rückgang von über 80% vom Höchststand. Wir kaufen bei \$11,48 ein Unternehmen, dessen operative Stärke sich nicht verändert hat — nur die Bewertung.

Was uns überzeugt: Portillo's erzielt einen durchschnittlichen Umsatz pro Restaurant (AUV) von ~\$9 Millionen — das ist branchenführend und liegt weit über Wettbewerbern wie Shake Shack (~\$4 Mio.) oder Chipotle (~\$3 Mio.). Die Unit Economics sind stark: Das Unternehmen peilt 25–35% Cash-on-Cash Returns pro neuem Store an. Und mit nur 84 Standorten in 10 Bundesstaaten steht die nationale Expansion erst am Anfang.

Unternehmen	Portillo's Inc.
Börse / Ticker	NASDAQ: PTLO
Restaurants (FY2023)	84 Standorte in 10 Bundesstaaten
Umsatz (FY2023)	\$679,9 Mio. (+15,8%)
Ø Umsatz pro Restaurant	~\$9 Mio. (Branchenführend)
Gründungsjahr	1963 (Dick Portillo)

## 2. Die Geschichte — Von der Würstchenbude zum Kult

Die Geschichte von Portillo's beginnt 1963, als der 21-jährige Dick Portillo nach seiner Rückkehr von den Marines \$1.100 zusammenkratzte, um einen kleinen Anhänger in Villa Park, Illinois, zu kaufen. Der Anhänger hatte weder fließendes Wasser noch eine Toilette. Er nannte ihn «The Dog House» und verkaufte Chicago-Style Hotdogs.

Was folgte, war eine 60-jährige Wachstumsgeschichte, die vollständig aus dem operativen Cashflow finanziert wurde. Bis 1967 wurde der Stand zu einem größeren Anhänger aufgerüstet und in «Portillo's» umbenannt. In den 1980er und 1990er Jahren expandierte die Kette in der gesamten Chicagoer Metropolregion. Portillo's wurde dabei zu einer Institution — ein Pflichtbesuch für jeden Chicago-Besucher, gleichbedeutend mit Deep-Dish Pizza und den Cubs.

2014 verkaufte Dick Portillo das Unternehmen an Berkshire Partners, eine Private-Equity-Gesellschaft aus Boston. Der Verkauf markierte den Übergang vom Gründer-geführten Familienbetrieb zur professionell gemanagten Wachstumsplattform. Unter der neuen Führung wurde das Store-Konzept standardisiert, die Expansion über Illinois hinaus vorbereitet, und 2021 der Börsengang vollzogen.

Dick Portillo bewies, was aus einem einzigen Hotdog-Stand werden kann, wenn man 60 Jahre lang konsequent auf Qualität, Kundenerlebnis und operationale Exzellenz setzt. Diese DNA — Chicago-Authentizität, hohe Durchsatzgeschwindigkeit und eine loyale Stammkundschaft — ist bis heute der Kern des Geschäftsmodells.

---

### 3. Das Unternehmen — Portillo's

Portillo's ist eine Fast-Casual-Restaurantkette, die sich auf Chicago-Style Spezialitäten konzentriert: Chicago-Style Hotdogs, Italian Beef Sandwiches, Cheese Fries und den berühmten Chocolate Cake Shake. Das Menü ist bewusst fokussiert — wenige Produkte, aber jedes einzelne in einer Qualität, die seit 60 Jahren Kunden bindet.

Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in Oak Brook, Illinois, und betreibt Ende FY2023 insgesamt 84 Restaurants in 10 Bundesstaaten. Der Großteil der Standorte befindet sich nach wie vor in der Chicagoer Metropolregion — dort ist Portillo's praktisch ein Monopol auf Chicago-Style Fast Food. Neue Standorte entstehen in Arizona, Florida, Texas, Indiana und weiteren Märkten.

Die Restaurants sind groß dimensioniert — deutlich größer als typische Fast-Casual-Formate. Ein Portillo's in Chicagoland generiert durchschnittlich über \$9 Millionen Jahresumsatz pro Standort. Das ist ein vielfaches dessen, was Wettbewerber erzielen. Diese enormen AUVs (Average Unit Volumes) sind der Schlüssel zur Wirtschaftlichkeit: Sie verteilen die Fixkosten auf ein hohes Umsatzvolumen und ermöglichen attraktive Restaurant-Level-Margen von ~24%.

Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil ist die interne Managementpipeline: Store Manager kommen aus den eigenen Reihen. Portillo's bildet seine Führungskräfte intern aus, was die Unternehmenskultur stärkt und die Qualitätskonsistenz bei der Expansion sicherstellt.

---

### 4. Das Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell von Portillo's basiert auf maximaler Durchsatzgeschwindigkeit bei gleichbleibender Produktqualität. In der Chicagoer Heimatregion sind die Restaurants während der Stoßzeiten permanent ausgelastet — Drive-Through-Schlangen von 30 Minuten sind keine Seltenheit.

#### Die Kernelemente des Modells:

- **Branchenführende AUVs:** Mit ~\$9 Millionen durchschnittlichem Jahresumsatz pro Restaurant liegen die Portillo's-Standorte weit über dem Branchendurchschnitt. In der Chicagoer Kernregion erreichen Spitzenstandorte bis zu \$11,3 Mio.
- **Restaurant-Level Margen:** ~24% Restaurant-Level Adjusted EBITDA-Marge. Die hohen Umsatzvolumina pro Standort kompensieren die größere Fläche und höhere Personalkosten.
- **Fokussiertes Menü:** Hotdogs, Italian Beef, Fries, Shakes — das Menü ist kompakt und effizient. Wenige SKUs bedeuten weniger Komplexität in der Küche, schnellere Zubereitung und geringere Lebensmittelverschwendung.
- **Multi-Channel:** Portillo's bedient Dine-In, Drive-Through, Carry-Out und Delivery — plus ein wachsendes Shipping-Geschäft, das Chicago-Style Beef und Hotdogs landesweit per Post verschickt.

Die Stärke des Modells zeigt sich in der Kundenloyalität: In Chicago hat Portillo's über Jahrzehnte eine emotionale Bindung aufgebaut, die weit über ein normales Restaurant hinausgeht. Die Herausforderung liegt darin, diese Markenstärke in neuen Märkten zu replizieren.

---

### 5. Unit Economics und Expansion

Die Unit Economics von Portillo's sind der Kern der Wachstumsstory:

Cash-on-Cash Return Ziel	25–35% pro neuem Store
AUV Chicagoland	~\$9–11 Mio.
AUV neue Märkte	\$4–5 Mio. (kleineres Format)
Restaurant-Level EBITDA	~24% Marge
Neue Standorte FY2023	12 (+17% ggü. Vorjahr)
Langfristiges Ziel	~920 Restaurants

Das Unternehmen hat seine Wachstumsstrategie in zwei Phasen unterteilt: In der Chicagoer Kernregion werden weiterhin große, hochvolumige Standorte eröffnet — hier sind die AUVs am höchsten und die Marke bereits etabliert. Außerhalb von Chicago setzt Portillo's zunehmend auf kleinere Restaurant-Formate, die mit niedrigeren Investitionskosten und AUVs von \$4–5 Mio. wirtschaftlich sind.

Die Expansion erfolgt in konzentrischen Kreisen: Von Illinois über die angrenzenden Bundesstaaten (Indiana, Wisconsin, Minnesota) in wärmere Wachstumsmärkte wie Arizona, Texas und Florida. In FY2023 wurden 12 neue Restaurants eröffnet — von 72 auf 84 Standorte.

Ein entscheidender Faktor für die Expansionsqualität ist die interne Managementpipeline: Portillo's besetzt die Führungspositionen neuer Standorte mit erfahrenen Mitarbeitern aus bestehenden Restaurants. Das sichert die kulturelle Konsistenz und operative Exzellenz, die in Chicagoland den Erfolg ausmacht. Das langfristige Potenzial liegt bei ~920 Restaurants in den gesamten USA — mehr als 10x die aktuelle Basis.

## 6. Finanzkennzahlen

Die Finanzkennzahlen (Geschäftsjahr 2023, endend Dezember 2023) zeigen ein profitables Unternehmen in der aktiven Expansionsphase:

Umsatz (FY2023)	\$679,9 Mio. (+15,8% ggü. Vorjahr)
Same-Restaurant Sales	+5,7%
Adj. EBITDA (FY2023)	\$102,3 Mio.
Nettogewinn (FY2023)	\$24,8 Mio.
Operativer Cashflow	\$98,0 Mio.
Restaurants (Ende FY2023)	84 Standorte

Das Umsatzwachstum von 15,8% setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: +5,7% Same-Restaurant-Sales-Wachstum (organisches Wachstum bestehender Standorte) und der Beitrag der 12 neu eröffneten Restaurants. Das zeigt, dass sowohl die bestehenden als auch die neuen Standorte zum Wachstum beitragen.

Portillo's ist profitabel und generiert einen starken operativen Cashflow von \$98 Mio. — das finanziert einen Großteil der Expansion aus eigener Kraft. Das Adjusted EBITDA lag bei \$102,3 Mio., was einer Marge von ~15% auf Unternehmensebene entspricht.

Zu beachten ist die Verschuldung: Portillo's trägt noch ~\$670 Mio. an Verbindlichkeiten aus der Private-Equity-Übernahme durch Berkshire Partners. Das Verhältnis Schulden/EBITDA liegt bei ~6,5x — hoch, aber für PE-finanzierte Restaurantketten nicht unüblich. Der starke operative Cashflow ermöglicht den schrittweisen Schuldenabbau.

## 7. Bewertung

Die Bewertung zum Kaufzeitpunkt:

Kaufkurs	11,48 USD
Market Cap bei Kauf	~\$760 Mio.
Enterprise Value	~\$1,4 Mrd.
EV/EBITDA	~14x
P/E	~31x
IPO-Preis (Okt. 2021)	\$20 / Hoch: \$54

Auf den ersten Blick erscheint ein P/E von ~31x nicht günstig. Aber die Bewertung muss im Kontext betrachtet werden: Portillo's investiert aggressiv in neue Standorte, die zunächst die Gesamtprofitabilität drücken. Auf Restaurant-Level-Basis sind die bestehenden Standorte hochprofitabel — mit ~24% EBITDA-Marge.

Der Aktienkurs ist vom Höchststand bei \$54 (November 2021) auf \$11,48 gefallen — ein Rückgang von knapp 80%. Der IPO-Preis lag bei \$20. Die Gründe für den Kursverfall sind nachvollziehbar: Die Post-IPO-Euphorie hatte die Aktie auf ein unrealistisches Niveau getrieben, steigende Zinsen haben Growth-Aktien unter Druck gesetzt, und die höhere Verschuldung verunsichert konservative Investoren.

Für uns ist der Kursrückgang die Gelegenheit: Wir kaufen ein profitables Unternehmen mit branchenführenden Unit Economics und einem klaren Expansionspfad von 84 auf potenziell 920 Standorte — zu einer Bewertung, die 80% unter dem Markthoch liegt.

## 8. Risiken

Kein Investment ohne Risiken. Wir nehmen diese bewusst in Kauf:

- **Verschuldung:** ~\$670 Mio. Schulden aus der PE-Übernahme sind erheblich. Bei einem Debt/EBITDA von ~6,5x ist der finanzielle Spielraum eingeschränkt. Steigende Zinsen würden den Zinsaufwand weiter erhöhen und den Free Cashflow belasten.
- **Expansionsrisiko außerhalb von Chicago:** Die AUVs in neuen Märkten liegen deutlich unter dem Chicagoer Niveau. Ob die Marke in Texas, Florida und Arizona die gleiche Anziehungskraft entwickeln kann, ist noch nicht bewiesen. Kleinere Formate adressieren dies, reduzieren aber auch das Umsatzpotenzial pro Store.
- **Wettbewerb:** Der US-Restaurantmarkt ist extrem kompetitiv. Portillo's konkurriert mit etablierten Fast-Casual-Ketten wie Chipotle, Shake Shack und regionalen Anbietern. In neuen Märkten muss die Marke erst Bekanntheit aufbauen.

- **Rohstoff- und Personalkosten:** Steigende Lebensmittelpreise und Lohnkosten können die Margen unter Druck setzen. Portillo's ist besonders abhängig von Rindfleischpreisen (Italian Beef) und muss Preiserhöhungen gegen die Kundensensitivität abwägen.
  - **PE-Overhang:** Berkshire Partners hält nach dem IPO noch einen signifikanten Anteil. Zukünftige Aktienverkäufe durch den PE-Investor könnten den Kurs belasten.
  - **Single-Concept-Risiko:** Portillo's setzt auf ein einzelnes Restaurantkonzept. Ändert sich der Geschmack der Konsumenten oder verliert das Chicago-Style-Format an Attraktivität, gibt es kein diversifiziertes Portfolio als Absicherung.
- 

## 9. Fazit

Portillo's ist ein seltenes Restaurantkonzept: 60 Jahre Geschichte, kultartige Kundenloyalität in der Heimatregion und branchenführende Umsätze pro Standort. Die Kette hat bewiesen, dass das Modell in Chicago außergewöhnlich funktioniert — die Frage ist, ob die nationale Expansion gelingt.

Wir kaufen bei \$11,48 ein Unternehmen, das der Markt nach dem Post-IPO-Kursverfall abstrafen hat — nicht wegen operativer Schwäche, sondern wegen überzogener Erwartungen beim Börsengang und einer konservativen Haltung gegenüber der Verschuldung. Die fundamentalen Stärken sind intakt: \$9 Mio. AUVs, 25-35% Cash-on-Cash Returns auf neue Stores, ein profitables Geschäftsmodell und eine interne Managementpipeline, die die Qualität bei der Expansion sichert.

Die Geschichte von Dick Portillo — vom \$1.100-Anhänger ohne fließendes Wasser zu einer der erfolgreichsten Restaurantketten Amerikas — zeigt, was operationale Exzellenz über Jahrzehnte aufbauen kann. Diese Grundlage ist das Fundament für die nächste Phase: die Expansion von 84 auf potenziell Hunderte Standorte in den gesamten USA.

Für M & Friends Capital ist Portillo's eine Wette auf ein bewährtes Konzept zu einem attraktiven Preis — gekauft in einem Moment der Marktskepsis, mit dem Potenzial einer langfristigen Vervielfachung, wenn die nationale Expansion Fahrt aufnimmt.

---

## Rechtliche Hinweise

Dieser Report wurde von M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) erstellt und dient ausschließlich zu Informations- und Bildungszwecken. Er stellt **keine Anlageberatung** und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar und ist nicht als solche im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) zu verstehen.

M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) ist eine private Investmentpartnerschaft und kein regulierter Investmentfonds. Die hier dargestellten Analysen und Einschätzungen spiegeln die persönliche Meinung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

**Interessenkonflikt:** Die Autoren und/oder M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) halten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Positionen in dem besprochenen Wertpapier (Portillo's Inc., NASDAQ: PTLO). Es besteht daher ein Interessenkonflikt, da die Autoren ein finanzielles Interesse an der Kursentwicklung des besprochenen Wertpapiers haben.

**Keine Gewähr:** Alle Informationen in diesem Report wurden sorgfältig recherchiert, jedoch übernehmen die Autoren keine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der dargestellten Inhalte. Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

**Haftungsausschluss:** Die Nutzung dieses Reports erfolgt auf eigenes Risiko. M & Friends Capital UG (haftungsbeschränkt) haftet nicht für Verluste oder Schäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung dieses Reports oder der darin enthaltenen Informationen entstehen.

**Eigenverantwortung:** Jede Anlageentscheidung sollte auf Basis eigener Recherche und nach Konsultation eines qualifizierten Finanzberaters getroffen werden. Dieser Report ersetzt keine individuelle Anlageberatung.